

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Alles neu macht die May – und was macht der Trump?

Die britische Premierministerin Theresa May hat in ihrer aktuellen Rede für Klarheit gesorgt. Wer bisher noch einen Restzweifel hatte, dass Theresa May nach einer Hintertür für einen Ausstieg aus dem Brexit sucht, wurde eines Besseren belehrt. Zielstrebig scheint die Premierministern das Ziel zu verfolgen, Großbritannien aus der EU zu führen. Nachdem sich die Bevölkerung gegen einen Verbleib in der EU entschieden hat, überlegt die britische Regierung nun, wie sie das Land in der Welt positionieren kann.

Dabei orientiert sich die britische Regierung in gewisser Weise an der Tradition des Britischen Empires. Die Überlegung ist durchaus schlüssig: Großbritannien verfügt aufgrund seiner kolonialen Vorgeschichte, seiner militärischen Fähigkeiten sowie seiner nach wie vor existierenden globalen militärischen Präsenz über ein belastbares internationales Netzwerk. Und wenn das „Geschäftsmodell“ des Landes nun ohnehin neu erfunden werden muss, macht es Sinn, auf dieses bestehende Netzwerk zu setzen. Statt „nur“ einen zollfreien Zugang zum europäischen Binnenmarkt zu haben, setzt Großbritannien nun darauf, mittel- bis langfristig freien und ungehinderten Handel mit der ganzen Welt zu treiben.

Natürlich ist sich Theresa May dessen bewusst, dass dieser Weg steinig werden wird und die Kapazitäten und Fähigkeiten für die notwendigen Verhandlungen bisher kaum im Land vorhanden sind. Deswegen ist es auch ein geschickter Schachzug von May, das britische Parlament mit einzubeziehen, wenn die Verhandlungen mit der EU finalisiert werden sollen. Denn für den Fall, dass die EU mit ihrer Verhandlungsposition hart bleiben sollte, steigt durch die Einbindung des Parlamentes immerhin die Legitimation für die beschlossene Vorgehensweise und die damit einhergehenden (harten) Konsequenzen.

Da sich die vorgesehene Zeitspanne für die anstehenden Verhandlungen mit der EU als zu kurz erweisen könnte, setzt Großbritannien zudem auf eine Übergangslösung bis zur finalen Klärung aller Details. Das bedeutet, dass selbst für den Fall, dass am Ende der Verhandlungen ein harter Brexit steht, dieser harte Brexit nicht zwangsläufig schon im Frühjahr 2019 eintreten wird. Das nimmt der Entwicklung ein wenig die Brisanz und gibt Großbritannien die notwendige Zeit, neue Handelsmodalitäten mit anderen Ländern und Regionen zu entwickeln und zu modifizieren.

Da Großbritannien ab jetzt weitgehend losgelöst von EU-Richtlinien und Rahmendaten planen kann, könnte sich am Ende sogar ein hinreichend gut funktionierendes Geschäftsmodell entwickeln. Die Eckdaten dafür wurden in der Rede von Theresa May gesetzt. So strebt man eine selektive Einwanderung an, die gezielt auf die Migration hochqualifizierter Arbeitnehmer setzt. Steuerpolitisch kann man sich vorstellen, für Unternehmen massive Anreize zu setzen und somit in einen scharfen Steuerwettbewerb mit der EU zu treten. Da man zudem eine autonome Geldpolitik verfolgt und nicht (mehr) Teil einer sich anbahnenden

europäischen Transferunion ist, könnte sich Großbritannien als „sicherer Hafen“ etablieren, wenn der Kontinent in eine erneute Schieflage geraten sollte – und wenn das Vereinigte Königreich sein Haushalts- und Leistungsbilanzdefizit in den Griff bekommt. Am Ende ist nicht auszuschließen, dass sich Großbritannien dann als eine Art „dereguliertes Singapur in der Nordsee“ positionieren kann – mit einer finanzmarktfreundlichen Gesetzgebung und einer generell sehr positiven Einstellung zum freien Handel. Aus dieser Perspektive ist es vielleicht verfrüht, über Großbritannien den Kopf zu schütteln und das Land mitleidig zu belächeln. Wir stellen an dieser Stelle eher die Prognose auf, dass Großbritannien nach einigen harten Jahren durchaus das Potenzial aufweist, gestärkt aus dieser Situation hervorzugehen. Aus dieser Perspektive stellt sich auch die Frage, ob die massive Abwertung des Britische Pfund tatsächlich gerechtfertigt ist oder ob die Märkte hier in der Summe nicht ein wenig zu reflexartig gehandelt haben.

VORAUSSICHTLICHER ZEITPLAN FÜR DEN BREXIT	
Januar 2017	▪ Entscheidung des Supreme Court zur Befragung des Parlaments
Februar 2017	▪ Brexit-Minister David Davis legt Konzept für die Verhandlungen vor
März 2017	▪ Eröffnung der Verhandlungen zwischen EU und Vereinigtem Königreich
April / Mai 2017	▪ Präsidentschaftswahlen in Frankreich
Sommer 2017	▪ „Großes Aufhebungsgesetz“ im britischen Parlament
September 2017	▪ Bundestagswahl in Deutschland
Herbst 2018	▪ Vorläufiger Abschluss der Verhandlungen ▪ Beginn der Ratifizierung der Verhandlungsergebnisse
Frühjahr 2019	▪ Europawahl ▪ Vollzug des Brexit ▪ wahrscheinlich Inkrafttreten einer Übergangslösung

Während also die Gesamteinschätzung vieler Marktteilnehmer für Großbritannien aus unserer Sicht ein wenig zu trübe ausfällt, sind die Vorschusslorbeeren der Märkte für den neuen US-Präsidenten möglicherweise ein wenig übertrieben und verfrüht. Vor allem der US-Aktienmarkt hat nach den Wahlen auch deshalb so stark zugelegt, da mit einer kurzfristigen Beschleunigung des BIP-Wachstums durch mehr Schulden und mehr Staatsausgaben gerechnet wird. Diese Annahme ist auch plausibel; trotzdem fragen wir uns, ob sich aus der zu erwartenden Politik Trumps auch eine langfristig günstige Prognose ableiten lässt. Denn während Großbritannien einem freien Handel prinzipiell sehr offen gegenübersteht, scheint die US-Administration genau das Gegenteil anzustreben: Protektionismus ist wie-

der salonfähig, und das ausgerechnet mit freundlicher Unterstützung der USA! Dabei ist allerdings die Kritik der zukünftigen US-Administration an Teilen der gegenwärtigen Handelspraktiken einiger Länder weder falsch noch abwegig. Aus einer rein theoretischen Perspektive macht Freihandel in der Summe für alle Beteiligten immer Sinn (allerdings nicht für jeden Einzelnen in jeder Situation zu jedem Zeitpunkt). Die theoretischen Grundlagen für diese Aussage werden u.a. im sog. Heckscher-Ohlin-Modell gelegt und sind in der Wissenschaft prinzipiell unumstritten. In solchen Modellen wird aber (teilweise unausgesprochen) davon ausgegangen, dass der Freihandel für alle beteiligten Parteien unter gleichen Regeln, Rechten und Pflichten im Rahmen eines freien Marktprozesses erfolgt und sich keine Partei durch eigennützige, nicht marktkonforme Verhaltensweisen einen systematischen Vorteil zu Lasten anderer Parteien verschaffen kann.

Hier setzt u.a. die Kritik von Trump an. Trump wirft beispielsweise China vor, im Handel ein teilweise „unfares“ Spiel zu spielen, das im Endeffekt die gemeinsamen Vorteile des freien Handels zu Gunsten Chinas verschiebt. Dieser Vorwurf ist nicht ganz von der Hand zu weisen. Als Beispiel wäre die chinesische Währung zu nennen. Der Wechselkurs des Renminbi zum US-Dollar oder zum Euro ist nicht das Ergebnis einer freien Marktpreisbildung, sondern in erster Linie das Ergebnis eines politischen Prozesses. Hier besteht die naheliegende Vermutung, dass der resultierende Wechselkurs das wirtschaftspolitisch gewünschte Ergebnis widerspiegelt – mit entsprechenden Vorteilen für China und mit entsprechenden Nachteilen für die chinesischen Handelspartner.

Ein anderes Beispiel betrifft den chinesischen Marktzugang. Während chinesische Unternehmen in Europa oder den USA mehr oder weniger ungehinderten Marktzugang genießen, ist der Verkauf ausländischer Produkte in China oftmals nur möglich, wenn ein gewisser Wertschöpfungsanteil auch in China erbracht wird. Teilweise gehen die Forderungen der chinesischen Regierung inzwischen so weit, dass beispielsweise der Verkauf von Autos eines deutschen Herstellers nur noch dann im geplanten Umfang möglich ist, wenn ganze Entwicklungsabteilungen nach China verlegt werden. Hinter vorgehaltener Hand wird darüber berichtet, dass mit der Verlagerung der Entwicklungsabteilungen eine extreme chinesische Wirtschaftsspionage einhergeht, man als Exporteur diese Spionage aber akzeptieren müsse, da sonst der Absatz der eigenen Autos gefährdet sei. Auch die Tatsache, dass chinesische Unternehmen weitgehend ungehindert westliche Firmen aufkaufen können, dies aber westlichen Unternehmen in China verwehrt ist, kann hier als Beispiel für eine gewisse Asymmetrie in den Handelspraktiken gewertet werden.

Selbstverständlich ist es das Recht Chinas, eigene Vorstellungen darüber zu entwickeln, was für China gut ist. Allerdings ist es auch das gute Recht der Handelspartner, für sich zu überlegen, ob die teilweise eigenwillige Interpretation eines freien Handels von China auch noch zu hinreichend großen eigenen Vorteilen führt. Aus dieser Perspektive wurde es vermutlich sogar Zeit, sich mit dieser Thematik zu beschäftigen und mit China darüber in das Gespräch zu treten, inwieweit Adjustierungen im wirtschaftlichen

Miteinander vorgenommen werden können und auch sollten. Aus dieser Perspektive empfinden wir es grundsätzlich sogar als ermutigend, wenn sich die neue US-Regierung diesem Thema annimmt, zumal in Folge dieser Diskussion auch in Deutschland ein Denkprozess darüber angestoßen wird, bis zu welchem Punkt man „unfares“ Verhalten im Handel stillschweigend hinnimmt und ab wann man aktiv dagegen vorgeht.

Wenn wir uns nun trotzdem größere Sorgen machen, dass in diesem Themenkomplex sehr viel (nicht nur chinesisches) Porzellan zerschlagen werden könnte, dann liegt das vor allem an den handelnden Personen. Auch wenn wir dem neuen US-Präsidenten nicht zu nahe treten wollen: Die Fähigkeit zur Selbstreflexion scheint bei Donald Trump noch ausbaufähig, und die Liebe zu inhaltlichen Details ist vermutlich verbesserungsbedürftig. Für einen Präsidenten sind das keine guten Startvoraussetzungen, denn die Welt gestaltet sich zuweilen eben doch komplex und diffizil, und nicht alle Sachverhalte lassen sich mit 140 Zeichen eines Twitter-Chats abschließend klären. Und so reicht es dann eben doch nicht immer, ein grundsätzlich wichtiges Thema mit der prinzipiell richtigen Stoßrichtung anzugehen, aber dann aufgrund fehlender Liebe zum Detail einen noch größeren Schaden anzurichten.

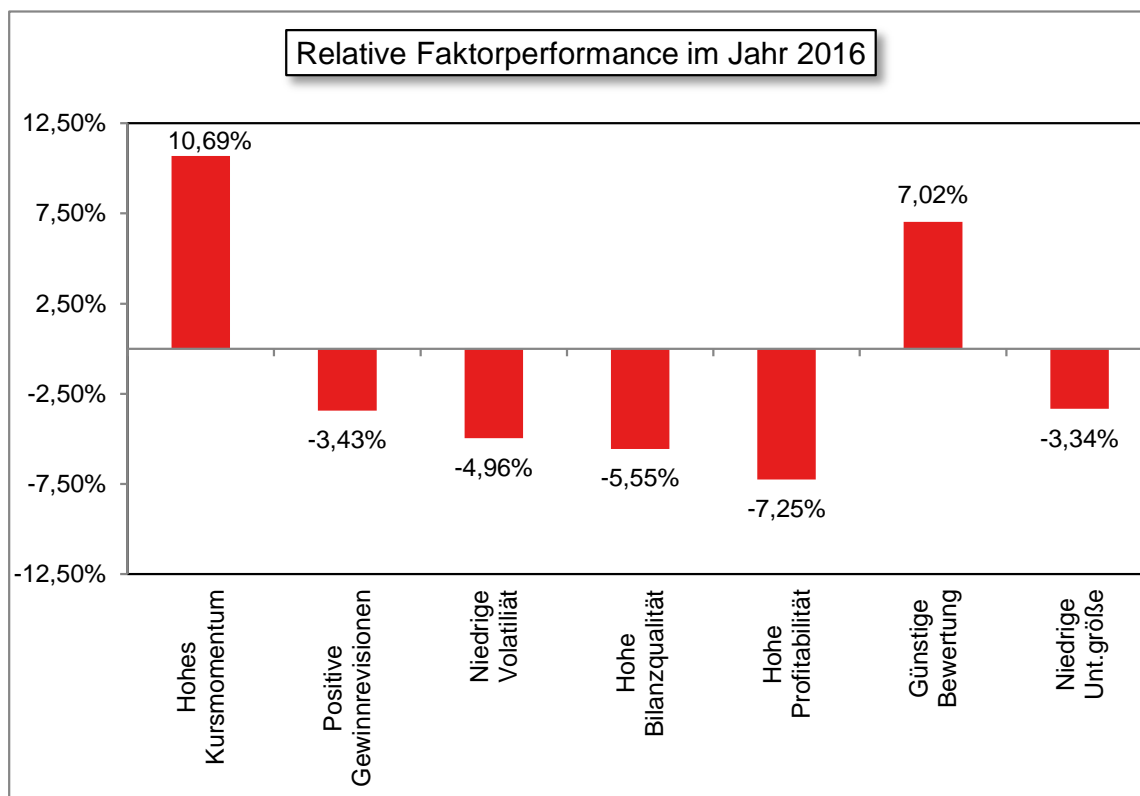
Wo wir gerade von Schaden sprechen: Wir sehen es mit einer gewissen Skepsis, dass Trump sich nicht auf die Kritik an unfairen Handelspraktiken beschränkt, sondern offensichtlich dem freien Handel allgemein skeptisch gegenübersteht. Die Sinnhaftigkeit von Spezialisierungsvorteilen scheint sich Trump nicht zu erschließen, stattdessen setzt er eher auf merkantilistische Ansätze, die konzeptionell ein wirklich alter Hut sind. Der große „Spaß“ an Interventionismus und Dirigismus, gepaart mit einer selektiven Förderung der gewerblichen Wirtschaft, steht vermutlich auch im Zusammenhang mit dem persönlichen Werdegang von Donald Trump. Als Immobilien-Tycoon hat er gelernt, dass es in seinem Geschäft auf gute „Deals“ ankommt. Erst eine Abfolge singulärer guter „Deals“ (günstiger Einkauf, guter Verkauf) führt im Immobiliengeschäft zu Geschäftserfolgen, während in anderen Geschäftsbereichen eine Vielzahl kleiner und kleinster Entscheidungen und Ereignisse über Erfolg oder Misserfolg entscheiden. Donald Trump scheint nun den Fehler zu begehen, diese Erfahrung auf das politische Geschäft zu übertragen. Wir halten dies für äußerst problematisch. Eine Volkswirtschaft in der Größe der USA kann unmöglich über singuläre Entscheidungen gesteuert werden. Die USA brauchen eine Wirtschaftspolitik, in der sinnvolle Anreize und gute Rahmenbedingungen gesetzt werden, von denen dann alle profitieren. Selektive Eingriffe und damit einhergehende „Deals“ funktionieren immer nur im Einzelfall und gehen nicht selten mit unerwünschten Nebeneffekten einher. Zudem führt diese Vorgehensweise eher zu Vetternwirtschaft und Kumpaneien – auch das erklärt, warum Donald Trump eine geistige Nähe zu Putin zu verspüren scheint. Wir machen uns dementsprechend ein wenig Sorgen, dass die USA in den kommenden Jahren (nicht unbedingt in den nächsten 18 Monaten!) in schwieriges Fahrwasser geraten könnten, während Großbritannien aus unserer Sicht tatsächlich das Potenzial hat, eher positiv zu überraschen.

Wochenausblick für die Zeit vom 23. bis 27. Januar 2017

	Sept	Okt	Nov	Dez	Jan	Feb	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. Flash	54,3	55,0	54,3	55,6	55,4		24. Januar
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl. Flash	50,9	54,2	55,1	54,3	54,5		24. Januar
D: Ifo-Geschäftsklimaindex	109,5	110,5	110,4	111,0	110,8		25. Januar
D: Ifo- Lageeinschätzung	114,8	115,1	115,6	116,6	116,9		25. Januar
D: GfK Konsumklima	10,2	10	9,7	9,8	9,9	10,2	26. Januar
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. Flash	52,6	53,5	53,7	54,9	54,6		24. Januar
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl. Flash	52,2	52,8	53,8	53,7	54,0		24. Januar
E-19: M3, y/y	5,1%	4,4%	4,7%	4,8%			27. Januar

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: „And the winner is...“ – Faktorperformance 2016



Wer im Jahr 2016 in seiner Aktienselektion auf die Faktoren positives Kursmomentum und günstige Bewertung abstellte, hat (zumindest relativ im Vergleich zum breiten europäischen STOXX 600 Index) das große Los gezogen. Während der STOXX 600 mit einer Wertentwicklung von +2,37% das Jahr 2016 lediglich mit einer leicht positiven Seitwärtsbewegung beendete, konnten Anleger, die schon zu Jahresbeginn auf die Faktoren Momentum und Bewertung gesetzt haben, 10,69% bzw. 7,02% über dem Index abschließen. Für diese Untersuchung haben wir am Anfang jedes Quartals Faktorportfolios mit 100 Aktien aus dem STOXX 600 gebildet, die zu diesem Zeitpunkt das höchste Exposure zu dem genannten Faktor aufgewiesen haben. Deren Performance haben wir über die folgenden drei Monate gleichgewichtet und dann jeweils nach

Ablauf des Quartals rebalanciert. Deutlich schlechter als der STOXX 600 schlossen Faktorportfolios ab, die auf positive Gewinnrevisionen (-3,43%), niedrige Kursvolatilität (-4,96%), hohe Bilanzqualität (-5,55%), hohe Profitabilität (-7,25%) sowie geringe Unternehmensgröße (-3,34%) getrimmt waren. Die „Siegerfaktoren“ des vergangenen Jahres müssen aber keinesfalls die Gewinner von morgen sein. Da es unmöglich ist zu prognostizieren, welche Faktoren in der Zukunft die anderen schlagen werden, ist es wichtig sich bewusst zu machen, dass Single-Faktorinvestments auch immer eine Wette auf die zukünftige (Out)Performance eines Faktors darstellen. Von daher raten wir dazu, möglichst Aktien zu selektieren, die zu allen Faktoren ein gleichmäßiges hohes Exposure aufweisen.

	Stand	Veränderung zum			
	19.01.2017 17:50	12.01.2017 -1 Woche	16.12.2016 -1 Monat	18.10.2016 -3 Monate	30.12.2016 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	19775	-0,6%	-0,3%	8,9%	0,1%
S&P 500	2269	-0,1%	0,5%	6,0%	1,3%
Nasdaq	5556	0,1%	2,2%	5,9%	3,2%
DAX	11597	0,7%	1,7%	9,1%	1,0%
MDAX	22635	1,5%	3,8%	5,5%	2,0%
TecDAX	1836	0,4%	3,9%	2,9%	1,4%
EuroStoxx 50	3289	0,1%	0,9%	7,9%	-0,1%
Stoxx 50	3010	-0,3%	0,2%	5,7%	0,0%
SMI (Swiss Market Index)	8273	-1,2%	0,6%	2,5%	0,6%
FTSE 100	7204	-1,2%	2,7%	2,9%	0,9%
Nikkei 225	18894	-1,3%	-2,6%	11,4%	-1,2%
Brasilien BOVESPA	63977	0,0%	9,6%	0,3%	6,2%
Russland RTS	1137	-3,3%	0,1%	15,2%	-1,4%
Indien BSE 30	27309	0,2%	3,1%	-2,6%	2,6%
China Shanghai Composite	3102	-0,6%	-0,7%	0,6%	-0,1%
MSCI Welt (in €)	1786	0,6%	-0,1%	8,6%	1,1%
MSCI Emerging Markets (in €)	898	0,6%	3,0%	2,2%	3,3%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	163,01	-88	82	-73	-114
Bobl-Future	133,28	-18	17	160	-35
Schatz-Future	112,22	-2	-9	12	-7
3 Monats Euribor	-0,33	0	-2	-2	-1
3M Euribor Future, Dez 2017	-0,31	-2	-5	1	0
3 Monats \$ Libor	1,03	1	3	15	3
Fed Funds Future, Dez 2017	1,10	0	-8	38	0
10-jährige US Treasuries	2,47	11	-12	73	3
10-jährige Bunds	0,37	23	16	41	27
10-jährige Staatsanl. Japan	0,08	3	1	13	3
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,09	18	1	40	12
US Treas 10Y Performance	572,05	-0,2%	1,9%	-4,6%	0,5%
Bund 10Y Performance	608,58	-0,4%	0,3%	-2,0%	-0,7%
REX Performance Index	483,68	-0,1%	0,1%	-0,8%	-0,3%
IBOXX AA, €	0,74	3	-2	27	7
IBOXX BBB, €	1,56	3	-3	24	6
ML US High Yield	6,27	-3	-31	-18	-19
JPM EMBI+, Index	785	0,3%	3,1%	-2,1%	1,7%
Wandelanleihen Exane 25	6942	0,0%	1,1%	2,6%	0,4%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	430,88	-0,4%	2,3%	2,7%	2,4%
MG Base Metal Index	295,13	0,5%	1,1%	15,4%	5,5%
Rohöl Brent	54,19	-3,1%	-1,8%	5,2%	-4,4%
Gold	1200,59	-0,3%	6,1%	-4,8%	3,7%
Silber	17,27	2,7%	6,5%	-2,3%	7,6%
Aluminium	1839,00	2,7%	6,7%	12,7%	7,9%
Kupfer	5740,50	-1,3%	2,0%	23,2%	3,9%
Eisenerz	81,50	0,0%	1,2%	38,1%	1,9%
Frachtraten Baltic Dry Index	952	6,7%	0,6%	7,0%	-0,9%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,0630	-0,5%	1,8%	-3,3%	0,8%
EUR/ GBP	0,8628	-1,0%	3,1%	-3,3%	1,1%
EUR/ JPY	122,46	0,6%	-0,7%	7,1%	-0,8%
EUR/ CHF	1,0727	-0,1%	-0,2%	-1,5%	-0,1%
USD/ CNY	6,8680	-0,5%	-1,4%	1,9%	-1,2%
USD/ JPY	114,67	0,0%	-2,8%	10,4%	-1,9%
USD/ GBP	0,8121	-0,8%	1,0%	-0,1%	0,4%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com	Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com	Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com
Dr. Jörg Rahn	+49 40 3282-2419	jrahn@mmwarburg.com	Bente Lorenzen	+49 40 3282-2409	blorenzen@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.