



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

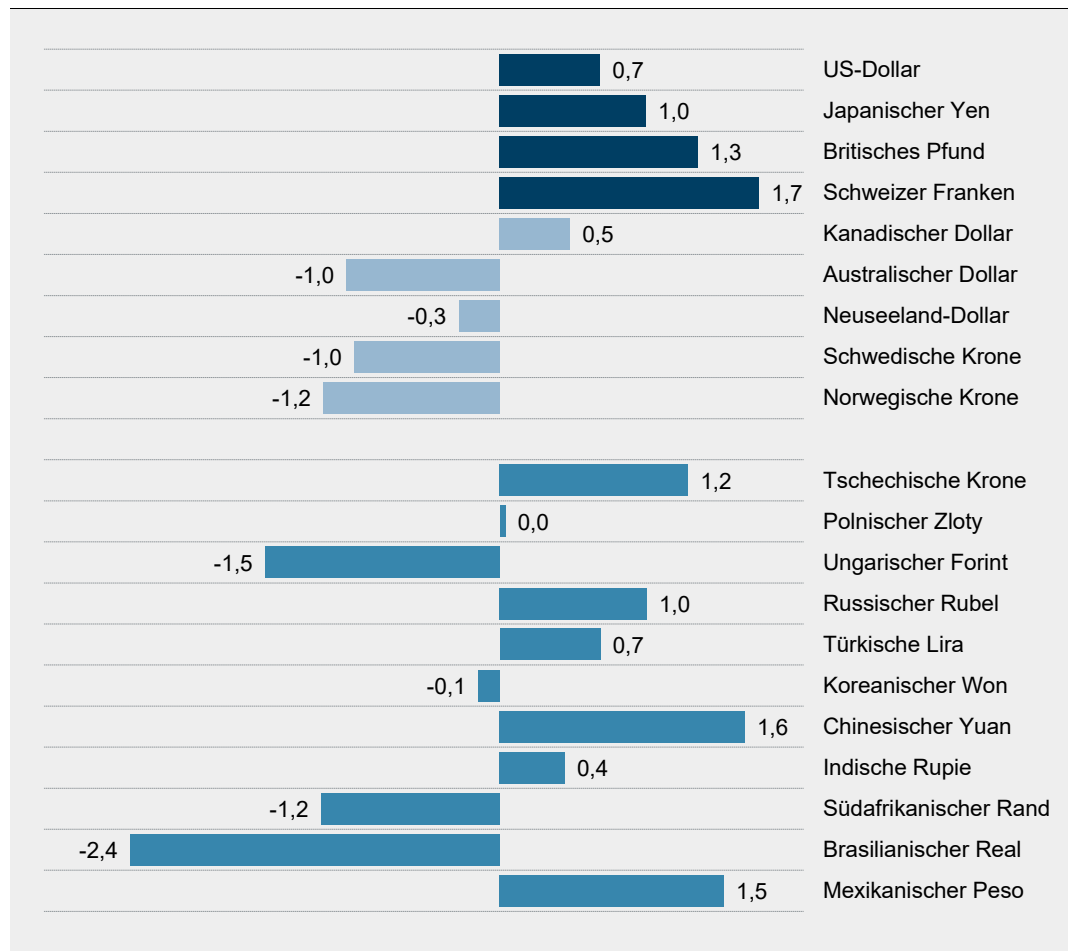
Telefon: 0 69/91 32-20 24

Telefax: 0 69/91 32-22 44

- Der Brexit steht endlich vor der Tür, was das Britische Pfund zuletzt aber kaum noch bewegte. Nach dem erfolgreichen Austrittsabkommen stehen die Verhandlungen über das zukünftige Verhältnis an. Trotz der nur kurzen Übergangsphase bis Ende 2020 ist ein Freihandelsabkommen durchaus realistisch, wenngleich dies nicht alle Fragen klären wird. Erst im Jahresverlauf dürfte das Pfund gegenüber dem Euro wieder zulegen, wenn die Gespräche über das zukünftige Verhältnis gut verlaufen bzw. die britische Wirtschaft mehr Dynamik zeigt.
- Das Britische Pfund wertete im Monatsvergleich auf. Der Schweizer Franken zählt ebenfalls zu den Gewinnern wie auch der Chinesische Yuan. Die skandinavischen Währungen und der Australische Dollar gaben nach.
- Helaba Währungsprognosen

Performance im Monatsvergleich

% gg. Euro im Vergleich zum Vormonat (vom 26.12.2019 bis zum 24.01.2020)



■ 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.

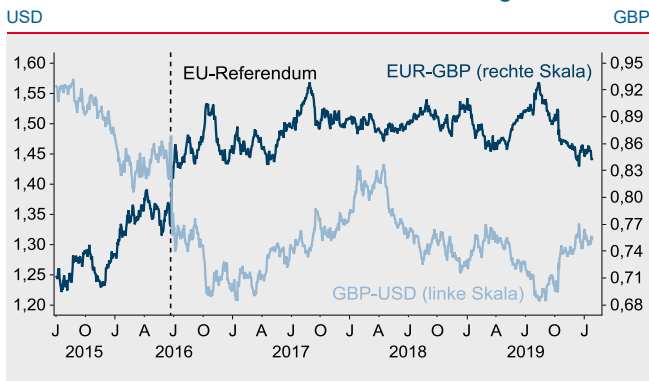
GBP: Endlich Brexit!

Der Brexit kommt! Dabei interessiert sich die Öffentlichkeit kaum noch dafür, vielmehr dominiert der „Megxit“ – der Rückzug seitens Prinz Harry und seiner Frau Meghan von den königlichen Pflichten – die Schlagzeilen. Allen Unkenrufen zum Trotz wird Großbritannien am 31. Januar geordnet die EU verlassen – die noch notwendige Zustimmung des EU-Parlaments dürfte reine Formsache sein. Nach dreimaliger Fristverlängerung, einigen Dramen auf EU-Gipfeln und vor allem im britischen Unterhaus ist die Brexit-Gesetzgebung final beschlossen. Dank des klaren Wahlsiegs der Konservativen erfolgte die Zustimmung im Parlament nahezu problemlos. Das Britische Pfund reagierte darauf schon nicht mehr.

Nach dem Deal ist vor dem Deal

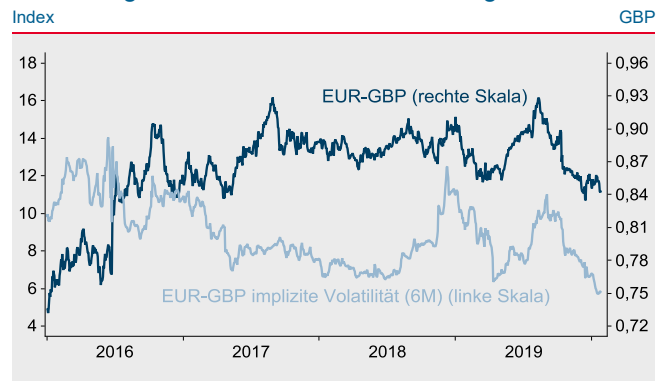
Nach dem offiziellen EU-Austritt Ende Januar beginnt die Übergangsphase, die zunächst bis 31.12.2020 vorhergesehen ist. In dieser Periode ändert sich im Verhältnis der Briten zur EU de facto sehr wenig. Die Übergangsphase kann bis zu zwei Jahre verlängert werden, was allerdings die britische Regierung bis zum 1. Juli 2020 beantragen müsste. Ein Fristverlängerung hat diese hingegen nicht nur verbal, sondern sogar in der Gesetzgebung ausgeschlossen. Während der zeitlich eng bemessenen Übergangsphase soll das zukünftige Verhältnis ausgehandelt werden. Damit gilt beim Brexit ähnlich wie beim US-chinesischen Handelsabkommen „Phase 1“: nach dem Deal ist vor Deal! Sollte es dagegen weder eine Fristverlängerung noch eine Einigung geben, droht zum 01.01.2021 erneut eine abrupte Einführung von Grenzkontrollen mit entsprechenden wirtschaftlichen Konsequenzen.

Ruhe nach dem Sturm beim Pfund Sterling



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Pfund-Ängste verschwunden, Volatilität gesunken



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Austrittsabkommen klärt einiges

Im Austrittsabkommen sind immerhin Bürgerrechte, finanzielle Verpflichtungen, die Nordirland-Frage und gewisse Übergangsprobleme geregelt, so dass das „Chaos“ zum Jahresende wohl nicht das Ausmaß annehmen würde wie im Fall eines unregelmäßigen Brexits. So sind in dem Vertrag die Rechte der dort lebenden Bürger, Arbeitnehmer und Selbständiger in Großbritannien bzw. der EU geklärt. Für den Außenhandel wird der Übertritt von der Übergangsphase zu dem zukünftigen Verhältnis bestimmt, genauso wie der Umgang mit geistigem Eigentum und öffentlichen Aufträgen. Wichtig sind die Finanzbestimmungen, in denen die finanziellen Verpflichtungen Großbritanniens aufgeführt werden. So muss das Land seine Beiträge für den EU-Haushalt sowie für EU-Programme für die Jahre 2019 und 2020 zahlen. Es übernimmt anteilmäßig Verbindlichkeiten für noch abzuwickelnde Mittelbindungen, Pensionen etc. Immerhin erhält Großbritannien bzw. die Bank of England ihr eingezahltes Kapital für die EZB (!) und die Europäische Investitionsbank zurück. Die Nettoszahungen belaufen sich damit nach britischen Schätzungen (OBR) auf gut 36 Mrd. Euro. Das ist übrigens weniger als ursprünglich geschätzt, schließlich zahlten die Briten durch den Brexit-Aufschub länger regulär in die EU-Töpfe ein.

Nordirland

Die nordirisch-irische Grenze hatte in den Verhandlungen eine entscheidende Rolle gespielt. In dem zusätzlichen Protokoll gibt es anders als bei der ursprünglich vorgesehenen „Backstop“-Klausel nun eine Lösung, die im Prinzip dauerhaft Bestand haben könnte. Diese Grenze bleibt bis

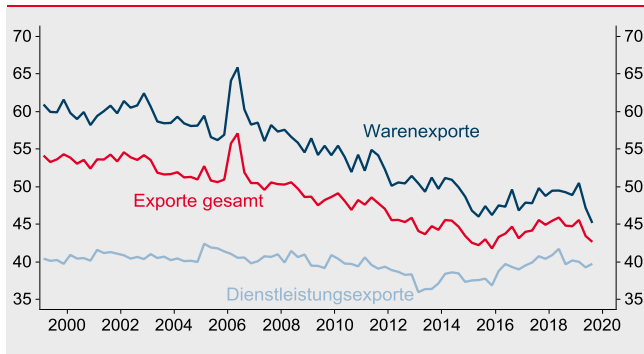
auf Weiteres offen, unabhängig davon, wie Großbritannien sein künftiges Verhältnis zur EU regelt. Nordirland bleibt Teil des Zollgebiets des Vereinigten Königreichs, hält sich aber auch an eine begrenzte Anzahl von Regeln des EU-Binnenmarktes. Somit bleiben Waren aus Großbritannien, die nur für Nordirland bestimmt, zollfrei. Dagegen müssen Waren, die aus Großbritannien oder einem Drittland stammen und über Nordirland in die EU eingeführt werden, verzollt werden. Die Kontrolle erfolgt dann gewissermaßen auf der Irischen See statt an der nordirisch-irischen Grenze. Damit hat Nordirland einen Sonderstatus, den zwar die Unionisten in Nordirland beklagen, der sich wirtschaftlich aber auszahlen könnte. Wie praktikabel diese Lösung langfristig ist bzw. inwiefern Missbrauch betrieben wird, ist offen. Diesen Sonderstatus kann das nordirische Parlament bei ausreichenden Mehrheiten übrigens wieder auflösen.

Freihandelsabkommen statt Binnenmarkt

In den anstehenden Verhandlungen über das zukünftige Verhältnis steht vor allem der Außenhandel im Fokus, d.h. wie nach der Übergangsphase der Austausch von Waren und Dienstleistungen erfolgen wird. Laut der politischen Erklärung über das zukünftige Verhältnis möchten beide Parteien eine „ambitionierte, umfangreiche und ausgewogene ökonomische Partnerschaft“ unter „fairen Wettbewerbsbedingungen“ entwickeln. Die konservative Regierung lehnt sowohl eine Teilnahme Großbritanniens am EU-Binnenmarkt – damit die Arbeitnehmerfreizügigkeit eingeschränkt werden kann – als auch eine Mitgliedschaft an der Zollunion ab – damit Großbritannien mit Drittstaaten eigene Handelsverträge abschließen kann. Premier Johnson strebt stattdessen ein Freihandelsabkommen mit der EU an und damit eine eher lockere Bindung an die Union. Ein Freihandelsabkommen unterscheidet sich vom Binnenmarkt generell: Zollprozeduren und -kontrollen sind grundsätzlich vorgesehen. Die regulatorischen Richtlinien sind nicht harmonisiert, sondern die des Aufnahmelandes gelten. Die regulatorische Zusammenarbeit erfolgt auf freiwilliger Basis.

EU dominierende Exportdestination der Briten

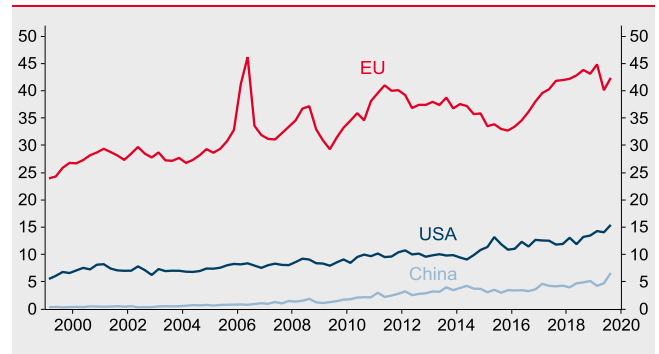
%, EU-Anteil der britischen Exporte



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Trump-USA kein Ersatz für die EU als Exportziel

Mrd. GBP (Quartalswerte), britische Warenexporte



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Umfangreiche Zollkontrollen als Belastung

Gemäß der politischen Erklärung sollen Zölle oder Mengenbegrenzungen zwar vermieden werden. Jedoch können Zollprozeduren und -kontrollen notwendig werden, um die „Integrität der Märkte“ zu schützen. Grundsätzlich sollen solche Zollkontrollen und regulatorische Aspekte möglichst erleichtert werden. Der britische Schatzkanzler Javid sagte jüngst, es werde keine Angleichung an EU-Regelungen geben. Je weiter aber Großbritannien sich von der EU entfernt, desto höher werden die wirtschaftlichen Kosten. Insbesondere die britische Industrie dürfte in diesem Fall größere Probleme bekommen. Selbst wenn der Warenverkehr zollfrei bliebe, könnten umfangreiche Grenzkontrollen die Lieferketten stören, was den Produktionsstandort Großbritannien schädigen würde. Unterschiedliche Produktstandards oder Zulassungsregeln erhöhen die Kosten insbesondere für britische Unternehmen, schließlich hat für sie allgemein der EU-Markt eine größere Bedeutung als umgekehrt der britische Markt für EU-Unternehmen. Viele Industriesektoren in Großbritannien dürften von einer abweichenden Regulatorik wenig zu gewinnen haben, denn die Exporte jenseits der EU würden die Verluste kaum kompensieren – nicht einmal ein Abkommen mit Donald Trump und den USA. Daher dürfte seitens der Industrie der Druck auf die Politik groß sein, sich nicht zu weit von der EU zu entfernen. Ansonsten dürfte der Produktionsstandort Großbritannien langfristig leiden.

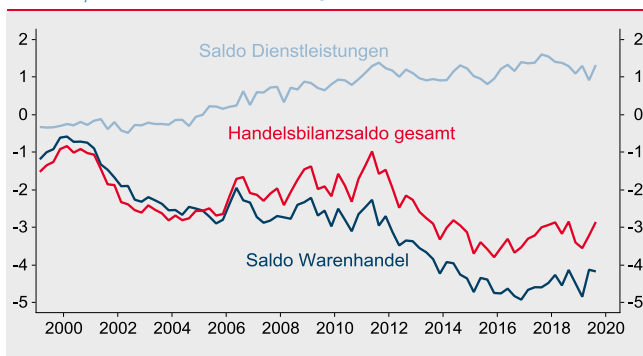
„Level Playing Field“

In den Verhandlungen werden zudem allgemeinere Aspekte eine enorme Bedeutung haben. So warnt die EU vor „Dumping“ und besteht auf gleiche Wettbewerbsbedingungen („Level Playing Field“). Hier geht es um Sozialstandards, Umweltschutz, Steuern, Staatshilfen und Wettbewerbsrecht. Zwar gelten selbst in der EU nicht in allen Feldern einheitliche Richtlinien, jedoch gibt es z.T. Mindestanforderungen. Die Frage des Umwelt- und Klimaschutzes ist derzeit nicht generell ein großer Konfliktherd, u.a. da die Briten bezüglich der Klimaziele weiter vorgeschritten als viele EU-Länder sind. Bei Arbeitnehmerrechten könnte gerade eine konservative britische Regierung Einschränkungen vornehmen. Auch plädiert sie für Steuersenkungen. Allerdings wurde zuletzt eine Reduktion der Unternehmenssteuern verschoben. Da sich der britische Staat auch irgendwie finanzieren muss, sind dem Steuerwettbewerb letztlich Grenzen gesetzt. Außerdem steht hier eine europäische Vereinheitlichung ohnehin noch aus. Staatshilfen für Unternehmen sollten für die politischen Erben von Margaret Thatcher eigentlich tabu sein. Wie die staatliche Unterstützung für die britische Airline Flybe zeigt, kann dies durchaus ein heikler Punkt in den Verhandlungen werden. Gleiches gilt für die Vergabe von öffentlichen Aufträgen. Der Agrarsektor ist bei der EU grundsätzlich schwierig. Kompliziert werden auch die Fischereirechte, hier sitzen wenigstens einmal die Briten am längeren Hebel, da hier die EU – vor allem französische Fischer – auf den Marktzugang zu den britischen Gewässern drängen.

Die bilateralen Handelsbilanzen geben jedoch Hoffnung auf Kompromisse. Im Warenhandel weist die EU gegenüber Großbritannien einen deutlichen Überschuss aus, so dass das Interesse an einer Einigung hoch sein sollte. Die britische Regierung dürfte sich bei Waren schnell auf einen weitgehend zollfreien Handel mit der EU einigen können. Ausnahmen könnten einzelne, vor allem landwirtschaftliche Produkte sein. Komplizierter werden aber Produkt- bzw. Regulierungsstandards. Die Briten haben – entgegen mancher Aussagen – wenig zu gewinnen, wenn sie sich zu weit von der EU entfernen. Je enger sich die Briten an den EU-Standards orientieren, desto mehr können Zollkontrollen erleichtert werden. Eine Politik des „sozialen Kahlschlags“ oder massive Steuersenkungen („Singapur an der Themse“) wird sich Johnson im aktuellen politischen Umfeld nicht erlauben können, wenn er nicht bei den nächsten Wahlen abgestraft werden möchte. Dass sich britische Unternehmen bzw. Exporteure dann an EU-Regeln halten müssen, bei denen die Briten nicht mitzubestimmen haben, ist kaum zu vermeiden – den Schweizern ergeht es ähnlich. Jedoch ist damit nicht ausgeschlossen, dass die Briten in manchen Bereichen gezielt von EU-Regeln abweichen möchten.

Handelsdefizit bei Waren, Dienstleistungsüberschuss

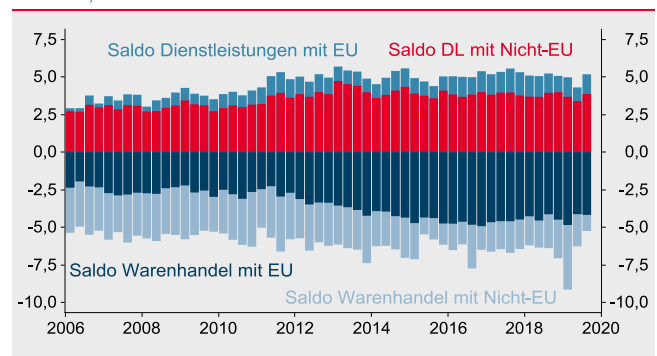
% am BIP, britischer Außenhandel mit EU



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Dienstleistungsüberschuss vor allem jenseits der EU

% am BIP, britischer Außenhandel kumuliert



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Dienstleistungen

Bei den Dienstleistungen wird Großbritannien den Binnenmarkt deutlicher verlassen, zumal die EU wegen ihres Handelsdefizits hier wenig Interesse an einem einfachen Marktzugang der Briten hat. Aber auch für Großbritannien spielt hier der Weltmarkt eine größere Rolle, der hohe Handelsüberschuss mit der Nicht-EU untermauert dies. Im Zentrum stehen vor allem Finanzdienstleistungen. Die Briten fordern ein weitgehendes Äquivalenzprinzip. Den EU-Pass werden die britischen Banken verlieren, aber sie könnten dennoch aufgrund der Anerkennung regulatorischer Standards in der EU Geschäfte abschließen. Eine vollständige Äquivalenz wird die EU den Briten vermutlich

verweigern. Schließlich ist es nicht unwahrscheinlich, dass die Briten – befreit von der EU – die Regeln für den Finanzsektor merklich lockern werden. Die Kompromissbereitschaft der EU ist nur im Zusammenhang mit dem gesamten Verhandlungspaket zu erkennen. Auch wenn die Führungsrolle des Londoner Finanzplatzes nicht in Frage gestellt wird, dürfte doch ein gewisser Teil der Finanzgeschäfte in die EU verlagert werden. Frankfurt bietet dies die Chance einer Aufwertung im europäischen Finanzplatz-Wettbewerb. Über 30 ausländische Brexit-Banken haben ihre Standortentscheidung zugunsten des deutschen Finanzzentrums getroffen, womit kein anderer Bankplatz mithalten kann.

Viele Baustellen

Die generelle Arbeitnehmerfreizügigkeit für EU-Bürger in Großbritannien wird eingeschränkt. Da die Briten aber in einzelnen Sektoren auf ausländische Arbeitskräfte angewiesen, wäre es für sie kein großes Opfer, begrenzte Kontingente an EU-Arbeitnehmern zusätzlich in ihr Land zu lassen. Selbst britische Zahlungen in EU-Töpfe – jenseits der im Austrittsabkommen beschlossenen „Scheidungsrechnung“ – sind vorstellbar. Kooperationen in der Forschung, in der Sicherheitspolitik sowie bei Polizei und Geheimdiensten bieten ebenfalls Möglichkeiten für eine generelle Annäherung.

Angesichts der Vielzahl der Fragen und Probleme ist der Zeitraum bis Ende 2020 für die Gespräche über das zukünftige Verhältnis viel zu knapp bemessen. Da die Johnson-Regierung eine Verlängerung der Übergangsphase derzeit ausschließt, ist der Druck für eine Verhandlungslösung hoch. Allerdings könnte Boris Johnson seine Meinung im Laufe des Jahres noch ändern, das wäre schließlich nicht zum ersten Mal der Fall. Zwar ist es vertraglich nicht vorgesehen, aber bei beiderseitigem politischem Willen kann eine spätere Verlängerung der Übergangsphase nicht ausgeschlossen werden. Wahrscheinlicher ist aktuell dennoch ein Ende am 31.12.2020.

Aufteilung des Verhandlungspakets?

Wenn aufgrund des Zeitdrucks ein ausführliches Handelsabkommen nicht möglich ist, muss das Machbare entsprechend dünner ausfallen. Des Weiteren könnte das Verhandlungspaket aufgeteilt werden, was die Ratifizierung beschleunigen und damit mehr Spielraum geben würde. Der erste Teil würde nur EU-Belange betreffen, so dass hierfür noch nicht die Zustimmung in allen Staaten notwendig wäre: Zollfreiheit sowie keine Mengenbegrenzungen, Anerkennung einiger grundsätzlicher Standards, „Level Playing Field“-Bestimmungen, Fischereirechte etc. Teilweise könnten auch erneut Übergangslösungen gefunden werden. Der andere Teil würde dann stärker die Kompetenzen der einzelnen Staaten betreffen und erforderte dann deren Ratifizierung auf nationaler Ebene. Hier könnten dann auch komplizierte Regulierungsaspekte – insbesondere für Dienstleistungen – oder andere offene Fragen aufgegriffen werden. Das Inkrafttreten dieses Teils könnte dann erst später erfolgen.

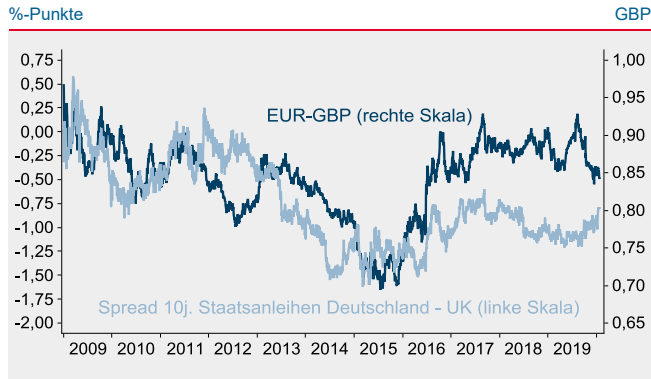
Sollte es überhaupt keine Einigung geben, kommt die „harte Grenze“ über Nacht am 31.12.2020. Im Vergleich zu vorherigen Brexit-Terminen wäre bis dahin aber mehr Vorbereitungszeit gegeben. Wenn sich in den Verhandlungen abzeichnen würde, dass sich die Briten regulatorisch deutlich von der EU entfernen, d.h. ohnehin umfangreiche Zollkontrollen notwendig würden, wäre der Unterschied vom Deal zum No-Deal aber gar nicht mehr so groß. Entsprechend wären aber die Unternehmen besser vorbereitet. Das bedeutet dennoch nicht, dass ein „No-Deal“ nicht doch empfindliche wirtschaftliche Folgen hätte, aber eben keine sehr tiefe Rezession wie bei einem „Chaos-Brexit“.

Gelassenes Pfund

Am Devisenmarkt fand nach den Unterhauswahlen eine gewisse Normalisierung statt. Der Wahlsieg der Konservativen führte nur zu einer kurzen Euphorie. Beim Brexit bestehen weiter Unsicherheiten, auch wenn die große Angst vor einem „Chaos-Brexit“ verschwunden ist. Zuletzt reagieren die Wechselkurse sogar vermehrt auf Konjunkturdaten. Im Schlussquartal enttäuschte das Wachstum. Angesichts der vom Brexit-induzierten Volatilität in den Daten sollte dies nicht zu hoch gewichtet werden, zumal sich jüngste Stimmungsindikatoren erholten. Das britische Wachstum dürfte nach vermutlich 1,3 % im Vorjahr 2020 mit 1,0 % zwar etwas niedriger ausfallen. Mit einer sukzessive nachlassenden politischen Unsicherheit sowie zusätzlicher fiskalischer Impulse wird sich die Konjunkturdynamik im Jahresverlauf aber verbessern können. Auf Basis schwächerer

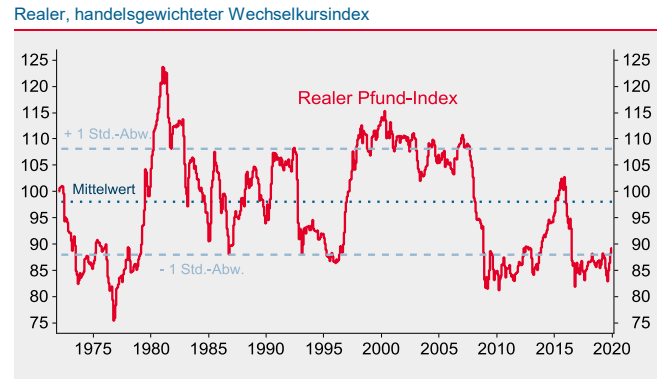
Konjunktur- und Inflationszahlen nahmen die Spekulationen über eine Zinssenkung der Bank of England zu, zumal sich einzelne Vertreter in diese Richtung positionierten. Ob der scheidende Notenbankchef Mark Carney – die Nachfolge übernimmt der Chef der Finanzaufsicht Andrew Bailey – aber dem von ihm nicht wohl allzu geliebten Premier Johnson den Gefallen tut? Ganz auszuschließen ist eine Zinssenkung auf 0,5 % dennoch nicht. Vermutlich würde dies das Britische Pfund jedoch nur zeitweise belasten, da der britische Renditevorteil trotz eines Rückgangs noch markant bleibt.

Britischer Renditevorteil gesunken, aber noch deutlich



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Pfund weiter günstig bewertet



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Pfund später mit Aufwertungspotenzial

Das Britische Pfund ist trotz der Erholung im Schlussquartal 2019 langfristig betrachtet günstig bewertet. Für eine weitere Aufwertung sollten aber die Verhandlungen über das zukünftige Verhältnis zur EU positiv verlaufen. Zudem könnte ein verbessertes Wachstum in Verbindung mit der Aussicht auf höhere Zinsen 2021 dem Pfund helfen. Vorerst dürfte der Euro-Pfund-Kurs weiter um 0,85 schwanken und erst im späteren Verlauf von 2020 in Richtung 0,80 sinken. Gegenüber dem US-Dollar besitzt die britische Währung dagegen mehr Potenzial. Der Pfund-Dollar-Kurs könnte noch deutlich weiter steigen und von zuletzt 1,31 über 1,40 in Richtung 1,50 klettern. Das hängt allerdings auch davon ab, ob die USA Großbritannien in Sachen politisches Chaos 2020 überholen.

Helaba-Währungsprognosen

	Veränderung seit		aktueller Stand*	Prognose Ende			
	31.12.19	1 Monat		Q1/2020	Q2/2020	Q3/2020	Q4/2020
gg. Euro (jew eils gg. Euro, %)							
US-Dollar	1,7	0,7	1,10	1,15	1,20	1,20	1,25
Japanischer Yen	1,1	1,0	120	122	125	125	127
Britisches Pfund	0,4	1,3	0,84	0,85	0,85	0,80	0,80
Schweizer Franken	1,4	1,7	1,07	1,10	1,10	1,15	1,15
Kanadischer Dollar	0,5	0,5	1,45	1,50	1,54	1,54	1,58
Australischer Dollar	-1,1	-1,0	1,61	1,64	1,67	1,67	1,69
Schwedische Krone	-0,5	-1,0	10,55	10,40	10,30	10,20	10,10
Norwegische Krone	-1,3	-1,2	9,97	9,90	9,70	9,60	9,50
Chinesischer Yuan	2,3	1,6	7,64	8,05	8,28	8,28	8,50
gg. US-Dollar (jew eils gg. USD, %)							
Japanischer Yen	-0,6	0,3	109	106	104	104	102
Schweizer Franken	-0,5	1,0	0,97	0,96	0,92	0,96	0,92
Kanadischer Dollar	-1,2	-0,2	1,31	1,30	1,28	1,28	1,26
Schwedische Krone	-2,1	-1,6	9,57	9,04	8,58	8,50	8,08
Norwegische Krone	-2,9	-1,8	9,05	8,61	8,08	8,00	7,60
Chinesischer Yuan	0,8	1,2	6,91	7,00	6,90	6,90	6,80
US-Dollar gg. ... (jew eils gg. USD, %)							
Britisches Pfund	-1,4	0,6	1,31	1,35	1,41	1,50	1,56
Australischer Dollar	-2,7	-1,6	0,68	0,70	0,72	0,72	0,74

*24.01.2020

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research ■