



Britisches Pfund / 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

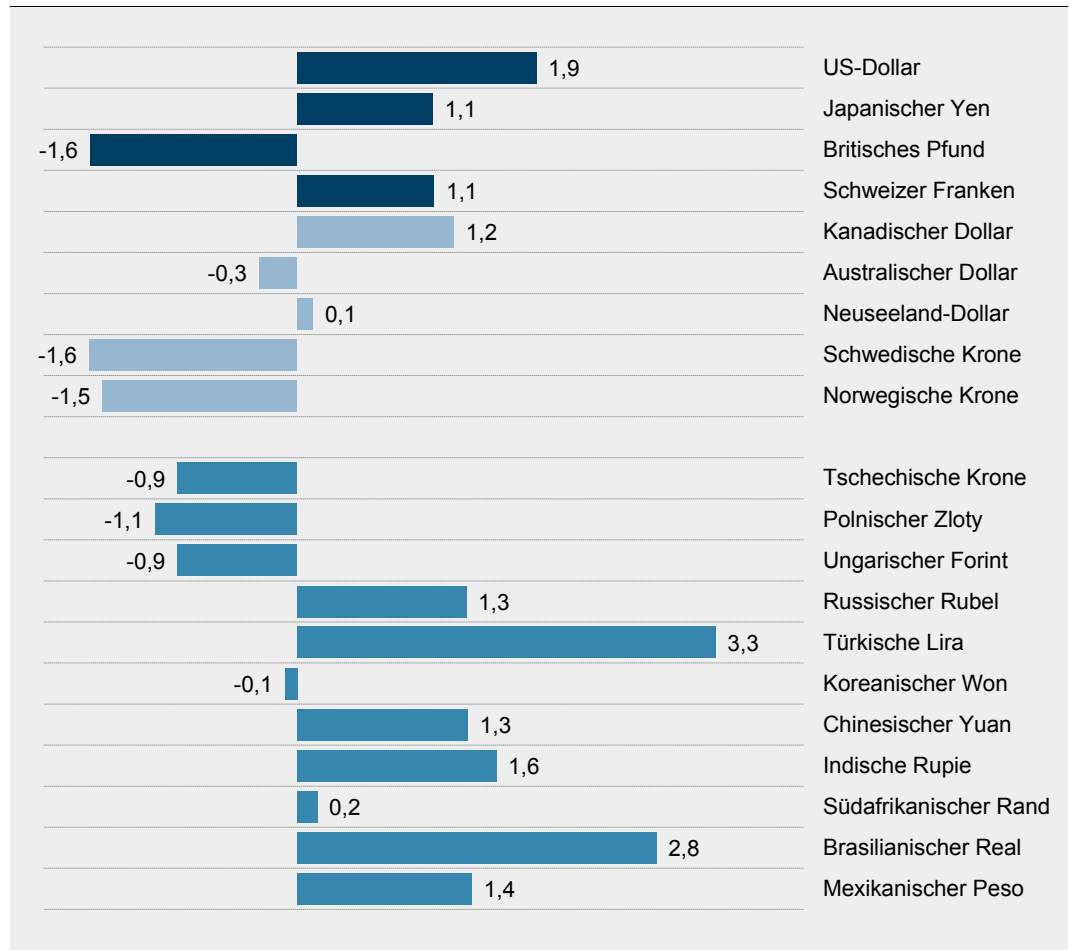
Telefon: 0 69/91 32-20 24

Telefax: 0 69/91 32-22 44

- Das Britische Pfund wertete zuletzt deutlich ab. Mit Boris Johnsons Ernennung zum Premierminister wachsen die Sorgen vor einem ungeordneten EU-Austritt. Ein „No-Deal“-Brexit würde ihn aber wohl das Amt kosten. Während sich ein geregelter EU-Austritt derzeit auch nicht abzeichnet, nimmt die Wahrscheinlichkeit von Neuwahlen zu. Damit ist der Ausgang des Dramas offener denn je. Die unterbewertete britische Währung würde von zurückgehenden „No-Deal“-Sorgen deutlich profitieren, die Abwertungsrisiken sind jedoch erhöht.
- Das Britische Pfund war zuletzt der große Verlierer. Insgesamt gaben europäische Währungen überwiegend nach, der US-Dollar legte merklich zu. Viele Schwellenländerwährungen werteten gegenüber dem Euro auf.
- Helaba Währungsprognosen

Performance im Monatsvergleich

% gg. Euro im Vergleich zum Vormonat (vom 02.07. bis zum 31.07.2019)



■ Kernwährungen ■ Restliche G10 ■ Schwellenländerwährungen

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

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.

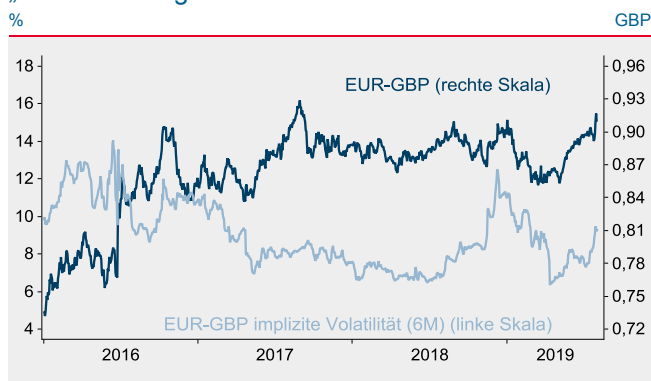
GBP: Im Dilemma

„Ich habe eine ebenso große Chance als Olive wiedergeboren zu werden“, antwortete Boris Johnson einst auf die Frage, ob er einmal Premierminister werde. Nun residiert er als Premier in Downing Street 10, nachdem er sich gegen seinen parteiinternen Rivalen Jeremy Hunt klar durchgesetzt hat. Jenseits der Frage nach einer Wiedergeburt ist aber unsicher, wie lange Johnson Premier bleiben darf. Dies hängt einmal mehr vom Brexit-Drama ab.

Johnson treibt Pfund nach unten

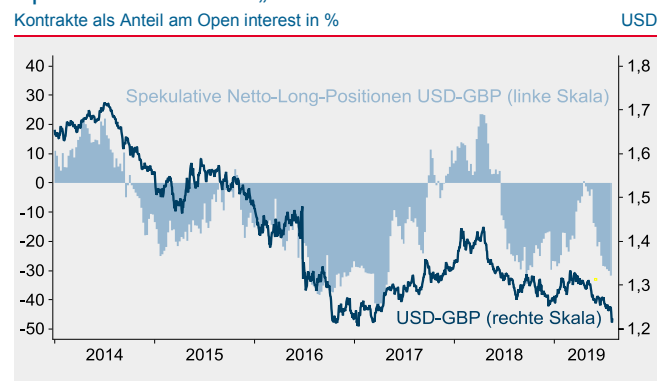
Johnson hat vielen vieles versprochen, vom „goldenen Zeitalter“ bis hin zu Steuersenkungen und Ausgabenprogrammen. Beim Brexit hat er zumindest ein klares Signal gegeben: der Austritt soll fristgerecht am 31. Oktober 2019 erfolgen. Der Premierminister möchte allerdings mit der EU das Austrittsabkommen nachverhandeln und nicht zuletzt die „Backstop“-Klausel für Nordirland streichen. Brüssel hat ihm bereits eine klare Absage erteilt, so dass nicht einmal neue Gespräche gewiss sind. Wenn man das alles wörtlich nehmen würde, bliebe nur noch ein ungeordneter EU-Austritt. Angeblich soll die britische Regierung die Vorbereitungen dafür bereits intensivieren. Tatsächlich sind die wirtschaftlichen Folgen eines „Chaos-Brexits“ schwer zu kalkulieren. Wenigstens kurzfristig wäre aber ein harter konjunktureller Rückschlag unvermeidbar. Das Britische Pfund tendierte deshalb schon seit Mai schwächer. Zuletzt beschleunigte sich die Talfahrt nochmals, der Euro-Pfund-Kurs stieg auf 0,92, gegenüber dem US-Dollar markierte das Pfund den tiefsten Stand seit März 2017. Auch steigende implizite Volatilitäten der Pfund-Kurse spiegeln die zunehmende Nervosität wider. Die spekulativen Wetten gegen das Pfund sind sehr hoch – wengleich das in der Vergangenheit häufig ein Kontraindikator war.

„No-Deal“-Sorgen belasten Pfund



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Spekulant treiben „Cable“ auf 2-Jahres-Tief



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Neue Verhandlungen mit der EU?

Falls die britische Regierung die Verhandlungen mit Brüssel wieder aufnehmen wird, gibt es nach der Sommerpause nur wenig Zeit. Brüssel stellt eine neue Kommission zusammen. Auf britischer Seite steht Ende September der Parteitag der Konservativen auf der Agenda. Das Austrittsabkommen selbst war in großen Teilen gar nicht so umstritten, selbst wenn Premier Johnson jüngst die Zahlung der finanziellen Verpflichtungen der Briten in Höhe von 39 Mrd. Pfund im Falle eines „No-Deals“ in Frage stellte. Der Knackpunkt im Austrittsabkommen ist der „Backstop“, also die Notfalllösung für die irisch-nordirische Grenze. Die von Johnson geforderte Streichung ist aus EU-Sicht inakzeptabel. Theoretisch gäbe es schon etwas Verhandlungsspielraum, wie etwa ein Kündigungsrecht der Briten. In diesem Punkt scheint aber vor allem die EU festgefahren zu sein, die jegliche Änderungen an dem im britischen Parlament gescheiterten Abkommen ausschließt. In der Absichtserklärung über das zukünftige Verhältnis gibt es für beide Seiten mehr Bewegungsfreiheit. Fraglich ist aber, ob den Briten dort gewisse Anpassungen ausreichen, um den gesamten „Deal“ zu akzeptieren.

„No-Deal“-Brexit kein Kindergeburtstag

Ohne Annäherung der Verhandlungsparteien bleibt neben einer erneuten Fristverlängerung nur ein ungeordneter Austritt übrig. Das Unterhaus wird voraussichtlich versuchen, einen Chaos-Brexit zu verhindern. Ein Machtkampf zwischen Regierung und Parlament mit allerlei juristischen Winkelzügen

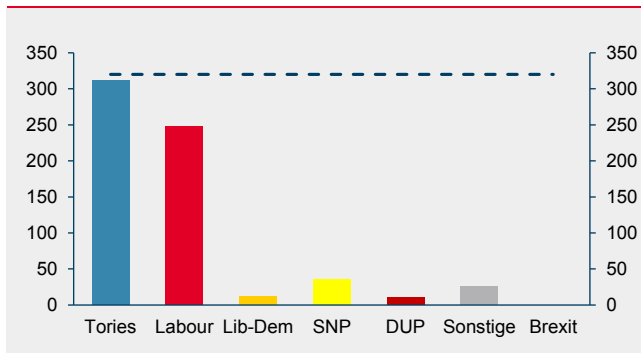
gen ist möglich, der Ausgang wäre ungewiss. Sollte Johnson einen ungeordneten Brexit durchsetzen können, wären die wirtschaftlichen Folgen vermutlich enorm. Für die dann geltenden WTO-Zölle wären Kontrollen an den Grenzen sowohl auf britischer als auch EU-Seite erforderlich. Räumlichkeiten sowie der Personalbestand können zwar grundsätzlich erhöht werden, allerdings ist zweifelhaft, ob dies bis Ende Oktober 2019 schon in einem ausreichenden Maß glückt. Staus und Störungen der Lieferketten wären die Folge. Weitaus wichtiger sind rechtliche Bestimmungen, d.h. ob bestimmte Produkte wie Medikamente, Chemikalien etc. noch in die EU eingeführt werden dürfen. Hier ist noch vieles offen. Theoretisch ließen sich diese Probleme mit Übergangslösungen, wie im Flugverkehr bereits verabredet, mildern. Sollte Johnson gezielt einen „No-Deal“-Austritt anstreben oder gar Zahlungen verweigern, wird jedoch die Verhandlungsbereitschaft der EU gering sein. Aufgrund des Drucks für eine schnelle Lösung ist die britische Verhandlungsposition dann besonders schlecht. Wie Zollkontrollen an der nordirischen Grenze vermieden werden sollen, ist ein Rätsel. Der britische Industrieverband CBI sieht die Vorbereitungen auf beiden Seiten für viele Bereiche als ungenügend an. Die Schätzungen der ökonomischen Kosten eines unregulierten Austritts für Großbritannien variieren stark – von Verlusten weniger Prozentpunkte am BIP bis hin zu Einbrüchen von fast 20 % bis 2030. Kurzfristig wäre eine Rezession in Großbritannien unausweichlich. Spürbar wäre ein solcher Chaos-Brexit auch in der EU, aber demgegenüber nur unterproportional. Das Pfund würde bei einem „No-Deal“ in jeden Fall spürbar nachgeben. Der Euro-Pfund-Kurs dürfte dann um die Parität notieren.

Blufft Boris?

Glaut Boris Johnson, dass ein ungeordneter Brexit kaum Auswirkungen hat? Glaut er, dass Großbritannien die EU mit einem Schuss ins eigene Knie beeindruckern kann, nur weil letztere auch einen leichten Streifschuss erleidet? Oder blufft Johnson einfach nur, um die Hardliner in der eigenen Partei auf seine Seite zu ziehen? Im neuen Kabinett hat Johnson eher Vertreter eines harten Kurses berufen und ausgesprochene Brexit-Kritiker aussortiert.

Konservative und DUP nur mit hauchdünner Mehrheit

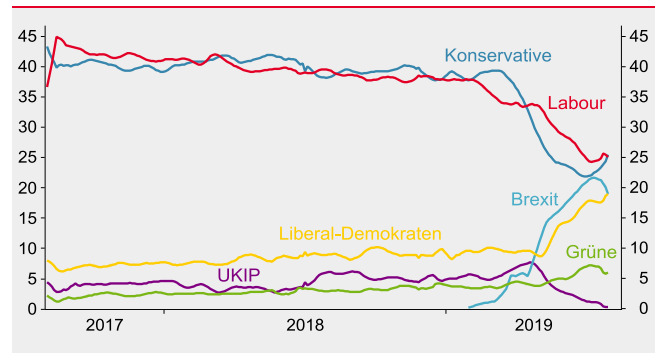
Anzahl der Sitze im Unterhaus (31.07.19), ohne Sinn Fein



Quellen: parliament.uk, Helaba Volkswirtschaft/Research

Wahlumfragen sehen nicht gut für Johnson aus

Stimmenanteil in %, gleitender Ø von Wahlumfragen



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Wird Johnson bald wieder aus dem Amt gejagt?

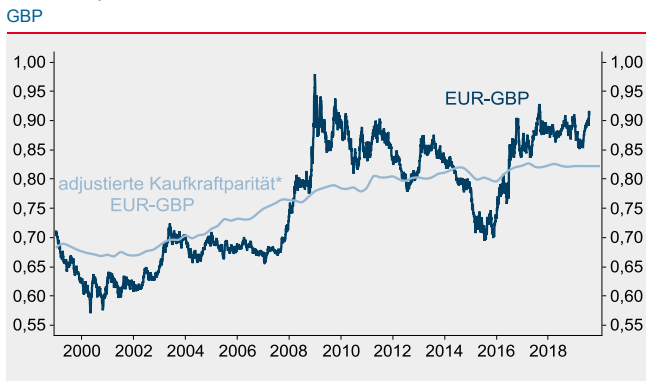
Jenseits der ökonomischen Folgen eines „Chaos“-Brexits wird Johnson auch einen politischen Preis zahlen müssen. Die Mehrheit von Konservativen und der nordirischen DUP ist mit nur zwei Stimmen hauchdünn – selbst diese sind durch Nachwahlen in Wales noch bedroht. Ein Misstrauensvotum im Unterhaus sollte Erfolg haben, falls Johnson die EU-Freunde in seiner Partei vor den Kopf stößt. Dies könnte bereits vor dem Austrittstermin Ende Oktober erfolgen. Danach gäbe es Neuwahlen. Es gibt sogar Spekulationen, dass Johnson bewusst vor dem 31. Oktober noch einen Wahlgang anstrebt. Die Umfragen jedoch sprechen nicht für ihn. Zwar könnten die Tories durch einen harten Kurs der Brexit-Partei von Nigel Farage noch einige Stimmen wegnehmen, so dass die Konservativen vielleicht die stärkste Partei werden würden. Dennoch würde die Tories voraussichtlich ihre Mehrheit verlieren – auch nicht Hilfe von der nordirischen DUP oder gar einzelnen Abgeordneten der Brexit-Partei. Labour steht unter ihrem umstrittenen Parteiführer Corbyn ebenfalls nicht gut da. Grundsätzlich ist aufgrund des Mehrheitswahlrechts in Großbritannien die Umrechnung auf Unterhaussitze schwer zu kalkulieren. Möglich wäre ein komplettes Politik-Chaos, ohne irgendwelche Mehrheiten. Eventuell könnte Labour zusammen mit den wieder erstarkten

Liberal-Demokraten und den Schottischen Nationalisten, die in Schottland den Großteil der Mandate erringen werden, eine regierungsfähige Mehrheit erhalten. Wirklich attraktiv erscheinen für Johnson Neuwahlen eigentlich erst nach einem EU-Austritt ohne Chaos – also einen geordneten.

Pfund mit Chancen, aber auch hohen Risiken

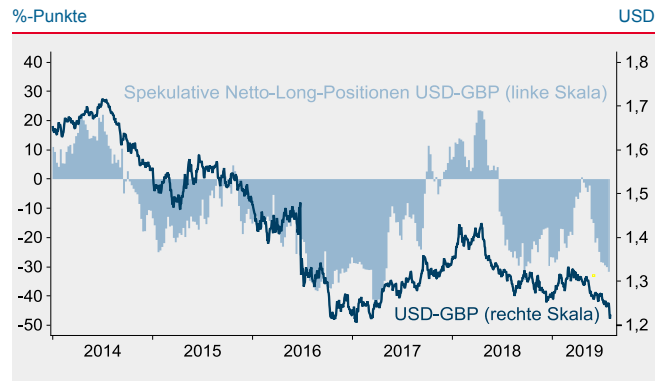
Johnson steckt im Dilemma. Wenn er die Brexit-Hardliner befriedigen möchte, wird er wohl den politischen Heldentod sterben und aus dem Amt gejagt werden. Falls er aber im Amt bleiben möchte – was ihm vermutlich das Wichtigste ist –, muss er sein Wort in irgendeinem Punkt brechen. Erfahrungsgemäß dürfte er damit kaum Probleme haben. Anders als Theresa May hat er auf die Brexit-Hardliner größeren Einfluss. Vielleicht gelingt ihm tatsächlich das Wunder eines geordneten EU-Austritts – bis 31. Oktober ist die Wahrscheinlichkeit aber gering. Das Britische Pfund dürfte davon klar profitieren. Das Risiko eines ungeordneten EU-Austritts (Euro-Pfund-Parität) ist zuletzt von den bisher unterstellten 30 % etwas gestiegen, jedoch nicht unser Basisszenario. Demgegenüber werden Neuwahlen zunehmend wahrscheinlicher. Für die Währung wären diese dann zweischneidig. Einerseits könnte es im Parlament eine Mehrheit für ein zweites Referendum geben (ein EU-Verbleib wäre dennoch nicht gesichert), andererseits könnte ein totales Chaos oder eine „klassisch-linke“ Wirtschaftspolitik einer Labour-Regierung dem Pfund schaden. Eine neuerliche Fristverlängerung ist trotz anderslautenden Worten von Johnson ebenfalls plausibel und aus unserer Sicht derzeit das wahrscheinlichste Szenario. Wenn der Premierminister ernsthaft mit der EU verhandeln möchte, wäre angesichts der kurzen Zeitspanne eine weitere Verlängerung hilfreich. Auch nach Neuwahlen bliebe einer neuen Regierung kaum Zeit. Die EU würde vermutlich einem weiteren Aufschub zustimmen.

Pfund spürbar unterbewertet



* um die mittlere Abweichung von der KKP von 10,4 % adjustiert
 Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Zinsdifferenzen stützen Pfund



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Unsicherheiten belasten Konjunktur – Bank of England zögerlich

Konjunkturell ist die Situation in Großbritannien nicht einfach. Ein Lageraufbau hat das Wachstum im ersten Quartal gefördert, die Gegenbewegung erfolgt ab dem zweiten Quartal. Die Wirtschaft schrammt vermutlich knapp an einer Rezession vorbei und dürfte sich dann etwas erholen. Diese Erholung steht zur Disposition, sollte es wider Erwarten zu einem ungeordneten EU-Austritt kommen. Dann würde die britische Wirtschaft in eine Rezession fallen, ohne Annäherung an Brüssel könnte diese sogar tief ausfallen. Angesichts dieser Unsicherheit lässt die Bank of England Vorsicht walten. Zinserhöhungen sind bis auf weiteres kein Thema, selbst wenn die steigenden Löhne eher für eine weniger lockere Geldpolitik sprechen. Zinssenkungen – im Einklang mit der US-Notenbank und der EZB – sind eher eine Option, dürften aber erst im Falle sich verstärkender politischer Unsicherheiten inkl. Rückwirkungen auf die Konjunktur infrage kommen.

Fundamental betrachtet müsste die britische Währung aufwerten. Bewertungsindikatoren wie Kaufkraftparitäten und Zinsdifferenzen gegenüber Euro oder US-Dollar signalisieren ein stärkeres Pfund. Eine weitere Achillesferse ist das deutliche Leistungsbilanzdefizit. Letztlich hängt aber – wie seit 2016 üblich – alles an der Politik. Ein erhöhtes „No-Deal“-Risiko ist eingepreist, so dass sich das Pfund schon bei einer Fristverlängerung erholen dürfte. Sollte sogar ein geregelter EU-Austritt erfolgen, könnte der Euro-Pfund-Kurs sogar in Richtung 0,80 fallen. Gegenüber dem US-Dollar hätte die britische Währung sogar noch mehr zuzulegen, der Pfund-Dollar-Kurs könnte bis auf 1,40

klettern. Grundsätzlich besitzt das Pfund signifikantes Aufwertungspotenzial, allerdings sind die Risiken diesmal ungewöhnlich hoch. Nicht nur Boris Johnson braucht gute Nerven.

Helaba-Währungsprognosen

	Veränderung seit 31.12.18		aktueller Stand*	Q3/2019	Prognose Ende		
	1 Monat				Q4/2019	Q1/2020	Q2/2020
gg. Euro (jew eils gg. Euro, %)							
US-Dollar	3,5	1,9	1,11	1,15	1,20	1,20	1,25
Japanischer Yen	4,4	1,1	120	123	127	127	130
Britisches Pfund	-1,3	-1,6	0,91	0,85	0,85	0,85	0,80
Schweizer Franken	2,2	1,1	1,10	1,15	1,15	1,15	1,20
Kanadischer Dollar	7,0	1,2	1,46	1,51	1,55	1,54	1,60
Australischer Dollar	0,5	-0,3	1,62	1,60	1,62	1,60	1,67
Schwedische Krone	-5,2	-1,6	10,71	10,30	10,00	9,80	9,70
Norwegische Krone	0,9	-1,5	9,82	9,40	9,10	9,00	9,00
Chinesischer Yuan	2,7	1,3	7,66	7,94	8,16	8,16	8,50
gg. US-Dollar (jew eils gg. USD, %)							
Japanischer Yen	0,8	-0,8	109	107	106	106	104
Schweizer Franken	-1,2	-0,8	0,99	1,00	0,96	0,96	0,96
Kanadischer Dollar	3,4	-0,6	1,32	1,31	1,29	1,28	1,28
Schwedische Krone	-8,4	-3,5	9,67	8,96	8,33	8,17	7,76
Norwegische Krone	-2,5	-3,3	8,86	8,17	7,58	7,50	7,20
Chinesischer Yuan	0,0	-0,1	6,88	6,90	6,80	6,80	6,80
US-Dollar gg. ... (jew eils gg. USD, %)							
Britisches Pfund	-4,7	-3,4	1,22	1,35	1,41	1,41	1,56
Australischer Dollar	-2,9	-2,1	0,68	0,72	0,74	0,75	0,75

*31.07.2019

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research ■