

## Großbritannien: Die „Brexit“-Entscheidung naht

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 Referendum über die EU-Mitgliedschaft Großbritanniens steht demnächst an, am 23. Juni. Derzeit tobt der Wahlkampf, in dem zumeist die negativen Botschaften dominieren. Sollten sich die Briten für den EU-Austritt entscheiden, könnten die politischen, aber auch die wirtschaftlichen Folgen gravierend ausfallen – in Abhängigkeit vom neuen Verhältnis Großbritanniens zur EU. Im Fall einer Trennung im Konflikt wären die wirtschaftlichen Nachteile für Großbritannien erheblich. Selbst wenn sich das Land mit der EU auf einen Kompromiss einigt, dürfte die britische Wirtschaft temporär leiden, Horrorszenarien blieben dann aber aus. Während die Umfragen weiter ein Kopf-an-Kopf-Rennen zeigen, sehen die Buchmacher eine geringere Chance auf den „Brexit“. Das wahrscheinlichere Szenario ist ein Verbleib Großbritanniens in der EU.

„What comes first: World War Three or the global Brexit recession?“  
Sky-News-Moderator **Faisal Islam** zu Premierminister David Cameron in einer TV-Debatte (02. Juni 2016)

## 1 Referendum über die EU-Mitgliedschaft<sup>1</sup>

### 1.1 Aktuelle Lage

Der 23. Juni 2016 rückt immer näher. Der Tag des britischen EU-Referendums zieht Öffentlichkeit und Finanzmärkte zunehmend in seinen Bann. Der Wahlkampf hat Fahrt aufgenommen. Während sich die Vertreter der EU bewusst zurückhalten, mehren sich die warnenden Stimmen von US-Präsident Obama, den Ratingagenturen bis hin zu internationalen Organisationen wie dem IWF oder der WTO. Die Berechnungen, die auf das Pfund genau die Kosten eines britischen EU-Austritts für jeden Haushalt ausweisen, sollte man eher als Wahlkampf bewerten. Zwar kann man mit hoher Wahrscheinlichkeit von einem zunächst negativen Schock auf das britische Wachstum ausgehen. Die langfristigen Konsequenzen hängen vor allem davon ab, wie das dann auszuhandelnde Verhältnis Großbritanniens zur EU gestaltet wird. Dabei ist zwar per saldo von wirtschaftlichen Einbußen auszugehen, je nach Exit-Szenario werden diese mehr oder weniger ausgeprägt (s. Kapitel 2) sein. Diesen Szenarien monetäre Beträge zuzuordnen, erscheint fragwürdig, zumal die Trefferquote bei langfristigen Wachstumsprognosen auch jenseits eines „Brexits“ nicht gerade hoch ausfällt. In Großbritannien selbst streiten sich Unternehmer, Ökonomen bis hin zu Historikern über Vor- und Nachteile der EU-Mitgliedschaft. Die Bank of England betonte in erster Linie die wirtschaftlichen Nachteile in der kürzeren Frist. In den Parteien herrschen vor allem bei den Konservativen Dissonanzen. Jedoch selbst bei der mehrheitlich pro-europäischen Labour-Partei gibt es Anhänger für einen „Brexit“.

Die Entscheidung ist weiter offen. In den letzten Monaten blieben Ereignisse mit wegweisendem Charakter aus. Die Flüchtlingskrise in Europa hat insgesamt an Dramatik verloren. Für Griechenland genehmigten EU-Vertreter vergleichsweise zügig die neuen Hilfsstrichen. Die britische Konjunktur verlangsamte sich etwas, vermutlich bereits wegen der mit dem Referendum verbundenen Unsicherheit. Dass bei den Londoner Bürgermeisterwahlen mit Sadiq Khan ein EU-Befürworter

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.

<sup>1</sup> Ausführlicher hierzu vgl. unsere Publikation Außer der Reihe „[Großbritannien: Sein oder Nichtsein in der EU](#)“ vom 16. März 2016

gewann, sollte nicht überinterpretiert werden. Weiterhin besteht die Möglichkeit, dass in der verbleibenden Zeit bis zum 23. Juni Ereignisse geschehen, die die bisherigen Erwartungen über den Haufen werfen.

Für den Ausgang des Referendums dürfte letztlich die Mobilisierung an den Wahlurnen entscheidend sein. Grundsätzlich sind wohl die „Brexit“-Befürworter stärker motiviert. Jüngere Wähler gelten tendenziell als EU-freundlicher, beteiligen sich aber nicht zuverlässig bei Wahlen. Bei Älteren ist dies genau umgekehrt. Eine hohe Wahlbeteiligung insgesamt am 23. Juni könnte daher für ein „Ja“ zur EU sprechen. Ältere Wähler sind zwar grundsätzlich EU-skeptischer, plädieren aber im Allgemeinen eher für den Status quo, in diesem Fall also gegen einen EU-Austritt. Umfragen zufolge wird ein „Brexit“ generell als riskanter eingeschätzt als der Verbleib. Daher überrascht es nicht, dass die EU-Befürworter vor allem mit potenziell negativen wirtschaftlichen Folgen eines Austritts argumentieren. Eine ähnliche Kampagne dürfte maßgeblich dabei geholfen haben, dass die Schotten in dem Referendum 2014 ihre Unabhängigkeit vom Königreich ablehnten. Es mag vielleicht bezeichnend für die derzeitige EU sein, dass ihr Hauptargument die Abwendung von negativen Folgen ist. Da die Briten sich in der Vergangenheit zumeist als Pragmatiker erwiesen haben, spricht weiterhin mehr dafür, dass die Sorgen vor den wirtschaftlichen Verlusten den Ausschlag geben und die Briten in der EU bleiben.

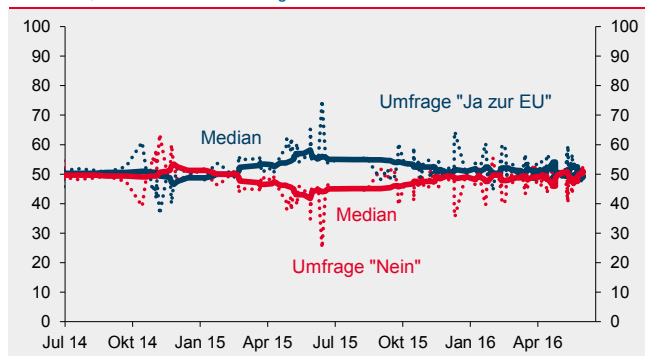
## 1.2 Wahrscheinlichkeiten

Onlineumfragen offen,  
Telefonumfragen für  
EU-Verbleib

Die Umfragen ergeben weiterhin kein klares Bild. Während es kürzlich eine Tendenz zu Gunsten der EU gab, hat diese mit den neuesten Umfragen wieder gedreht. Telefon- und Onlineumfragen divergieren spürbar. So haben bei telefonischen Befragungen die EU-Befürworter zumeist die Mehrheit, während online eher die EU-Gegner knapp die Oberhand behalten. Ob in Telefonumfragen die Antworten seriöser ausfallen oder ob gerade dort die „wahre“ Meinung nicht kundgetan wird, ist offen. Nach Bildung eines Durchschnitts der Befragungen – angesichts der hohen Volatilität – stehen die Chancen in etwa bei 50:50.

### Umfragen zum Referendum ohne klare Mehrheiten

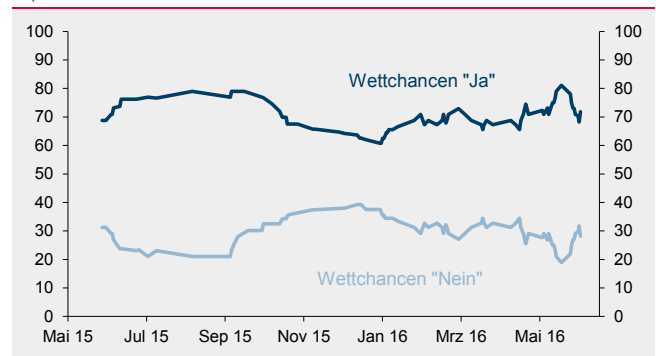
Anteil in %, Unentschiedene herausgerechnet



Quellen: Wikipedia, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Buchmacher gehen vom „Ja zur EU“ aus

Implizite Wahrscheinlichkeiten auf Basis von Ladbrokes-Quoten in %

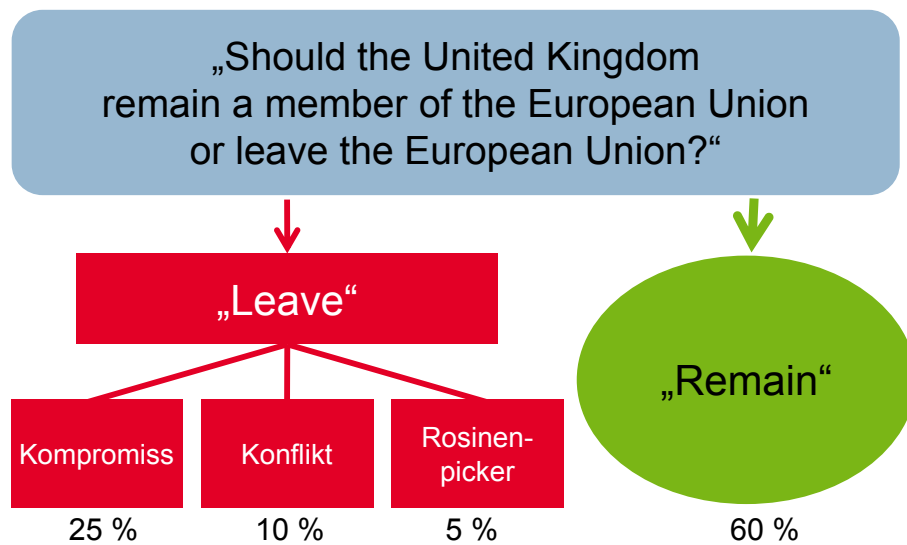


Quellen: Oddschecker, Helaba Volkswirtschaft/Research

Buchmacher bleiben  
„EU-freundlich“

Die Buchmacher gehen weiterhin von einem Verbleib Großbritanniens in der EU aus. Zwischenzeitlich sank die aus den Wettquoten abgeleitete „Brexit“-Wahrscheinlichkeit sogar unter 20 %. Mit den etwas veränderten Mehrheiten stieg der Wert wieder auf rund 30 %. Im Vergleich zu den unklaren Ergebnissen der Meinungsforscher erscheint bei den Buchmachern der Ausgang des Referendums ziemlich eindeutig. Grundsätzlich könnten die marktbasieren Wahrscheinlichkeiten in die Irre führen. Schließlich sind die Erfahrungswerte für solche Volksentscheide begrenzt. Zudem können in der Schlussphase noch Ereignisse inkl. TV-Debatten geschehen, die den Ausgang maßgeblich beeinflussen. Dennoch sollten die Wettquoten als Indikator ernst genommen, der sich womöglich als aussagekräftiger als viele Umfragen erweist. Wir gehen weiterhin mit einer Wahrscheinlichkeit von 60 % von einem britischen EU-Verbleib aus.

## 2 Szenarien für den Ausgang des Referendums



Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

### 2.1 „Ja zur EU“ (60 %)

Pfund-Erhölung beim „Ja“ zur EU

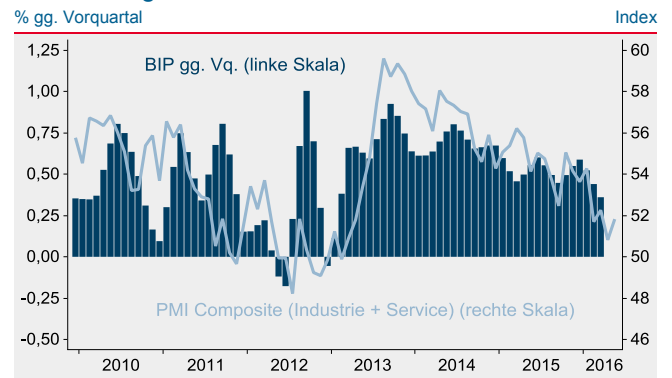
Mit einem „Ja“ zur Europäischen Union gilt ab dem 24. Juni wieder „Business as usual“. Wir messen diesem Szenario eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 60 % zu. Die EU hat dann eine Baustelle weniger. Das britische Wachstum verbessert sich im zweiten Halbjahr leicht, nachdem der Unsicherheitsfaktor „Brexit“ im ersten Halbjahr die Dynamik beeinträchtigte. Die derzeit hohen Absicherungsgeschäfte gegen eine Pfund-Abwertung werden aufgelöst, entsprechend dürfte sich das Britische Pfund erholen. Zudem kann sich die Bank of England wieder dem Thema Zinserhöhungen widmen. Die Aktienmärkte profitieren ebenfalls von der nachlassenden Unsicherheit.

#### Pfund-Erhölungschancen wegen hoher Absicherung



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### „Brexit“-Ängste belasten Wachstum bereits



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

### 2.2 „Nein zur EU“: Verhandlungen über den „Brexit“

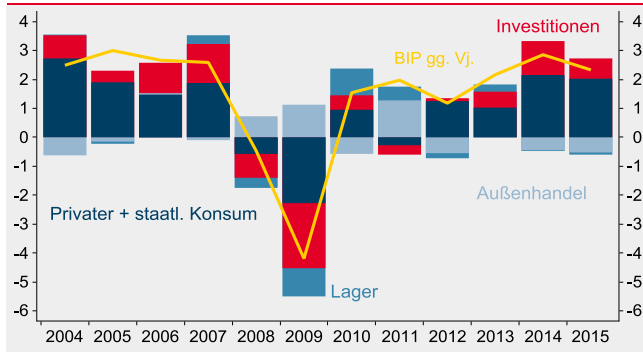
Zweijährige Verhandlungen mit der EU

Mit einem „Nein“ im Referendum betritt Großbritannien Neuland. Nach einem wohl zügigen Antrag zum Austritt beginnen die Verhandlungen mit der EU, die für zwei Jahre angesetzt sind. Nach einem mutmaßlichen Rücktritt von Premierminister Cameron stände dann der ehemalige Londoner Bürgermeister Boris Johnson als Nachfolger zur Verfügung. Unabhängig vom Ausgang der Verhandlungen hat ein „Brexit“ in der etwa zweijährigen Übergangsphase bereits konjunkturelle Folgen. Großbritannien bleibt zwar noch EU-Mitglied und nimmt am Binnenmarkt uneingeschränkt teil, so dass sich der Außenhandel weitgehend ungestört fortsetzen kann. Jedoch gibt es in dieser Übergangsphase eine enorme Unsicherheit, wie die gesetzlichen Regelungen im Anschluss aus-

sehen. Diese Lähmung würde vor allem die Unternehmensinvestitionen erheblich beeinträchtigen, in geringerem Ausmaß auch den privaten Konsum. Das britische Bruttoinlandsprodukt dürfte merklich langsamer expandieren, das Wachstum 2017 sollte sich auf rund 1 % halbieren. Selbst eine Rezession wäre nicht ganz auszuschließen.

### Nach „Brexit“-Votum droht Investitionseinbruch

Wachstumsbeitrag in %-Punkten, % gg. Vorjahr



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Die BoE öffnet beim „Nein“ die Geldschleusen

GBP

Mrd. GBP



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Unsicherheit belastet  
Finanzmärkte,  
Pfund Sterling verliert

Das Pfund Sterling dürfte deutlich unter Druck geraten. Die britische Währung wird gegenüber dem US-Dollar kräftiger verlieren als gegenüber dem Euro, da auch die Währungsunion von dem EU-Austritt negativ beeinflusst ist. Der Euro-Dollar-Kurs wird wohl einen Schritt Richtung Parität machen. Der Euro-Pfund-Kurs dürfte daraufhin merklich auf weit über 0,80 ansteigen, sogar Kurse bis zu 0,90 Pfund sollten zumindest zeitweise nicht ausgeschlossen werden. Großbritannien ist wegen seines Leistungsbilanzdefizits auf den Zustrom von ausländischem Kapital angewiesen und deshalb gerade in Unsicherheitsphasen anfällig. Zudem wird die Geldpolitik der Bank of England wieder deutlich expansiver werden. Dies stützt zwar den britischen Rentenmarkt. Umgekehrt werden sich bei den Anleihen wohl die Risikoaufschläge erhöhen.

Die britischen Aktienmärkte werden spürbar unter Druck geraten, aber auch auf dem Kontinent dürfte es zumindest in der kürzeren Frist zu deutlich negativen Reaktionen kommen. So könnte der DAX zeitweise bis auf 9.000 Punkte nachgeben. Inwiefern sich die Kursverluste fortsetzen oder doch vergleichsweise schnell reduzieren, hängt davon ab, was sich für ein Verhältnis Großbritanniens zur EU abzeichnet und wie sich die allgemeine Lage entwickelt. Bundesanleihen sollten als sicherer Anlagehafen zumindest anfänglich profitieren, während die Staatsanleihen aus der europäischen Peripherie unter Druck geraten. Wohnimmobilien und vor allem Gewerbeimmobilien in Großbritannien könnte eine zurückhaltende Nachfrage aus dem Ausland belasten.

Finanzdienstleistungen  
und Arbeitnehmerfreizügigkeit kritisch

Bei den Verhandlungen wird Großbritannien voraussichtlich einen Sonderstatus im Verhältnis zur EU anstreben. Die Briten wünschen sich einen weitgehenden Zugang zum europäischen Binnenmarkt, aber auch Sonderrechte, um die Zuwanderung aus der EU einzuschränken. Des Weiteren möchten sie gewisse Regulierungen loswerden und nicht zuletzt den Beitrag zum EU-Haushalt einsparen. Während die EU ex UK grundsätzlich den Zugang zum britischen Markt bewahren möchte, sind die Briten auf den EU-Markt stärker angewiesen, insbesondere für die Finanzdienstleistungen. Im Gegensatz zum Warenhandel, bei dem die EU-Staaten einen hohen Überschuss mit Großbritannien aufweisen, könnte die EU im Finanzsektor durch eine entsprechende Regulierung die Finanzplätze auf dem Kontinent zu Lasten Londons stärken. Einschränkungen bei der Arbeitnehmerfreizügigkeit müssten sich die Briten politisch wohl teuer erkaufen. Ein Zugang zum Binnenmarkt ohne jegliche Zuweisungen zum EU-Haushalt ist wenig wahrscheinlich. Angesichts einer erforderlichen qualifizierten Mehrheit im Europäischen Rat zu diesem „Scheidungsabkommen“ werden Verhandlungen vermutlich kompliziert. Zumal die EU aus strategischen Gründen mit den Briten hart verhandeln und wirtschaftliche Kosten in Kauf nehmen sollte, um einem weiteren Auseinanderfallen der Union einen Riegel vorzuschieben. Für die Zeit danach, also für die Jahre 2018ff., haben wir Exit-Szenarien mit entsprechenden Eintrittswahrscheinlichkeiten versehen.

## 2.3 „Nein zur EU“: Szenario Kompromiss (25 %)

Unter der Annahme eines EU-Austritts ist immer noch am wahrscheinlichsten, dass sich die Briten mit der EU auf einen „Scheidungsvertrag“ im Zeitrahmen von zwei Jahren einigen. Das Land behält den weitgehenden Zugang zum EU-Binnenmarkt bei Waren. Bei Dienstleistungen, insbesondere im Finanzsektor, gibt es einige Einschränkungen. Grundsätzlich behält der Finanzplatz London seine dominante Rolle. Die Briten können über manche Belange selbst bestimmen und z.T. deregulieren. Die langfristigen wirtschaftlichen Konsequenzen halten sich in Grenzen, zumal das Land nicht wirklich unabhängig von der EU ist, da viele Regeln weiterhin aus Brüssel kommen.

Leicht negative Folgen  
für Großbritannien

Nach dem Wegfall der Unsicherheit erholen sich die Investitionen von der Delle wieder, die konjunkturelle Entwicklung verläuft danach in gewöhnlichen Bahnen. Großbritannien erleidet nur geringfügige Wohlfahrtsverluste, neue Wachstumsimpulse außerhalb der EU werden jedoch auch kaum generiert. Mit dem sich abzeichnenden Kompromiss beruhigen sich die Finanzmärkte. Das ausländische Kapital fließt wieder ins Land: Das Pfund Sterling und die Aktienmärkte erholen sich. Bei den Staatsanleihen fallen die Risikoprämien, allerdings könnte eine Normalisierung der Geldpolitik belasten. Britische Immobilien gewinnen an Attraktivität zurück. Da die Briten ohne nachhaltig große Verluste die EU verlassen, könnten die politischen Spannungen in der EU zunehmen und im Trend der Euro sowie europäische Aktien an relativer Attraktivität verlieren.

## 2.4 „Nein zur EU“: Szenario Konflikt (10 %)

Handelskonflikt mit  
Großbritannien

Im vorgegeben Zeitrahmen können sich die Briten nicht auf ein Abkommen mit der EU einigen, so dass es zwangsläufig in einer „schmutzigen Scheidung“ endet. Das Vereinigte Königreich verliert den uneingeschränkten Zugang zum EU-Binnenmarkt. Im Außenhandel mit der EU gelten nun automatisch die WTO-Regeln. Zölle sowie nicht-tarifäre Handelshemmnisse erschweren den Handel, so dass vor allem die britische, aber auch die deutsche Exportwirtschaft erhebliche Einbußen verzeichnet. Insbesondere bei Finanzdienstleistungen wird der grenzüberschreitende Verkehr durch neue Regulierungen erschwert, so dass der Finanzplatz London zu Gunsten von Frankfurt und Paris erheblich leidet. Die Briten können zwar ohne Rücksicht auf die EU die Migration beschränken und die Regulierungen lockern, die wirtschaftlichen Impulse sind aber kaum fühlbar.

Deutlich negative Folgen  
für Großbritannien

Die britischen Exporte, ebenso bei Finanzdienstleistungen, brechen dann ein. Die Unternehmensinvestitionen sinken, sogar der private Konsum gibt merklich nach. Großbritannien fällt in eine markante Rezession. Da sich ausländische Investoren nachhaltig zurückhalten, bereitet die Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits Probleme. Das Pfund wertet massiv ab. Die Aktienmärkte brechen ein, an den Immobilienmärkten verschärft sich die Talfahrt. Trotz einer expansiveren Geldpolitik der Bank of England leiden sogar britische Staatsanleihen, da die Risikoprämien kräftig ansteigen. Der Verlust an Steuereinnahmen liegt um einiges höher als die Ersparnis bei den Beiträgen zum EU-Haushalt. Entsprechend hoch sind die Wohlfahrtsverluste für Großbritannien. In der EU erleichtert das abschreckende Beispiel des Austritts die politische Zusammenarbeit. Trotz Einbußen beim Außenhandel dürfte die Union mehr Kapital anziehen.

## 2.5 „Nein zur EU“: Szenario Rosinenpicken (5 %)

Großbritannien als  
Gewinner,  
EU als Verlierer

Das am wenigsten wahrscheinliche, wenngleich nicht unmögliche Szenario ist, dass die Briten im „Scheidungsvertrag“ zu Lasten der EU deutliche Vorteile heraushandeln, sich also noch „Rosinen herauspicken“ können. Großbritannien behält den weitgehenden Zugang zum EU-Binnenmarkt und kann dennoch Sonderregeln u.a. für die Migration aushandeln. Dank einer lockereren Regulierung als in der EU gewinnt der Standort Großbritannien, nicht zuletzt der Finanzplatz London, an Attraktivität und zieht frisches Kapital an. Insgesamt profitiert das Land vom Austritt, während die EU die Kosten trägt. Die politischen Spannungen nehmen zu, der Bestand der Währungsunion wird zunehmend hinterfragt. Die politischen Probleme in der EU schlagen auf das Wachstum durch. Während der Euro deutlich nachgibt, kann das Pfund erheblich zulegen. Die britische Konjunktur läuft vergleichsweise besser als in der EU. Gleiches gilt für Aktien- und Immobilienmärkte.■