



FX MONITOR

3. August 2018

EUR/GBP: Nicht eingepreistes Brexit-Risiko.

Executive Summary

Die Uhr tickt. Noch haben das Vereinigte Königreich und die EU genügend Zeit, um die Brexit-Trennungsgespräche erfolgreich zum Abschluss zu bringen. Aber: Der Verhandlungsprozess stockt in kritischen Fragen, sein Ausgang bleibt ungewiss. Inmitten dieses politischen Mienenfelds schlägt die Bank of England (BoE) einen Kurs zur vorsichtigen Normalisierung ihrer Geldpolitik ein. Der Zinsschritt in dieser Woche (02.08.) um 25 Basispunkte wurde vom Markt antizipiert und hatte daher kaum Auswirkungen auf den Wechselkursverlauf. Die erstaunliche Außenwertentwicklung des Pfunds wirft - angesichts der enormen Herausforderungen des Brexits und des steigenden globalen Zinsumfelds - erneut Fragen auf.

Das Pfund wertete zum Euro nach dem Brexit-Votum zunächst stark ab, EUR/GBP konnte sich seit Mitte 2017 jedoch in einer Range von 0,86 und 0,90 festigen. Gegenüber dem US-Dollar wertete das Pfund nach dem „Brexit-Schock“ sogar leicht auf. Erst in diesem Jahr hat der Wechselkurs GBP/USD begonnen, die steigende Zinsdifferenz zwischen Fed und BoE sowie das Brexit-Risiko stärker einzupreisen.

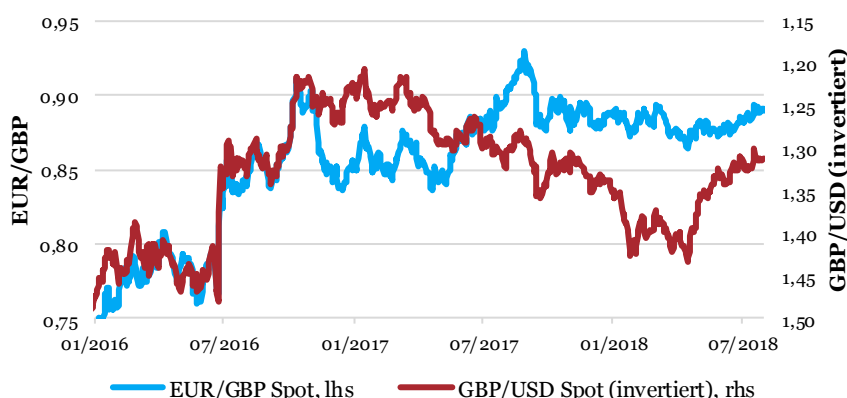
Marius Schad
Telefon: 040-3333-15205

BIP und Inflation Forecast*

	2018	2019	2022
BIP (real)	1,6	1,5	1,6
	2018	2019	2023
CPI	2,7	2,2	2,0

*Veränderung YoY in %
Quellen: IWF, HSH Nordbank Economics

EUR/GBP und GBP/USD (invertiert) seit 01/2016



Quelle: Bloomberg, HSH Nordbank Economics

HSH Forecasts EUR/GBP*

Q3 2018	0,90
Q4 2018	0,89
Q1 2019	0,89
Q2 2019	0,87
Q3 2019	0,87
Q4 2019	0,87

*zum Quartalsende
Quelle: HSH Nordbank Economics

Die verhältnismäßige Stabilität des Pfundes ist angesichts der enormen Brexit-Risiken bemerkenswert. Bislang geht der Markt fest von einer Einigung zwischen dem Vereinigten Königreich und der EU aus. Die Entwicklungen der letzten Monate, u.a. Rücktritte im Kabinett von PM May sowie kaum Fortschritte bei den Brexit-Verhandlungsgesprächen, werden im EUR/GBP-Wechselkurs nicht adäquat abgebildet. Strittige Punkte sind u.a. die Rolle des Europäischen Gerichtshofs sowie die Grenze zu Irland. Zudem verstärkt die Uneinigkeit der in „Hard-“ und „Soft-Brexiters“ gespaltenen Tories das No-Deal-Szenario als wesentliches Downside-Risiko für EUR/GBP bzw. den

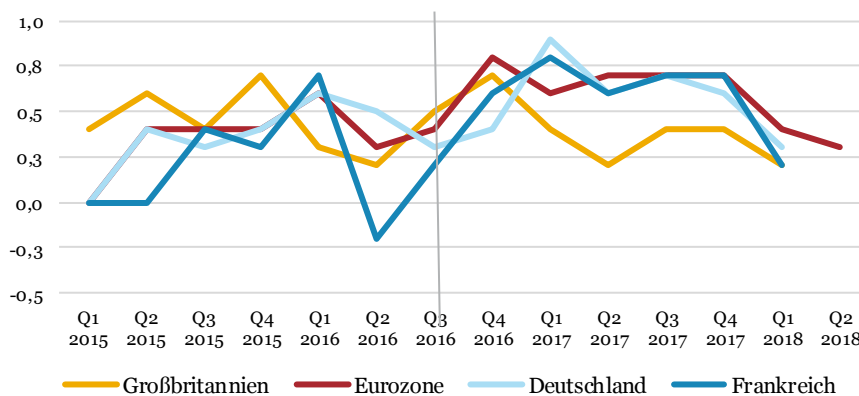
Außenwert des Sterlings im Allgemeinen. Die Handelsbeziehungen zwischen beiden Wirtschaftsräumen würden bei einem No-Deal-Szenario auf einen einfachen WTO-Status zurückfallen und den bilateralen Wirtschaftsaustausch massiv einschränken. Wir erwarten aber - trotz aller Stolpersteine - eine formale Einigung zwischen beiden Verhandlungspartnern spätestens bis Jahresende, auch wenn wesentliche Streitpunkte erst in der zweijährigen Übergangsphase nach März 2019 gelöst werden sollten. Zum Jahresende 2018 sehen wir EUR/GBP bei 0,89. Mitte 2019 sollte der dann klarere Brexit-Fahrplan und ein möglicher weiterer BoE-Zinsschritt das Wechselkurspaar in Richtung 0,87 schieben. Im Fall eines No-Deals sehen wir das Pfund unter starkem Druck. EUR/GBP wird sich dann wohl in Richtung der Parität orientieren.

„Deal“ oder „No-Deal“?

Konjunktur: Der Brexit wirkt sich aus.

Seit dem Brexit Votum im Juni 2016 ist die Wachstumsdynamik in Großbritannien sukzessive hinter die der Eurozone zurückgefallen. Während vor allem Deutschland im letzten Jahr eine Phase der Hochkonjunktur durchlebte ist das BIP-Wachstum in Großbritannien im G7 Vergleich auf den letzten Platz zurückgefallen. Das erste Quartal 2018 markierte dabei einen Tiefpunkt: Aufgrund einer schwachen Industrieproduktion und temporärer Wettereinflüsse ist das Wachstum auf 0,2 % (QoQ) abgerutscht. Für das abgelaufene Quartal wird ein Wachstum von 0,3 % (QoQ) erwartet, was dem Wachstum der Eurozone entspricht.

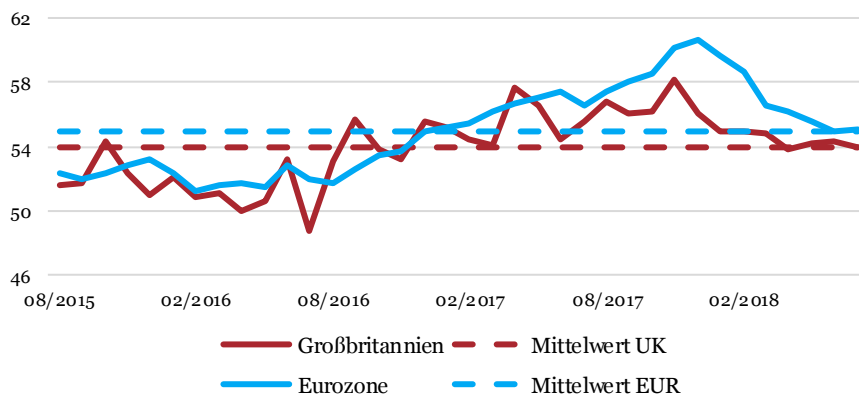
BIP-Wachstum QoQ in % seit 01/2015



UK-Konjunktur mit deutlichem Rücksetzer

Quelle: Bloomberg, HSH Nordbank Economics

Manufacturing PMIs UK und Eurozone



Quelle: Bloomberg, HSH Nordbank Economics

Das konjunkturelle Bild in Großbritannien bleibt durchwachsen. Die Industrieproduktion blieb zuletzt hinter den Erwartungen zurück, was sich auch in den PMI Daten der letzten vier Monate widerspiegelt. Sie liegt nach einer halbjährigen Talfahrt seit April etwa auf Höhe des Dreijahres-Durchschnitts und niedriger als das Äquivalent der Eurozone. Dies lässt erahnen, dass für das laufende Jahr keine neuen Impulse für das

Wachstum zu erwarten sind. Darüber hinaus gehen von den Brexit-Verhandlungen weitere Risiken aus. Speziell die Unsicherheit über den Zugang zum Binnenmarkt bedroht gewachsene Strukturen im produzierenden und verarbeitenden Gewerbe.

Geldpolitik: Soft hawkische BoE

Die BoE hat den Leitzins am Donnerstag (02.08.) wie erwartet um 25 bp auf 0,75 % angehoben. Dies war die erste Anhebung des Leitzinses seit November 2017 und erst die zweite seit 2009. Ursprünglich war der Schritt bereits für die Sitzungen im März und Mai geplant, schwache Konjunkturdaten verhinderten eine Anhebung jedoch. Da sich das Wachstum nun leicht erholt zeigt und die Inflation zuletzt mit 2,4 % (YoY) nur leicht über dem Ziel von 2,0 % (YoY) lag, hat die BoE die Gelegenheit genutzt, ihre Geldpolitik weiter zu normalisieren. Zukünftige Zinsanhebungen sind nur noch bedingt zu erwarten, da die Inflation weiter in Richtung Zielmarke von 2 % marschiert, die Unsicherheit im Zusammenhang mit den Brexit-Verhandlungen zunächst nicht sinken wird und das Wirtschaftswachstum einweilen verhalten bleibt. Nach dem Austritt aus der EU hängt die weitere Vorgehensweise der BoE dann davon ab, wie sich Inflation und Wachstum zukünftig entwickeln werden. Sollte im Fall eines harten Brexits der Zugang zum Binnenmarkt beschränkt werden, wird das Wachstum tendenziell eher zurückgehen, während inflatorische Tendenzen eher ansteigen könnten. In diesem Fall hängt die Reaktion der BoE vom Ausmaß beider Effekte ab. Sollte die Inflation deutlich stärker anziehen, das Wachstum aber nur moderat nachlassen, sind weitere Zinsschritte zu erwarten. Auf der anderen Seite hat sich die BoE mit der Zinsanhebung vom 02.08. nun die Möglichkeit geschaffen auf einen starken Rückgang des Wachstums oder auf Finanzmarkturbulenzen in einem möglichen No-Deal-Szenario mit einer Zinssenkung entsprechend zu reagieren.

BoE startet Phase der Zinsnormalisierung – vorsichtig

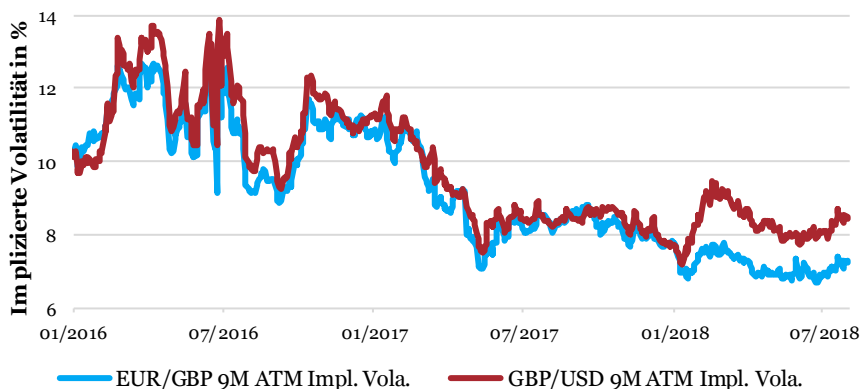
Optionsmarkt: GBP bildet kaum Brexit-Risiken ab

Angesichts der enormen Brexit-Gefahren und der enttäuschenden Wirtschaftsentwicklung ist die relative Stabilität des britischen Pfundes erstaunlich. Auch die zwei kleinen Zinsschritte der BoE seit November 2017 können den Außenwert des Pfundes nicht wirklich gestützt haben. Nach unserem Dafürhalten überwiegt am Devisenmarkt ein gefährlicher Optimismus hinsichtlich einer nachhaltigen Einigung im Brexit-Prozess.

Wenig Brexit-Risiken am Devisenmarkt ersichtlich

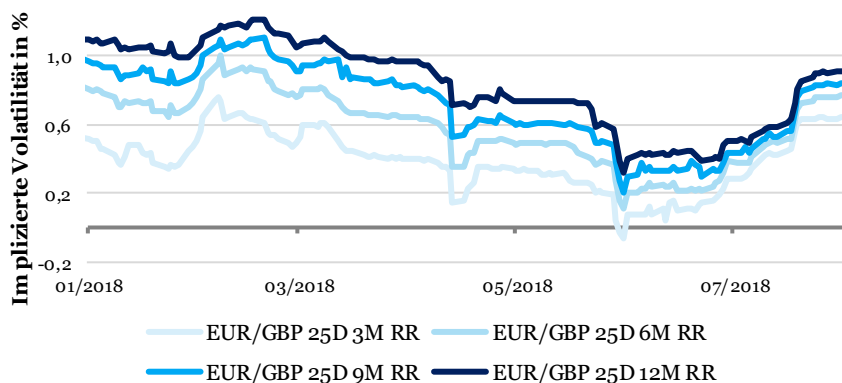
Ein Blick auf die At-the-Money-Volatilitäten (ATM) verdeutlicht dieses Vabanquespiel. Die Volatilitäten für EUR/GBP- und GBP/USD-Optionen geben die Brexit-Risiken gegenwärtig nicht adäquat wieder und notieren im Bereich ihrer Mehrjahrestiefs. Insgesamt wird auf Basis der Options-Volatilitäten keine wesentliche Wechselkurs-Schwankung in den nächsten Monaten erwartet. Marktteilnehmer können sich die niedrigen Volatilitäten zu Nutze machen, da sie die Attraktivität einer Währungssicherung über Optionsstrukturen erhöhen.

GBP-Volatilität Bloß nicht nervös werden



Quelle: Bloomberg, HSH Nordbank Economics

GBP Risk Reversals (RR): Erst seit Juni mehr Brexit Risiko sichtbar



Quelle: Bloomberg, HSH Nordbank Economics

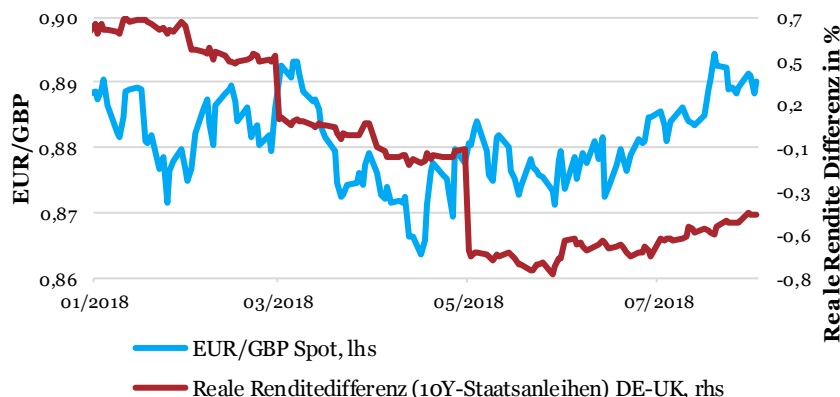
Weitere Anhaltspunkte für eine Unterschätzung des Brexit-Risikos signalisieren die Risk-Reversal-Strukturen für EUR/GBP. Nachdem das Brexit-Chaos innerhalb der britischen Regierung mit dem Rücktritt mehrerer Minister im Juni offenbar wurde, begann der Markt allmählich, die Brexit-Risiken gegenüber dem Einfluss der Zinsdifferenz überzugewichten. Zwischenzeitlich war die Absicherung gegen fallende EUR/GBP-Kurse im dreimonatigen Bereich (EUR/GBP-Puts) sogar teurer als eine Absicherung gegenüber einer Euro-Stärke (EUR/GBP-Calls). Die Notierung der EUR/GBP-25-Delta-Risk-Reversals im negativen Terrain Anfang Juni markiert jedoch noch keinen massiven Wendepunkt der Risikowahrnehmung. Der Markt richtet seinen Blick lediglich leicht von der Londoner Threadneedle Street und der BoE in Richtung Downing Street und Brexit.

EUR/GBP Risk-Reversals: BoE gerät leicht aus dem Fokus

Währungsmarkt: Viele Gründe für schwächeres Pfund im 2. Halbjahr

Ein wesentlicher Eckpfeiler für die Stabilität des Pfundes in den letzten Monaten markiert die Renditedifferenz zum Euro-Währungsgebiet. Die realen, um die Inflation adjustierten Staatsanleiherenditen haben sich seit Beginn der ersten Zinsanhebung der BoE und der dynamischen britischen Teuerung in den ersten Monaten des Jahres zu Gunsten des Pfundes verschoben. Seit Zunahme der Brexit-Unsicherheit Anfang Juni hat sich EUR/GBP von der realen Renditedifferenz entkoppelt. Wir interpretieren den Anstieg des Wechselkurs von 0,87 auf 0,89 bei verhältnismäßig konstanter Renditedifferenz als eine Art politischer Risikoprämie, die im dritten Quartal eher zu- als abnehmen sollte.

EUR/GBP und reale Zinsdifferenz: Politische Risikoprämie



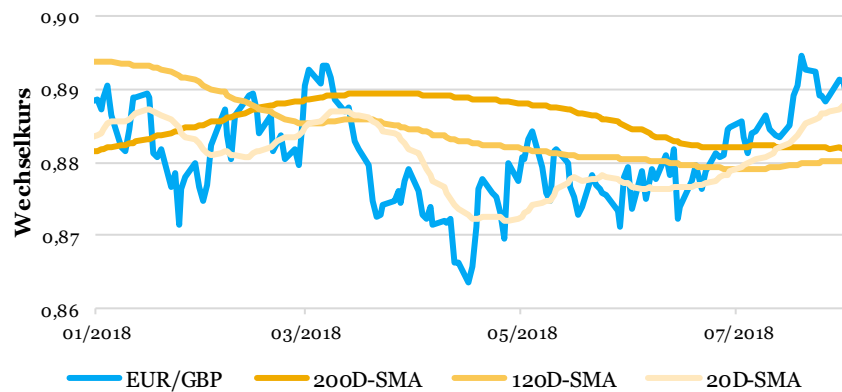
Quelle: Bloomberg, HSH Nordbank Economics

Zuletzt stand der moderat dynamischen Teuerung in Deutschland im Juli (vorläufig 2,1 % YoY, laut HVPI) eine eher verhaltene Preisentwicklung in Großbritannien im

Juni gegenüber (CPI 2,4 % YoY). Die reale Renditedifferenz zwischen beiden Währungsräumen könnte sich daher tendenziell ausweiten und deshalb auch höhere EUR/GBP-Kurse mit sich bringen.

EUR/GBP: Wechselkurs mit politischer Risikoprämie

EUR/GBP und SMAs: Bis zur Brexit-Einigung stärkerer Euro



Quelle: Bloomberg, HSH Nordbank Economics

Insgesamt wird die Vielzahl an bearischen Faktoren – die Brexit-Unklarheit, die nachlassende Konjunktur – in den nächsten Wochen und Monaten wahrscheinlich ein schwächeres Pfund implizieren. Die Überschreitung des 20-Tage-Simple-Moving-Averages (SMA) mit seinen 120-Tage- sowie 200-Tage-Pendants Anfang Juli deutete kurzfristig bereits ein schwächeres Pfund an. Erst nach der Einigung zum Austritt aus der EU und der Klärung der strittigen Punkte wird dieser Druck nachlassen. Nach unserer Einschätzung könnte EUR/GBP bis zum Ende des dritten Quartals auf 0,90 ansteigen und bis zum Austrittstermin am 31. März 2019 seitwärts tendieren (Ende Q1 2019: 0,89).

IMPRESSUM

HSH NORDBANK AG

HAMBURG: Gerhart-Hauptmann-Platz 50, 20095 Hamburg, Telefon 040 3333-0, Fax 040 3333-34001

KIEL: Martensdamm 6, 24103 Kiel, Telefon 0431 900-01, Fax 0431 900-34002

REDAKTION UND VERSAND

Economics

Dr. Cyrus de la Rubia
Chefvolkswirt
Tel.: 040-3333-15260

Sintje Boie
Analystin
Tel.: 040-3333-12820

Volker Brokelmann, CFA
Credit Analyst
Tel.: 040-3333-12249

Jan Edelmann
Analyst
Tel.: 040-3333-15206

Marius Schad
Analyst
Tel.: 040-3333 -15205

Thomas Miller, CFA
Credit Analyst
Tel.: 040-3333-12056

Redaktionsschluss dieser Ausgabe: 3. August 2018

Das Glossar zu unseren Publikationen finden Sie auf der Homepage der HSH Nordbank unter

http://www.hsh-nordbank.de/publikationen_glossar

WEITERE ANSPRECHPARTNER DER HSH NORDBANK

Sparkassen & Financial Institutions

Thomas Benthien
Tel.: 0431-900-25000

Sales Corporates and Real Estate

Kristin Ehrhorn
Tel.: 0431-900-25152

Sales Shipping, Energy & Infrastructure

Stefan Masannek
Tel.: 0431-900-25550

Debt Capital Markets

Jan Eibich
Tel.: 0431-900-25311

Disclaimer

Die in dieser Publikation enthaltenen Marktinformationen sind zu allgemeinen Informationszwecken erstellt worden und ausschließlich zur Information bestimmt. Sie ersetzen weder eigene Marktrecherchen noch sonstige rechtliche, steuerliche oder finanzielle Information oder Beratung. Es handelt sich bei dieser Publikation um eine Information im Sinne des § 63 Absatz 6 WpHG bzw. Artikel 24 Absatz 3 der Richtlinie 65/2014/EU. Diese Publikation enthält keine Anlagestrategieempfehlungen oder Anlageempfehlungen (Finanzanalysen) im Sinne des § 2 Absatz 9 Nummer 5 WpHG bzw. des Artikel 3 Absatz 1 Nummer 34 und Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014. Sie steht deshalb nicht im Einklang mit den Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen und unterliegt keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Die HSH Nordbank AG weist darauf hin, dass die dargestellten Marktinformationen nur für Anleger mit eigener wirtschaftlicher Erfahrung, die die Risiken und Chancen des/der hier dargestellten Marktes/Märkte abschätzen können und sich umfassend aus verschiedenen Quellen informieren, bestimmt sind. Die in dieser Publikation enthaltenen Aussagen und Angaben basieren auf Informationen, die die HSH Nordbank AG gründlich recherchiert bzw. aus allgemein zugänglichen, von der HSH Nordbank AG nicht überprüfbar Quellen, die sie für verlässlich erachtet, bezogen hat: Die HSH Nordbank AG hält die verwendeten Quellen zwar für verlässlich, kann deren Zuverlässigkeit jedoch nicht mit letzter Gewissheit überprüfen. Die einzelnen Informationen aus diesen Quellen konnten nur auf Plausibilität überprüft werden, eine Kontrolle der sachlichen Richtigkeit fand nicht statt. Zudem enthält diese Publikation Schätzungen und Prognosen, die auf zahlreichen Annahmen und subjektiven Bewertungen sowohl der HSH Nordbank AG als auch anderer Quellen beruhen und lediglich unverbindliche Auffassungen über Märkte und Produkte zum Zeitpunkt der Herausgabe darstellen. Trotz sorgfältiger Bearbeitung übernehmen die HSH Nordbank AG und ihre Mitarbeiter und Organe keine Gewähr für Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der bereitgestellten Informationen und Prognosen.

Dieses Dokument kann nur gemäß den gesetzlichen Bestimmungen in den jeweiligen Ländern verteilt werden, und Personen, die im Besitz dieses Dokuments sind, sollten sich über die anwendbaren lokalen Bestimmungen informieren. Diese Unterlagen enthalten nicht alle für wirtschaftlich bedeutende Entscheidungen wesentliche Angaben und können von Informationen und Einschätzungen anderer Quellen/Marktteilnehmer abweichen. Weder die HSH Nordbank AG noch ihre Organe oder Mitarbeiter können für Verluste haftbar gemacht werden, die durch die Nutzung dieser Publikation oder ihrer Inhalte oder sonst im Zusammenhang mit dieser Publikation entstanden sind.

Die HSH Nordbank AG weist darauf hin, dass die Verbreitung der vorliegenden Materialien nicht zulässig ist. Schäden, die der HSH Nordbank AG aus der unerlaubten Verbreitung dieser Materialien entstehen, hat der Verbreitende in voller Höhe zu ersetzen. Von Ansprüchen Dritter, die auf der unerlaubten Verbreitung dieser Materialien beruhen, und damit im Zusammenhang stehenden Rechtsverteidigungskosten hat er die HSH Nordbank AG freizuhalten. Dies gilt insbesondere auch für die Verbreitung dieser Publikation oder von Informationen daraus an U.S. Personen oder Personen in Großbritannien.

Die HSH Nordbank unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.