

Großbritannien: 100 % 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

Entgegen der meisten Wahlumfragen in den letzten Tagen, entgegen der Exit-Polls am Wahltag, entgegen der Einschätzung der Buchmacher und entgegen der Einschätzung der Finanzmärkte haben sich die Briten in dem Referendum mit 51,9 % gegen die EU entschieden. Entsprechend heftig sind die Marktreaktionen, vor allem beim Britischen Pfund. In Großbritannien löst das Votum ein politisches Beben aus. Nach dem unvermeidlichen Antrag zum Austritt beginnen die für zwei Jahre angesetzten Verhandlungen mit der EU über das „Scheidungsabkommen“. Bis dahin bleiben die Briten noch in der EU, die Unsicherheit über den Status des Landes dürfte das britische Wachstum jedoch deutlich belasten. Auch an den Finanzmärkten wird es zunächst sehr unruhig werden. Die Verhandlungen mit der EU werden sich hinziehen und könnten zeitweise dramatisch verlaufen. Letztlich wird es auf einen Kompromiss hinauslaufen, bei dem sich die politischen und wirtschaftlichen Konsequenzen in Grenzen halten werden.

1 Referendum über die EU-Mitgliedschaft

1.1 Ergebnis

Die Briten haben entschieden: 51,9 % votierten im Referendum für den Austritt, 48,1 % für den Verbleib in der EU. Damit erwiesen sich sowohl die letzten Umfragen, die Buchmacher als auch die Finanzmärkte als schlechte Prognostiker. Beim Blick auf die regionalen Ergebnisse zeigt sich, dass es wie erwartet in Schottland eine Mehrheit für die EU gab, ebenso in Nordirland und in London. Dagegen sprachen sich in weiten Teilen Englands und Wales die Wähler deutlich für den „Brexit“ aus. Dieser nahezu „revolutionäre“ Akt wird im Königreich ein politisches Erdbeben auslösen. Deshalb hat Premierminister Cameron seinen Rücktritt für Oktober angekündigt. Heißester Nachfolgekandidat ist der ehemalige Londoner Bürgermeister und „Brexit“-Befürworter Boris Johnson. Allerdings sind nach dem Wahlkampf die Gräben innerhalb der regierenden Konservativen Partei tief, so dass ein Machtwechsel nicht unbedingt reibungslos verlaufen muss. Ebenso könnte die Forderung nach Neuwahlen aufkommen, die zu einer spürbaren Veränderung der politischen Landschaft führen dürfte. Vor dem Hintergrund der regionalen Verteilung des Wahlergebnisses werden wohl auch Stimmen hinsichtlich eines neuen schottischen Unabhängigkeitsreferendums laut werden. Ob es dazu aber tatsächlich kommen wird, ist eine andere Frage. Der Antrag zum EU-Austritt wird erfolgen, da weder Regierung noch Parlament sich erlauben können, den Willen des Volkes zu ignorieren.

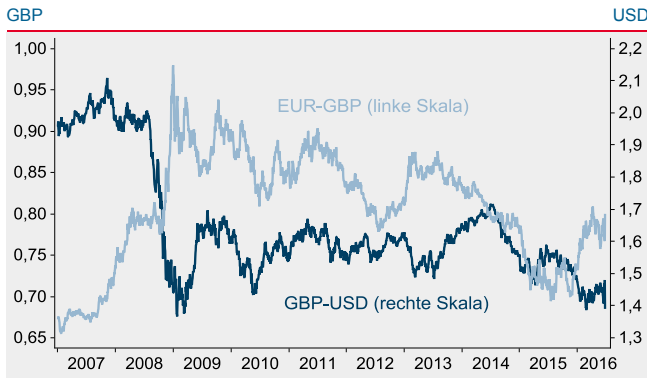
1.2 Erste Marktreaktionen

Da die Finanzmärkte gerade kurz vor dem Referendum eher das Szenario des EU-Verbleibs eingepreist hatten, fallen die Reaktionen nun umso heftiger aus. Vor allem das Britische Pfund steht unter Druck. Gegenüber dem US-Dollar verlor die britische Währung zeitweise über 10 % – so viel wie noch nie an einem Tag – und fiel auf den tiefsten Stand seit 1985. Gegenüber dem Euro verlor das Pfund weniger, der Euro-Pfund-Kurs stieg über 0,80. Schließlich erleidet die Gemeinschaftswährung durch den ersten EU-Austritt ebenfalls einen gewissen Schock. Der Euro-Dollar-Kurs rutschte zeitweise unter 1,10. An den Rentenmärkten ist vor allem Sicherheit gefragt. Während Bundesanleihen und US-Treasuries profitieren, geben die Peripherieanleihen deutlich nach. Eben-

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.

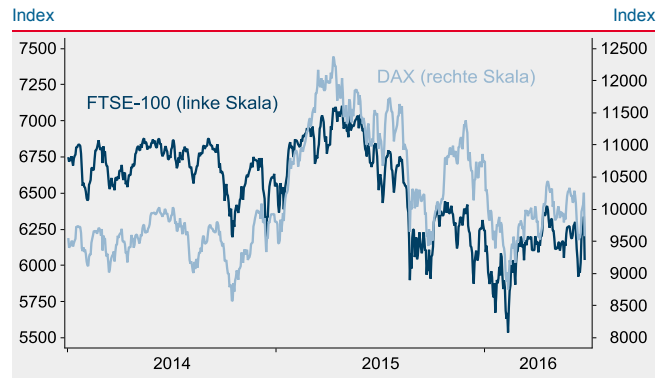
so legen die Kurse britischer Staatsanleihen ungeachtet des „Brexits“ zu. Die Aktienmärkte stehen erheblich unter Druck, nicht nur in Großbritannien.

Pfund gibt vor allem gegenüber US-Dollar nach



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Aktien unter Druck ... nicht nur in UK



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

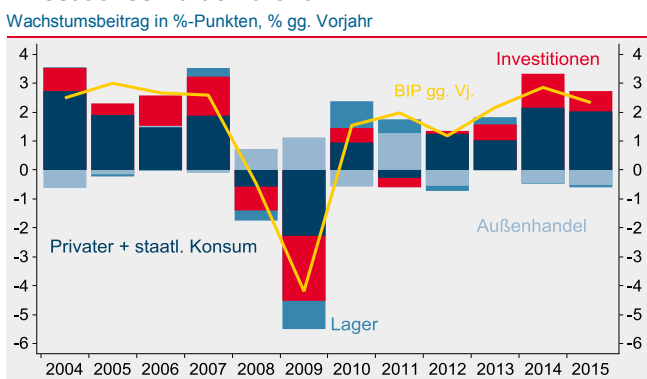
1.3 Verhandlungsphase

Der Antrag zum EU-Austritt könnte sich zwar aus taktischen Gründen noch verzögern. Letztlich wird der politische Druck so groß sein, dass dieser bald erfolgt. Die Verhandlungen über das Austrittsabkommen sind nach dem Lissabon-Vertrag auf zwei Jahre angesetzt. Eine Verlängerung der Frist ist möglich, kann aber nur einvernehmlich beschlossen werden. Erfahrungsgemäß dauern Verhandlungen über solche Handelsabkommen sehr viel länger. In den zwei Jahren sind vermutlich nur die wichtigen Punkte zu klären, die letzten Details werden dann wohl erst später in Angriff genommen werden.

Deutlich schwächeres Wachstum in UK

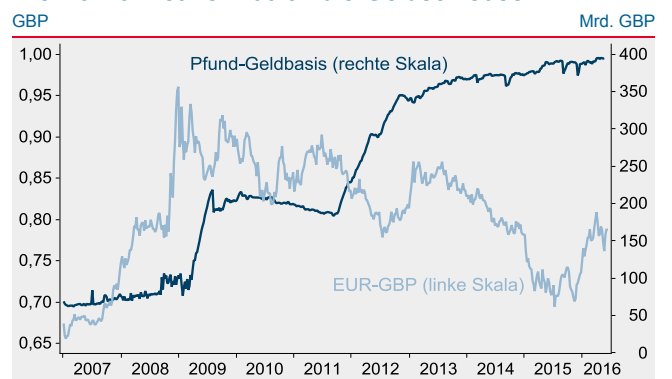
Großbritannien bleibt während der Verhandlungen noch EU-Mitglied. Deshalb besteht auch weiterhin der uneingeschränkte Zugang zum EU-Binnenmarkt, so dass sich der Außenhandel weitgehend ungestört fortsetzen kann. Jedoch gibt es in dieser Übergangsphase eine enorme Unsicherheit, wie die gesetzlichen Regelungen im Anschluss aussehen. Diese Lähmung wird vor allem die Unternehmensinvestitionen erheblich beeinträchtigen, in geringerem Ausmaß den privaten Konsum. Das britische Bruttoinlandsprodukt dürfte merklich langsamer expandieren, das Wachstum 2017 sollte sich auf rund 1 % halbieren. Selbst eine Rezession ist nicht ganz auszuschließen.

Investitionseinbruch droht



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die BoE öffnet vermutlich die Geldschleusen



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Unsicherheit belastet Finanzmärkte, Pfund Sterling verliert

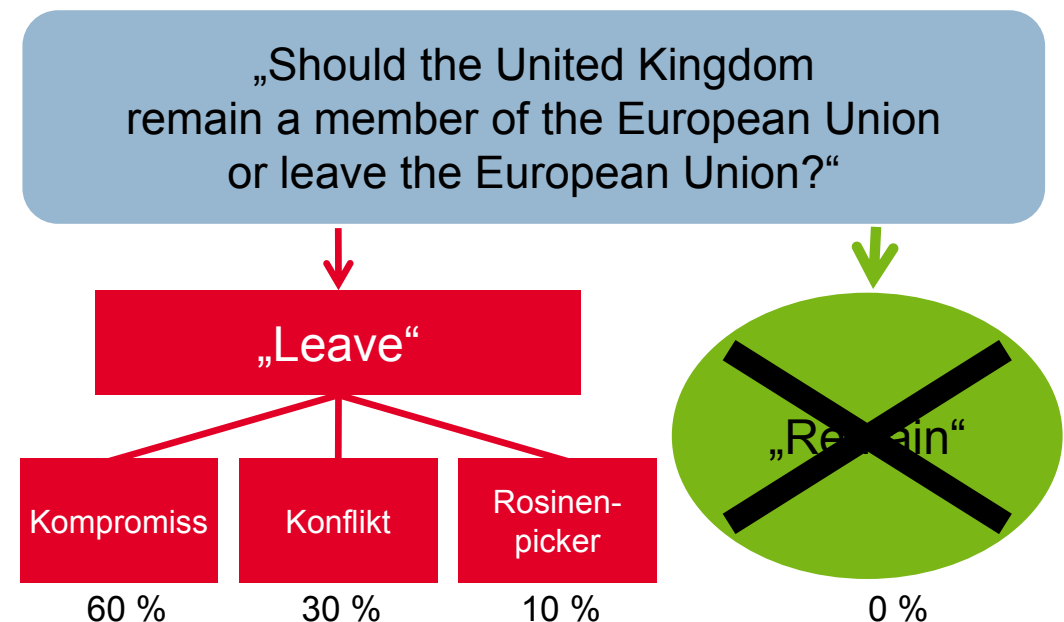
Ungeachtet zwischenzeitlicher Erholungen dürfte das Pfund Sterling weiter unter Druck stehen. Die britische Währung wird wie bislang schon gegenüber dem US-Dollar kräftiger verlieren als gegenüber dem Euro, da auch die Währungsunion von dem EU-Austritt negativ betroffen ist. Der Euro-Dollar-Kurs wird wohl einen Schritt Richtung Parität machen. Der Euro-Pfund-Kurs kann durchaus bis auf 0,90 ansteigen. Großbritannien ist wegen seines Leistungsbilanzdefizits auf den

Zustrom von ausländischem Kapital angewiesen und aus diesem Grund in Unsicherheitsphasen anfällig. Zudem wird die Geldpolitik der Bank of England wieder deutlich expansiver werden, die erste Liquidität hat die Notenbank schon bereitgestellt. Der britische Rentenmarkt profitiert als sicherer Anlagehafen – für die inländischen Anleger. Allerdings sollten sich bei den Anleihen die Risikoaufschläge erhöhen. Am britischen und an den internationalen Aktienmärkten dürften sich kurzfristig die negativen Reaktionen fortsetzen. Sollten sich die globalen konjunkturellen Folgen in Grenzen halten, werden sich die Notierungen vermutlich wieder spürbar erholen (vgl. Kapitel 3 „Auswirkungen auf Kapitalmärkte“). Wohnimmobilien und vor allem Gewerbeimmobilien in Großbritannien dürfte eine zurückhaltende Nachfrage aus dem Ausland belasten.

Finanzdienstleistungen und Arbeitnehmerfreizügigkeit kritisch

Bei den Verhandlungen wird Großbritannien voraussichtlich einen Sonderstatus im Verhältnis zur EU anstreben und damit keinen Status als Mitglied im Europäischen Wirtschaftsraum (EWR). 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 die Szenarien mit entsprechenden Eintrittswahrscheinlichkeiten versehen.

2 Szenarien für den Ausgang der Verhandlungen



Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

2.1 Szenario Kompromiss (60 %)

Am wahrscheinlichsten ist, 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 aber 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 können sich die Investitionen von der Delle wieder erholen, die konjunkturelle Entwicklung verläuft danach in gewöhnlichen Bahnen. Großbritannien erleidet nur überschaubare 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 entfallen 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 an Attraktivität verlieren.

2.2 Szenario Konflikt (30 %)

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 in diesem Szenario 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 verzeichnen kräftige Kursverluste, 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.

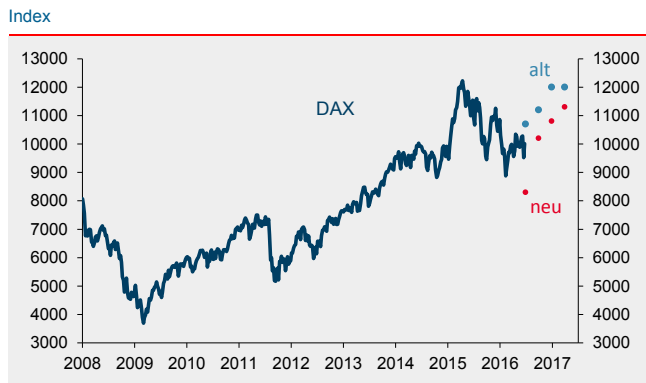
2.3 Szenario Rosinenpicker (10 %)

Großbritannien als
Gewinner,
EU als Verlierer

Das am wenigsten wahrscheinliche, wengleich 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.

3 Auswirkungen auf Kapitalmärkte

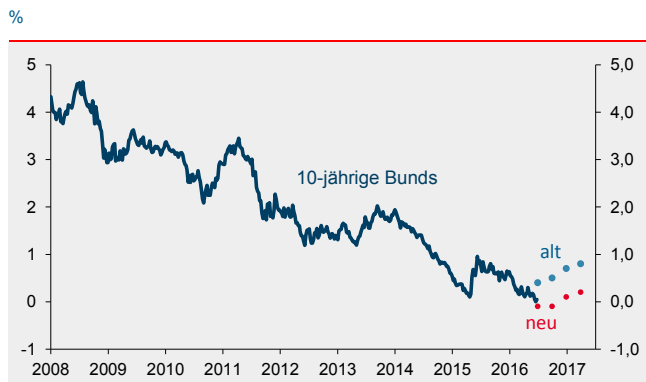
Heftiges Kursgewitter bei Aktien



DAX nach Ausverkauf mit attraktivem Potenzial

Der Brexit führt in einer ersten Reaktion zu einer relativ heftigen Entladung an den Aktienmärkten. Für den DAX ergibt sich Rückschlagpotenzial bis in den Bereich zwischen 8.500 und 8.000 Punkten. Hiernach bestehen allerdings wieder gute Chancen auf eine Erholung, zumal die realwirtschaftlichen Folgen des Brexit insgesamt überschaubar bleiben dürften. So sprechen eine moderate absolute und eine ausgesprochen attraktive relative Bewertung bei gleichzeitig anziehenden Gewinnerwartungen für mittelfristig steigende Notierungen.

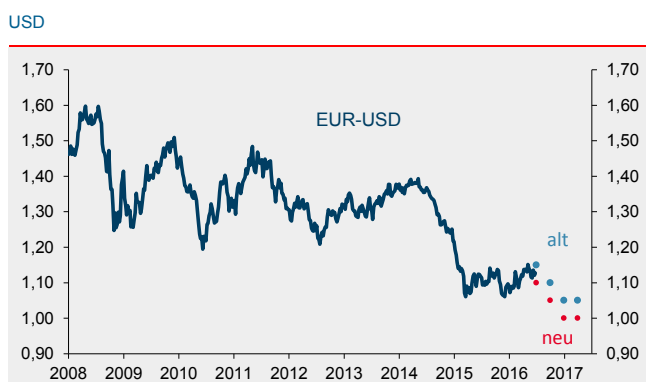
Deutsche Staatsanleihen bleiben gesucht



Renditen unter Druck

Mit dem Brexit verschieben sich die Koordinaten für Anleiheinvestoren. Bundesanleihen und US-Treasuries festigen ihren Safe-Haven-Status. Wir senken unsere Renditeprognosen deutlich. Die Rendite 10-jähriger Bunds verharrt vorerst im negativen Bereich. Anleihen aus der Euro-Peripherie stehen unter erhöhter Beobachtung. Die EZB stützt durch eine akzentuierte Liquiditätsversorgung das Finanzsystem. Die Leitzinsen bleiben „on hold“. Insgesamt wird das Niedrigzinsumfeld hierzulande durch den Brexit manifestiert. Der Anlagentrost weitete sich aus.

Euro-Dollar-Kurs in Richtung Parität



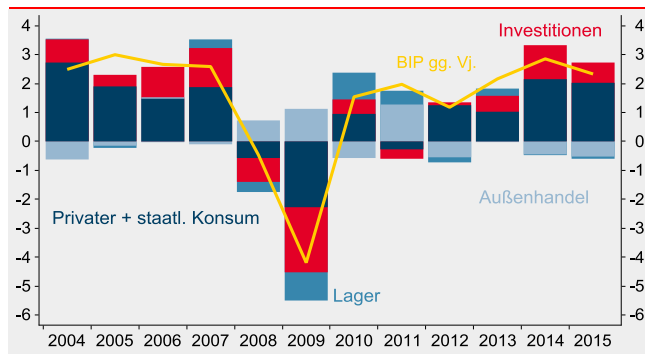
Neue Sorgen um den Euro

Auch der Euro-Dollar-Kurs steht unter Druck. Mit dem britischen Votum zum EU-Austritt wachsen wieder die Zweifel an der EU und damit an der Währungsunion. Die politische Entwicklung in der EU wird zunächst vom Devisenmarkt mit hoher Nervosität begleitet werden. Die EZB dürfte weiter einen sehr expansiven geldpolitischen Kurs fahren. Aufgrund der großen Unsicherheit wird die US-Notenbank aber ihren Zinserhöhungskurs hinauszögern. Dies dämpft die Abwertung des Euro. Der Euro-Dollar-Kurs dürfte dennoch in Richtung Parität fallen, zeitweise sogar auch darunter.

4 Auswirkungen auf Konjunktur

Großbritannien droht ein Investitionseinbruch

Wachstumsbeitrag in %-Punkten, % gg. Vorjahr



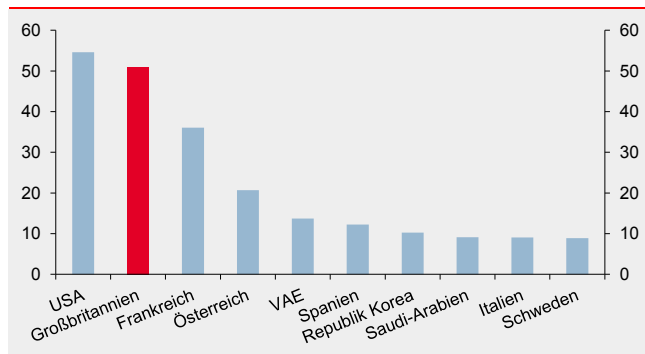
Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Britisches Wachstum halbiert sich

Nach dem „Nein“ zur EU beginnt eine etwa zweijährige Übergangsphase. Zwar bleibt Großbritannien noch EU-Mitglied und der Außenhandel setzt sich weitgehend ungestört fort. Jedoch belastet die enorme Unsicherheit die Konjunktur. Diese Lähmung wird 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 ist nicht ganz auszuschließen.

Freier Handel mit Großbritannien wichtig

Außenhandelssaldo Deutschlands, Mrd. Euro



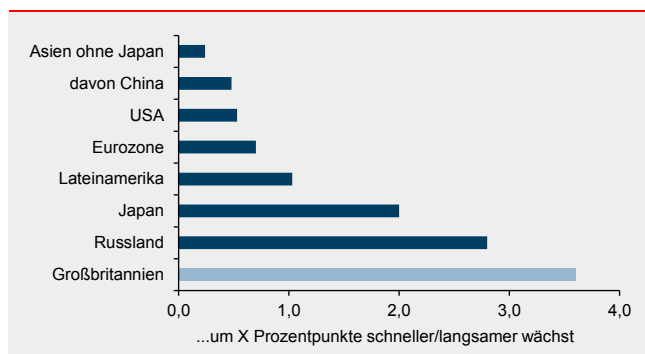
Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Kaum Wachstumseinbußen für die Eurozone

Der Brexit führt zu einem Wachstumseinbruch in Großbritannien, von dem auch Deutschland und die Eurozone betroffen sein werden. Immerhin rund 8 % der deutschen Exporte gehen in das Vereinigte Königreich. Der Außenhandelssaldo war 2015 mit 51 Mrd. Euro der zweitgrößte nach den USA. Unsicherheit und geringere Importe des baldigen „Nichtmitglieds“ treffen den deutschen Außenhandel, so dass das Wachstum in Deutschland bzw. in der Eurozone 2016 um 0,1 Prozentpunkte und 2017 um mindestens 0,2 Prozentpunkte geringer ausfallen wird.

Global: Relativ kleiner Effekt auf die Schwergewichte

Das Weltwachstum ändert sich unmittelbar um 0,1 Prozentpunkt, wenn...



Quellen: IMF, Helaba Volkswirtschaft/Research

Rest der Welt: Wirkung vor allem über die Kapitalmärkte

Großbritannien hat (je nach Berechnungsmethode) einen Anteil an der Weltwirtschaft von 2 % bis 4 %. Selbst eine auf längere Zeit spürbar schwächere Entwicklung dort sollte den Rest der Welt insgesamt nicht merklich bremsen. Die negativen Effekte des Brexit werden vor allem über die Finanzmärkte transportiert: Volatilität am Devisenmarkt und wegen der gestiegenen Unsicherheit fallende Aktienkurse. Wir gehen allerdings davon aus, dass die Wirkungen auf den globalen Output insgesamt überschaubar bleiben – auch wegen des noch einmal niedrigeren Zinsniveaus. ■