

## Brexit

### AUTOR

Christian Apelt, CFA  
Telefon: 0 69/91 32-47 26  
research@helaba.de

### REDAKTION

Claudia Windt

### HERAUSGEBER

Dr. Gertrud R. Traud  
Chefvolkswirt/  
Leitung Research

Helaba

Landesbank

Hessen-Thüringen

MAIN TOWER

Neue Mainzer Str. 52-58

60311 Frankfurt am Main

Telefon: 0 69/91 32-20 24

Telefax: 0 69/91 32-22 44

Die Brexit-Verhandlungen gehen in die heiße Phase. Das Pfund Sterling leidet unter den Sorgen vor einem „No-Deal“-Szenario. Inhaltlich sind die Diskrepanzen nach einigen Annäherungen jedoch überbrückbar. Letztlich ist ein Kompromiss zwischen Großbritannien und der EU wahrscheinlicher, da beide Parteien einen „Chaos“-Brexit vermeiden möchten. Das Britische Pfund dürfte davon profitieren, zumal die Währung fundamental günstig bewertet ist.

### GBP: Deal statt Chaos-Brexit

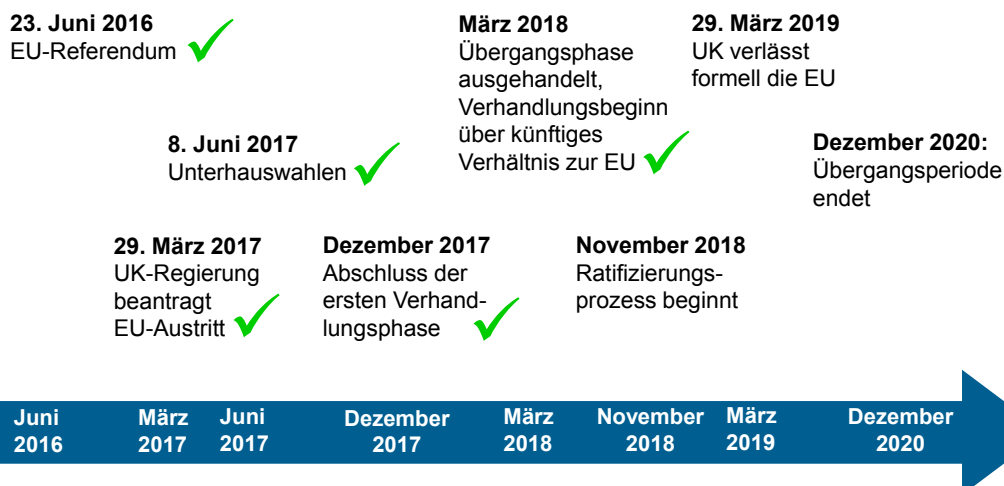
Die Brexit-Verhandlungen gehen in die entscheidende Phase. Die Nervosität wächst, die Sorgen vor einem „No-Deal“-Szenario nehmen zu. Warnungen davor kommen von beiden Parteien. Das Britische Pfund schwächelt, der Euro-Pfund-Kurs kletterte zeitweise über 0,90. Wie berechtigt sind die Sorgen vor einem chaotischen EU-Austritt, bei dem die britische Wirtschaft sowie das Pfund Sterling einbrächen?

Am 29. März 2019, 23 Uhr britischer Zeit, wird Großbritannien laut Plan die EU verlassen. Die Bedingungen des Austritts werden im „Scheidungsabkommen“ ausgehandelt. Aufgrund der Ratifizierung muss dieses mit einem gewissen zeitlichen Vorlauf abgeschlossen werden. Hierfür war der EU-Gipfel Mitte Oktober eingeplant. Angesichts der stockenden Verhandlungen hofft man nun auf eine Lösung im November. Im „Scheidungsabkommen“ werden die finanziellen Verpflichtungen, Rechte und Pflichten etc. zwischen Großbritannien und der EU geregelt. Im Anschluss an den EU-Austritt soll eine Übergangsphase bis Ende 2020 gelten, bei der der aktuelle Status nahezu unverändert bleibt – die Briten dürfen währenddessen jedoch Handelsabkommen mit anderen abschließen. Das zukünftige Verhältnis zwischen Großbritannien und der EU muss nicht bis Ende März geklärt sein. Allerdings möchten die Briten für ihre – finanziell kostspielige – Zustimmung zum „Scheidungsabkommen“ als Gegenleistung einen Deal über die künftige Beziehung. Schon allein aus zeitlichen Gründen kann dabei nur Grundlegendes vereinbart werden, die Details müssen später geklärt werden. Mittlerweile zeigt die EU mehr Bereitschaft, zeitnah das zukünftige Verhältnis auszuhandeln.

Auf britischer Seite muss das „Scheidungsabkommen“ vom Unter- und Oberhaus abgesegnet werden. Auf europäischer Seite erfolgt die Ratifizierung im EU-Parlament mit einfacher und im EU-Rat mit qualifizierter Mehrheit. Die Mitgliedsstaaten, also die nationalen Parlamente, müssen es ratifizieren, falls der Deal die EU-Verträge ändert oder neue Abkommen vorsieht, z.B. ein Freihandelsabkommen zwischen der EU und Großbritannien. Dies wäre zeitlich sehr aufwendig und birgt von einzelnen Ländern politisches Erpressungspotenzial. Mutmaßlich versucht die EU für die Ratifizierung des „Scheidungsabkommens“ den Weg über die nationalen Parlamente zu umgehen. Erst bei einem späteren vollständigen Freihandelsabkommen zwischen der EU und Großbritannien wäre dies dann notwendig. Aufgrund der Übergangsperiode besteht ein größerer zeitlicher Spielraum.

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

## Fahrplan zum Brexit



Quellen: Helaba Volkswirtschaft/Research

## Politischer Konflikt in Großbritannien

Neben der Auseinandersetzung mit der EU stand in der jüngeren Vergangenheit vor allem der politische Disput innerhalb Großbritanniens im Fokus. Brexit-Minister Davis und Außenminister Johnson traten aus Protest gegenüber dem im Juli veröffentlichten „Weißbuch“ der Regierung über das künftige Verhältnis zur EU zurück. Im eher Brexit-kritischen Unterhaus sollte im Prinzip eine Mehrheit für einen „weichen“ EU-Austritt gefunden werden können, wenn denn schon der Brexit nicht zu vermeiden ist. Premierministerin May bevorzugt jedoch eine eigene Mehrheit mit den Stimmen aus der regierenden Konservativen Partei (inkl. der nordirischen DUP) bei der finalen Abstimmung über ein Abkommen. Ein signifikanter Teil der Fraktion – wenn auch eine Minderheit – zieht jedoch eine härtere Brexit-Gangart vor. Fehlende Stimmen werden womöglich von der Opposition kommen, aber die Labour-Partei könnte aus parteitaktischen Gründen May ebenso gegen die Wand fahren lassen.

Sind Neuwahlen oder ein neues Referendum wahrscheinlich?

Über Neuwahlen, ein zweites Referendum oder Fristverlängerungen – als Ausweg aus diesem Dilemma – wird seit längerem spekuliert. Neuwahlen sind für die Konservativen ein Vabanquespiel, das schon 2017 mit dem Verlust der eigenen absoluten Mehrheit schiefging. Umfragen zufolge wäre ihre Regierungsmehrheit noch mehr gefährdet. Ein zweites EU-Referendum wünschen sich zwar viele Brexit-Gegner. Inwieweit die konservative Regierung dies ihrer mehrheitlich den Brexit befürwortenden Wählerschaft verkaufen kann, ist jedoch zweifelhaft. Theresa May bezeichnete eine erneute Abstimmung sogar als „Verrat an der Demokratie“. Zum einen wäre der parlamentarische bzw. organisatorische Vorlauf bis März 2019 äußerst knapp. Zum anderen wäre der Ausgang einer zweiten Befragung sehr unsicher. Die Umfragen mögen – Stand jetzt – einen knappen Vorsprung der EU-Befürworter zeigen. Aber kurzfristige Ereignisse könnten maßgeblichen Einfluss nehmen, und das Ergebnis kippen. Daher stellt ein zweites Referendum keine vielversprechende Alternative dar. Eine Fristverlängerung erhofft sich die britische Regierung vielleicht. Jedoch entscheiden darüber nur die EU-Mitgliedsstaaten, und zwar einstimmig. Aus Sicht der EU ist der Zeitdruck ein verhandlungstaktischer Vorteil, den sie kaum aufgeben wird. EU-Chefunterhändler Barnier schloss eine Fristverlängerung sogar aus. Diese Option ist folglich ebenso wenig wahrscheinlich.

## Verhandlungen über „Scheidung“ und zukünftiges Verhältnis

„Scheidungsabkommen“ recht weit

Grundsätzlich sind Briten und Europäer bei den Verhandlungen nicht so weit auseinander. Der im März veröffentlichten Entwurf über das „Scheidungsabkommen“ zeigt, dass Übereinstimmung bei gut 80 % der Textpassagen herrscht. So besteht weitgehend Einigkeit über die finanziellen Verpflichtungen Großbritanniens. Die Briten überweisen demnach der EU einen Betrag von 40 bis

50 Mrd. Euro für Zusagen zum EU-Haushalt, zu europäischen Programmen, zu Pensionsverpflichtungen etc. Der Status von derzeit lebenden EU-Ausländern in Großbritannien bzw. umgekehrt ist wenig strittig. Problematisch ist hingegen die nordirisch-irische Grenze. Eine „harte“ Grenze inkl. Zollkontrollen soll vermieden werden. Großbritannien lehnt allerdings – kaum überraschend – eine Zollgrenze zwischen Nordirland und dem Rest des Landes ab. Die EU verlangt für diese Grenze eine Notfalllösung, solange es keine Einigung über das zukünftige Verhältnis Großbritanniens zur EU gibt. Die bisherigen britischen Vorschläge haben die EU noch nicht überzeugt. Eine noch zu findende grundsätzliche Lösung für die Abwicklung an allen britischen EU-Grenzen könnte ebenso Anwendung in Nordirland finden. Wirtschaftlich betrachtet ist der Handelsverkehr an der nordirisch-irischen Grenze nicht sehr bedeutsam.

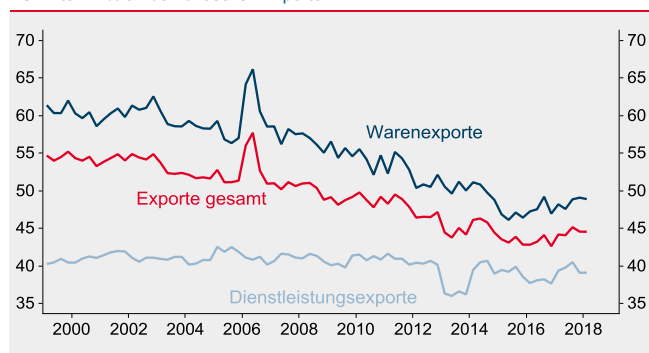
Ein „Scheidungsabkommen“ wird kaum ohne eine Annäherung über das zukünftige britisch-europäische Verhältnis abgeschlossen werden. Hierfür hat die britische Regierung in Form ihres Weißbuchs – endlich – einen Plan vorgelegt. Der grundsätzliche britische Kurs blieb dabei erhalten: Austritt aus dem Binnenmarkt, aber möglichst viel Freihandel. Da die EU beim Binnenmarkt keine Aufweichung der Arbeitnehmerfreizügigkeit toleriert, werden die Briten diesen verlassen. Eine Zollunion, für die es auch im britischen Parlament Sympathien gibt, schließt eigene Handelsverträge der Briten aus. Dem wird eine konservative Regierung kaum zustimmen.

#### Britisches Weißbuch

Der britische Vorschlag umfasst eine Freihandelszone für Waren, so dass Güter unverändert zollfrei und nach einheitlichen Standards gehandelt werden können. Letztere würden damit de-facto von der EU bestimmt. Dienstleistungen – insbesondere in dem für Großbritannien wichtigen Finanzsektor – sind dagegen nicht mit einbezogen. Die Arbeitnehmerfreizügigkeit wird eingeschränkt. Bei Dienstleistungen verlören die Briten den direkten Marktzugang, britische Banken also den EU-Pass. Letztere können dies umgehen, indem sie Tochterfirmen in der EU gründen – sofern diese nicht schon existieren –, was aber zumindest für die Banken höhere Kosten und für die EU Jobs im Finanzsektor bedeuten würde. Für den Finanzsektor schlagen die Briten vor, dass man nach einem Äquivalenzmodell gegenseitig die Standards anerkennt. Dagegen sträubt sich die EU, nicht zuletzt in der Hoffnung, möglichst viel Geschäft aus London an die kontinentalen Finanzplätze zu ziehen. Allerdings wird London ohnehin der dominante Finanzplatz in Europa bleiben, so dass Unternehmen aus der EU dennoch – mehr oder weniger – darauf angewiesen sind.

#### EU nimmt die Hälfte der britischen Waren ab

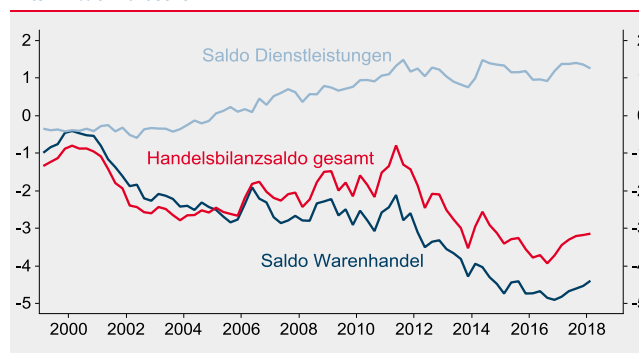
EU-Anteil in % an den britischen Exporten



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Britisches Warenhandelsdefizit mit der EU

Anteil in % am britischen BIP



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Insgesamt ist die britische Regierung der EU schon weit entgegen gekommen. Die EU reagierte dennoch eher ablehnend auf das Weißbuch. So kritisierte sie die Idee, dass die Briten an ihrer Grenze Importzölle für die EU erheben. Dabei besteht auf beiden Seiten ein großes Interesse an einem weitgehend ungestörten Austausch. Die Briten streben eine Einigung trotz eines Handelsdefizits mit der EU an, da knapp die Hälfte der britischen Ausfuhren in die EU gehen (umgekehrt sind es nur rund 7 %). Die EU, vor allem Deutschland, erwirtschaftet im Warenhandel einen hohen Überschuss mit Großbritannien. Die deutsche Regierung dürfte daher innerhalb der EU auf einen Kompromiss drängen. Im bilateralen Dienstleistungshandel erwirtschaften die Briten einen Über-

schuss von mehr als 1 % am BIP. Aufgrund der zu erwartenden – vor allem nichttarifären – Handelshemmnisse könnte sich der britische Saldo tendenziell verschlechtern – zum Vorteil der EU. Bei der Arbeitnehmerfreizügigkeit wären Kontingente für EU-Bürger denkbar. Im Detail gibt es hinsichtlich Regulierungsfragen noch einige Streitpunkte wie beispielsweise Herkunftsbezeichnungen von Nahrungsmitteln. Diese könnten aber auch nach dem formellen EU-Austritt geklärt werden. Das alles als reine „Rosinenpickerei“ der Briten zu bezeichnen, deutet auf einen gewissen Dogmatismus innerhalb der EU hin, den aber gerade deren Vertreter von sich weisen.

„No-Deal“-Szenario als Abschreckung?

Trotz der z.T. ausgetragenen Streitigkeiten und öffentlicher Warnungen liegt eine Einigung inhaltlich nicht in weiter Ferne. Die Sorge vor dem „No-Deal“-Szenario dürfte sogar die Kompromissbereitschaft auf beiden Seiten fördern. Womöglich wird ein solches Schreckensszenario gerade deshalb zunehmend thematisiert. Ein EU-Austritt ohne Abkommen wird zweifellos wirtschaftlich negative Folgen mit sich bringen. Das Ausmaß hängt davon ab, inwieweit beide Parteien für diesen Fall Vorkehrungen treffen und nach einem Scheitern in einer bestimmten Form noch kooperieren. Neben den zu erwartenden kurzfristig – ob leicht oder massiv – negativen Konsequenzen würde die britische Wirtschaft auch langfristig unter dem mangelnden Marktzugang leiden (genauer zum „No-Deal“-Szenario siehe grauer Kasten).

### Auswirkungen des „No-Deal“-Szenario

Sollte wider Erwarten – mangels Verhandlungserfolg oder mangels Ratifizierung – kein Abkommen zustande kommen, befinden wir uns im „No-Deal“-Szenario. Bei den Verhandlungen gilt: Nichts ist vereinbart, solange nicht alles vereinbart ist, also auch nicht die bis Ende 2020 vereinbarte Übergangsphase.

Der Warenhandel zwischen Großbritannien und der EU läuft dann nach WTO-Regeln ab. Dementsprechend gelten Importzölle auf beiden Seiten – durchschnittlich im mittleren einstelligen Bereich, sofern die WTO für die Produkte überhaupt Regeln aufweist. Wichtiger als die Zollsätze sind die sogenannten nicht-tarifären Handelshemmnisse. Wenn die Standards für bestimmte Produkte nicht mehr anerkannt werden, entfällt die entsprechende Einfuhr. So würden ohne eine zusätzliche Vereinbarung beispielsweise chemische Produkte aus Großbritannien nicht mehr die EU-Chemikalienverordnung erfüllen und dürften nicht in die EU exportiert werden. Der mit dem Brexit einhergehende Austritt aus der Europäischen Arzneimittel-Agentur führte dazu, dass in Großbritannien zugelassene Medikamente keine Genehmigung für die EU erhalten. In manchen Sektoren treten damit nicht-tarifären Hemmnisse automatisch in Kraft.

Der Warenhandel wird wohl vor allem unter praktischen Gründen leiden. Die Einführungen von Zöllen und damit von Kontrollen an den britischen bzw. EU-Grenzen erschwert die Abwicklung des Handels. Trotz beginnender Vorbereitungen werden vermutlich auf beiden Seiten insbesondere in der Anfangsphase die personellen und räumlichen Kapazitäten fehlen, so dass erhebliche Verzögerungen zu erwarten sind. Insgesamt wird der Außenhandel durch die höheren Kosten für die Abwicklung und Zölle merklich beeinträchtigt, vor allem je komplexer die Lieferketten sind. Engpässe bei einzelnen Produkten sind möglich, was wiederum zu Produktionsausfällen führen kann.

Ebenso käme es zu Einschränkungen im Flugverkehr zwischen Großbritannien und der EU. Britische Airlines dürfen dann nicht mehr in die EU und Fluglinien aus der EU nicht mehr von Großbritannien aus ins Ausland fliegen. Dagegen werden die Briten den mit dem Brexit einhergehenden Austritt aus dem Überwachungsregime von Atomkraftwerken (EURATOM) mit einem eigenen Sicherheitssystem auffangen können.

Britische Banken verlieren im „No-Deal“-Szenario schlagartig den direkten Zugang zum Binnenmarkt, da die geplanten Übergangsfristen entfallen. EU-Banken in Großbritannien werden vermutlich aus Sorge um den Finanzplatz London unter keinen großen Einschränkungen leiden

– zumindest in einer Übergangsphase von bis zu drei Jahren. Rechtliche Unsicherheiten bei vor dem Referendum in Großbritannien abgeschlossenen Finanzderivaten sind nicht völlig auszuschließen.

Für Aufenthalts- bzw. Arbeitsgenehmigungen von in Großbritannien lebenden EU-Ausländern gibt es Übergangsregelungen, so dass dieser Punkt kurzfristig kein Problem darstellen sollte. Längerfristig könnten diese Regeln wieder geändert werden. Für in der EU lebende Briten sind die Regeln weniger klar.

Insgesamt sind viele der erwähnten Effekte kurzfristiger Natur. Probleme bei Grenzkontrollen können mit der Zeit erheblich reduziert werden, im Extremfall winken die Briten die LKWs an der Grenze einfach durch. Fragen der Regulierung sollten zumindest in einigen Bereichen aus beiderseitigem Interesse gelöst werden – wenigstens mit Übergangslösungen – wie u.a. im Flugverkehr. Die Auswirkungen eines „No-Deal“-Szenarios hängen nicht zuletzt davon ab, ob EU und Großbritannien in einem Mindestmaß kooperieren oder die Konfrontation suchen.

Kurzfristig dürfte die britische Konjunktur unter dem „No-Deal“-Szenario massiv leiden, zeitweise würde die Wirtschaft schrumpfen. Wenn nach einer gewissen Zeit Briten und EU kooperieren bzw. organisatorische Probleme reduzieren, dürfte sich die Wirtschaft bis Ende 2019 erholen. Das Pfund Sterling steht unter Druck. Der Euro-Pfund-Kurs dürfte sich nach einem kurzfristigen Überschießen um die Parität einpendeln. Die Inflation wird wohl aufgrund der Zölle, temporärer Produktengpässe sowie der Währungsabwertung nach oben springen. Dennoch wird die Bank of England ihre Geldpolitik lockern. Höhere Risikoprämien auf britischen Staatsanleihen könnten die Zinssenkung überkompensieren. Ein Konfrontationskurs zwischen Briten und EU hätte eine längere und tiefere Rezession in Großbritannien zur Folge. Die Pfund-Abwertung fiel massiver aus, die Staatsanleiherenditen stiegen markant.

Unabhängig von der kurzfristigen Politik sind nachhaltig negative Effekte im „No-Deal“-Szenario nicht zu verhindern. Der fehlende Zugang zum EU-Binnenmarkt wird sowohl britische als auch ausländische Unternehmen dazu veranlassen, ihre Produktion auf den Kontinent zu verlagern, um entsprechende Zölle, Grenzformalitäten bzw. andere Handelshemmnisse zu vermeiden. Die Investitionen in Großbritannien dürften über einen längeren Zeitraum merklich langsamer expandieren. Jenseits der kurzfristigen konjunkturellen Wirkungen belastet ein solches Szenario den britischen Wachstumspfad über Jahre.

Kompromiss weiter am  
wahrscheinlichsten

Am Ende hängen Verhandlungen nicht nur vom Inhalt ab, sondern auch vom Interesse der Betroffenen an einem Scheitern. Auf britischer Seite wäre im Zweifelsfall ein weicher Brexit die einfachere Lösung: Die Brexit-Hardliner bevorzugen diesen gegenüber gar keinem EU-Austritt, die Brexit-Gegner gegenüber einem „No-Deal“-Szenario. Auch die EU hat im aktuell international schwierigen Umfeld kein Interesse, noch durch einen Chaos-Brexit belastet zu werden – ungeachtet gewisser politischer Dissonanzen innerhalb der Union. In den nächsten Wochen und Monaten könnten sich Briten und EU in klassischer Brüsseler Manier noch heftiger streiten und die Gespräche schon als gescheitert gelten. Letztlich aber dürfte der Pragmatismus siegen und zu einer Kompromisslösung im Rahmen des britischen Weißbuchs-Vorschlags führen, selbst wenn es noch Risiken bei der Ratifizierung gibt.

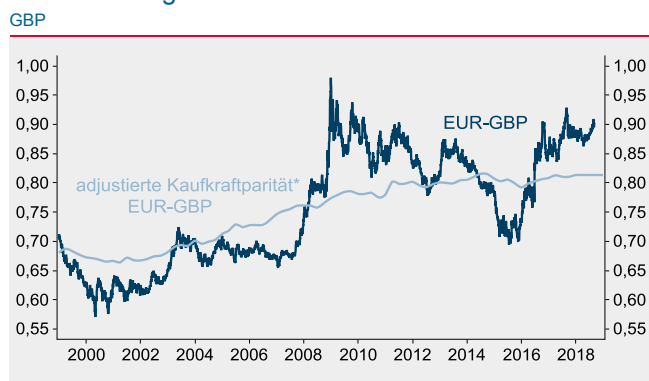
### Pfund-Erholung bei Deal

Pfund fundamental  
günstig

Das Britische Pfund atmet mit dem Auf und Ab der Brexit-Gespräche. Die „tickende Uhr“ erhöhte insgesamt die Sorgen, entsprechend verlor das Pfund gegenüber Euro und US-Dollar. Der Euro-Pfund-Kurs notiert um 0,90. Kurzfristig ist in dem nervösen Marktumfeld eine weitere Pfund-Abwertung nicht auszuschließen. Insgesamt lastet eine Risikoprämie auf der britischen Währung. Denn rein fundamental betrachtet müsste das Pfund stärker sein. Langfristig betrachtet ist das Pfund gegenüber Euro und US-Dollar unterbewertet, wie die adjustierten Kaufkraftparitäten nahe-

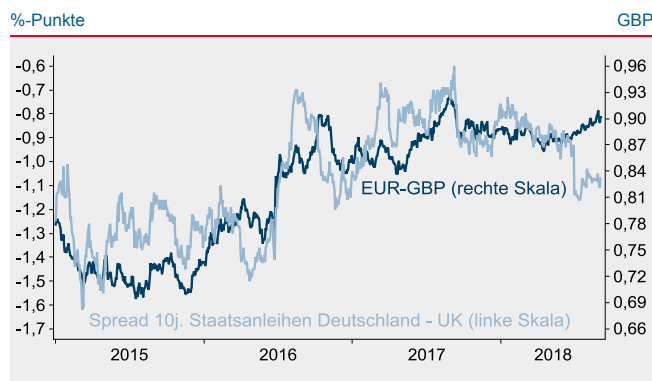
legen. Der zunehmende Zinsvorteil des Pfunds gegenüber dem Euro deutet ähnliches an. Die Bank of England hat ihren Leitzins auf 0,75 % angehoben, während die EZB ihre Zinswende auf das zweite Halbjahr 2019 verschob. Allerdings sind die Renditedifferenzen derzeit ein wenig verzerrt, da aufgrund der Brexit-Sorgen die Risikoprämien auf britische Staatsanleihen leicht gestiegen sind – dies signalisieren die Kreditausfallprämien.

### Pfund Sterling unterbewertet



\* um die mittlere Abweichung von 10,6 % adjustierte KKP;  
Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Pfund mit deutlichem Renditevorteil



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Pfund Sterling wird von  
Kompromiss profitieren

Angesichts der Unsicherheiten wird die Bank of England vermutlich bis Mitte 2019 Vorsicht walten lassen und keine Zinserhöhung vornehmen. Die Inflation ist zwar mit 2,5 % erhöht, aber doch schon über ihren Zenit. Das Wachstum verlor dank der Unsicherheiten an Fahrt. Eine deutliche Abwärtsdynamik zeichnet sich jedoch nicht ab. So dürfte das Wachstum in diesem Jahr 1,3 % betragen und 2019 – unter der Annahme eines Deals – nur marginal niedriger ausfallen. Unter letztere Hypothese dürfte die Bank of England ihren Zinserhöhungszyklus im zweiten Halbjahr 2019 wieder aufnehmen und nicht so zögerlich wie die EZB agieren – zum Vorteil des Pfunds. Vor allem würden sich mit einem Brexit-Abkommen die Risikoprämien verringern und die britische Währung schon im Schlussquartal 2018 einen Schub erhalten. Der Euro-Pfund-Kurs dürfte in Richtung 0,85 fallen, obwohl die Unsicherheiten aufgrund der Ratifizierung bis ins kommende Jahr andauern werden. Mit einer weiteren Entspannung und mit zusätzlichem geldpolitischem Rückenwind sind im Verlauf von 2019 weitere Kursgewinne für das Pfund möglich. Auch gegenüber dem US-Dollar wird das Pfund dann zulegen. Der Dollar-Pfund-Kurs dürfte von jüngst knapp unter 1,30 auf zunächst 1,35 und danach über 1,40 bis Mitte 2019 klettern. ■