

4 juli 2016

## Eén week na het Brexit-referendum

---

Nick Kounis  
Head Macro & Financial Markets  
Research  
Tel: +31 20 343 5616  
nick.kounis@nl.abnamro.com

---

- **Wat weten we nu, één week nadat we beseften dat het VK besloten had uit de EU te stappen? Wat is er nog onzeker?**
- **Drastische verkrapping van financiële condities lijkt niet aan de orde ...**
- **... nu een volgende ronde van mondiale verruiming eraan lijkt te komen**
- **Het is vrijwel zeker dat de Britse regering het land inderdaad uit de EU zal leiden, al wordt het proces mogelijk pas in 2017 opgestart**
- **Hoogstwaarschijnlijk worden het harde en langdurige onderhandelingen**
- **We hebben onze ramingen voor de economie verlaagd maar weten nog niet hoe groot de schok als gevolg van de onzekerheid zal zijn ...**
- **... en ook niet in hoeverre de stemming overslaat naar de eurozone**

### De situatie één week later

Een week geleden werd de wereld geconfronteerd met het Britse besluit om uit de EU te stappen. Dit creëerde grote onzekerheid en riep talrijke vragen op over hoe het verder zou gaan. Nu, een week later, brengen we de toestand in kaart en proberen we vast te stellen waarop we inmiddels beter zicht hebben en wat nog uiterst onzeker is.

### De financiële condities verkrappen wellicht niet drastisch

Wat weten we tot nu toe? Om te beginnen de reactie van de markten: die was in de eerste dagen redelijk hoopgevend. Meteen na de uitslag werden aandelen weliswaar massaal verkocht, maar de grote indices hebben zich sindsdien in meer of mindere mate hersteld. Dat geeft hoop dat de financiële condities niet drastisch zullen verkrappen, wat erg slecht voor de wereldeconomie zou zijn. Hoewel het waarschijnlijk nog te vroeg is om al te stellen dat de markten niet verder zullen dalen, lijkt het geen onredelijke aanname dat het effect van de Brexit bijna volledig in de koersen verdisconteerd is, als we tenminste uitgaan van een relatief gunstig scenario voor de rest van Europa. Bij een ongunstig scenario, waarin de Brexit uitgroeit tot een grote eurocrisis en beleggers vrezen dat de eurozone / EU uiteenvalt, is het einde van de marktcorrectie nog lang niet bereikt. In ons basisscenario, dat in lijn lijkt te zijn met de consensus, gaan we ervan uit dat de inktvlekwerking beperkt blijft.

### Nieuwe ronde van wereldwijde verruiming

Een ander punt waarover intussen iets meer duidelijkheid is, betreft de bereidheid van centrale banken om over te gaan tot een nieuwe ronde van monetaire verruiming. Dit is een van de factoren die het beleggersvertrouwen hebben gesteund. De gouverneur van de Britse centrale bank (BoE), Mark Carney, heeft expliciet

gezegd dat het Verenigd Koninkrijk (VK) in de zomer overgaat tot verdere verruiming. Naar verluidt zou de Europese Centrale Bank (ECB) overwegen om haar programma van kwantitatieve verruiming aan te passen zodat extra steunaankopen mogelijk worden. ECB-president Draghi en de directieleden Coeuré en Praet hebben al aangegeven te verwachten dat de Brexit negatief uitwerkt op de economische groei in de eurozone. Wij verwachten verdere verruimingsmaatregelen van de BoE, de ECB en de Japanse centrale bank (BoJ), en denken nog steeds dat de Amerikaanse centrale bank (Federal Reserve) de rente dit jaar ongewijzigd laat.

### **Brexit is Brexit, maar het kan even duren en het wordt lastig**

Sinds het referendum is het een politiek gekkenhuis in het VK: zowel bij Labour als bij de Conservatieven is een chaos ontstaan en de Scottish National Party lijkt aan te sturen op een nieuw referendum over onafhankelijkheid. Wel begint er enig zicht te komen op de nieuwe Conservatieve premier. Nu Boris Johnson besloten heeft zich niet kandidaat te stellen, is de huidige minister van Binnenlandse Zaken Theresa May de grootste kanshebber.

May heeft enkele kernpunten geformuleerd die een eerste indruk geven van de Britse insteek. Om te beginnen heeft ze gezegd dat er geen tweede referendum komt; het volk heeft gesproken. Ten tweede moet Artikel 50 niet vóór het einde van dit jaar in werking worden gesteld. Ten derde moeten er geen nieuwe algemene verkiezingen komen vóór 2020. En tot slot heeft de regering geen mandaat om een akkoord te sluiten dat het vrije verkeer van personen in stand houdt. Dat laatste is cruciaal, want gezien het huidige standpunt van de EU wordt het daarmee voor het VK moeilijker volledige toegang tot de interne markt te krijgen. De Franse president Hollande heeft al gezegd dat er zonder vrij personenverkeer geen toegang tot de gemeenschappelijke markt komt. Dit alles wijst op lange en moeizame onderhandelingen en een lange periode van onzekerheid.

### **Onzekerheid over de onzekerheid**

Op een paar punten is er na een week dus wat meer duidelijkheid. Wat is er nog onzeker? Een belangrijk punt is wat de Brexit betekent voor de economische groei. Eerder deze week hebben we onze ramingen naar beneden bijgesteld voor de economische groei, voor de rentes op Amerikaanse, Britse en Duitse staatsobligaties en voor het Britse pond en de euro (zie [Macro Visie – Ramingen verlaagd na Brexit](#)). Een van de hoofdpunten van dit scenario is dat de lange periode van onzekerheid bedrijven kopschuw maakt en dat bedrijven minder gaan investeren en minder personeel aannemen, natuurlijk vooral in het VK. Hoe groot of hoe klein dit effect zal zijn, valt uiteraard niet te voorspellen en is nog uiterst onzeker. We moeten afwachten hoe de indicatoren van het ondernemersvertrouwen zich ontwikkelen. Er zijn vorige week al enkele cijfers verschenen, maar die hebben betrekking op juni. Voor de eerste aanwijzingen moeten we wachten tot de cijfers over juli.

De andere grote vraag is in hoeverre de Brexit een besmettingsgevaar inhoudt voor de rest van de EU-landen. In ons basisscenario blijft de inktvlekwerking beperkt. Het politieke risico is echter groot en het is duidelijk dat in veel landen eurosceptis en

weezin tegen 'de elite' hoogtij vieren. In dat verband zijn het referendum over politieke hervormingen in Italië later dit jaar en de verkiezingen in Duitsland, Frankrijk en Nederland volgend jaar belangrijke ijkpunten. En sommige peilingen vormen verontrustende lectuur. Zo blijkt uit een peiling van deze week dat de Italiaanse Vijf Sterren-partij, die zich verzet tegen de gevestigde orde en tegen de EU, zou winnen als er nu parlamentsverkiezingen zouden worden gehouden. Het risico van inktvlekwerking in Europa lijkt aanzienlijk.

Main economic/financial forecasts											
BBP-groei (%)	2014	2015	2016e	2017e	3M interbank rente	24/06/2016	01/07/2016	+3M	2016e	+12M	2017e
Verenigde Staten	2.4	2.4	1.7 ↓	1.8	Verenigde Staten	0.62	0.65	0.7	0.7	1	1.5
Eurozone	0.9	1.6	1.3 ↓	1.0	Eurozone	-0.28	-0.29	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35
Japan	-0.1	0.6	0.6	0.6	Japan	0.06	0.06	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Verenigd Koninkrijk	3.1	2.2 ↓	1.5 ↓	0.5	Verenigd Koninkrijk	0.56	0.52 ↓	0.3 ↓	0.3 ↓	0.3 ↓	0.3
China	7.3	6.9	6.5	6.0							
Nederland	1.4	2.0 ↓	1.5 ↓	1.2							
Wereld	3.4	3.1	2.9	3.4							
Inflatie (%)	2014	2015	2016e	2017e	10j-rente	24/06/2016	01/07/2016	+3M	2016e	+12M	2017e
Verenigde Staten	1.6	0.1	1.4	2.0	VS Treasury	1.58	1.46 ↓	1.4 ↓	1.4 ↓	1.6 ↓	1.8
Eurozone	0.4	0.0 ↑	0.3 ↑	1.5	Duitse Bund	-0.05	-0.13 ↓	-0.2 ↓	-0.2 ↓	-0.1 ↓	0.1
Japan	2.8	0.8	0.3	1.8	Euro sw ap rente	0.45	0.34 ↓	0.4 ↓	0.5 ↓	0.55 ↓	0.7
Verenigd Koninkrijk	1.5	0.0	0.5 ↑	2.3	Japans overheidspapier	-0.19	-0.25	0.0	0.0	0.2	0.2
China	2.0	1.4	2.0	2.0	VK gilts	1.09	0.86 ↓	0.8 ↓	0.5 ↓	0.3 ↓	0.2
Nederland	0.3	0.2 ↑	0.2 ↑	1.5							
Wereld	3.5	2.9	3.1	3.2							
Beleidsrente	01/07/2016	+3M	2016e	2017e	Wisselkoersen	24/06/2016	01/07/2016	+3M	2016e	+12M	2017e
Federal Reserve	0.50	0.50	0.50	1.25	EUR/USD	1.11	1.11 ↓	1.10 ↓	1.10 ↓	1.1 ↓	1.10
European Central Bank	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	USD/JPY	102.2	102.5 ↓	100 ↓	103 ↓	105 ↑	110
Bank of Japan	-0.10	-0.30	-0.30	-0.30	GBP/USD	1.36	1.33 ↓	1.27 ↓	1.20 ↓	1.25 ↓	1.35
Bank of England	0.50 ↓	0.25 ↓	0.25 ↓	0.25	EUR/GBP	0.82	0.84 ↑	0.87 ↑	0.92 ↑	0.88 ↑	0.81
People's Bank of China	4.35	4.35	4.10	3.85	USD/CNY	6.63	6.66	6.60	6.70	6.8	6.80

Bron: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO Economisch Bureau.

## DISCLAIMER

This document has been prepared by ABN AMRO. It is solely intended to provide financial and general information on economics. The information in this document is strictly proprietary and is being supplied to you solely for your information. It may not (in whole or in part) be reproduced, distributed or passed to a third party or used for any other purposes than stated above. This document is informative in nature and does not constitute an offer of securities to the public, nor a solicitation to make such an offer.

No reliance may be placed for any purposes whatsoever on the information, opinions, forecasts and assumptions contained in the document or on its completeness, accuracy or fairness. No representation or warranty, express or implied, is given by or on behalf of ABN AMRO, or any of its directors, officers, agents, affiliates, group companies, or employees as to the accuracy or completeness of the information contained in this document and no liability is accepted for any loss, arising, directly or indirectly, from any use of such information. The views and opinions expressed herein may be subject to change at any given time and ABN AMRO is under no obligation to update the information contained in this document after the date thereof.

Before investing in any product of ABN AMRO Bank N.V., you should obtain information on various financial and other risks and any possible restrictions that you and your investments activities may encounter under applicable laws and regulations. If, after reading this document, you consider investing in a product, you are advised to discuss such an investment with your relationship manager or personal advisor and check whether the relevant product – considering the risks involved – is appropriate within your investment activities. The value of your investments may fluctuate. Past performance is no guarantee for future returns. ABN AMRO reserves the right to make amendments to this material.

© Copyright 2016 ABN AMRO Bank N.V. and affiliated companies (\*ABN AMRO)