

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

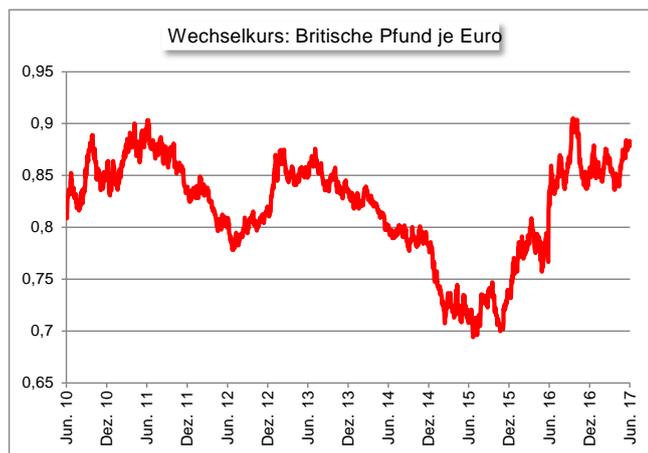
Brexit: Vom Traum zum Alptraum

90% aller Briten wollen im europäischen Binnenmarkt bleiben. 70% aller Briten wollen die Einwanderung von EU-Staatsbürgern begrenzen. Allein diese zwei Zahlen belegen, dass eine Mehrheit der Briten noch eine Traumvorstellung vom einem Verhandlungsergebnis hat, das sich nicht realisieren wird. Denn wenn ein Prinzip der EU als sakrosankt einzustufen ist, dann die Untrennbarkeit der vier Freiheiten: freier Personenverkehr, freier Warenverkehr, freier Dienstleistungsverkehr und freier Kapitalverkehr. Das bedeutet, dass ein Land nur die anderen drei Freiheiten bekommen kann, wenn es auch die vierte akzeptiert. Diesen Grundsatz aufzugeben, würde aller Voraussicht nach das Ende der EU einleiten, weil dann die zentralen Vorteile für jedes Mitgliedsland verloren gingen.

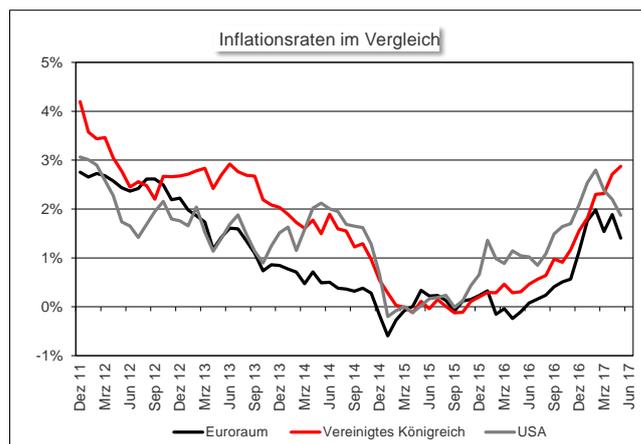
Es ist daher kaum vorstellbar, dass diese Grundregeln vom französischen Präsidenten und bekennendem Pro-Europäer Macron oder von der deutschen Seite, sei es Merkel oder Schulz, in Frage gestellt werden wird. Die Verhandlungsposition der EU ist damit relativ klar umrissen.

Die britische Regierung hat insofern das große Problem, dass sie die Erwartungen ihrer Wähler unmöglich erfüllen kann. Premierministerin Theresa May wurde schon bei der jüngsten Wahl für ihre Verhandlungsstrategie abgestraft. Ihr Motto „kein Deal sei besser als ein schlechter Deal“ hat nicht die Stimmung im Land getroffen. Es ist Stand heute kaum vorstellbar, dass das britische Wahlvolk ein Scheitern der Gespräche stützen oder gutheißen würde. Das schwächt die Verhandlungsposition von Theresa May noch zusätzlich über die seit der Neuwahl bestehende Notwendigkeit der politischen Unterstützung durch eine nordirische Regionalpartei hinaus. Denn im Fall von Drohungen gegenüber der EU, die Verhandlungen scheitern zu lassen, muss sie mit Widerstand im eigenen Land rechnen.

Die Märkte beginnen langsam damit, die schwierige Ausgangsposition der britischen Regierung in den Verhandlungen einzupreisen. Das Britische Pfund hat das zweit-schwächste Niveau seit sechs Jahren erreicht. Nur im Oktober 2016 notierte die Inselwährung noch tiefer. Damals hatte Theresa May ihre Strategie eines harten Brexits verkündet und damit die Devisenmärkte geschockt.

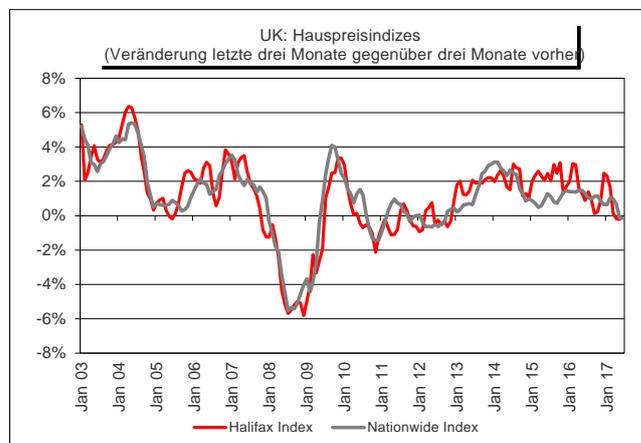


Die Pfund-Abwertung federt zwar durch eine gestiegene Wettbewerbsfähigkeit die Belastungen durch die politischen und wirtschaftlichen Unsicherheiten ab, hat aber gleichzeitig unangenehme Nebenwirkungen. So stieg die Inflationsrate entgegen den Entwicklungen in anderen Volkswirtschaften weiter auf zuletzt 2,9% an und liegt damit über der Zielmarke der Bank of England von 2%.



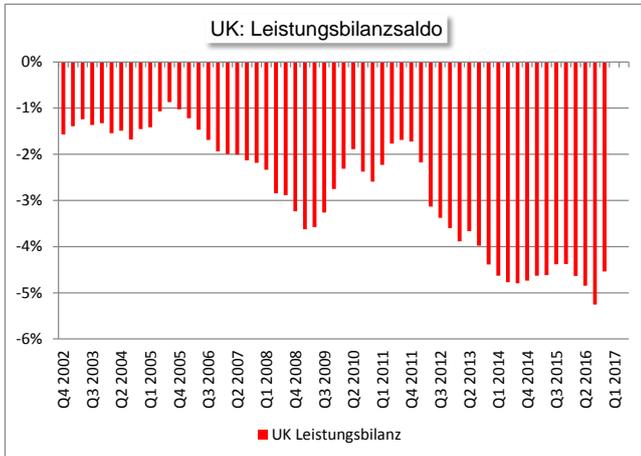
Vor diesem Hintergrund darf es nicht überraschen, dass inzwischen bereits drei von insgesamt acht Mitgliedern des Entscheidungsgremiums der Notenbank für eine Zinserhöhung plädieren. Gestern hat Zentralbankchef Mark Carne darüber hinaus signalisiert, dass die Bank of England vorbereitet wäre, eine Zinsanhebung vorzunehmen, falls die Wirtschaftsdynamik anzieht. Ein höheres Zinsniveau ist jedoch Gift für die britische Wirtschaft.

Abgesehen vom Wechselkurs und der Inflationsrate sind die Folgen des bevorstehenden Brexit noch nicht so stark zu Tage getreten. Der befürchtete Einbruch bei den Immobilienpreisen ist bisher ausgeblieben. Allerdings scheint auch der positive Preistrend der Jahre 2013 bis 2016 gestoppt zu sein. Zuletzt stagnierten die Preise in etwa, in London gab es jüngst Anzeichen für Wertkorrekturen, die allerdings noch sehr klein ausfielen.



Der Häusermarkt ist aber ein Beispiel dafür, wie brüchig das britische Wirtschaftsmodell ist. Denn ein großer Teil der Immobilienkäufer in London stammt aus dem Ausland. Insgesamt hat das Vereinigte Königreich in den vergange-

nen Jahren von einem enormen Kapitalzufluss profitiert, was sich im relativ hohen Leistungsbilanzdefizit von über 4% ausdrückt. Die große Sorge der britischen Wirtschaft ist, dass die ausländischen Anleger dem Land den Rücken kehren. In dem Fall müssten die Gürtel auf der Insel deutlich enger geschnallt werden, was Konsumrückgänge mit sich brächte.



Demgegenüber befindet sich die EU in einer besseren wirtschaftlichen Lage. Die meisten Volkswirtschaften erwirtschaften einen Leistungsbilanzüberschuss. Kapitalabflüsse in Folge eines Brexits sind eher nicht zu erwarten. Die wirtschaftliche Abhängigkeit ist bedeutsam, aber nicht kritisch. Viele EU-Staaten exportieren zwischen 5% und 10% ihrer Waren in das Vereinigte Königreich. Frankreich, allein schon durch den französischen Brexit-Verhandlungsführer Michel Barnier ein besonders wichtiger Verhandlungspartner, führt nur 3% seiner Exporte nach Großbritannien aus. Nur Irland ist mit etwas über 15% seines Exports stärker betroffen. Allerdings importiert Irland mehr Waren aus Großbritannien als umgekehrt.

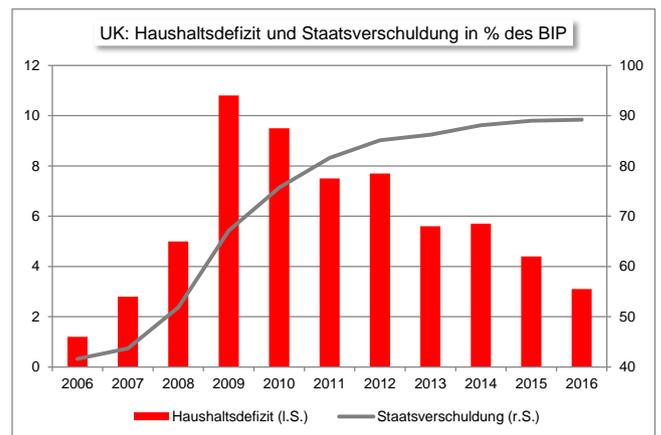
Ein Blick auf die EU-Verhandlungsseite zeigt aber, dass die EU auch nicht frei von politischen Zwängen ist. Polen und einige andere Ostblockländer haben ein Interesse daran, dass ihre Landsleute weiterhin in Großbritannien leben und arbeiten können. In Polen wären kaum genügend Arbeitsplätze im Fall einer Rückkehr der Exil-Polen vorhanden. Die baltischen Staaten sehen Großbritannien gerne als militärischen Verbündeten gegen potenzielle Gefahren aus Russland, vor allem im Bereich der Geheimdiensttätigkeit. Lobbygruppen aus der Wirtschaft werden bei einem drohenden Scheitern auf eine Einigung drängen, um nicht einen Absatzschock im Vereinigten Königreich zu erleiden. Dazu gehören viele Interessengruppen, wie die Automobilindustrie, aber auch die einflussreiche Landwirtschaft. Insofern besteht berechtigte Hoffnung auf ein gemeinsames Lösungsinteresse, wobei der Erfolgsdruck wohl unterschiedlich stark ausgeprägt ist. Das aus unser Sicht wahrscheinlichste Szenario sieht folgendermaßen aus:

- Großbritannien wird auf den vollen Zugang zum europäischen Binnenmarkt verzichten, um die Kontrolle über die Immigration und über die oberste Gerichtsinstanz zurückzugewinnen.
- Der Dienstleistungsverkehr wird eingeschränkt werden, was zu einer teilweisen Verlagerung des Londoner Fi-

nanzsektors auf den Kontinent führen wird. Aufgrund seiner überragenden Clustereffekte und der vergleichsweise liberalen Arbeitsbedingungen wird London allerdings das wichtigste Finanzzentrum Europas bleiben.

- Bisher in England ansässige EU-Ausländer erhalten ein dauerhaftes Aufenthaltsrecht. Gleiches gilt für Briten in der EU. Für neue EU-Bürger werden Quoten eingeführt.
- Da ein umfassendes Handelsabkommen mehr als zwei Jahre in Anspruch nehmen wird, wird es wohl eine Übergangslösung bezüglich des Warenverkehrs geben müssen. Die einfachste Übergangslösung lautet, dass der freie Warenverkehr zunächst erhalten bleibt, das Vereinigte Königreich dafür aber den EuGH als höchste richterliche Instanz übergangsweise noch anerkennen und zudem weiterhin in den EU-Haushalt einzahlen muss, um den EU-Binnenmarktzugang aufrechtzuerhalten. Ein neues Handelsabkommen wird dann in den Folgejahren ausgehandelt, was auf der anderen Seite den finanziellen EU-Beitrag verringert.

Diese Ergebnisskizze sieht noch sehr moderat aus, sie hätte aber trotzdem deutlich spürbare wirtschaftliche Einbußen für Großbritannien zur Folge. Vor allem die Einschränkungen im Dienstleistungssektor würden Arbeitsplatzabbau und Wachstumsrückgänge mit sich bringen. Zwar dürfte die britische Regierung versuchen, durch Steuersenkungen dem Abwärtstrend entgegen zu treten. Dies funktioniert jedoch angesichts des Haushaltsdefizits nur begrenzt und nur temporär. Die Briten werden zukünftige Steuererhöhungen antizipieren und ihren Konsum einschränken. Bis das Vereinigte Königreich sich vom Geschäftsmodell her wieder so solide aufgestellt hat, dass das Wachstum wieder ohne finanzielle Stützung in Gang kommt, werden einige schwierige Jahre vergehen. Der kurze britische Traum von Unabhängigkeit und Freiheit wird wohl in einem längeren Alptraum mit erhöhter Arbeitslosigkeit und Konsumverzicht übergehen.



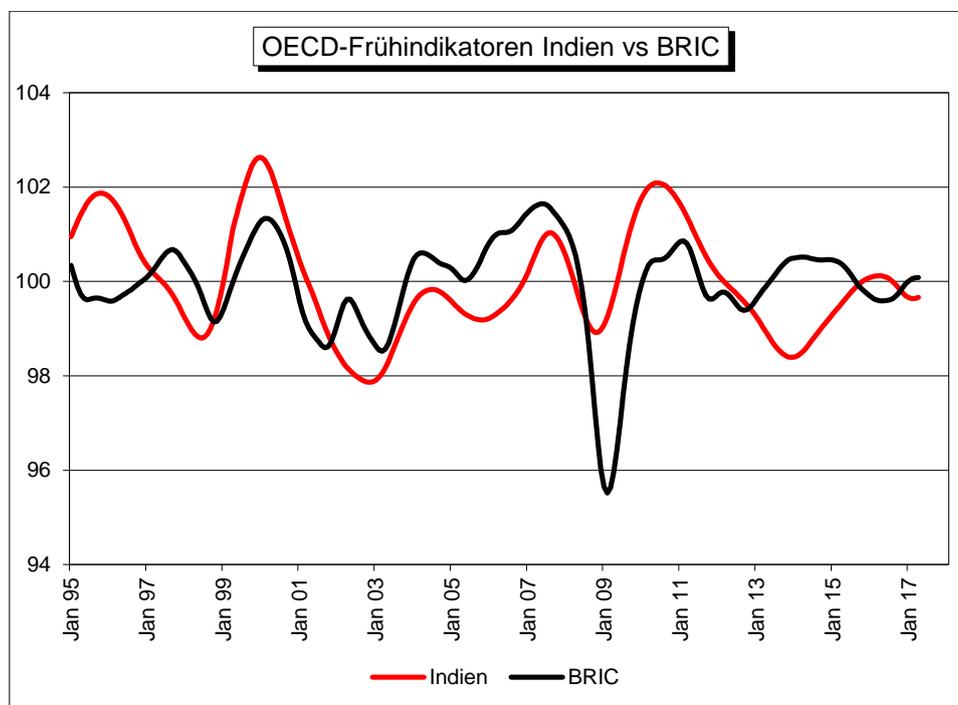
Wir empfehlen den Anlegern, das Britische Pfund zu meiden. Auch Aktien von englischen Unternehmen, die nicht einen Großteil ihres Umsatzes im Ausland erzielen, wie z.B. Immobilienentwickler, würden wir trotz teilweise schon vorhandener Kursabschläge noch nicht wieder in den Fokus nehmen. Denn auch unter den angelsächsischen Anlegern scheint aktuell noch zu viel Optimismus bezüglich des Ausgangs der Verhandlungen zu bestehen.

Wochenausblick für die Zeit vom 3. Juli bis 7. Juli 2017

	Jan.	Feb.	Mrz.	Apr.	Mai	Juni	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew., final	56,4	56,8	58,3	58,2	59,5	59,3	3. Juli
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final	53,4	54,4	55,6	55,4	55,4	53,7	5. Juli
D: Auftragseingänge, m/m	-6,7%	3,5%	1,1%	-2,1%	1,2%		6. Juli
D: Auftragseingänge, y/y	0,0%	4,7%	2,4%	3,3%	4,1%		6. Juli
D: Industrieproduktion, m/m	1,3%	1,8%	-0,1%	0,8%	0,3%		7. Juli
D: Industrieproduktion, y/y	-0,4%	1,9%	2,2%	2,8%	4,1%		7. Juli
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew., final	55,2	55,4	56,2	56,7	57,0	57,3	3. Juli
E-19: Arbeitslosenquote, sa.	9,5	9,4	9,4	9,3	9,3		3. Juli
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final	53,7	55,5	56,0	56,4	56,3	54,7	5. Juli
E-19: Einzelhandelsumsatz, m/m	0,1%	0,6%	0,2%	0,1%	0,1%		5. Juli

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Indien - Mehrwert durch die Mehrwertsteuer?



In der Nacht zum Samstag wird in Indien die wohl wichtigste Steuerreform der jüngsten Geschichte umgesetzt. Nachdem mehr als zehn Jahre diskutiert wurde, hat die indische Regierung im August letzten Jahres die Einführung einer landesweit einheitlichen Steuer auf Waren und Dienstleistungen verabschiedet. Ziel der Reform ist es, einen gemeinsamen Wirtschaftsraum zu schaffen, der das Durcheinander aus lokalen Abgaben ablöst. Bisher hatten alle 29 Bundesstaaten unterschiedliche Mehrwertsteuergesetze und damit unterschiedliche Zoll-, Steuer- und Transportabgaben. Das führte dazu, dass je nachdem in welchem Staat ein Unternehmen sein Gut verkaufte, unterschiedliche Abgaben berechnet wurden. Ein einheitliches Steuerrecht soll nun den Warenverkehr und -transport zwischen den Bundesstaaten erleichtern und den erheblichen Verwaltungsaufwand nicht nur auf Staatsseite,

sondern insbesondere auch für die Unternehmen reduzieren. Dies ist sowohl für indische als auch für ausländische Unternehmen vorteilhaft. Viele Waren und Dienstleistungen könnten durch den geringeren Verwaltungsaufwand günstiger werden. Allerdings werden einige Waren, z.B. Gold und Textilwaren, in den meisten Bundesstaaten deutlich höher besteuert als vor der Reform und somit teurer. Da alle Ankündigungseffekte mit dem Beschluss der Reform im letzten August schon eingepreist sein dürften, sollte der Aktienmarkt keine Reaktion auf die Einführung der neuen Mehrwertsteuer am Samstag zeigen. Während die negativen Effekte der zum Teil teureren Waren sofort mit Reformstart einsetzen werden, brauchen die positiven Effekte mehr Zeit um sich in der Wirtschaft bemerkbar zu machen, sollten dann aber deutlich überwiegen.

	Stand	Veränderung zum			
	24.05.2017	04.05.2017	10.04.2017	10.02.2017	30.12.2016
<b>Aktienmärkte</b>	16:28	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	YTD
Dow Jones	20976	0,1%	1,5%	3,5%	6,1%
S&P 500	2400	0,4%	1,8%	3,6%	7,2%
Nasdaq	6129	0,9%	4,2%	6,9%	13,9%
DAX	12639	-0,1%	3,6%	8,3%	10,1%
MDAX	25042	0,1%	3,5%	8,7%	12,9%
TecDAX	2247	4,9%	9,2%	20,1%	24,0%
EuroStoxx 50	3589	-1,1%	3,1%	9,7%	9,1%
Stoxx 50	3239	0,4%	2,5%	6,6%	7,6%
SMI (Swiss Market Index)	9041	0,7%	4,9%	6,9%	10,0%
FTSE 100	7511	3,6%	2,2%	3,5%	5,1%
Nikkei 225	19900	2,3%	5,9%	2,7%	4,1%
Brasilien BOVESPA	63406	-2,2%	-1,9%	-4,1%	5,3%
Russland RTS	1087	0,6%	0,3%	-6,6%	-5,6%
Indien BSE 30	30302	0,6%	2,5%	6,9%	13,8%
China Shanghai Composite	3064	-2,0%	-6,3%	-4,2%	-1,3%
MSCI Welt (in €)	1907	-1,3%	-2,4%	-0,2%	2,5%
MSCI Emerging Markets (in €)	1004	0,1%	-0,9%	2,6%	9,7%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>					
Bund-Future	160,90	0	-209	-301	-325
Bobl-Future	131,61	9	-94	-219	-202
Schatz-Future	112,15	-4	-32	-26	-15
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	-1
3M Euribor Future, Dez 2017	-0,29	2	0	-5	0
3 Monats \$ Libor	1,18	0	3	14	18
Fed Funds Future, Dez 2017	1,29	4	5	19	0
10-jährige US Treasuries	2,28	-7	-8	-14	-16
10-jährige Bunds	0,40	1	19	8	30
10-jährige Staatsanl. Japan	0,05	3	0	-4	0
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,12	-4	12	8	8
US Treas 10Y Performance	572,11	-0,5%	-0,3%	0,3%	0,5%
Bund 10Y Performance	605,59	-0,2%	-1,9%	-0,8%	-1,2%
REX Performance Index	482,25	-0,1%	-0,8%	-0,6%	-0,6%
IBOXX AA, €	0,75	1	12	4	7
IBOXX BBB, €	1,38	-2	-2	-17	-12
ML US High Yield	6,09	-2	-6	-8	-37
JPM EMBI+, Index	816	0,0%	1,3%	2,5%	5,6%
Wandelanleihen Exane 25	7223	-0,3%	2,2%	4,5%	4,5%
<b>Rohstoffmärkte</b>					
CRB Index	406,23	0,7%	-2,7%	-6,1%	-3,4%
MG Base Metal Index	287,46	-0,5%	-3,9%	-5,2%	2,7%
Rohöl Brent	54,25	10,4%	-3,0%	-4,6%	-4,3%
Gold	1253,31	1,9%	0,1%	1,8%	8,3%
Silber	16,22	-0,2%	-9,5%	-9,8%	1,1%
Aluminium	1859,50	-2,5%	-2,7%	-0,4%	9,1%
Kupfer	5475,25	-0,8%	-4,2%	-10,0%	-0,9%
Eisenerz	60,00	-5,5%	-18,4%	-30,2%	-25,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	949	-5,5%	-22,9%	35,2%	-1,2%
<b>Devisenmärkte</b>					
EUR/ USD	1,1192	2,4%	5,8%	5,3%	6,2%
EUR/ GBP	0,8640	1,9%	1,3%	1,5%	1,2%
EUR/ JPY	125,25	1,6%	6,4%	3,8%	1,5%
EUR/ CHF	1,0919	0,7%	2,2%	2,3%	1,7%
USD/ CNY	6,8887	-0,1%	-0,2%	0,1%	-0,9%
USD/ JPY	114,29	1,6%	3,0%	0,9%	-2,2%
USD/ GBP	0,7720	-0,3%	-4,1%	-3,6%	-4,6%

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, Mikrofilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.