

Brexit

De uitkomst van het Britse referendum was opmerkelijk. De 65+'s – met een toch beperktere tijdshorizon – slaagden er in om de Britten beneden 25 jaar die voor 75% voor de EU stemden, ernstig te frustreren in hun nog verre toekomst. Dat kan niet anders dan als “unfair” bestempeld worden. Bovendien zien Schotland en Gibraltar zich als afzonderlijke geografische eenheid blijkbaar gedwongen om toetreding tot de EU te bestuderen.

Mocht Wilders volgend jaar met massale steun van gefrustreerde bejaarden in Nederland aan het bewind komen en een Nexit afkondigen, zal dan hun voorbeeld door Friesland en Texel gevolgd worden?

Als gevolg van de Brexit lijkt het Britse politieke stelsel te imploderen. Op het continent zijn de politici in verwarring en wordt er driftig overlegd. De uitkomst hiervan is ongewis.

Gezien de reacties van de politici zou men de Brexit als een “zwarte zwaan” kunnen zien. Wij denken even wel dat dit zwaar overtrokken is en zijn hoopvol dat de beleidsbepalers tijdig tot zinnen komen.

In het vervolg beperken we ons tot de gevolgen voor bedrijven en beleggers.

Wat is de betekenis van de EU voor bedrijven en beleggers?

Eerst een schets van de historische context. De EU is begonnen als een instrument om vrijhandel te stimuleren en is als zodanig 60 jaar uitgebouwd. Vrijhandel vergt regels van eerlijke concurrentie en gelijke kansen. Om die reden is binnen de EU veel aandacht geschonken aan uniformiteit van regels en producten. Het Europese bedrijfsleven heeft hier sterk van geprofiteerd. Voorbeelden die we dagelijks in onze gesprekken met bedrijven tegenkomen betreffen productveiligheid maar ook uniforme milieuregels. Nemen we auto's als voorbeeld dan is het aan de EU te danken dat reserve-onderdelen gedurende decennia nageleverd moeten worden. Voorts worden de emissienormen strenger en strenger. Dieselgate zou niet hebben bestaan zonder de EU; Renaults zouden mogen stinken in Frankrijk en Volkswagens in Duitsland.

En wat te denken van de kartelwetgeving? Op nationale schaal was niemand daar bang voor, met Europa in het achterhoofd is de ethiek van het zakendoen veranderd en de concurrentie eerlijker. Een Duits bedrijf kan eerlijk concurreren in Frankrijk en vice versa. In gesprekken met bedrijven horen we steeds dat het op dit vlak buiten Europa, in India, China en Zuid-Amerika bepaald nog niet vanzelfsprekend is.

De EU heeft altijd veel aandacht gehad voor de bescherming van de consument. Nemen we als voorbeeld de beleggende consument dan zijn er regels voor de uitgifte van aandelen (prospectusplicht), settlement (altijd 2 dagen), de squeeze-out (bij 95%) en de regels ten aanzien van (depot)banken. Deze hebben het een stuk moeilijker gemaakt voor potentiële oplichters.

Het bovenstaande ervaren we inmiddels als normaal, maar 10 tot 20 jaar geleden was veel hiervan nog ondenkbaar. Het Europese bedrijfsleven - en daarmee onze aandelen – hebben zodoende flink geprofiteerd van de EU.

Op sommige vlakken heeft de EU veel voortuitgang geboekt. Op andere gebieden is er nog niet veel veranderd en hebben de deelnemende landen nog een grote mate van autonomie. Dat geldt bijvoorbeeld op het gebied van de sociale zekerheid en belastingen. Het is dan

ook paradoxaal dat de sociale zekerheid voor immigranten de trigger vormden voor de negatieve houding ten opzichte van de EU.

Wij komen voortdurend Duitse bedrijven tegen die niet in Frankrijk willen investeren wegens de starre arbeidscontracten. Oneigenlijke subsidies aan bedrijven mogen door de EU teruggedrongen zijn, de belastingtarieven lopen nog steeds fors uiteen. Onder invloed van de Panama papers staat nu harmonisatie hiervan nu hoog op de agenda van de EU. Dit is echter niet iets waar Europese bedrijven van wakker lijken te liggen. Ze zijn veel minder agressief op dit vlak dan hun Amerikaanse concurrenten.

Wat is de impact van de Brexit op de bedrijven?

Een Brexit zal de Engelsen confronteren met hun eigen irrelevantie in een globale context. In de gesprekken die we met de bedrijven uit ons beleggingsuniversum hebben, speelt het UK een ondergeschikte rol.

We hebben de overtuiging dat het directe effect van een Brexit op omzet en resultaten van onze bedrijven zeer beperkt is, zelfs in het geval van een fikse daling van het pond.

De Engelse economie zal zeker een knauw krijgen. Wie investeert in een land dat zo duidelijk in een identiteitscrisis is beland?

De indirecte effecten zijn minder eenvoudig in te schatten. De Europese consument blijft gewoon consumeren en het Europese bedrijfsleven zal blijven investeren in de VS en de opkomende markten waar de focus nu ook al ligt. Op korte termijn is het zeker “business as usual” en ook op wat langere termijn zal het Europese bedrijfsleven niet sterk beïnvloed worden, als het bij een Brexit blijft en de Europese politici het eens worden.

Uit onze gesprekken de afgelopen weken met bedrijfsleiders kregen wij ook de indruk dat men nauwelijks crisisscenario's had klaarliggen in geval van een Brexit. Men gaat er vanuit dat de politici ook dit probleem wel zullen oplossen.

Hoe verandert het beleggingsklimaat?

Uiteraard is de eerste reactie van de internationale belegger een schrikreactie. Vooral de niet-Europese beleggers zullen terughoudender worden om te beleggen in Europa en wellicht beleggingen liquideren. Dit soort situaties kennen we nog uit het recente verleden, zoals ten tijde van de Griekse crisis.

De ervaring heeft geleerd dat men altijd weer terugkomt. Het ligt voor de hand dat “continentale” aandelen daar meer van zullen profiteren dan Engelse.

Voorwaarde voor een normalisatie op de beurs is een stabilisatie van de politieke situatie in Europa. Voor een belegger valt dit onmogelijk te voorspellen. En dit proces zal zeker enige tijd vergen. Daarom zullen we de komende tijd rekening moeten houden met een grote mate van beweeglijkheid op de beurzen.

Het lagere koersniveau lijkt op dit moment een redelijke combinatie van een toename van het koerspotentieel enerzijds en groeiende onzekerheid anderzijds.

De beurzen in 2016

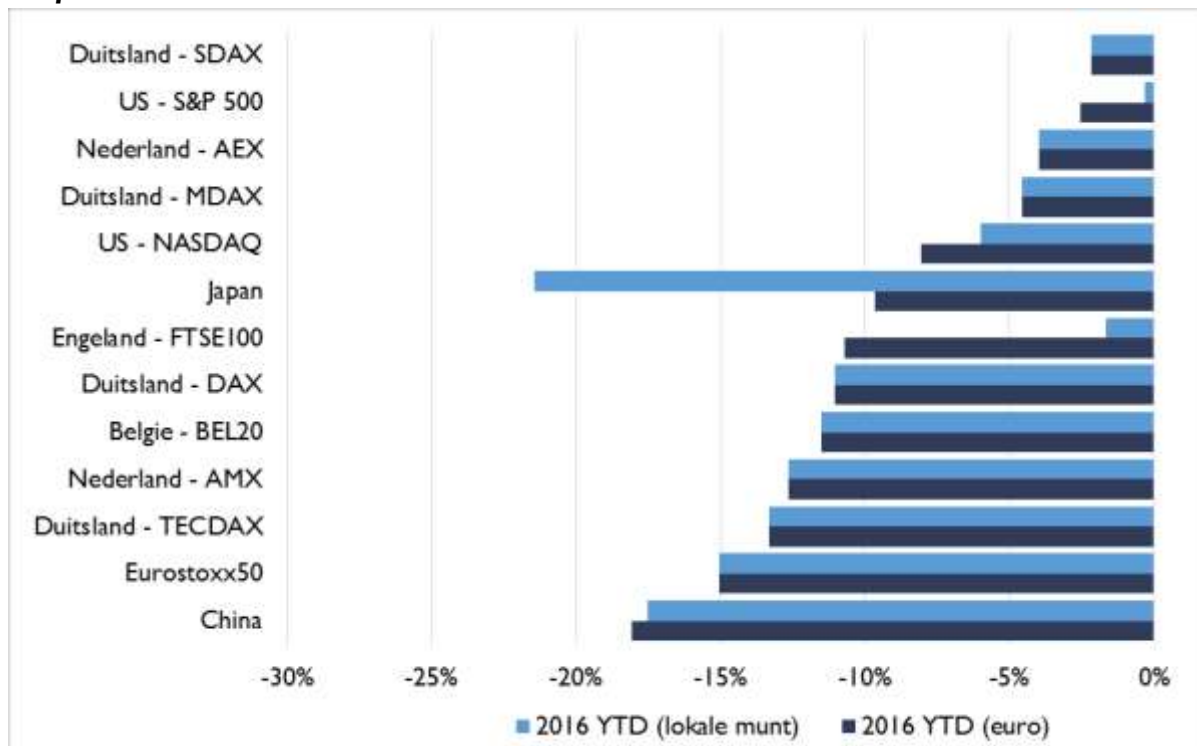
Vanaf de eerste dag in het nieuwe jaar daalden de koersen sterk. Wij hebben altijd een direct verband gezien met liquidaties van beleggingen door olieproducerende landen, noodzakelijk om hun kaspositie op peil te houden bij de dalende olieprijs. We voelden ons gesterkt in deze opvatting, toen na de omslag in de olieprijs de beurzen weer richting de niveaus van eind vorig jaar gingen.

Wereldwijd gezien doen de beurzen van China en Japan het erg slecht. In het geval van Japan wordt dit deels gecompenseerd door de appreciatie van de Japanse yen. Zie onderstaande grafiek.

Na de Brexit heeft de Europese index inmiddels weer het dieptepunt van het jaar bereikt. De andere indices zitten daar nog ver boven. De slechte performance van de Europese index heeft vooral te maken met de financiële waarden die in deze zwaarder wegen dan in de meeste andere indices.

De AEX-index deed het relatief goed, maar dit dankt de AEX aan de wat wonderlijke samenstelling en de extreem goede performance van enkele specifieke aandelen.

Performance beurzen in 2016



De beleggingsprestaties van SELECTUM

In onderstaand overzicht zijn de prestaties sinds het begin van het jaar van onze fondsen en van enkele indices weergegeven. We zijn hierbij uitgegaan van de slotkoersen van vrijdag, de dag na het referendum.

De Selectum-fondsen hebben het relatief goed gedaan. Er is sprake van een flinke outperformance ten opzichte van de meeste indices.

Index	24 jun 16	Fonds (F-class)	24 jun 16
AEX	-4,0%	European Smaller Cap Fund	1,9%
DAX	-11,0%	Benelux Fund	-1,5%
BEL20	-11,5%	Germany Fund	-2,7%
Eurostoxx 50	-15,0%	Combi Fund	-4,6%

Al sinds de start van het European Smaller Cap Fund is duidelijk dat de koersbewegingen in de kleinere aandelen een patroon hebben dat vrij sterk afwijkt van dat van de grote indices. Meestal volgen de kleine aandelen de grote met enige vertraging. De mate van vertraging is echter wisselend en het verband is niet erg sterk.

Ook blijkt dat de kleinere aandelen per saldo beter presteren.