

# Kako naprej po Brexitu?

06. 07. 2016



23. junij 2016 je bil prelomni dan v večdesetletni zgodovini evropskega združevanja. Britanski volivci so se odločili za izstop Združenega kraljestva iz Evropske unije (t.i. Brexit). Takšna odločitev ni bila niti pričakovana niti zaželena, zato je bil odziv kapitalskih trgov takoj po objavi izida referendumu opazno negativen: delniški indeks FTSE250 na dnevni ravni -12,33 % v EUR; GBP je v urah po objavi rezultatov upadel za 13 % glede na ameriški dolar na najnižjo raven vse od t.i. dogovora iz hotela Plaza (»Plaza Accord«) leta 1985. Kaj Brexit pomeni za vlagatelje – je smiselno znižati tveganost naložb ali je danes morda čas za nove nakupe?

## Postopek izstopa bo dolgotrajen

Dopuščamo možnost novega referendumu ali da do Brexita sploh ne pride. Kot bolj verjetno zaenkrat sicer ocenjujemo potrditev referendumske odločitve v parlamentu, čemur naj bi sledilo obvestilo o nameri za izstop Evropskemu svetu s strani Združenega kraljestva (Lizbonska pogodba). V kolikor Evropski parlament namero potrdi in je sprejeta v Evropskem svetu, pridejo na vrsto pogajanja o odstopni pogodbi, ki naj bi bila zaključena najkasneje v dveh letih. Po zaključenem formalnem izstopu se mora Združeno kraljestvo z državami trgovinskimi partnericami dogovoriti o novih razmerjih, ki so bila prej urejena znotraj Evropske unije (EU). Celoten proces (postopek izstopa, pogajanja o novih sporazumih, obnovitev dogovorov) bi okvirno lahko trajal približno deset let.

## Posledice za britansko gospodarstvo in EU

Zagovorniki Brexita trdijo, da Združenemu kraljestvu znotraj EU škodijo predvsem trgovinski protekcionizem in regulacija ter masovno priseljevanje. A sam izstop Združenega kraljestva iz EU tega najverjetneje ne bo odpravil. Glede na prakso pri drugih državah nečlanicah, ki so trgovinske partnerice EU (denimo Švica in Norveška), je namreč zelo verjetno, da bo nov trgovinski dogovor po obsegu in vsebini zelo podoben dosedanjemu, le da bo imelo Združeno kraljestvo manj vpliva na vsebino dogovora. V času usklajevanja novega dogovora bodo "škodo" utrpeli britanski izvozniki v države EU (približno 45 % vsega izvoza dobrin in storitev iz Združenega kraljestva gre v države članice EU). Tudi argument o "škodljivem" priseljevanju je, ob najnižji stopnji brezposelnosti v zadnjem desetletju (5,0 %) in dejstvu, da so priseljenci neto plačniki v državni proračun, precej neutemeljen. Zaradi pozitivnega vpliva na gospodarstvo pričakujemo, da bodo Britanci tudi po izstopu celo spodbujali migracije iz EU. Negotovost glede nove povezave Združenega kraljestva z

evropskimi državami zavira dolgoročne investicije – študije kažejo, da naj bi tretjina tujih podjetij že (začasno) odložila ali preklicala načrtovane investicije v Združenem kraljestvu. Primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance že brez navedenega učinka znaša kar 5,2 % BDP (največ od vsaj leta 1948), upad neposrednih tujih investicij bi primanjkljaj še dodatno poglobil.

Obseg gospodarskih posledic izstopa Združenega kraljestva iz EU je odvisen predvsem od tega, kako gladko bodo tekla pogajanja za izstop ter kakšni bodo potencialni novi dogovori. Nižje neposredne tuje investicije, upad potrošniškega in podjetniškega sentimenta, potencialna omejitev trgovine prek carin in necarinskih ovir ter manj priseljevanja imajo neposreden negativen vpliv na britansko gospodarstvo, ki bi lahko kratkoročno celo zašlo v recesijo. "Olajševalna okoliščina" je, da ima Združeno kraljestvo svojo valuto (GBP), saj deprecijacija funta že pomaga (prek izvoza in večje potrošnje turistov) njihovem gospodarstvu.

Ocenjujemo, da bodo gospodarske posledice omejene predvsem na Združeno kraljestvo, pri čemer bi šibkejši povpraševanje iz Združenega kraljestva in cenejši funt kratkoročno lahko občutile predvsem države, ki velik delež izvoza opravijo v Združeno kraljestvo (Irska, Malta, Nizozemska, Ciper). Hkrati ocenjujemo, da se že srednje-, sploh pa dolgoročno, pomen članstva Združenega kraljestva v EU preveč poudarja.

## Rastoče politično tveganje v Združenem kraljestvu

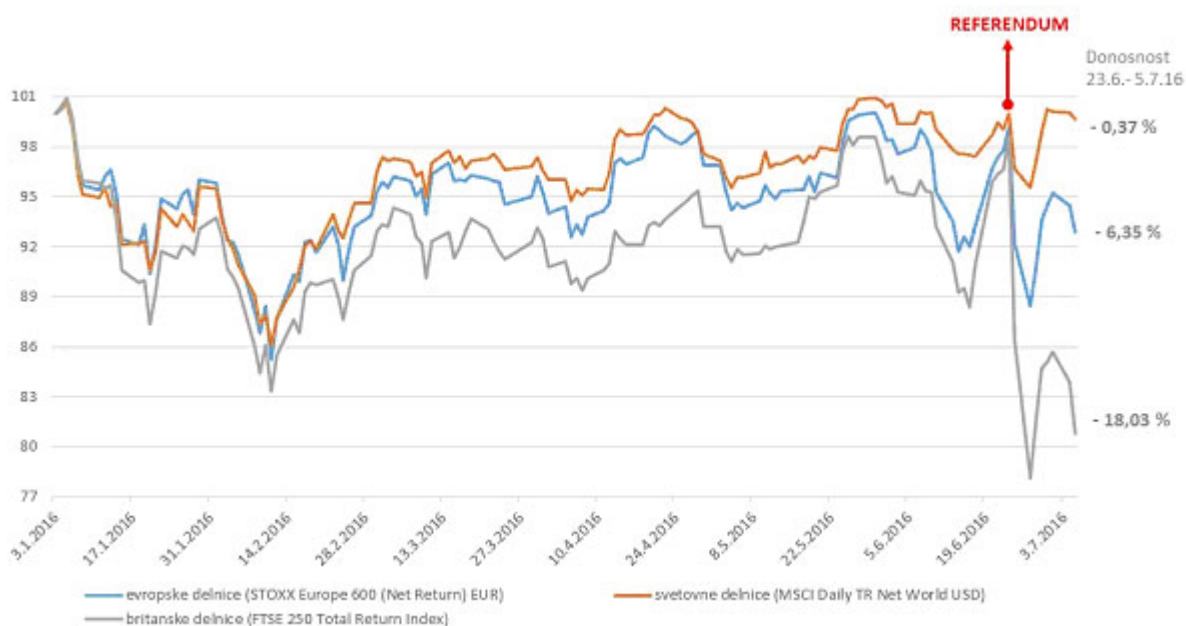
Brexit je v Združenem kraljestvu izzval tudi državno politično krizo. Takoj po izidu referendumu je odstopil predsednik vlade David Cameron, ob relativno šibki prevladi Brexita (51,9 %) dopuščamo tudi možnost za padec britanske vlade. Brexit bi za nov poskus neodvisnosti lahko izkoristila tudi Škotska, težave pa bodo tudi na Severnem Irskem, kar vnaša negotovost glede politične situacije v Združenem kraljestvu.

## Začetek konca evropske integracije

Odločitev za izstop Združenega kraljestva iz EU povečuje geopolitično tveganje, saj krepi populizem in težnje proti globalizaciji. Omenjene vrednote se v zadnjem času krepijo tudi v drugih evropskih državah (denimo v Španiji, Grčiji, Franciji in Italiji) in drugod po svetu (zlasti Donald Trump, kandidat za predsednika ZDA).

Brexit prinaša tudi vprašanja glede trdnosti EU oziroma glede morebitnih teženj za izstop drugih članic EU. Povečevanje verjetnosti za morebiten izstop katere od članic bi lahko sprožilo povišanje zahtevanih donosnosti državnih obveznic ter s tem otežilo posamezni državi odplačevanje dolga in povzročilo novo evropsko krizo. Lahko se pa zgodi ravno nasprotno in Brexit zaradi potencialnih negativnih posledic prihodnjih izstopov Evropo še bolj poveže. V družbi NLB Skladi možnost nastanka katerega od scenarijev pozorno spremljamo preko različnih kazalcev (denimo preko cen zavarovanja za nevračilo dolgov evropskih bank (CDS) in preko pribitkov evropskih državnih obveznic).

Slika 6: Donosnost delniških indeksov v evrih



Vir: Bloomberg, lastni izračun.

## Kje vidimo priložnosti po Brexitu?

Ob ugodnih vrednotenjih, posebno v Evropi, in izjemno nizkih obrestnih merah smo pocenitev na borzi izkoristili za nakupe delnic, zlasti evropskih družb (slika 6). Med temi prednjačijo evropske banke, ki so v zadnjih letih že tako na udaru vlagateljev zaradi negativnega vpliva ničelnih in negativnih obrestnih mer na poslovni izid, so bile med poraženci Brexita. Pocenitev smo izkoristili za povečanje izpostavljenosti bančnemu sektorju. Ocenili smo, da je bila začetna reakcija tržnih udeležencev nekoliko pretirana, pri čemer tudi ohranjamo nadpovprečno naklonjenost bančnemu sektorju (več v uvodnem članku). Poleg bank smo korekcijo izkoristili za povečanje izpostavljenosti predvsem tistim družbam, kjer je bila panika največja, in sicer izbranim naložbam v delnice iz britanskega nepremičninskega sektorja in finančne industrije. Zaradi šibkega funta, ki pozitivno vpliva na izvoz britanskih družb, se nam zdijo zanimive še naložbe v delnice britanskih izvoznikov (predvsem tistih, ki izvažajo izven trgov EU).

Kratkoročno pričakujemo povišano nestanovitnost na kapitalskih trgih kot posledico precejšnje politične negotovosti in ugibanj o gospodarskih posledicah ter sistemskih tveganjih za EU. A morebitna tveganja Brexita so, tudi sodeč po odzivu kapitalskih trgov v dneh po 23. juniju, povezana predvsem z Združenim kraljestvom in z Evropo (zaradi sistemskega tveganja EU), v precej manjši meri pa z globalnim gospodarstvom. V dnevih po Brexitu je tako ponovno prišlo do izraza edino zastonj kosilo na kapitalskih trgih – razpršitev premoženja.

< NAZAJ

## Kategorije

[Analitski pregled](#)

[Borze v preteklem tednu](#)

## Avtor članka



### Saša Dragonja

CFA, direktorica sektorja za trženje in prodajo

VSI ČLANKI AVTORJA

