



Britisches Pfund / Brexit

AUTOR

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

REDAKTION

Dr. Stefan Mitropoulos

HERAUSGEBER

Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirt/
Leitung Research

Helaba

Landesbank

Hessen-Thüringen

MAIN TOWER

Neue Mainzer Str. 52-58

60311 Frankfurt am Main

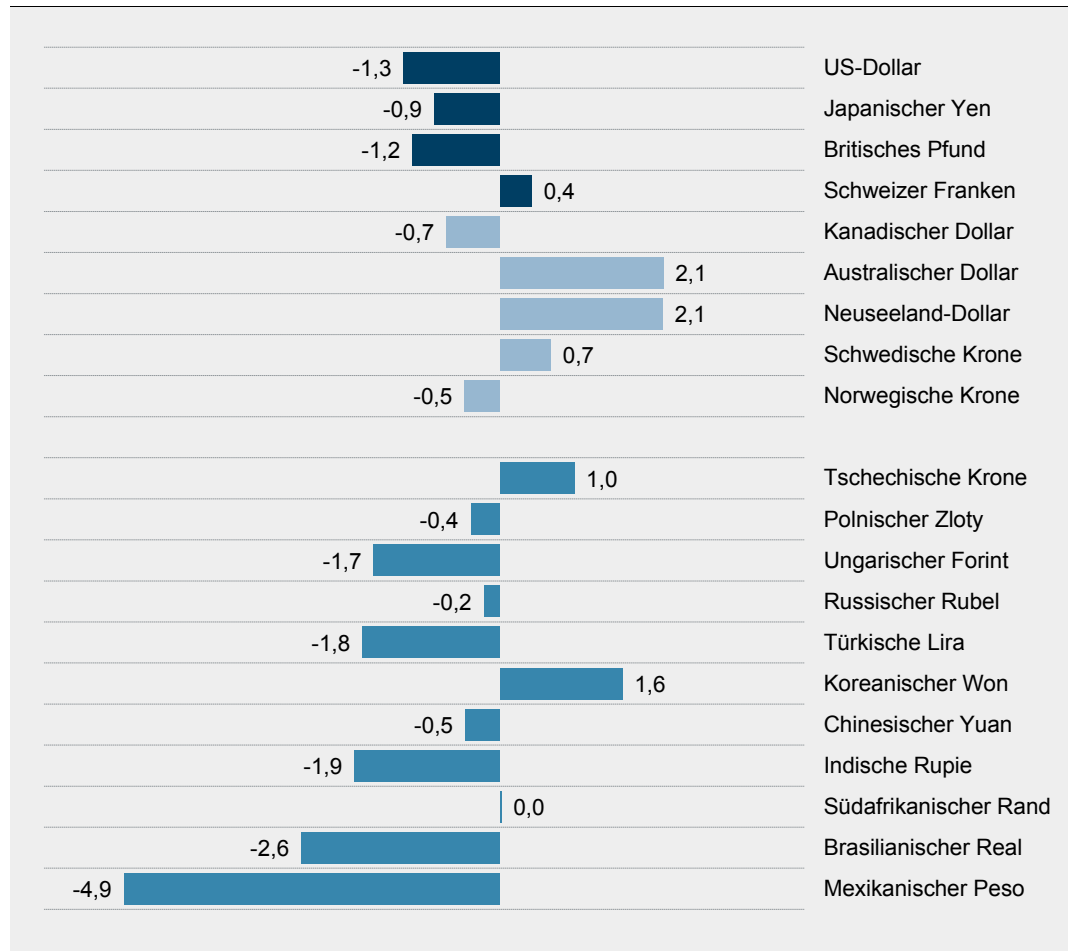
Telefon: 0 69/91 32-20 24

Telefax: 0 69/91 32-22 44

- Das Britische Pfund neigte angesichts der heftigen Corona-Folgen in Großbritannien zur Schwäche. Daneben verunsichern aber auch die stockenden „Post-Brexit“-Gespräche, zumal die britische Regierung keine Verlängerung der Übergangsphase beantragt. Droht Anfang 2021 der nächste Schock für die Wirtschaft? Das Risiko besteht zwar schon. Gleichwohl ist nach den Erfahrungen mit den Verhandlungen über das Austrittsabkommen doch Hoffnung angebracht. Das Pfund dürfte dann wieder aufwerten.
- Der US-Dollar gab nach, das Britische Pfund auch. Australischer und Neuseeland-Dollar legten zu. Bei den Schwellenländerwährungen überwogen zuletzt wieder die negativen Vorzeichen.
- Helaba Währungsprognosen

Performance im Monatsvergleich

% gg. Euro im Vergleich zum Vormonat (vom 28.05. bis zum 26.06.2020)



■ 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.

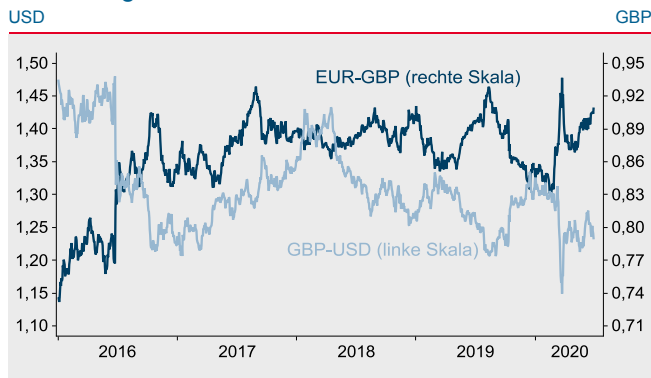
GBP: Vom Corona- ins Brexit-Chaos?

Premierminister Johnson verkündete ein goldenes Zeitalter für sein Land nach dem Brexit. Knapp fünf Monate nach dem EU-Austritt befindet sich Großbritannien eher in einem Alptraum. Der Brexit war nicht daran schuld. Die Coronavirus-Pandemie erforderte bislang mehr als 50.000 Tote und ließ die Wirtschaft extrem einbrechen. Im Krisenmanagement hat die britische Regierung alles andere als geblüht. Neben der Überwindung der Corona-Krise muss sie nun auch das zukünftige Verhältnis zur EU gestalten. Der Devisenmarkt sprach zumindest sein Misstrauen aus, das Britische Pfund hat seit Ende Januar sowohl gegenüber Euro als auch US-Dollar deutlich nachgegeben.

Keine offizielle Verlängerung der Übergangsphase

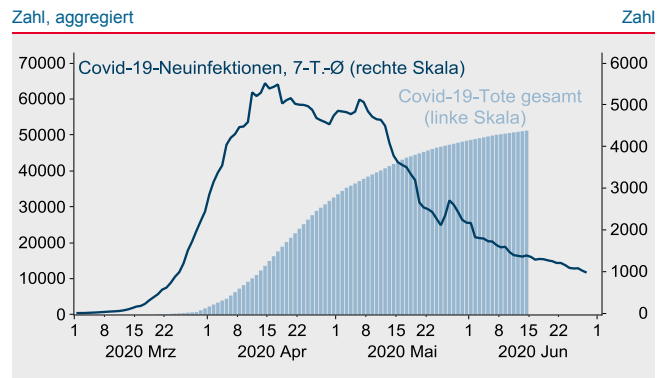
Mit dem EU-Austritt wurde eine Übergangsphase bis Ende 2020 vereinbart, während zwischen Großbritannien und der EU quasi die gleichen Regeln gelten wie zuvor. Vorgesehen ist, dass in dieser Periode die Verhandlungen über das zukünftige Verhältnis erfolgreich beendet und ratifiziert werden. Dieser Zeitplan war ohnehin schon gewagt, durch die Coronavirus-Pandemie wurde er zusätzlich erschwert. Verhandelt wurde bislang aus der Ferne, nennenswerte Ergebnisse liegen aber nicht vor. Nun wird wieder physisch in Brüssel geredet. Die einzig neue Erkenntnis ist, dass die britische Regierung die Frist bis zum 1. Juli für einen Antrag auf Verlängerung der Übergangsphase verstreichen lässt, womit die Johnson-Regierung ausnahmsweise Wort gehalten hat. Ist damit ein „harter“ Bruch mit der EU nicht mehr zu vermeiden? Oder strebt dies die britische Regierung insgeheim nicht sowieso an?

Pfund neigt seit Corona zur Schwäche



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Coronavirus ebbt ab, aber hohe Zahl an Toten



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Rückenwind für Johnson abgeflaut

Die Corona-Pandemie wirkt sich auf ziemlich alles aus, also auch auf den Brexit-Prozess. Der Rückenwind, den Boris Johnson nach seinem Wahlsieg im Dezember und dem erfolgten EU-Austritt erhielt, ist abgeflaut. Seine Konservative Partei hat in den Umfragen an Popularität eingebüßt. Der in vielen Ländern typische Zuwachs an Unterstützung während der Corona-Krise währte in Großbritannien nicht lange, obwohl der Premier selbst schwer an Covid-19 erkrankte. Die Regierung betrieb einen Schlingerkurs, von zunächst großer Lockerheit bis zu einem besonders langen Lockdown. Das Land weist die mit Abstand höchste Zahl von Toten in Europa aus, bei einem gleichzeitig heftigen Konjunkturéinbruch. Hilfreich war auch nicht, dass Dominic Cummings, Johnsons führender Berater und „Mastermind“ der Brexit-Kampagne, die Lockdown-Regeln der Regierung gebrochen hat. Die Pandemie scheint mittlerweile unter Kontrolle zu sein, selbst wenn die Zahl der täglichen Neuinfektionen noch deutlich höher als in den anderen großen europäischen Volkswirtschaften liegt. Immerhin besitzen die Konservativen eine komfortable Mehrheit im Unterhaus und der nächste Wahltermin ist weit entfernt, so dass sich Johnson vorerst keine großen Sorgen um sein Amt machen muss.

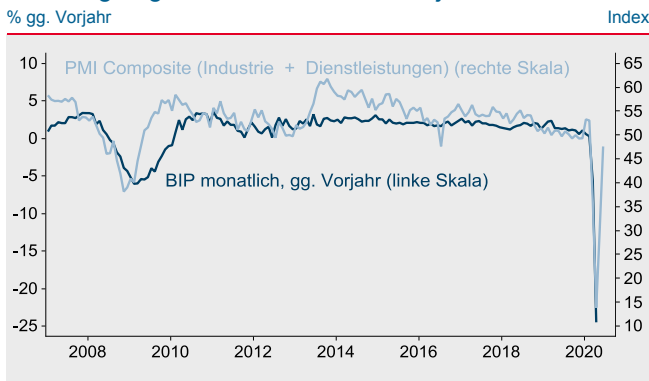
Die Pandemie hat auch die britische Wirtschaft in eine Rezession fallen lassen – angeblich sogar die tiefste seit 300 Jahren. Der verspätete Lockdown hat zwar das Minus im ersten Quartal moderat gehalten. Im zweiten Vierteljahr wird das Bruttoinlandsprodukt jedoch deutlich im prozentual

zweistelligen Ausmaß schrumpfen. In Erwartung, dass die Restriktionen zunehmend gelockert werden und im restlichen Jahr kein neuerlicher Shutdown erfolgt, wird sich die Konjunktur im zweiten Halbjahr kräftig erholen. Dennoch verbleibt ein hohes einstelliges Minus im Durchschnitt von 2020. Der BIP-Rückgang fällt damit größer als in den schlimmsten „No-Deal-Brexit“-Szenarien aus.

„Double Dip“ durch Corona und Brexit?

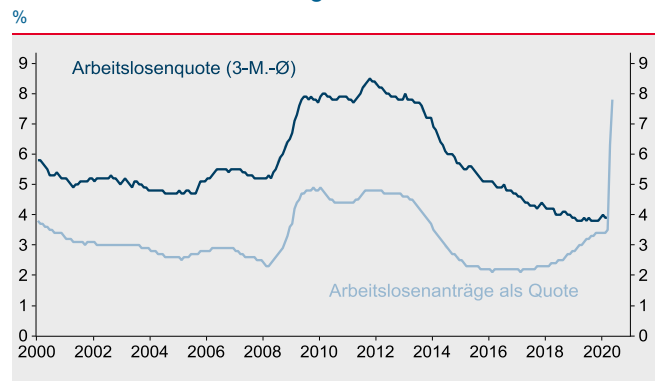
Die wirtschaftlichen Folgen eines abrupten Endes der Übergangsphase würden vor diesem Hintergrund kaum auffallen, wird so mancher Brexit-Hardliner denken. Ganz falsch ist diese Argumentation nicht. Nach der tiefen Rezession 2020 von zumindest 7 % ist eine deutliche Erholung 2021 quasi programmiert – vermutlich in fast gleichem Ausmaß. Wenn dann doch eine Chaos-Phase zum Jahresanfang das BIP z.B. um zwei Prozentpunkte reduzieren würde, bliebe für das Gesamtjahr 2021 trotz des „Double Dips“ wohl immer noch ein kräftiges Plus. Ob diese Rechnung in der Öffentlichkeit aber aufgeht, ist fraglich. Viele Unternehmen werden geschwächt aus der Krise hervorgehen. Die Kapazitäten, sich auf komplett neue Regelungen im Außenhandel vorzubereiten, sind derzeit eingeschränkt. Und selbst wenn das britische BIP 2021 noch erträglich aussehen wird – an dem für die Öffentlichkeit relevanteren Arbeitsmarkt könnte das Bild schmerzhaft werden, denn die aktuellen Sondermaßnahmen der Regierung wie der „Zwangsurlaub“ laufen dann aus. Wir unterstellen Johnson daher durchaus das Interesse an einer gütlichen Einigung mit der EU.

Erholung folgt auf dramatischen Konjunkturabsturz



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Arbeitsmarkt vor schwierigen Zeiten



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Britisches Wunschkonzert

Wo liegen die Knackpunkte in den „Post-Brexit“-Verhandlungen? Im Grunde genommen gelten die gleichen Probleme wie zu Beginn der gesamten Gespräche. Die Briten möchten freien Zugang zu allen Märkten, sich aber nicht an die Regeln der EU halten. Diesem „Rosinenpicken“ hat die EU stets eine Absage erteilt. Die Briten streben ein eher lockeres Abkommen an, also ein weitreichendes Freihandelsabkommen, jedoch ohne eine weitere Mitgliedschaft im EU-Binnenmarkt bzw. in der Zollunion – vor allem wegen der Arbeitnehmerfreizügigkeit bzw. eigener Freihandelsabkommen mit Drittstaaten. Der Handel soll ohne Zölle und Mengenrestriktionen sowie nichttarifäre Handelshemmnisse erfolgen. Gleichwohl soll jede Partei das Recht erhalten, eigene Regularien aufzustellen. Den für Großbritannien wichtigen Finanzdienstleistungen soll der Marktzugang nach dem „Äquivalenzprinzip“ gewährt werden, nach dem die Parteien gegenseitig die Regeln anerkennen. Zudem möchten die Briten, dass der Europäische Gerichtshof (EuGH) für sie keine Rolle mehr spielt.

Wunschkonzert der EU

Es knackt hier in mehreren Punkten. In der Politischen Erklärung zum EU-Austritt haben die Briten zugestimmt, dass in strittigen Fällen das EuGH als Schiedsrichter für das Unionsrecht entscheiden darf. In dieser Erklärung akzeptierten die Briten zudem die von der EU verlangten „fairen Wettbewerbsbedingungen“ („Level Playing Field“) im Handel. Hierbei geht es generell um Arbeitnehmerrechte, Umweltschutz, Steuern und staatliche Beihilfen. Als wesentlich größerer Handelspartner erwartet die EU, dass sich die Briten an die EU-Regeln halten, zumal sie dies bis dato getan haben. Damit geht die Union allerdings weiter als bei anderen Freihandelsabkommen wie dem mit Kanada. Heikel ist vor allem die EU-Forderung, dass Großbritannien nicht nur die aktuellen, sondern auch bei Änderungen zukünftige Regeln im Handel befolgen soll – ohne diese mitzu-

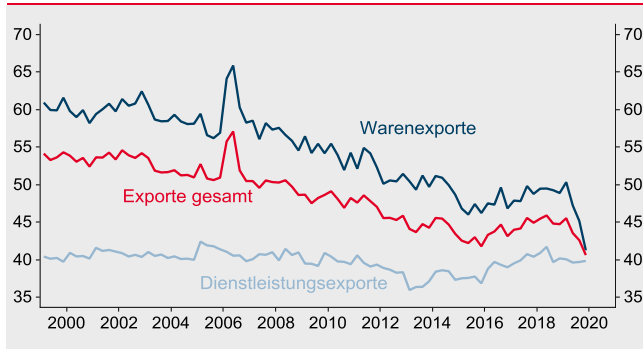
bestimmen. Außerdem fordert die EU weiter Zugang für ihre Fischflotte in britischen Gewässern. Können diese z.T. sehr grundsätzlichen Interessengegensätze überhaupt gelöst werden? Nach den Erfahrungen mit den Austrittsverhandlungen insbesondere über die Nordirland-Frage sollte man die Beweglichkeit der Parteien, vor allem von Großbritannien, nicht unterschätzen. Die EU ist in einer besseren Verhandlungsposition, da sie für die Briten als Exportziel wichtiger als umgekehrt ist, selbst wenn der EU-Anteil bei britischen Ausfuhren zuletzt rückläufig war. Britische Unternehmen, besonders in der Industrie, haben vermutlich kein so großes Interesse an unterschiedlichen Standards, da diese für sie erst einmal die Kosten erhöhen würden.

Mögliche Einigung im Warenhandel?

Falls die Briten bei bestimmten Produkten von der EU-Regulatorik abweichen – so ein Vorschlag –, dann könnte die EU dafür Strafzölle einführen. Solange dies nur einen geringen Teil des Warenhandels ausmachen würde, werden die gesamtwirtschaftlichen Belastungen überschaubar bleiben. Dafür notwendige Zollkontrollen an der Grenze sind zumindest in einem gewissen Ausmaß in fast allen Szenarien kaum zu vermeiden. Die EU wird aber die „Integrität der Märkte“ grundsätzlich und nicht nur mit spontanen Strafzöllen schützen wollen, auch aus Großbritannien kam dazu Kritik. Womöglich könnten einige kleinere Bereiche aus dem freien Warenhandel herausgenommen und mit Zöllen belegt werden. Angesichts ihres Überschusses im Warenhandel wird auch die EU sehr an einer Einigung interessiert sein. Schwieriger sind die allgemeinen Wettbewerbsbedingungen, nicht zuletzt staatliche Beihilfen. Sollte der britische Staat Hersteller von bestimmten Produkten EU-widrig subventionieren – Margaret Thatcher würde sich im Grabe umdrehen –, könnte die EU mit Strafzöllen auf deren Produkte reagieren. Eine praktikable Lösung, die auch die EU akzeptieren würde, bleibt schwierig. Wahrscheinlich werden die Briten das bisher geltende „Level Playing Field“ weitgehend hinnehmen müssen.

EU als Hauptexportziel, verliert aber an Bedeutung

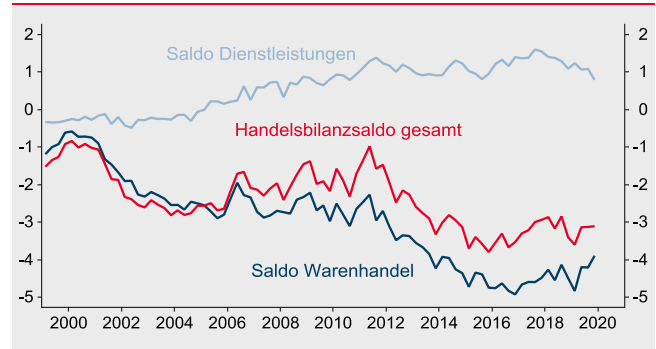
%, EU-Anteil der britischen Exporte



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Handelsdefizit bei Waren, Dienstleistungsüberschuss

% am BIP, britischer Außenhandel mit EU



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Fische und Finanzen

Die Fischerei ist zwar gesamtwirtschaftlich zu vernachlässigen, besitzt aber Symbolkraft. Hier sitzen die Briten am längeren Hebel, könnten aber gegen Zugeständnisse in anderen Sektoren den EU-Fischern Fangrechte gewähren. Außerdem möchten die Briten ihren Fisch weiter in die EU verkaufen. Bei Finanzdienstleistungen sieht die Lage anders aus. Die EU wird kaum permanent die britischen Standards anerkennen und deren Banken freien Marktzugang gewähren. Allenfalls zeitlich oder auf bestimmte Felder beschränkt würde die Union hier den Briten entgegenkommen.

Die Briten werden darauf bestehen, dass sie nicht blind der EU folgen müssen – wozu auch sonst der Brexit. Für eine Einigung sollte die Union daher den Briten zugestehen, dass diese zumindest in begrenzten Bereichen von den EU-Regeln abweichen dürfen und nicht alle künftigen EU-Regeln befolgen müssen. De-facto dürften dennoch die meisten Standards im Handel weiter in Brüssel bestimmt werden. Für den Rest gelten dann eben gewisse Handelsrestriktionen. Eine kreative Lösung erfordert die Zuständigkeit des EuGH. Daneben gibt es zahlreiche andere Felder für Kooperationen, von der Sicherheit über die Justiz bis zu Forschungsprogrammen. Vorstellbar sind zudem Kontingente für EU-Arbeitnehmer in Großbritannien oder gar britische Zahlungen in EU-Töpfe – unter der Voraussetzung, dass sich die EU bei anderen Themen großzügiger zeigt.

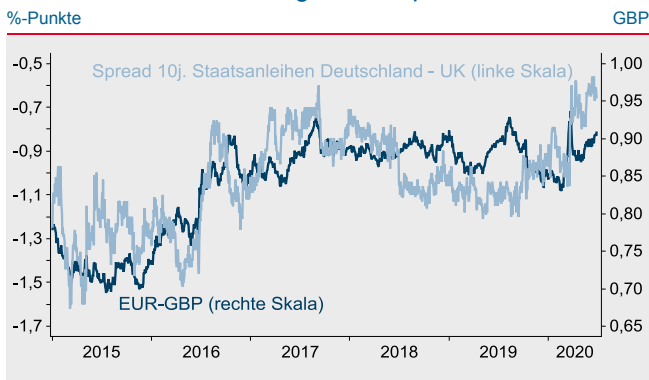
Rumpfabkommen mit Nachverhandlungen

Der Faktor Zeit erschwert die Verhandlungen. Um die Ratifizierung zu gewährleisten, sollte der Vertrag bis spätestens Oktober stehen, wie jüngst EU-Verhandlungsführer Barnier sagte. Die britische Regierung scheint ein einfaches Basisabkommen zu bevorzugen. In Freihandelsverträgen ist es nicht unüblich, dass bestimmte Punkte erst nach dem Abschluss des Abkommens geklärt werden. Briten und EU könnten sich also zunächst nur auf grundsätzliche Prinzipien einigen, und viele Details erst im nächsten Jahr aushandeln. Bis dahin gelten dann die alten Regeln. Die Grenzen zwischen einem Abkommen, das nachverhandelt wird, und einer Verlängerung der Übergangsphase sind daher gar nicht so scharf. Ohnehin könnte ein Abkommen in zwei Pakete aufgeteilt werden: eines, was nur im Rahmen der EU ratifiziert wird, und ein anderes, dem noch auf nationaler Ebene zugestimmt werden muss. Letztlich sollten beide Parteien derzeit andere sowie größere Sorgen und daher wenig Interesse an einem Scheitern haben. Die am Ende doch erfolgreichen Verhandlungen über den EU-Austritt galten ebenso als aussichtslos. Wir gehen daher von einem Rumpfabkommen mit vielen Nachverhandlungen aus.

Beim harten Bruch

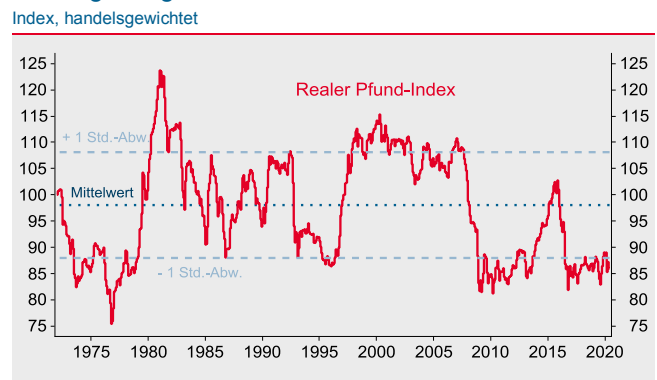
Und was ist, wenn die Verhandlungen über das zukünftige Verhältnis doch scheitern? Mit dem Austrittsabkommen sind wenigstens manche Dinge geklärt, die rechtlichen Unsicherheiten wären nicht so groß wie davor. Für Nordirland gibt es eine Lösung, auch unabhängig von einer Einigung. Die Vorbereitungen für Grenzkontrollen dürften weiter als 2019 sein, zumal diese in einem gewissen Ausmaß ohnehin wohl stattfinden werden. Allerdings haben die Briten schon zugegeben, dass sie unabhängig von einem Abkommen erst nach einem mehrstufigen Prozess die Kontrollen einführen werden – mangels Kapazitäten. Die EU dürfte ohne eine Einigung jedoch sofort kontrollieren. Für viele Unternehmen birgt allerdings die Corona-Krise eine zusätzliche Erschwernis, was auch die Vorbereitungen auf eine „harte“ EU-Grenze stören würde. Die Einführung von WTO-Zöllen selbst ist gar nicht das größte Problem, da viele Produkte zollfrei oder nur mit geringen Zöllen belegt sind. Jedoch bleiben organisatorische Schwierigkeiten und auch rechtliche Unsicherheiten, da selbst die WTO-Regeln längst nicht alles klären. Ein kräftiger wirtschaftlicher Rückschlag vornehmlich für Großbritannien wäre unvermeidlich. Allerdings dürften sich Behörden und Unternehmen im Jahresverlauf auf vieles einstellen können, zumal EU und Großbritannien auch Übergangslösungen finden könnten. Im Vergleich zur Corona-Krise wären die konjunkturellen Einbußen wohl tatsächlich nicht so auffällig. Das Britische Pfund würde dennoch erst einmal deutlich abwerten, der Euro-Pfund-Kurs wohl auf die Parität steigen.

Britischer Renditevorteil geschrumpft



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Pfund günstig bewertet



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Expansive Geldpolitik hat Pfund belastet

Das Britische Pfund hat im Zuge der Corona-Krise zunächst stark abgewertet, sich danach aber wieder erholt. Mittlerweile hat sich das Pfund auf niedrigem Niveau eingependelt, der Euro-Pfund-Kurs um 0,90. Die Bank of England senkte den Leitzins im März von 0,75 % auf insgesamt 0,10 %. Selbst über negative Zinsen wurde spekuliert. Wichtiger sind jedoch die Anleihekäufe. Nach den im März gestarteten Käufen von Staats- und Unternehmensanleihen in Höhe von 200 Mrd. Pfund stockte die Notenbank ihr Programm zuletzt um 100 Mrd. Pfund auf. Der britische Renditevorteil gegenüber dem Euro hat sich daher merklich verringert.

Kurzfristig dürfte das Pfund auf dem niedrigen Niveau verharren, es dominieren die Risiken – von Corona bis Brexit. Der Euro-Pfund-Kurs dürfte in den nächsten Monaten eher um 0,90 schwanken. Mit der Konjunkturerholung wird sich aber die Stimmung gegenüber dem Pfund allmählich aufhellen. Selbst wenn Zinserhöhungen auch in Großbritannien noch sehr weit entfernt sind, so dürfte die Bank of England doch deutlich vor der EZB ihre Geldpolitik normalisieren. Daher wird sich der britische Renditevorteil wieder ausweiten. Zudem ist das Pfund gemäß der adjustierten Kaufkraftparität gegenüber dem Euro leicht bzw. auf Basis realer Wechselkursindizes handlungsgewichtet allgemein unterbewertet. Wenn dann mit einem Abkommen mit der EU die Sorge vor einem neuen Brexit-Chaos genommen wird, wird das Pfund aufwerten. Der Euro-Pfund-Kurs wird Ende 2020 vermutlich um 0,85 notieren. Gegenüber dem US-Dollar könnte die britische Währung sogar mehr zulegen, schließlich sind die USA im Vergleich zu Großbritannien geld- und fiskalpolitisch deutlich aktiver. Der Pfund-Dollar-Kurs dürfte von zuletzt 1,23 in Richtung 1,40 klettern.

Helaba-Währungsprognosen

	Veränderung seit		aktueller Stand*	Prognose Ende			
	31.12.19	1 Monat		Q3/2020	Q4/2020	Q1/2021	Q2/2021
gg. Euro (jew eils gg. Euro, %)							
US-Dollar	-0,1	-1,3	1,12	1,15	1,20	1,20	1,20
Japanischer Yen	1,2	-0,9	120	120	125	125	125
Britisches Pfund	-7,0	-1,2	0,91	0,90	0,85	0,85	0,85
Schweizer Franken	2,1	0,4	1,06	1,07	1,10	1,10	1,10
Kanadischer Dollar	-5,1	-0,7	1,54	1,55	1,60	1,58	1,58
Australischer Dollar	-2,3	2,1	1,63	1,74	1,74	1,74	1,67
Schwedische Krone	0,3	0,7	10,47	10,40	10,20	10,20	10,20
Norwegische Krone	-9,6	-0,5	10,88	10,40	10,20	10,20	10,00
Chinesischer Yuan	-1,5	-0,5	7,94	7,94	8,16	8,16	8,16
gg. US-Dollar (jew eils gg. USD, %)							
Japanischer Yen	1,3	0,4	107	104	104	104	104
Schweizer Franken	2,0	1,7	0,95	0,93	0,92	0,92	0,92
Kanadischer Dollar	-5,1	0,5	1,37	1,35	1,33	1,32	1,32
Schwedische Krone	0,3	1,9	9,34	9,04	8,50	8,50	8,50
Norwegische Krone	-9,4	0,8	9,70	9,04	8,50	8,50	8,33
Chinesischer Yuan	-1,6	1,0	7,08	6,90	6,80	6,80	6,80
US-Dollar gg. ... (jew eils gg. USD, %)							
Britisches Pfund	-6,9	0,1	1,23	1,28	1,41	1,41	1,41
Australischer Dollar	-2,2	3,4	0,69	0,66	0,69	0,69	0,72

*26.06.2020

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research ■