

# Economische gevolgen van een Brexit

De onzekerheid over de uitkomst van het Brexit-referendum op 23 juni heeft negatieve gevolgen voor de financiële markten, de reële economie en de handel van het Verenigd Koninkrijk. Nederland heeft substantiële handels- en investeringsrelaties met het VK en kan door een Brexit relatief sterk worden geraakt.

**DUNCAN VAN LIMBERGEN**

Econoom bij De Nederlandsche Bank

**MARCO HOEBERICTS**

Econoom bij De Nederlandsche Bank

**H**et referendum over het EU-lidmaatschap van het VK op 23 juni aanstaande zorgt voor toegenomen onzekerheid op de financiële markten, met mogelijk ook gevolgen voor de reële economie in het VK en daarbuiten. Er zijn verschillende kanalen waarlangs het referendum over Brexit de economieën van het VK, Nederland en de rest van de EU beïnvloedt. Ten eerste is er onzekerheid op korte termijn, met de gevolgen voor de financiële markten, de reële economie en de handel. Daarnaast zijn er, bij een eventuele Brexit, gevolgen voor handel en buitenlandse directe investeringen (FDI) op middellange termijn – de periode van circa twee jaar na het referendum waarin het VK onderhandelt over nieuwe verdragen. Een beschouwing van de verschillende kanalen verbetert het zicht op de mogelijke economische invloed van het referendum.

De diverse opinieonderzoeken laten zien dat de uitkomst van het referendum bijzonder onzeker is (Schout, 2016, in deze *ESB*). De ‘poll of polls’ van de *Financial Times* van 25 mei geeft bijvoorbeeld aan dat 46 procent van de kiezers voorstander is om lid te blijven van de EU en 41 procent voor Brexit. Naast de onzekerheid over de uitkomst bestaat ook onduidelijkheid over de verhoudingen tussen het VK en de EU na een eventuele Brexit. Als het VK besluit uit de EU te treden, zal het ingewikkelde onderhandelingen moeten voeren over toekomstige han-

delsrelaties met de EU en met landen daarbuiten. In dat geval zal de onzekerheid vermoedelijk voortduren, tenminste totdat de nieuwe relatie tussen de EU en het VK duidelijk is. Volgens de rapporten van de OESO (2016) en het National Institute of Economic and Social Research uit het VK (NIESR, 2016) is de verwachting dat deze onderhandelingen ten minste twee jaar zullen duren. Groenland, dat in 1982 in een referendum aangaf uit de Europese Gemeenschap te willen treden, onderhandelde bijna drie jaar voordat het verdrag in 1985 in werking trad. Verschillende studies laten zien dat de economische gevolgen voor het VK, maar ook voor de EU, op lange termijn sterk afhangen van de handelsverdragen die het VK sluit na een Brexit. Als het VK kiest voor een Noors model en lid blijft van de Europese Economische Ruimte (EER) zijn de kosten voor de Britse economie lager. In een model waarbij het VK voor de handel met de EU terugvalt op het louter volgen van de minimale regels van de Wereldhandelsorganisatie WTO, zijn de kosten voor het VK hoger.

## ONZEKERHEID OP FINANCIËLE MARKTEN

De onzekerheid op korte termijn wat betreft Brexit, met negatieve gevolgen voor de economie, is onomstreden: in een recente studie geeft een groep pro-Brexit economen aan deze onzekerheid op de koop toe te nemen, met het vooruitzicht op hogere economische groei in het VK op langere termijn (Economists for Brexit, 2016). Volgens recente studies van de OESO (2016) en het IMF (2016) heeft de onzekerheid over de afloop en de gevolgen van het referendum over Brexit nu al economische consequenties.

Indicatief voor een toenemende Brexit-vrees is de vrij forse depreciatie van het Britse pond. De pond/euro-wisselkoers viel terug van 1,43 euro in november 2015 tot 1,26 euro begin mei, om vervolgens weer te appreciëren tot 1,32 euro (25 mei), op het moment dat de polls wezen op een overwinning voor het ‘remain’-kamp. De depreciatie van het Britse pond was ook zichtbaar ten opzichte van de

Amerikaanse dollar (augustus 2015: 1,58 dollar; 18 mei 2016: 1,44), ook hier gevolgd door een appreciatie tot 1,47 dollar (25 mei). Verder is de volatiliteit van de wisselkoers van het pond ook opgelopen, terwijl dat niet geldt voor die van de euro en de dollar. De depreciatie van het pond droeg verder bij aan de appreciatie van de nominale effectieve eurowisselkoers.

Er zijn ook indicaties van toegenomen risicopremies op aandelen- en obligatiemarkten. Spreads op Britse bedrijfsobligaties zijn de laatste maanden opgelopen en de volatiliteit van de Britse aandelenprijzen staat op niveaus van tijdens de eurocrisis (OESO, 2016).

### ONZEKERHEID RAAKT OOK DE REËLE ECONOMIE

Op macro-economisch vlak wijzen inkomende cijfers op mogelijke 'Brexit-spillovers'. Het consumentenvertrouwen in het VK is in april verder teruggelopen naar het laagste niveau in meer dan een jaar (The Guardian, 2016). De beleidsonzekerheidsindex van Baker *et al.* (2016) wijst verder op een scherpe toename van de beleidsonzekerheid in het VK sinds maart 2016, toen Brexit vaker in het nieuws kwam en een datum voor het referendum werd vastgesteld. Het niveau van beleidsonzekerheid is daarmee opnieuw zo hoog als tijdens de eurocrisis in 2011–2012. Dit kan bedrijven aanzetten om investeringen uit te stellen en terughoudend te zijn met het aannemen van nieuw personeel. Zo is er sprake van een daling van de vastgoedinvesteringen in het eerste kwartaal van 2016, zijn er aanwijzingen dat de Londense onroerendgoedmarkt afkoelt en noteert de inkoopmanagersindex PMI ook lager. In een reactie aan onderzoeksbureau Markit, dat de PMI-index samenstelt, geven respondenten expliciet aan dat het referendum een factor is om investeringen uit te stellen (Markit, 2016).

### GEVOLGEN VOOR HANDEL OP KORTE TERMIJN

Door de substantiële handelsrelaties tussen het VK en de EU is handel een van de sterkste transmissiekanalen. Het VK had in 2015 een tekort op de handelsbalans met de EU van bijna zeventig miljard Britse pond (figuur 1). De EU is de grootste handelspartner van het VK en nam, volgens het Office for National Statistics (ONS), in 2015 44 procent van de exporten van het VK en 53 procent van de importen van het VK voor haar rekening. Nederland is goed voor circa zeven procent van zowel de importen als de exporten van het VK. Vanuit Nederland bezien komt zeven procent van de invoer uit het VK en gaat negen procent van de uitvoer erheen. Gezien de relatief grote handelsstromen tussen Nederland en het VK zullen mogelijke disrupties als gevolg van een Brexit Nederland waarschijnlijk harder raken dan de rest van de EU. Het gewicht van het VK in de nominale effectieve wisselkoers-berekening van de euro bedraagt ongeveer dertien procent volgens de NEER-18-maatstaf waarin de wisselkoers van de euro wordt gewogen met het handelse gewicht van de achttien grootste handelspartners. Sinds eind november is er sprake van een appreciatie van de euro volgens NEER-18 van 90 naar 95. Als gevolg van verder toegenomen risico en onzekerheid voorziet het NIESR een depreciatie van het Britse pond met twintig procent onmiddellijk na een exit-uitkomst van het referendum, wat leidt tot een verbetering van de prijsconcurrentiepositie van

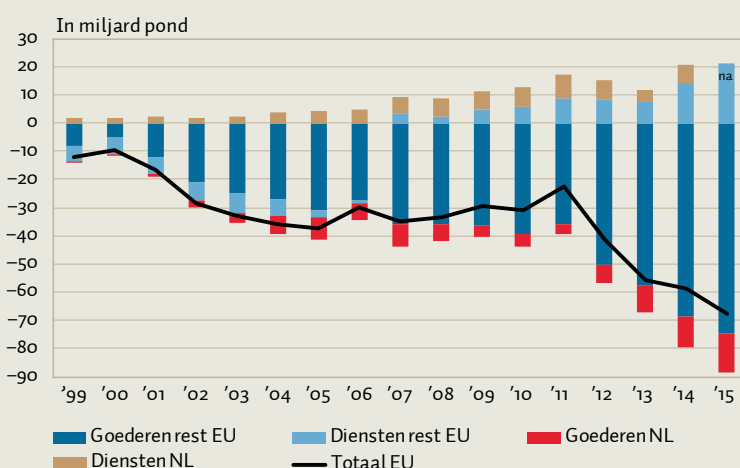
de Britse exporteurs en een afname van de invoer. Andere studies zijn voorzichtiger en komen uit op een depreciatie van rond de tien procent. Het Britse pond zal vooral depreciëren ten opzichte van 'safe haven'-valuta als de US-dollar, de Zwitserse frank en de Japanse yen. Door de appreciatie van deze 'safe haven'-valuta en mogelijke besmetting van zuidelijke EU-landen kan wellicht bij een Brexit niet alleen het Britse pond maar ook de euro in nominaal effectieve termen depreciëren.

Als gevolg van verder toegenomen risico en onzekerheid wordt een depreciatie van het Britse pond voorzien met tien tot twintig procent onmiddellijk na een exit-uitkomst van het referendum

Naast een Brexit hebben uiteraard ook andere factoren invloed op bovengenoemde financiële en economische ontwikkelingen. Zo zijn de mondiale groeivoorzichten recent verder teruggevallen, is er sprake van toegenomen volatiliteit op financiële markten en hebben verschillende centrale banken het beleid verder verruimd. Dit impliceert dat niet alle recente financiële en economische ontwikkelingen kunnen worden gekoppeld aan 'Brexit-vrees'. Desalniettemin heeft deze onmiskenbaar een zelfstandige, negatieve economische invloed op de korte termijn.

Handelsbalans VK met EU en NL

FIGUUR 1



Bron: Office for National Statistics

### HANDEL OP MIDDELLANGE TERMIJN

Naast de gevolgen op korte termijn door onzekerheid en wisselkoersvolatiliteit is een Brexit ook op langere termijn een risico voor de handel tussen het VK en de EU, met negatieve gevolgen voor beide handelspartners. De omvang van de gevolgen hangt af van het scenario van de exit en is

beperkt in het geval van een soft exit, waarbij het VK, net als Noorwegen, lid blijft van de EER.

Sommige voorstanders van Brexit zien de negatieve handelsbalans met de EU als een troefkaart in de onderhandelingen: de EU heeft meer te winnen bij een handelsverdrag met het VK dan andersom. Het VK importeert weliswaar veel goederen uit de EU, maar exporteert vooral (financiële) diensten naar de EU. In 2015 had het VK een overschot op de handelsbalans van diensten met de EU van ruim twintig miljard Britse pond. Waar de vrije handel in goederen grotendeels ook volgens WTO-regels kan plaatsvinden, is de vrije handel voor veel diensten binnen de EU alleen volgens EU-richtlijnen mogelijk. Voor handel in diensten bestaan veel non-tarifaire handelsbelemmeringen, wetten en regels waarvoor de WTO-overeenkomsten geen oplossing bieden. Eenmaal buiten de EU zal het VK voor de export van zijn diensten opnieuw moeten onderhandelen om toegang te krijgen tot de gemeenschappelijke markt. De EU-Dienstenrichtlijn regelt vrij verkeer van niet-financiële diensten. Geharmoniseerde regels voor het aanbieden van financiële diensten in de EU staan onder andere in de MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*, regelgeving op het terrein van effectenhandel), CRD IV (*Capital Requirements Directive*, regels met betrekking tot de kapitaalspositie van banken) en Solvency II (regels voor de kapitaalspositie van verzekeraars). Op basis van deze regels kunnen financiële instellingen uit het VK via een Europees paspoort financiële diensten in andere EU-lidstaten aanbieden. Als het VK uit de EU treedt, verliezen die instellingen dit EU-paspoort en dus de toegang tot de interne markt. Om die toegang te blijven behouden, is het mogelijk dat het VK dan alsnog de relevante EU-wetgeving moet implementeren en ook contributies aan de EU moet blijven betalen, terwijl het VK geen zeggenschap meer heeft bij de totstandkoming van die wetgeving.

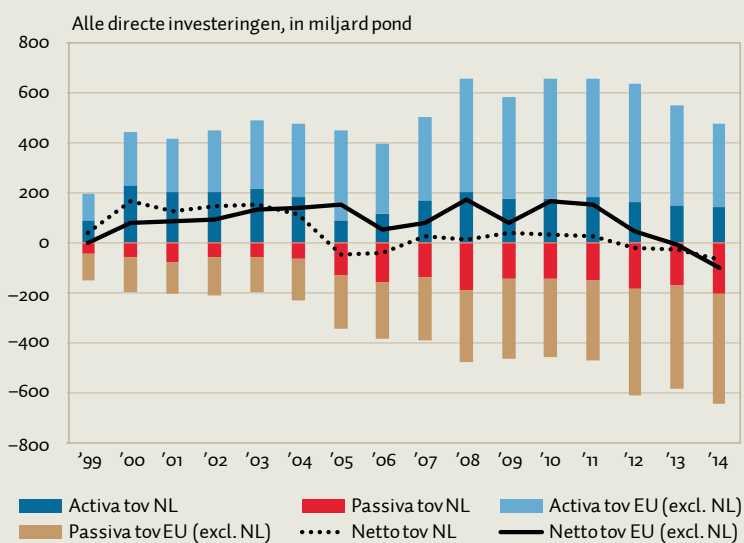
Een Brexit raakt ook de handel van het VK met landen buiten de EU, omdat het VK nieuwe verdragen zal moeten afsluiten. Het directe effect op de EU zou hier spiegelbeeldig kunnen zijn aan het effect op het VK: als de handel tussen het VK en China wordt belemmerd, kan de EU hiervan profiteren. Voorstanders van een Brexit menen dat de buitenlandse handel van het VK met landen buiten de EU zal profiteren als het VK zelf handelsverdragen kan afsluiten. Zij beschouwen de EU-regelgeving als te protectionistisch en zien mogelijkheden voor vrijere handel (goedkopere importen en betere toegang voor Britse exporten) met opkomende economieën, bijvoorbeeld op het gebied van landbouw.

### OOK GEVOLGEN VOOR FDI

Het VK is de grootste ontvanger van buitenlandse directe investeringen (FDI) in Europa. De helft van de Europese hoofdkwartieren van niet-EU-bedrijven bevindt zich in het VK. Na een Brexit wordt er mogelijk minder geïnvesteerd in het VK, aangezien een 'brug' met het vaste land van Europa, het EU-paspoort en de interne markt geheel of gedeeltelijk zullen verdwijnen. Open landen met een hoogopgeleide en Engelstalige bevolking, zoals Nederland en Ierland, kunnen hiervan profiteren en aantrekkelijker worden voor directe investeringen en de vestiging van hoofd-

### Internationale investeringspositie van het VK ten opzichte van NL en EU

FIGUUR 2



Bron: ONS

### Effect op de groei in het VK

KADER 1

Tabel 1 geeft een weergave van de mogelijke macro-economische effecten in 2030 van een Brexit bij drie verschillende scenario's, gerangschikt van minder naar meer handelsrestricties en gebaseerd op de aangehaalde studies. In het eerste scenario blijft het VK lid van de EER ('Noorwegen-scenario'). In het tweede geval komen het VK en de EU tot een bilateraal handelsverdrag dat op verschillende deelgebieden het VK toegang geeft tot de interne markt (à la Zwitserland). In het derde scenario komen het VK en de EU niet tot een handelsverdrag en is het VK aangewezen op het louter volgen van de minimale WTO-handelsregels. De macro-economische effecten slaan op de bbp-ontwikkeling, het verloop van de effectieve wisselkoers van het pond en de euro en directe investeringsstromen. Een plus resp. min slaat op een positief resp. negatief effect; het aantal tekens wijst op de grootte van de impact. In het geval van de wisselkoers slaat een plus resp. min op appreciatie resp. depreciatie.

### Kwalitatieve inschatting macro-economische effecten van een Brexit in verschillende scenario's

TABEL 1

Scenario:	EER	Bilateraal	WTO
Effect op:			
Bbp VK	-	--	---
Effectieve wisselkoers pond	-	--	---
Effectieve wisselkoers euro	+/-	+/-	+/-
FDI-instroom in VK	-	---	---

kwartieren van multinationals. Nederland heeft ook al relatief veel hoofdkwartieren van grote bedrijven, wat mogelijk agglomeratie-voordelen vergroot.

Nederland heeft zelf veel directe investeringen in het VK (208 miljard pond in 2014, figuur 2), bijvoorbeeld veel in de voedingssector en de transportsector, waarbij zeven miljard pond aan inkomsten werd verdiend in 2013 (Global Counsel, 2013). Nederland is hiermee van substantieel belang in de directe investeringsstromen van het VK ten opzichte van de EU en is dus relatief kwetsbaar voor mogelijke verstoringen in FDI-stromen als gevolg van een Brexit. Naar landaandeel is het VK goed voor circa veertien procent van de Nederlandse FDI-stock in het buitenland. Dit cijfer is stabiel gebleven in de laatste jaren. Omgekeerd neemt het VK zo'n zes procent (200 miljard pond in 2014) van de buitenlandse directe investeringen in Nederland voor zijn rekening. De trend is sterk dalend: in 2006 was het aandeel van het VK in de totale FDI-voorraad in Nederland nog zo'n twintig procent. Veruit de belangrijkste ontvangende sector is het bank- en verzekeringswezen.

### KWANTIFICERING

Het effect van een Brexit op de Britse economie zal op korte termijn waarschijnlijk beperkt zijn. Voor de middellange termijn gaan verscheidene studies uit van een daling van het Britse bbp met een à twee procent door geringere handels- en FDI-stromen. De OESO komt uit op een bbp-niveau dat in 2018 1,3 procent lager ligt en het NIESR komt op een outputverlies van 1 procent in 2017 dat oploopt tot 2,3 procent in 2018. Voor de lange termijn laten de studies van het Britse ministerie van Financiën (Treasury, 2016), OESO (2016) en LSE (Dhingra *et al.*, 2015) zien dat het effect op de groei in het VK veel groter is als tweede-ronde-effecten van lagere handel en FDI op de productiviteit worden meegenomen (kader 1). Zo zijn bedrijven die meer gericht zijn op uitvoer, vaak productiever. Zij kunnen zich meer specialiseren en gebruikmaken van schaalvoordelen. Lagere handel en minder exportgerichte bedrijven zullen zo de productiviteitsgroei aantasten, wat de economische groei op langere termijn schaadt.

### CONCLUSIE

Samenvattend kan geconstateerd worden dat de anticipatie op het EU-referendum zich op korte termijn reeds materialiseert in 'Brexit-vrees' op de financiële markten, met eerste signalen van spill-overs naar de reële economie. De onderhandelingen over nieuwe handelsverdragen zullen, onder

meer vanwege onzekerheid, op middellange termijn leiden tot geringere handels- en investeringsstromen. Op lange termijn zal het type handelsverdrag dat in de plaats komt, bepalend zijn voor de impact op de economische groei in het VK.

### LITERATUUR

- Baker, S.R., N. Bloom en S.J. Davis (2016) Measuring economic policy uncertainty. *NBER Working Paper Series*, 21633.
- Bertelsmann (2015) Brexit – potential economic consequences if the UK exits the EU. *Bertelsmann Policy Brief*, 2015(05).
- Dhingra, S., G. Ottaviano en T. Sampson (2015) Should we stay or should we go? The economic consequences of leaving the EU. *LSE CEP Paper*, EA022.
- Dhingra, S., G. Ottaviano, T. Sampson en J. Van Reenen (2016) *The question is not whether Brexit will cost the UK in economic terms but how much*. Artikel te vinden op [blogs.lse.ac.uk](http://blogs.lse.ac.uk).
- Economists for Brexit (2016) *The economy after Brexit*. Publicatie te vinden op [www.economistsforbrexit.co.uk](http://www.economistsforbrexit.co.uk).
- IMF (2016) *United Kingdom – 2016 Article IV Consultation Concluding Statement of the Mission*. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Markit (2016) *UK PMI falls to lowest level since February 2013*. Publicatie te vinden op [www.markiteconomics.com](http://www.markiteconomics.com).
- NIESR (2016) The short-term economic impact of leaving the EU. *National Institute Economic Review*, 236.
- OESO (2016) The economic consequences of Brexit: a taxing decision. *OECD Economic Policy Paper*, 16.
- Schout, A. (2016) Britse emotie versus economische rationaliteit bij het Brexit-referendum. *ESB*, 101(4736), 390–393.
- The Guardian (2016) Consumer confidence in UK at lowest level in 15 months, survey suggests. *The Guardian*, 29 april.
- Treasury (2016) *HM Treasury analysis: the long-term economic impact of EU membership and the alternatives*.

## In het kort

- ▶ Er is Brexit-vrees op financiële markten die ook de reële economie raakt
- ▶ Bij een eventuele Brexit bepalen handelsverdragen en de onderhandelingen hierover de effecten op handels- en investeringsstromen op langere termijn
- ▶ Nederland heeft substantiële handels- en investeringsrelaties met het VK en kan door een Brexit relatief sterk worden geraakt