



# Brexit: should we stay or should we go?

Op 23 juni trekken de Britten naar de stembus om hun stem te laten klinken over het verdere lidmaatschap van de Europese Unie (EU). Met dit referendum staat de EU mogelijk aan de vooravond van een periode vol onzekerheid. Uiteraard zou een Brexit, een vertrek van het Verenigd Koninkrijk (VK) uit de EU, belangrijke politieke gevolgen hebben. Maar ook de economische gevolgen mogen zeker niet uit het oog verloren worden. Een nee-stem betekent immers het verlies van een land dat instaat voor 15 % van het Europees bruto binnenlands product (BBP).

Hieronder schetsen we eerst kort de geschiedenis van het Britse lidmaatschap, gevolgd door een bespreking van de situatie vandaag. Daarna verduidelijken we de impact van een Brexit op het Britse pond (GBP). Tot slot bekijken we drie mogelijke scenario's voor een daadwerkelijke Brexit, en de eventuele impact ervan op uw beleggingsportefeuille.

## 1. Een turbulente toetreding

De afkeer van het Verenigd Koninkrijk (VK) voor Europa is door de jaren heen gegroeid, maar bestaat al van vóór de toetreding tot de toenmalige Europese Economische Gemeenschap (EEG). Tot op het moment van de toetreding kon het land namelijk profiteren van de handel met zijn koloniën binnen het Britse gemeenebest. Zo werden levensmiddelen als kaas, boter en suiker goedkoop geïmporteerd vanuit Nieuw-Zeeland en de Antillen. Een toetreding tot de EEG betekende het aanvaarden van belemmeringen, zoals importbelastingen op deze handel, wat voor de Britten een bittere pil was.

Daarenboven kende de EEG subsidies toe aan de landbouwsector, net de sector die ondervertegenwoordigd was in het VK. Beide factoren zorgden voor een voedingsbodemp voor het Britse eurosceptis. Niettemin traden de Britten in 1973 toe tot de EEG, bevestigd in een eerste referendum in 1975. Uiteindelijk bleek de balans voor hen echter vrij negatief en leidde Margaret Thatcher met de woorden "I want

my money back" nieuwe onderhandelingen in. Daarin dwong ze een korting af, die volgens de Europese Commissie ongeveer gelijk was aan 66 % van het verschil tussen de Britse bijdragen en inkomsten uit de EU. Great Britain had its money back, met andere woorden.

## 2. De Britten en de EU

Al sinds hun toetreding worden de Britten gekenmerkt door een drang naar eigenheid en onafhankelijkheid, getuige hiervan bv. het vasthouden aan het pond. Ook het akkoord dat premier Cameron onlangs met de EU sloot, wordt gekenmerkt door uitzonderingen. De belangrijkste is het feit dat het VK niet meer gebonden is aan verdere politieke integratie binnen de EU.

De Eurobarometer onderzocht waarom de Britten zo afkerig zijn van het Europees lidmaatschap:

- meer dan 20 % gaf immigratie aan als één van de belangrijkste zorgen. Hoewel het VK in 2015 slechts 60 asielaanvragen per 100.000 inwoners kreeg (het EU-gemiddelde = 260), bestaat de bevolking vandaag voor 1/8 uit migranten
- daarnaast bleek terrorisme een belangrijke schrikfactor.

Beide aspecten versterken de roep om onafhankelijkheid en bijkomende grenscontroles.

### 2.1. De Britse bijdrage

Ook de centen spreken niet in het voordeel van een lidmaatschap. Ondanks de kortingen die Thatcher verkreeg, droegen de Britten de laatste 7 jaar netto gemiddeld 8,1 miljard pond bij. In 2015 stond de teller op ongeveer 9 miljard, wat gelijkstaat aan 10 % van het Europees budget. Toch moeten we hier vermelden dat hun bijdrage per persoon bij de laagste is in vergelijking met landen met een gelijkaardige welvaart. Zo droegen ze in 2013 ongeveer 240 euro/persoon bij, terwijl landen als België en Frankrijk rond de 350 euro/persoon bijdragen.

Een tweede grote bijdrage van de Britten betreft de 2 % van het BBP dat ze elk jaar uitgeven aan defensie. Bij een Brexit zou Europa op militair vlak dan ook de nodige internationale slagkracht verliezen.

In de grafiek (zie pag. 2) zijn ook de schattingen voor de komende vijf jaar weergegeven, waaruit blijkt dat de nettobijdragen zeker geen dalende tendens zullen kennen.

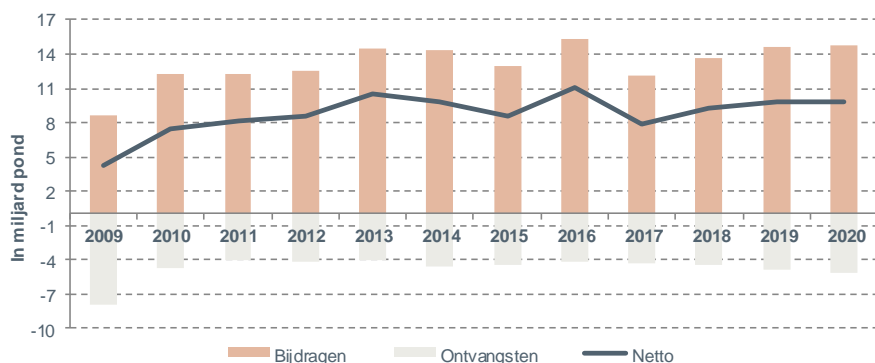
### 2.2. Londen als financieel hoofdkwartier van Europa

De Britten zijn niet alleen sterkhouders van het Europees budget; met Londen hebben ze ook één van de belangrijkste financiële centra in handen. De financiële diensten brengen elk jaar 66,5 miljard pond in het belastinglaaije, 11 % van de Britse belastinginkomsten. Het lijkt dan ook onwaarschijnlijk dat Europa bij een nee-stem op korte termijn een nieuw financieel centrum van hetzelfde kaliber krijgt.

Dit is een promotioneel document, opgesteld en verspreid door Belfius Bank. Het bevat geen beleggingsadvies en kan niet als dusdanig worden beschouwd. Dit document is niet opgesteld conform de bepalingen met betrekking tot de bevordering van onafhankelijk onderzoek op beleggingsgebied en is niet onderworpen aan het verbod tot handelen voorafgaand aan de verspreiding van onderzoek op beleggingsgebied.

V.U.: Belfius Bank NV, Pachecolaan 44, 1000 Brussel - IBAN BE23 0529 0064 6991 - BIC GKCCBEBB - RPR Brussel BTW BE0403.201.185 - FSMA nr. 19649 A - Eindredactie: 21-04-2016.

## Ontvangsten en bijdragen gelinkt aan het EU-Lidmaatschap



Bron cijfers: House of Commons Library - In brief: UK-EU economic relations.

### 2.3. Handel met de EU

Toch lijkt de EU niet de enige verliezer bij een uitstap. Zowel op het vlak van handel als van kapitaalstromen lijken de gevolgen niet te onderschatten. Het lidmaatschap van 's werelds grootste gemeenschappelijke markt brengt immers veel handelsactiviteit met zich mee. De EU staat in voor 45 % van de Britse export en 53 % van de import. Niet enkel de toename van de handelsbarrières lijkt problematisch, ook het heronderhandelen van de vele handelscontracten zou niet van een leien dakje lopen en bovenal veel tijd vragen.

Daarenboven heeft het VK een tekort op zijn lopende rekening, die een indicatie geeft van de import en de export en van de netto-inkomens vanuit het buitenland. De belangrijkste oorzaak ervan is het tekort op de handelsbalans, een subonderdeel van de lopende rekening dat focust op import en export. In het 3e kwartaal van 2015 liep het op tot 8,7 miljard pond. Het tekort op de lopende rekening bedroeg in het derde kwartaal van 2015 3,7 % van het bruto binnenlands product (BBP) en wordt gefinancierd door buitenlandse investeerders. Het tekort ten opzichte van de EU bedraagt maar liefst 23,3 miljard pond.

Wat de aandelenmarkt betreft, zien we dat bedrijven die in grote mate afhankelijk zijn van de binnenlandse of Europese markt (bv. easyJet of Royal Mail), begin 2016 10 % minder goed presteerden dan bedrijven die hun inkomsten grotendeels uit het buitenland halen (bv. Unilever en Rolls-Royce).

### 2.4. Kapitaalstromen

Het VK kan rekenen op een enorme instroom aan buitenlandse investeringen:

- de binnenkomende kapitaalstromen bedroegen vorig jaar bijna 20 % van het BBP;
- de stroom aan buitenlandse investeringen is de 3e grootste ter wereld. Liefst 48 % van deze investeringen zijn afkomstig van andere EU-lidstaten.

Daarnaast is de overheidsschuld grotendeels in handen van de Bank of England (BoE) (na hun kwantitatieve versoepeling) en institutionele investeerders, zoals verzekeringsbedrijven en pensioenfondsen. Maar ook voor buitenlandse investeerders is het VK een geliefkoosde investering. In het 3e kwartaal van 2015 was namelijk bijna 26 % van de Britse overheidsobligaties ('gilts') in buitenlandse handen.

De vraag is of een onafhankelijk Verenigd Koninkrijk nog in staat zal zijn om dergelijke grote kapitaalstromen aan te trekken. Gesuggereerd wordt dat andere Europese landen zullen profiteren en een deel van de Britse stromen zullen overnemen.

## 3. Impact op het kroonjuweel, het Britse pond

Om het tekort op de lopende rekening te financieren zou een daling van het pond aangewezen zijn. In november 2015 werd die daling, samen met de nodige volatiliteit, ingezet:

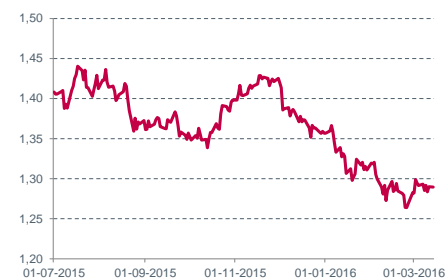
- tot midden april 2016 verloor het pond al 10 % op handelsbasis;

→ ten opzichte van de euro komt de daling neer op ongeveer 13 %;

→ ten opzichte van de dollar stond het pond eind maart 2016 op hetzelfde niveau als tijdens de internetbubbel en de crisis van 2008.

Hoewel de huidige daling tot de nodige inflatie kan leiden, houdt de BoE vast aan een langetermijnvisie. Zo verkoos ze in de periode 2009-2012 om aan 'quantitative easing' te doen (kwantitatieve versoepeling, het vergroten van de geldvoorraad door de aankoop van effecten) in plaats van een renteverhoging door te voeren. En dit terwijl de inflatie zich boven de 2 % bevond.

### Wisselkoers GBP/EUR



Bron: Factset.

Anderzijds brengt een daling van het pond niet noodzakelijk enkel slechte gevolgen met zich mee. Bij een Brexit kan de daling verder oplopen tot 20 % op handelsbasis, wat uiteraard ook een verbeterde exportpositie voor de Britse bedrijven betekent. Daartegenover staat dat de duurdere importproducten de inflatie substantieel zouden verhogen naar een niveau van om en bij de 5 %.

## 4. Wat als... ?

De laatste peiling van de Engelse krant 'The Telegraph' voorspelt een nipte overwinning voor de blijvers, met 51 % van de stemmen. Er wordt hier geen rekening gehouden met de onbesliste stemmers, die de uitslag dus nog kunnen doen kantelen.

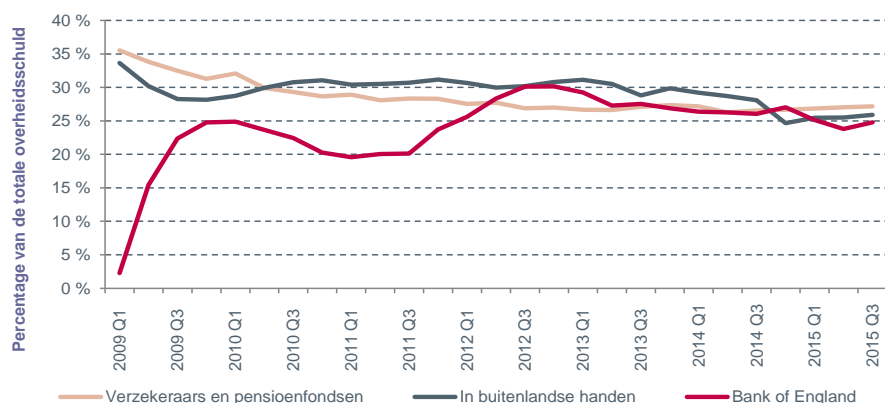
Komt er inderdaad een Brexit, dan zijn er volgens 'The Financial Times' 3 mogelijke scenario's. De krant stelde ze op 22 februari voor in het artikel 'What are the economic consequences of Brexit'. We leggen ze hieronder kort uit, telkens aangevuld met een recente studie van PricewaterhouseCoopers (PwC).

### 4.1. Een groeiend Verenigd koninkrijk

Beslist het VK om de Unie te verlaten, dan is het vrij om een eigen regelgeving toe te passen. Een onderdeel hiervan is het asielbeleid, dat dan niet langer de Europese burgers bevoorrecht en het VK opnieuw de volledige controle geeft over zijn grenzen. Slaagt het land er daarnaast in om de nodige voordelige handelsakkoorden af te sluiten met zowel EU als niet-EU-landen, dan kan men spreken van een geslaagde scheiding. Dit scenario benadrukt duidelijk het feit dat het VK zich kan bevrijden van het protectionistische Europa en zijn regelgeving volledig op zichzelf kan focussen. Bijgevolg profiteert het ook ten volle van groei, wat de voorstanders van een Brexit sterk benadrukken.

Dit scenario wordt echter ook in vraag gesteld. Wil het VK immers deel blijven uitmaken van de eenheidsmarkt, dan zal het ook de EU-regels moeten

### Verdeling Britse overheidsschuld



Bron: Office of National Statistics and BoE.

Dit is een promotioneel document, opgesteld en verspreid door Belfius Bank. Het bevat geen beleggingsadvies en kan niet als dusdanig worden beschouwd. Dit document is niet opgesteld conform de bepalingen met betrekking tot de bevordering van onafhankelijk onderzoek op beleggingsgebied en is niet onderworpen aan het verbod tot handelen voorafgaand aan de verspreiding van onderzoek op beleggingsgebied.

V.U.: Belfius Bank NV, Pachecolaan 44, 1000 Brussel - IBAN BE23 0529 0064 6991 - BIC GKCCBEBB - RPR Brussel BTW BE0403.201.185 - FSMA nr. 19649 A - Eindredactie: 21-04-2016.

accepteren en daar hoort het vrije personenverkeer bij. Belangrijke kanttekening hierbij is dat migranten de Britse arbeidsmarkt versterken, ook al is migratie een belangrijk euvel binnen het VK. Een migratiestop zou dan ook kunnen leiden tot een tekort aan geschoold personeel, met bijbehorende druk op de lonen als gevolg.

Aanvaardt het daarentegen minder strikte handelsovereenkomsten, dan heeft het wel meer controle, maar moet het dezelfde regels voor goederen en diensten voorzien. En laat nu net vooral de diensten gekenmerkt worden door een hoge complexiteit qua handelsakkoorden.

De studie van PwC analyseerde de gevolgen van een uitstap uit de EU, waarbij het VK erin slaagt om een vrijhandelsakkoord voor goederen te sluiten en kan ontsnappen aan bv. de vrijheid van personen:

- tegen 2020 ligt het BBP 3 % lager dan dat het bij de unie zou zijn; tegen 2030 daalt dit tot 1,2 %
- tegen 2030 ligt de totale tewerkstelling 1 % lager dan dat het bij de unie zou zijn

Een groeiend Verenigd Koninkrijk zou de beste oplossing zijn, maar het blijft nog maar de vraag of het goede handelsovereenkomsten kan afsluiten met andere landen. Ook 'The Financial Times' wijst erop dat de kans zeer klein is dat het land op korte termijn positieve handelsakkoorden kan afsluiten. Hier geldt immers nog steeds de regel 'Hoe groter je bent, hoe groter je slagkracht'.

## 4.2. De moeizame overgang

Een tweede mogelijkheid is dat deel uitmaken van de EU niet doorslaggevend is voor de groei van het VK. In dat geval maakt de economie wel enkele moeilijke jaren door, maar uiteindelijk zijn de Britten beter, noch slechter af buiten de EU. In dit scenario houden de drijvende krachten van economische groei (investeringen, innovatie en concurrentie) stand, maar verslechteren de handelsrelaties met de EU. Door betere relaties op te bouwen met andere landen kan dit gecompenseerd worden.

Hoewel handel slechts één element is in de grotere ketting van groei op lange termijn, mag men dit toch niet onderschatten. Want net hier schuilt een groot risico. Totdat de handelsrelaties opnieuw zijn opgebouwd, staat het VK namelijk voor een lange periode van instabiliteit en lage investeringen. Deze risico's vertalen zich op hun beurt dan weer in beleggers die hogere risicopremies eisen voor Britse beleggingen. Hogere risicopremies brengen lagere koersen met zich mee en dus ook verdere lage prestaties van de Britse aandelen. Vele buitenlandse investeerders zullen op korte termijn de kat uit de boom kijken, wat een opdroging van de broodnodige buitenlandse kapitaalstromen betekent. Een sterke val in het pond is dan ook niet uit te sluiten.

Ook hier analyseerde PwC de gevolgen als het VK moet terugvallen op standaardakkoorden van de Wereldhandelsorganisatie:

- tegen 2020 ligt het BBP 5,5 % lager, wat tegen 2030 zou afnemen tot ongeveer 3,5 % of het aanzienlijke bedrag van 65 miljard pond
- de totale tewerkstelling ligt 1,8 % lager dan dat het bij de unie zou zijn

Er valt zeker iets te zeggen voor dit scenario. Denk maar aan Noorwegen en Zwitserland, die ook de nodige groei realiseren zonder lid te zijn van de EU.

Toch merken we op dat beide landen nog steeds min of meer toegang hebben tot de eengemaakte markt en dat Noorwegen ermee instemde om de Europese beslissingen zonder inspraak te ondergaan.

Toch blijft de vraag of een Brexit enkel wat overgangsproblemen - die op hun beurt jaren kunnen duren - met zich mee zou brengen. Veel economisten zeggen immers dat zowel de groei als de productiviteit blijvend hinder zouden kunnen ondervinden, zeker omdat een deel van de buitenlandse investeringen naar de andere lidstaten zal vloeien.

## 4.3. Een foute beslissing

Als de onderhandelingen met de EU niet van een leien dakje lopen, zou het vertrouwen in de Britse economie wel eens een stevige deuk kunnen oplopen.

- Het VK zal er wel in slagen om bv. te tornen aan het vrije personenverkeer, maar ten koste van de vrije toegang tot de Europese markt.
- Voordelige contracten met andere landen kunnen dat niet compenseren, waardoor het faliekant kan aflopen voor de Britten. Mogelijke gevolgen zijn dalende buitenlandse investeringen, een dalende groei en minder export.
- Een uitstap kan leiden tot een daling in het BBP die kan oplopen tot 2,1%.

Dit alles samen betekent een klap voor het budget van de Britse overheid, die vandaag al te kampen heeft met een tekort op de fiscale balans. Hogere belastingen zouden dan ook snel kunnen volgen.

Dit scenario lijkt geloofwaardig, gezien de reële kans dat het VK niet dezelfde voorwaarden kan onderhandelen die het nu heeft - in elk geval zolang het land niet wil voldoen aan het vrije personenverkeer. 'The Financial Times' acht deze kans onbestaande. Zelfs onder een vrijhandelsakkoord moet het VK aan de nodige Europese regelgeving voldoen. Al moet hier opgemerkt worden dat de Britse regelgeving nu al vaak strenger is dan hetgeen Europa oplegt. Een uitstap betekent dus niet zomaar een versoepeling van de regels. Hoewel de handel slechts één deel is van de groei, moet men dit scenario toch in het achterhoofd houden vanwege de grote negatieve gevolgen van een eventuele Brexit.

## 5. En nu?

Wat betekent dit alles nu voor u als belegger? Op korte termijn verwachten we dat het pond verder verzwakt naar een wisselkoers van ongeveer 1,19 GBP/1 EUR. Beslissen de Britten op 23 juni om uit de EU te stappen, dan lijkt een verdere verzwakking van het pond onvermijdelijk en is pariteit niet uit te sluiten. Een ja-stem heeft dan weer een positievere invloed op het pond, dat in dit geval aantrekt tot ongeveer 1,37 GBP/1 EUR.

In de aanloop naar het referendum wordt de nodige volatiliteit op de Britse aandelenmarkt voorspeld. Ondanks de goede diversifiëring van de Britse markt met large caps die voor 3/4 hun inkomsten uit het buitenland halen, lijkt de angst toch niet volledig ongegrond. Small en midcaps halen immers respectievelijk 58,6 en 61,9 % van hun inkomsten uit de thuismarkt. In het geval van een Brexit zijn small en midcap-aandelen dus niet de beste investering. Daartegenover staat wel dat bedrijven die hun inkomsten grotendeels uit het buitenland halen,

sterk kunnen profiteren van de eventuele daling van de wisselkoers. In het geval dat het VK lid blijft van de EU, zijn er weinig redenen voor een substantiële verandering op de aandelenmarkten. Bedrijven hoeven na het referendum hun beslissingen niet langer uit te stellen en kunnen weer presteren als voorheen.

## 6. Brexit of Bremain?

Uit alles blijkt dat een mogelijke exit van het VK allesbehalve een makkelijke kosten-batenanalyse zou zijn. Vele variabelen spelen hun rol, zowel op economisch als op politiek vlak. Kiezen de Britten er uiteindelijk voor om lid te blijven van de EU, dan zal deze periode de geschiedenisboeken ingaan als een storm in een glas water op de financiële markten. Kiezen ze daarentegen voor een Brexit, dan is de huidige volatiliteit waarschijnlijk maar stilte voor de storm.

Bovendien is het nog maar de vraag hoe het Verenigd Koninkrijk uit die Brexit zal komen. Zo denkt Schotland al aan een onafhankelijk referendum en Moody's aan een ratingverlaging. Maar ook de EU zou wel eens in moeilijk vaarwater kunnen komen. Het VK wordt immers nog steeds aanzien als één van de drijvende krachten achter de EU. Of een Brexit daarnaast inspiratie zal zijn voor bv. een uitstap van Frankrijk, een Frexit, is nog maar zeer de vraag. Hoe dan ook, op 23 juni nemen de Britten een belangrijke beslissing, niet enkel voor zichzelf, maar voor de hele EU.

## Conclusie

Een Brexit is negatief, zowel voor de overblijvende landen binnen de EU als voor het VK, dat wel te maken krijgt met de grootste impact.

- De Britten verliezen de automatische toegang tot de grote eengemaakte economische ruimte van 500 miljoen consumenten die de EU is.
- De voor de economie belangrijke City dreigt vervangen te worden door een continentaal alternatief.
- Een deel van de buitenlandse investeringen in de EU, die nu in belangrijke mate naar het VK gaan, zal zich verplaatsen naar de unie.

Dit drukt het Britse groeipotentieel. Hoe groot de impact precies wordt, is nog niet te becijferen. Wat wel duidelijk is, is dat een Brexit met heel veel onzekerheid gepaard zal gaan.

Jan Vergote - Hoofd Investment Strategy  
Belfius Bank & Verzekeringen

**Wilt u meer informatie over dit thema?**  
Contacteer ons dan gerust op 02/222 10 21

Dit is een promotioneel document, opgesteld en verspreid door Belfius Bank. Het bevat geen beleggingsadvies en kan niet als dusdanig worden beschouwd. Dit document is niet opgesteld conform de bepalingen met betrekking tot de bevordering van onafhankelijk onderzoek op beleggingsgebied en is niet onderworpen aan het verbod tot handelen voorafgaand aan de verspreiding van onderzoek op beleggingsgebied.

V.U.: Belfius Bank NV, Pachecolaan 44, 1000 Brussel - IBAN BE23 0529 0064 6991 - BIC GKCCBEBB - RPR Brussel BTW BE0403.201.185 - FSMA nr. 19649 A - Eindredactie: 21-04-2016.