Helaba

Im Fokus: Länder & Devisen

04. März 2022

Großbritannien: Keine Ruhe nach dem Sturm

Zwei Jahre nach dem EU-Austritt liegt Großbritannien noch nicht danieder. Die Konjunktur läuft recht robust, auch wenn der Ukraine-Krieg dämpft. Denn die hohe Inflation ist schmerzhaft. Die Bank of England erhöht deshalb die Leitzinsen, das britische Pfund profitiert davon. Und was hat der Brexit bis dato gebracht?

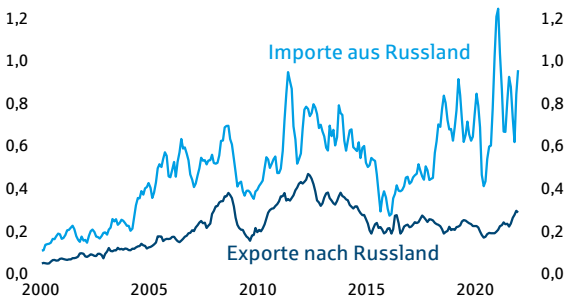
Christian Apelt, CFA
Devisenstratege
Tel. 069/91 32-47 26

Der Ukraine-Krieg dominiert weltweit die Schlagzeilen, auch in Großbritannien. Wirtschaftlich betrachtet ist Russland kein wichtiger Handelspartner, so dass ein Totalverlust der Ausfuhren nicht so schmerzen wird. Weniger als 1 % der Warenausfuhren gingen 2021 nach Russland. Importiert wird deutlich mehr. Russisches Gas ist aber für Großbritannien kaum relevant. Bedeutsamer ist die Einfuhr von Rohöl und Ölprodukten. Das mit Abstand wichtigste Importgut ist jedoch Gold. Über viele Jahre wurden Gelder aus Russland in Großbritannien investiert, ob aus legalen oder illegalen Quellen. Mit Sanktionen bzw. sogar Beschlagnahmungen sollen diese Gelder ausgetrocknet werden. Gesamtwirtschaftlich bleiben die direkten Folgen vermutlich moderat, leichte Wachstumseinbußen sind aber zu erwarten.

Gemessen am derzeitigen Kriegsdrama relativieren sich die Ereignisse im Vereinigten Königreich. Für Schlagzeilen war das Land selbst nach dem Brexit-Sturm dennoch immer wieder gut. In der Pandemie waren die Ausschläge häufig ausgeprägter als anderswo, das galt nicht nur für die Infektionszahlen, sondern auch für das Wirtschaftswachstum. Die Bank of England leitete vor den anderen großen Notenbanken eine Zinswende ein. Und regelmäßig kriselt die Regierung, aktuell kämpft Premier Johnson um sein Amt. Das Britische Pfund war seit Jahresbeginn die stärkste unter den führenden Währungen – bis zum Kriegsbeginn.

Russland kein wichtiges Exportziel

Monatlicher Warenhandel Großbritanniens in Mrd. GBP



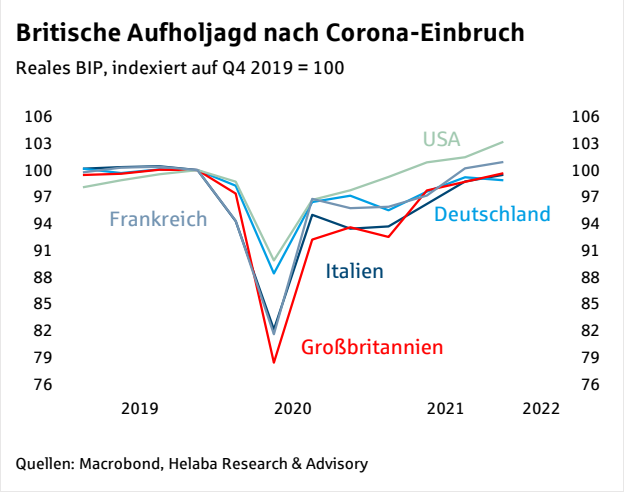
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Ein Profiteur des Ukraine-Kriegs könnte Boris Johnson werden. Angesichts der internationalen Krise ist die Bereitschaft begrenzt, einen Premierminister zu wechseln. Johnson geriet aufgrund von Berichten über Partys während des Lockdowns an seinem Amtssitz ins Trudeln. Noch ist der deswegen erstellte Untersuchungsbericht, der „Gray-Report“, nicht vollständig veröffentlicht. Dort könnten weitere für ihn unangenehme Details enthalten sein. In der konservativen Unterhausfraktion gibt es Unmut. Bislang reicht die Anzahl der Stimmen noch nicht aus, um ein innerparteiliches Misstrauensvotum auszulösen – hierfür wären 54 Briefe von Abgeordneten, also 20 % der Fraktion, notwendig. Aber selbst eine solche Abstimmung könnte Johnson politisch überleben. Denn seine Gegner kommen aus sehr unterschiedlichen Lagern, von erzkonservativen Hardlinern bis hin zu Pro-Europäern. Während letztere Johnson schon lange skeptisch betrachten, bemängeln erstere den zunehmenden staatlichen Einfluss in der Wirtschaftspolitik oder zu viel Umweltschutz. In der nahen Zukunft ist wegen des Ukraine-Kriegs eine Abwahl Johnsons inklusive einer Vakanz des Premierministerpostens unwahrscheinlich. Johnson könnte daher das „eingefettete Ferkel“, das immer entschlüpft, bleiben. Ob er allerdings eine lange Zukunft als Premier vor sich hat, darf bezweifelt werden.

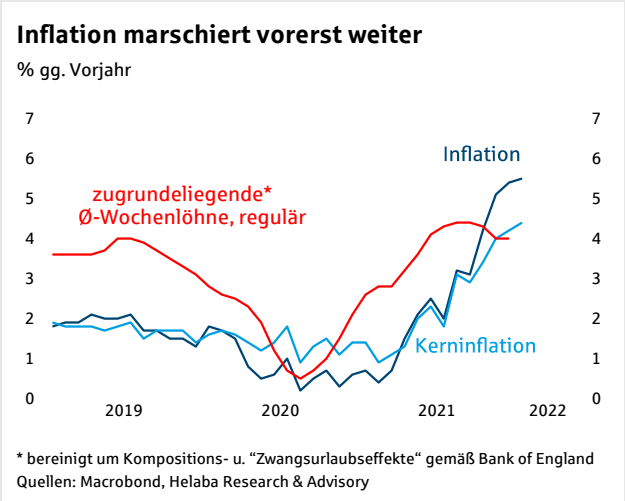
Großbritannien stand wegen der Omikron-Welle der Pandemie im Fokus, da sie dort – zusammen mit Dänemark – als erstes in Europa ausbrach. Mittlerweile sind die Inzidenzen wieder auf das Vor-Omikron-Niveau gefallen. Die Todeszahlen sind rückläufig. Auf britischen Intensivstationen liegen so wenig Covid-Patienten wie in kaum einem westlichen Industrieland. Dabei wurden die Maßnahmen – insbesondere in England – für wenige Wochen allenfalls leicht verschärft. Seit Ende Januar gelten so gut wie keine Restriktionen mehr, nun soll sogar die Isolationspflicht für Infizierte entfallen. Die Pandemie ist in Großbritannien quasi beendet, wenigstens vorerst.

Hohe Inflation belastet Konjunkturdynamik

Omikron hat zwar im Dezember die Konjunktur belastet, rückläufige Dienstleistungen ließen das monatliche Bruttoinlandsprodukt leicht schrumpfen. Aber schon für den Januar deuten höhere Einzelhandelsumsätze auf eine Belebung. Im Februar verbesserte sich angesichts des Wegfalls der Restriktionen bei den Dienstleistern die Stimmung auf den höchsten Wert seit der Fußball-Europameisterschaft im Juni 2021. Wenn die Pandemie das einzige Problem wäre, könnte damit die britische Wirtschaft ihren konjunkturellen Höhenflug aus dem Vorjahr 2022 fortsetzen. 2021 legte das Bruttoinlandsprodukt mit 7,5 % so stark wie in keinem anderen größeren Industrieland zu. Die hohe Zahl relativiert sich zwar mit dem schärferen Einbruch im ersten Pandemiejahr. Aber immerhin hat Großbritannien, gemessen am BIP Ende 2019, Deutschland bereits überholt. Dass Großbritannien in Zukunft nicht mehr so rasant weiterwachsen wird, liegt nur indirekt an der Pandemie, nämlich an der schwindenden Kaufkraft.



Noch im vergangenen Juli lag die britische Inflation mit 2,0 % deutlich unter den Werten von Deutschland oder den USA. Bis zum Januar kletterte die Teuerung in Großbritannien auf 5,5 %, also höher als in Deutschland. Bis zum April ist sogar ein Anstieg bis auf 8 % zu befürchten, da dann die Energieversorger ihre Preise anheben. Die Energiekomponente im Preisindex lag schon zuletzt mit 24,5 % im Plus. Angesichts des Ukraine-Kriegs verteuern sich Öl und Gas zusätzlich, teilweise sogar extrem. Aber selbst die Kerninflation ohne Energie und Nahrungsmittel befindet sich mit 4,4 % auf dem höchsten Niveau seit fast 30 Jahren. Die Knappheit von einigen Gütern, die Überwälzung von Energiepreisen und Pandemiekosten sowie höhere Lohnkosten sind hierfür verantwortlich. Gerade letztere sind ein Problem für die Preisstabilität. Der Anstieg der Wochenlöhne hat sich zwar von über 7 % fast halbiert. Wenn man jedoch die Pandemie-Sondereffekte, wie die Bank of England tut, herausrechnet, sind die tatsächlichen Löhne kontinuierlich um gut 4 % zum Vorjahr geklettert. Angesichts des engen Arbeitsmarktes wird dieses Tempo wohl zumindest beibehalten. Real, also nach Abzug der Inflation, werden die Löhne dennoch sinken. Während einigen preistreibenden Faktoren auch ein höheres Einkommen entgegensteht, gilt dies insbesondere bei den höheren Energiekosten nicht. Großbritannien, eher Schottland, besitzt zwar eigene Öl- und Gasvorkommen, ist aber dennoch auf Importe angewiesen, nachdem sich die Förderung in den letzten gut 20 Jahren mehr als halbiert hat.



Die real verfügbaren Einkommen werden deshalb ungeachtet höherer Löhne und einer zunehmenden Beschäftigung wohl schrumpfen, zumal im April die Sozialversicherungsbeiträge um 1,25 %-Punkte angehoben werden.

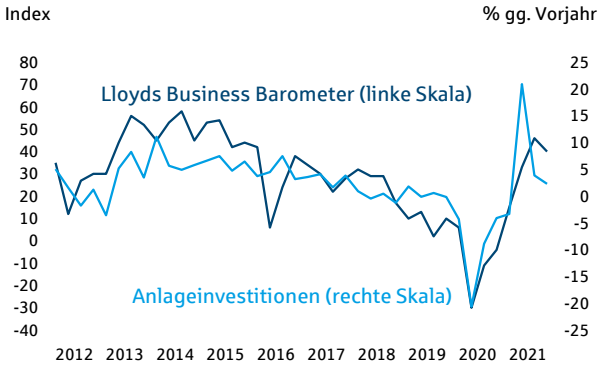
Demgegenüber haben die privaten Haushalte während der Pandemie eine Überersparnis aufgebaut. Die Sparquote ist immer noch ein paar Prozentpunkte oberhalb des vorherigen Niveaus. Damit können Einkommensverluste kompensiert werden. Darüber hinaus stützen positive Vermögenseffekte aufgrund der kräftig gestiegenen Häuserpreise. Der private Konsum wird daher weiter expandieren, wenngleich die Dynamik spürbar nachlassen wird.

		2020	2021	2022p	2023p
BIP, real	% gg. Vj.	-9,4	7,5	3,5	1,7
Inflationsrate	% gg. Vj.	0,9	2,6	6,2	2,5
Arbeitslosenquote	%	4,5	4,5	4,1	4,0
Budgetsaldo	% des BIP	-12,9	-10,1	-5,0	-4,0

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die Unternehmen halten sich seit dem Brexit-Referendum mit den Ausgaben vergleichsweise zurück. Nur der Corona-Einbruch wurde fast wieder wettgemacht. Die Unsicherheitsfaktoren Brexit und Pandemie rücken in den Hintergrund. Letztere wird kein Hemmnis mehr sein. Für einige Unternehmen ist es sicherlich unattraktiver geworden, nach dem EU-Austritt in Großbritannien zu investieren. Dennoch wissen die Unternehmen mittlerweile grob, auf welche Regeln sie sich einlassen müssen, die Unsicherheit hat daher nachgelassen. Auch aufgrund von Nachholeffekten dürften die Unternehmensinvestitionen deutlich zulegen.

Britische Unternehmer investitionsbereit



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Der Außenhandel wird 2022 wohl erneut einen leicht negativen Wachstumsbeitrag liefern. Der Staat wird einige Pandemie-bedingte Mehrausgaben zurückfahren. Das ist aber nicht als Austeritätspolitik zu werten, denn grundsätzlich ist die Regierung sehr freigebig mit Programmen wie dem „Levelling up“, mit denen unterentwickelte Regionen – insbesondere im Norden Englands – gefördert werden sollen. Auch wegen der höheren Sozialversicherungsbeiträge wird die Fiskalpolitik das Wachstum per saldo dämpfen.

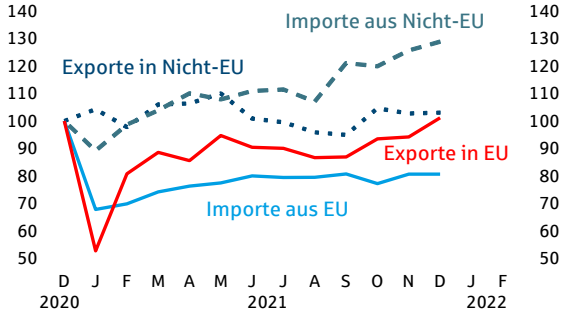
Insgesamt dürfte das britische Bruttoinlandsprodukt 2022 um immer noch überdurchschnittliche 3,5 % zulegen. Ein höheres Wachstum verhindert der Ukraine-Krieg, je nach Verlauf sind weitere Abwärtsrevisionen nicht auszuschließen.

Zwei Jahre Brexit

Vor gut zwei Jahren, Ende Januar 2020, verließ Großbritannien offiziell die EU. De-facto war der eigentliche Austritt Ende 2021, als die Übergangsphase auslief. Grundsätzlich wurde die Periode von der Pandemie überschattet. Deshalb fällt es noch schwer, die tatsächlichen wirtschaftlichen Konsequenzen zu ermitteln. Die Grundidee des Brexits war, dass Großbritannien dadurch mehr Unabhängigkeit und Freiheit auf Kosten eines uneingeschränkten Zugangs zum EU-Binnenmarkt erlangt. Erste „Erfolge“ sind die Einführung blauer Reisepässe, die Zulassung der imperialen Maße wie Fuß, Inch sowie Unzen und die Abschaffung der „Tamponsteuer“.

Warenhandel mit EU leidet unter Brexit

Warenhandel, indexiert 12/20 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

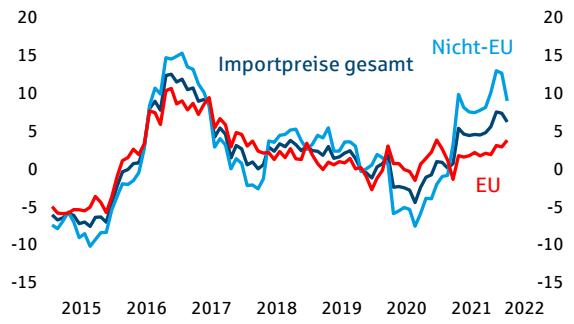
Der Austritt aus dem EU-Binnenmarkt ist spürbar: Der Warenhandel findet zwar weiterhin zollfrei statt. Jedoch sind beim Warenexport nun Zollformalitäten erforderlich, die indirekt die Kosten treiben. Immerhin scheint nach anfänglichen Problemen der Grenzübergang selbst nicht mehr das große Hindernis zu sein.

Die Außenhandelsdaten seit Anfang 2021 unterliegen aufgrund der Pandemie einigen Verzerrungen. Grundsätzlich zeichnet sich aber ab, dass sich der Handel mit den EU-Staaten schwächer als mit den Nicht-EU-Ländern entwickelt. Das gilt übrigens weniger für die britischen Ausfuhren als für Exporte der EU-Staaten nach Großbritannien. Trotzdem ist das nicht als Erfolg für den britischen Außenhandel zu werten, sondern eher als Verlust für beide Parteien. Im Handel gelten weiterhin die EU-Standards. Abweichungen hiervon sind möglich, könnten jedoch im Extremfall zu Strafzöllen führen.

Belastend für die britische Wirtschaft ist auch, dass die Importpreise von Waren jenseits der EU stärker gestiegen sind als aus der EU und damit die Inflation verschärft wird. Dies liegt zumindest in Teilen auch einfach daran, dass bei den Importen jenseits der EU der Anteil von den merklich verteuerten Rohstoffen größer ist. Grundsätzlich wird aber auch der EU-Handel mit höheren Kosten verbunden sein, die sich indirekt auch in höheren Preisen zeigen.

Briten importieren Inflation aus Nicht-EU

Importpreise, % gg. Vorjahr



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Bei den Dienstleistungen wurde den Briten der Marktzugang zur EU stark erschwert, da es hier nur wenige Einigungen im Rahmen des Austrittsvertrags gab. So erkennt die EU im Finanzsektor nur in 2 von 27 Feldern die britischen Regeln als äquivalent an. Auch wenn bei den Dienstleistungen bloß weniger ausdifferenzierte Zahlen existieren, so hat sich der Handel mit der EU schlechter als mit der Nicht-EU entwickelt. Insgesamt zeigte sich immerhin der Export von Unternehmens- und Finanzdienstleistungen stabil. Vermutlich liegt hier der Nachteil für die britische Wirtschaft eher in einem reduzierten Wachstumspotenzial.

Chancen durch den Brexit?

Im Finanzsektor strebt die Regierung Lockerungen an. Hier kann sie relativ frei agieren, vieles ist aber noch sehr vage. Ein Thema soll die Vereinfachung von Neuemissionen sein, auch „Green finance“ wird gefördert. Frühere Regelverschärfungen bei Finanzdienstleistungen kamen nicht nur vonseiten der EU. Auch die Briten sollten nach den Erfahrungen der Finanzkrise 2007/08 Vorsicht walten lassen. Konkreter ist man schon für die Versicherungswirtschaft geworden. Die „Solvency II“-Regeln sollen in Großbritannien weniger strikt ausgelegt werden.

Seit dem Brexit dürfen die Briten nun eigene Freihandelsabkommen abschließen. Auf den ersten Blick wirken 70 neue Verträge beeindruckend. Die meisten davon sind jedoch nur ein Ersatz für Abkommen von der EU ohne substanzielle Änderungen. Das gilt letztlich auch für den Vertrag mit Japan, wenngleich es im Vergleich zur EU-Version eine gewisse Erweiterung um den Digitalhandel gibt. Wirklich neu ist das Freihandelsabkommen mit Australien. Ebenfalls gab es eine Einigung für einen Vertrag mit Neuseeland. Zudem bemüht sich Großbritannien um eine Aufnahme in das transpazifische Handelsbündnis CPTPP. Mit den meisten Mitgliedern bestehen jedoch schon bilaterale Verträge. Mit Indien wurden Handelsgespräche begonnen. Wirtschaftlich bedeutender wäre ein Abkommen mit den USA. Allerdings stellt sich die Biden-Administration bislang quer, Verhandlungen sind Fehlanzeige. Die realisierten bzw. absehbaren Freihandelsabkommen der Briten können bislang bei weitem nicht den Verlust des EU-Geschäfts kompensieren.

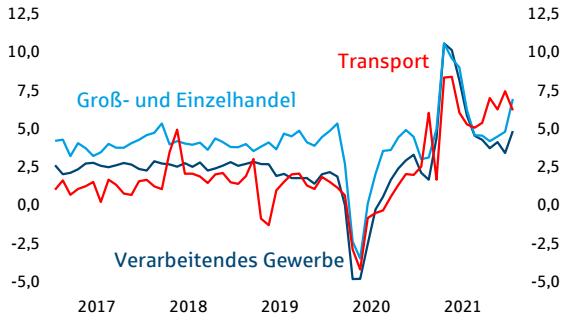
Ein Dauerstreitthema zwischen Großbritannien und der EU ist Nordirland. Die erforderlichen innerbritischen Zollkontrollen werden nicht vertragskonform umgesetzt. Die britische Regierung verlangt hierfür Vereinfachungen. Die EU gewährte bislang nur eine verlängerte Übergangsphase. Daher besteht Konfliktpotenzial, auch ein Kündigen des Nordirland-Protokolls ist nicht auszuschließen – allerdings nicht im aktuellen geopolitischen Umfeld. Ein anderes Streitthema ist der Fischfang, vorrangig im Ärmelkanal.

Mit dem EU-Austritt wurde die Einwanderung nach Großbritannien vor allem für einfache, geringer bezahlte Tätigkeiten erschwert, was von der Regierung weiterhin als Erfolg gewertet wird. Schon seit dem Referendum 2016

ging die Zuwanderung aus den EU-Staaten zurück. Mit dem Austritt endete dann die Arbeitnehmerfreizügigkeit, die Pandemie wird die Situation noch einmal deutlich verschärft haben. Dies dämpft das Wachstumspotenzial. In einigen Berufsgruppen gibt es Knappheiten wie bei Lkw-Fahrern. Teilweise kam es sogar schon zu Versorgungsengpässen. Die Löhne steigen und befeuern damit die Inflation. Der Mangel an Arbeitskräften aus der EU könnte auf längere Sicht zum Preistreiber werden.

Deutliche Lohnanstiege im Transportsektor

Median-Löhne nach Sektoren, % gg. Vorjahr



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Grundsätzlich kann der britische Staat nun einfacher Subventionen vergeben als innerhalb der EU. Völlig frei ist er dennoch nicht, denn auch im Rahmen der Welthandelsorganisation WTO existieren Beschränkungen. Ähnliches gilt bei der Vergabe öffentlicher Aufträge. Außerdem sollen acht Freihäfen geschaffen werden, deren wirtschaftliche Relevanz bleibt abzuwarten. De-facto gab es bei der Vergabe staatlicher Hilfsgelder noch keine signifikanten Änderungen. Hingegen kann das Land im Agrarsektor Subventionen leichter nach ökologischen Kriterien vergeben. Auch der Tierschutz wurde erweitert.

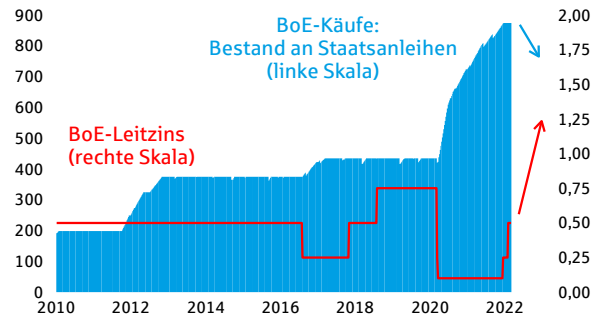
In Zukunftstechnologien, also digitalen Märkten, künstlicher Intelligenz, Quantenforschung oder Biowissenschaften, möchten die Briten eigene Regeln einführen, um zu einer „Wissenschafts-Supermacht“ zu werden. Dies sind bislang aber weitgehend nur Absichtserklärungen. Bei genmodifizierten Pflanzen kam es zu gewissen Erleichterungen.

Im Großen und Ganzen gelten häufig noch die EU-Regeln. Spürbare Vorteile für die britische Wirtschaft aus einer veränderten Regulierung sind bis dato nicht zu erkennen, die Pläne sind meist noch sehr vage. Die wirtschaftlichen Nachteile des Brexits in Form eines reduzierten Handelsvolumens, höherer Importpreise, Knappheiten von Arbeitnehmern und einer erhöhten Inflation zeichnen sich ab, sind aber schwierig zu quantifizieren. Dies gilt umso mehr für die Frage, inwiefern insbesondere ausländische Unternehmen ihre Investitionen verringern. Den wirtschaftlichen Erfolg oder Misserfolg des EU-Austritts wird erst die Zukunft zeigen.

Zinserhöhungszyklus hat begonnen

Bank of England mit deutlichem Kurswechsel

Mrd. GBP | %



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

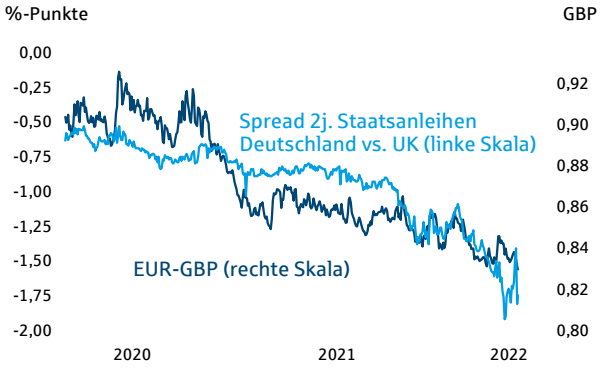
Vor dem Hintergrund des robusten Wachstums kann sich die Bank of England voll auf die Inflationsbekämpfung konzentrieren. Tatsächlich hat die Notenbank schon im Dezember und dann im Februar den Leitzins auf nun 0,5 % angehoben. Ihr Anleihekaufprogramm lief bereits Ende 2021 aus. Jetzt wird sie diesen Anleihebestand sogar reduzieren. Der Erlös aus fälligen Staatsanleihen wird nicht wieder angelegt. Der erheblich geringere Bestand an Unternehmenspapieren soll bis Ende 2023 sogar ganz aufgelöst werden, also auch mit aktiven Verkäufen.

Das Bild einer behutsamen Abkehr von der expansiven Geldpolitik passt daher nicht mehr so ganz. Denn weitere Zinsanhebungen sind unausweichlich. So wird die Bank of England den Leitzins in den nächsten Sitzungen zügig auf 1,0 % erhöhen. Der Ukraine-Krieg wird dies wohl nicht ändern, denn schließlich verschärft er die Inflationsproblematik noch. Da sich die Inflation ab dem Frühjahr von hohem Niveau allmählich abmildern dürfte, wird die Notenbank vermutlich etwas vorsichtiger, zumal auch das Wachstum etwas nachlassen wird. Aber die Bank Rate wird Ende 2022 zumindest 1,25 % betragen, die Risiken sind eher nach oben gewichtet.

Pfund bleibt recht robust

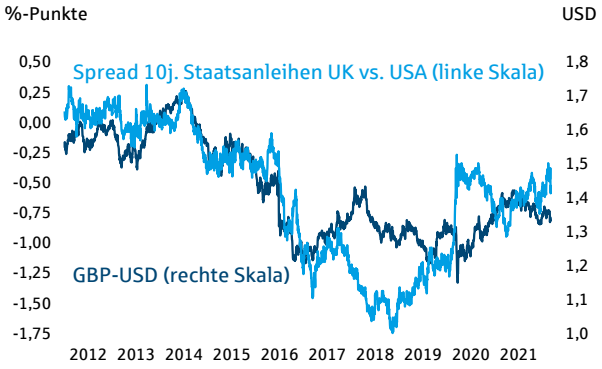
Höhere Zinsen begünstigen grundsätzlich eine Währung. Daher verwunderte es nicht, dass das Britische Pfund gegenüber den wichtigen Devisen Anfang des Jahres aufwerten konnte. Mit dem Beginn der russischen Invasion in die Ukraine gaben die europäischen Währungen generell etwas nach, so dass auch das Pfund verlor, aber nicht gegenüber dem Euro. Nach der Bank of England haben auch andere Notenbanken einen Kurswechsel signalisiert. Insbesondere die Federal Reserve wird in den kommenden Monaten mehrfach den Leitzins anheben. Aber selbst die EZB wird, wenn auch später und vorsichtiger, an der Zinsschraube drehen. Gegenüber dem Euro hat sich der britische Renditevorteil ausgeweitet, entsprechend sank der Euro-Pfund-Kurs. Die Zinserwartungen für das Pfund haben etwas überschossen und gingen im Zuge der Unsicherheiten an den Märkten bereits zurück. Sie könnten sogar noch etwas mehr nachlassen, so dass ein leichter Rückschlag für die Währung nicht auszuschließen ist. Grundsätzlich werden aber die Zinsdifferenzen das Pfund im Jahresverlauf stärken und der Euro-Pfund-Kurs auf 0,82 fallen.

Krieg dämpft Zinserwartungen für das Pfund



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Pfund von langfristigen Zinsdifferenzen gestützt



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Die US-Zinserwartungen sind ebenfalls trotz eines gewissen Rücksetzers recht ambitioniert. Der US-Renditevorteil gegenüber dem Pfund bei kurzfristigen Anleihen weitete sich jüngst zwar aus, bei langfristigen Papieren blieb er aber stabil. Allgemein hat die US-Währung am Devisenmarkt schon viel vorweggenommen. Zudem profitierte der Dollar zuletzt als Fluchtwährung in Krisenzeiten, was sich kurzfristig auch gegenüber dem Pfund noch verstärken könnte. Anders als gegenüber dem Euro ist das Pfund aus langfristiger Perspektive, also gemäß Kaufkraftparitäten, unterbewertet. Mit einer Beruhigung an den Finanzmärkten dürfte das Pfund im Jahresverlauf gegenüber dem Dollar die Oberhand gewinnen, der Dollar-Pfund-Kurs könnte von zuletzt 1,33 auf 1,40 steigen.

Helaba Währungsprognosen

	Veränderung seit		aktueller Stand*	Prognose Ende			
	31.12.2021	1 Monat		Q1/2022	Q2/2022	Q3/2022	Q4/2022
gg. Euro	%						
US-Dollar	2,7	3,4	1,11	1,10	1,13	1,15	1,20
Japanischer Yen	2,4	2,9	128	126	130	130	132
Britisches Pfund	1,5	1,5	0,83	0,85	0,82	0,82	0,82
Schweizer Franken	2,2	3,7	1,02	1,02	1,05	1,08	1,10
Kanadischer Dollar	2,4	3,3	1,40	1,38	1,40	1,41	1,48
Australischer Dollar	3,6	6,1	1,51	1,55	1,55	1,53	1,58
Schwedische Krone	-4,5	-3,4	10,78	10,60	10,30	10,00	9,80
Norwegische Krone	1,6	1,0	9,87	9,80	9,80	9,70	9,70
Chinesischer Yuan	3,3	3,7	6,99	7,04	7,23	7,48	7,80
gg. US-Dollar	jeweils gg. USD, %						
Japanischer Yen	-0,3	-0,4	115	115	115	113	110
Schweizer Franken	-0,5	0,3	0,92	0,93	0,93	0,94	0,92
Kanadischer Dollar	-0,3	0,0	1,27	1,25	1,24	1,23	1,23
Schwedische Krone	-7,0	-6,6	9,74	9,64	9,12	8,70	8,17
Norwegische Krone	-1,1	-2,3	8,92	8,91	8,67	8,43	8,08
Chinesischer Yuan	0,6	0,6	6,32	6,40	6,40	6,50	6,50
US-Dollar gg. ...	jeweils gg. USD, %						
Britisches Pfund	-1,4	-1,8	1,33	1,29	1,38	1,40	1,46
Australischer Dollar	0,9	2,6	0,73	0,71	0,73	0,75	0,76

*03.03.2022

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:

https://news.helaba.de/research/

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:
Dr. Stefan Mitropoulos

Verantwortlich:
Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirtin /
Head of Research & Advisory

Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Tel. 069/91 32-20 24
Internet: **http://www.helaba.de**

Disclaimer

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.