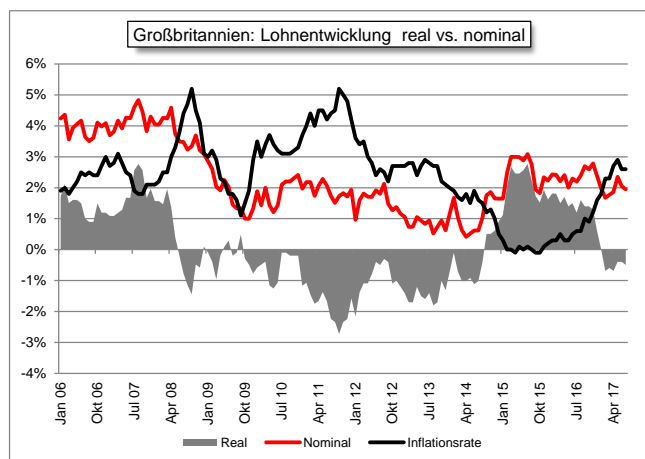


Großbritannien: Der wirtschaftliche Niedergang beginnt schon vor dem Brexit

Noch vor wenigen Tagen versprach Boris Johnson, Großbritanniens Außenminister, dem Land eine „glorreiche“ Zukunft nach dem Brexit. Auch wenn keiner die Zukunft wirklich vorhersehen kann, muss schon viel Fantasie aufgebracht werden, um diese Meinung zu teilen. Denn in den vergangenen Monaten zeichnet sich eher ein langsamer Niedergang der britischen Wirtschaft als eine heroische Auferstehung ab.

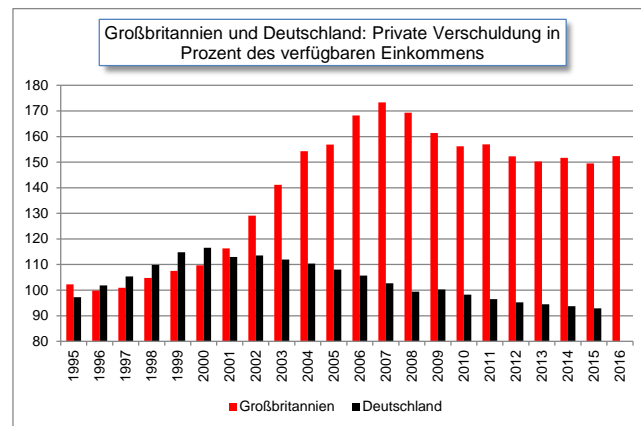
Der konjunkturelle Rückgang erfolgt dabei nicht abrupt, wie manche kurz nach dem Brexit-Votum erwartet hatten, sondern schleicht sich langsam durch die Anpassung der Investitionspolitik bei den Unternehmen ein. Die eingetrübten oder zumindest unsicheren Zukunftsaussichten veranlassen die Unternehmen, zurückhaltender zu agieren. Große Investitionen werden aufgeschoben, Nachfragespitzen eher durch Überstunden als durch neue Mitarbeiter aufgefangen und die Löhne der Angestellten nur zögerlich erhöht.

Die zurückhaltende Lohnpolitik wirkt sich direkt auf die privaten Einkommen aus. Die Reallöhne sind aufgrund der wachsenden Inflation, die wiederum durch die Abwertung des Britischen Pfund verstärkt wird, zuletzt spürbar zurückgegangen. Die Konsumenten reagieren darauf, indem sie ihre Konsumausgaben durch die Aufnahme von Schulden glätten. Das führt zu einer sinkenden Sparquote, die zuletzt noch 1,7 Prozent des verfügbaren Einkommens erreichte, was nicht nur verglichen mit den knapp 10 Prozent in Deutschland wenig ist, sondern auch ein historisches Tief markiert.

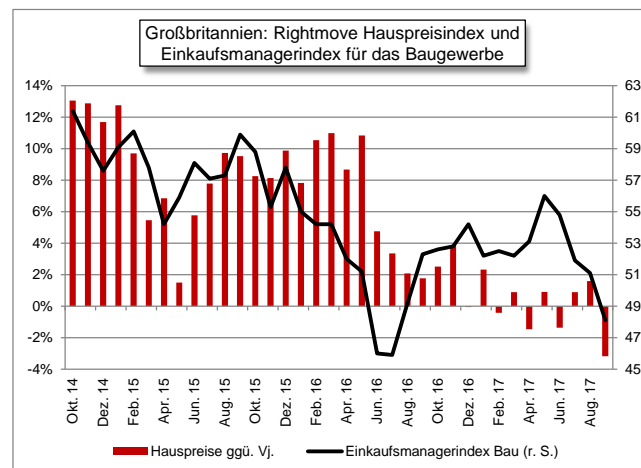


Mit anderen Worten bedeutet dies, dass Großbritanniens Verbraucher über ihre Verhältnisse leben. Insgesamt beträgt die Verschuldung der privaten Haushalte über 150 Prozent des verfügbaren Einkommens, was im internationalen Vergleich einen sehr hohen Wert darstellt. In Deutschland liegt die Verschuldung der privaten Haushalte nur bei rund 90 Prozent des verfügbaren Einkommens. Die britische Finanzaufsicht schätzt, dass etwa 16 Prozent der britischen Bevölkerung mit Schuldenproblemen zu kämpfen hat. Besonders belastet wird auch die junge Generation.

So stieg z.B. das Volumen der Studentenkredite allein im Jahr 2016 um 17 Prozent.

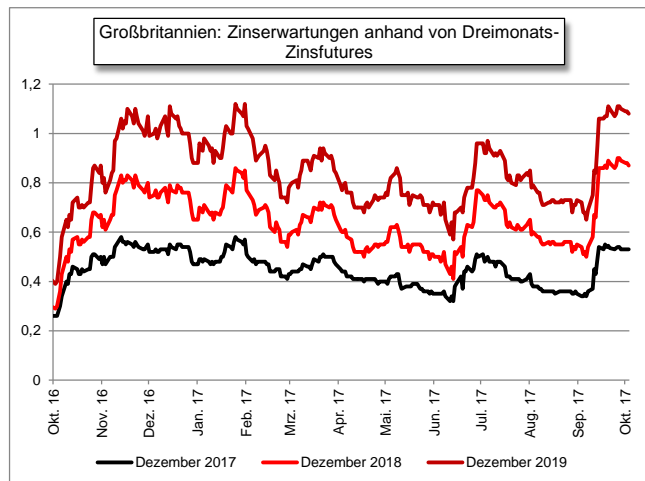


Eine flache Lohnentwicklung sowie die politische Unsicherheit belasten zudem die für das Vereinigte Königreich wirtschaftlich so wichtigen Immobilienmärkte. Die Hauspreise haben gemäß Rightmove in den ersten neun Monaten des Jahres stagniert. Die Angebotspreise für Immobilien lagen im September 2017 sogar 3,2 Prozent unter dem Vorjahreswert. Deutlich wird die Schwäche bei der Stimmung unter den Einkaufsmanagern im Baugewerbe. Der Indexwert von 48,1 Punkten signalisiert einen Rückgang der Geschäftserwartungen im Baugewerbe. Noch ist es vor allem der Wirtschaftsbau, bei dem sich die Unsicherheit bemerkbar macht, aber der Wohnungsbau folgt zumeist mit kurzem Zeitverzug.



Eine temporär höhere Kreditaufnahme ist für die Volkswirtschaft verkraftbar, solange die Zinsen nicht steigen. Da jedoch die Preissteigerungsrate auf 2,9 Prozent angesprungen ist und gleichzeitig die Inflationserwartungen für die lange Frist von fünf bis zehn Jahren wieder über 3 Prozent gestiegen sind, steht die Bank of England unter Handlungsdruck. Mit großer Wahrscheinlichkeit wird sie die Leitzinsen von 0,25 Prozent auf 0,5 Prozent anheben. Dieser kleine Zinsschritt ist noch keine wirklich Bedrohung, sollte jedoch die Notenbank zu weiteren Zinsschritten gezwungen werden, könnten die zumeist variabel verzinsten Konsumentenkredite zu einem Anstieg der Privatinsolvenzen führen. Dies wiederum wäre eine Belastung für die Banken

und damit die Finanzstabilität der Volkswirtschaft. Denn nicht nur die privaten Haushalte leben auf Pump, sondern auch die Volkswirtschaft insgesamt. Das Leistungsbilanzdefizit hat sich zuletzt zwar etwas verringert, liegt mit rund 4,5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts jedoch noch immer recht nahe an der kritischen Marke von 5 Prozent.



Ganz kurzfristig ist eine Krise zwar nicht zu erwarten, da die internationale Konjunkturentwicklung zu kräftig ist. Denn diese wirkt sich auch stabilisierend auf die britische Wirtschaft aus. Allerdings droht das Vereinigte Königreich in einer Abschwungphase als erstes betroffen zu sein. Und schon vorher dürfte sich der schleichende Prozess der wirtschaftlichen Schwäche fortsetzen.

Die Verhandlungen über den Brexit kommen kaum voran, da beide Seiten in ihren Vorstellungen noch sehr weit voneinander entfernt sind. Es zeichnet sich jedoch ab, dass es einen Unterschied macht, ob zwei Staaten oder Staatenbünde einen neuen Handelsvertrag eingehen oder ob sie einen bestehenden Vertrag neu verhandeln oder auflösen. Während bei Neuverträgen beide Parteien unabhängig von der wirtschaftlichen Größe gleichberechtigt verhandeln, macht sich das ökonomische Gewicht während der Handelsgemeinschaft oder bei ihrer Auflösung stark bemerkbar. Der Grund ist, dass der wirtschaftliche Gewinn eines neuen Handelsvertrags sehr vage erscheint und damit für die Bevölkerung im Fall eines Nichtzustandekommens keine gefühlten Nachteile mit sich bringt. Dagegen sind die Verluste einer wirtschaftlichen Separation sichtbarer und können damit als Druckmittel des Stärkeren verwendet werden. So können beispielsweise die USA Nachverhandlungen beim NAFTA-Vertrag erzwingen, denn eine Auflösung des Vertrags hätte für Kanada und Mexiko wirtschaftlich gravierendere Probleme zur Folge als für die große Volkswirtschaft USA.

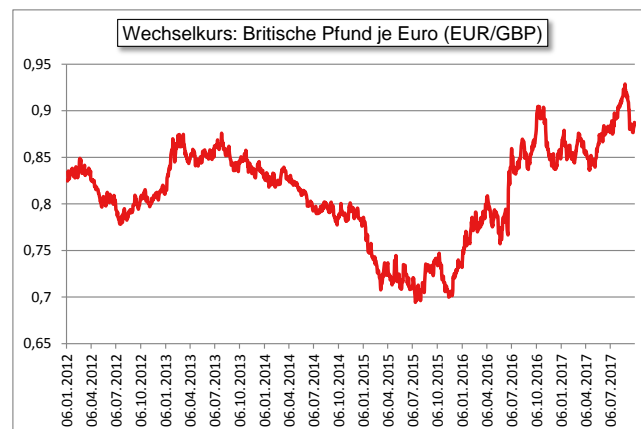
Noch akzeptiert die britische Regierung die schlechtere Verhandlungsposition nicht. Sie klammert sich an den Strohhalm, dass eine neue Bundesregierung wirtschaftsfreundlicher eingestellt und dementsprechend kompromissbereiter sein wird. Aus diesem Grund werden die Verhandlungen bis Anfang 2018 nur sehr zögerlich verlaufen. Die Hoffnungen werden aber wohl enttäuscht werden, denn europaweit herrscht Einigkeit darüber, dass lieber wirtschaftliche Einbußen verkraftet werden, als die Fliehkräfte

der EU durch eine zu entgegenkommende Politik zu stärken. Ein harter Brexit im März 2019 ist jedoch kaum zu befürchten. Schon jetzt zeichnet sich eine Übergangsphase ab, in der Großbritannien zwar formal ausgetreten sein wird, aber die Verpflichtungen der EU noch weitgehend anerkennt, um im Gegenzug den Zugang zum Binnenmarkt nicht zu verlieren.

Aus unserer Sicht wird es ab März 2019 bis mindestens zum Abschluss der siebenjährigen EU-Haushaltsperiode Ende 2020 eine Übergangsphase mit einem relativ soften Brexit geben. Aufgrund der Knappheit der Zeit ist das Land nicht auf einen harten Schnitt vorbereitet. In dieser Phase wird Großbritannien weiter voll in den EU-Haushalt einzahlen, da diese Gelder sowieso schon fest versprochen wurden. Diese Lösung ist auch für die EU attraktiv, weil sie keine Haushaltslücken durch Zusatzzahlungen aus nationalen Haushalten schließen muss.

Was nach dieser Übergangsphase geschieht, ist weitgehend unklar. Ein Rücktritt vom Brexit ist jedoch nahezu auszuschließen. Der Wunsch nach nationaler Selbstbestimmung insbesondere in der Einwanderungspolitik ist zu groß. Aber das wird spürbare wirtschaftliche Einschnitte für Großbritannien mit sich bringen. Eine Krise im Vereinigten Königreich ist nicht auszuschließen. Aufgrund des begrenzten Anteils am Welt-Bruttoinlandsprodukt von rund 3% wird sich aber kein Einbruch der Weltwirtschaft ergeben.

Wir empfehlen, Investments im Vereinigten Königreich nur sehr selektiv einzugehen. Sowohl die Gewinne der britischen Unternehmen könnten aufgrund der Investitionszurückhaltung unter Druck kommen, als auch die Finanzstabilität der Volkswirtschaft eines Tages in Gefahr geraten. Wir erwarten trotz der bevorstehenden Zinserhöhung eine weitere Abschwächung des Britischen Pfund. Selbst die Parität zum Euro, was einer Pfund-Abwertung um 12 Prozent entspräche, ist nicht auszuschließen. Zusammen mit der begrenzten zusätzlichen Privatverschuldung wird dies die EU-Exporte in das Vereinigte Königreich belasten. Insbesondere Konsumgüterhersteller wie Automobilproduzenten dürften Absatzeinbußen verzeichnen. Diese könnten aber durch eine stärkere Nachfrage aus anderen Teilen der Welt, wie z.B. den USA, China oder Südeuropa, kompensiert werden, so dass ein Investment in Exporteure nach Großbritannien nicht generell abgelehnt werden kann. Die geplante Übergangsphase von zwei oder mehr Jahren wird zudem einen wirtschaftlichen Schock verhindern.

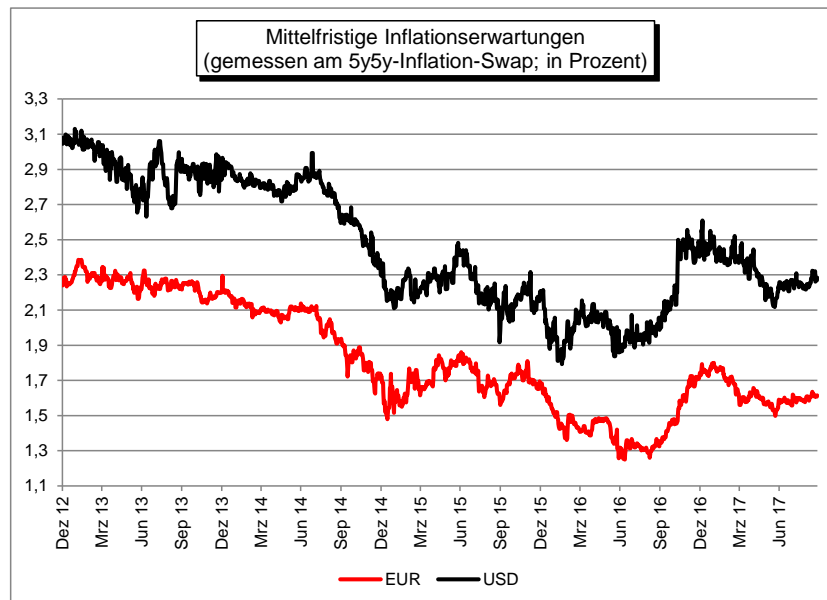


Wochenausblick für die Zeit vom 2. Oktober bis 6. Oktober 2017

	Apr.	Mai	Jun.	Jul.	Aug.	Sep.	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew., final	58,2	59,5	59,6	58,1	59,3	60,6	2. Oktober
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final	55,4	55,4	54,0	53,1	53,5	55,6	4. Oktober
D: Auftragseingänge, m/m	-2,1%	1,1%	0,9%	-0,7%	0,6%		6. Oktober
D: Auftragseingänge, y/y	3,2%	3,9%	5,1%	4,9%	4,5%		6. Oktober
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew., final	56,7	57,0	57,4	56,6	57,4	58,2	2. Oktober
E-19: Arbeitslosenquote, sa.	9,4%	9,2%	9,2%	9,1%	9,1%		2. Oktober
E-19: Produzentenpreise m/m	0,0%	-0,3%	-0,2%	0,0%	0,2%		3. Oktober
E-19: Produzentenpreise y/y	4,3%	3,4%	2,4%	2,0%	2,4%		3. Oktober
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final	56,4	56,3	55,4	55,4	54,7	55,6	4. Oktober
E-19: Einzelhandelsumsatz, m/m	0,0%	0,3%	0,6%	-0,3%	0,4%		4. Oktober

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Inflation lässt auf sich warten



Die US-Notenbank hat auf ihrer letzten Sitzung angekündigt, ihre Anleihebestände zu reduzieren. Allerdings fällt die Reduzierung mit zunächst 10 Mrd. US-Dollar pro Monat sehr gering aus. Zudem hält der Offenmarktausschuss daran fest, in diesem Jahr noch einmal und im nächsten Jahr dreimal die Zinsen anheben zu wollen. Woran liegt es nun aber, dass die Kapitalmarktteilnehmer nicht vollumfänglich an diesen Pfad glauben? Die aktuellen Kurse der Fed-Fund-Futures preisen für dieses Jahr noch eine Zinserhöhung im Dezember ein, aber für nächstes Jahr nur knapp eine. Der Grund hierfür liegt in der weiterhin niedrigen Kerninflation. Diese lag Ende Juli bei gut 1,4%, und die Mehrzahl der Ökonomen sieht für den weiteren Jahresverlauf keinen spürbaren Anstieg. Auch die mittelfristigen Inflationserwartungen geben keinen Hinweis darauf, dass sich die Kerninflationsrate in naher Zukunft von dem aktuell niedrigen Niveau entfernt. Und nicht nur den Kapitalmarktteilnehmern scheint die Inflationsentwicklung Rätsel aufzugeben. Auch Fed-Präsidentin Janet Yellen sprach in der letzten Pressekonferenz von einem „Mysterium“. Allerdings geht Yellen weiterhin davon aus, dass die inflationsbelastenden Effekte vorübergehender Natur sind. Eine weitere Zinserhöhung im Dezember sollte damit an Wahrscheinlichkeit gewonnen haben. In der Eurozone hat EZB-Präsident

Mario Draghi im September nur sehr leicht den Fuß vom Gaspedal der expansiven Geldpolitik genommen. Aktuell gibt es noch gar keine Änderungen bei den Anleihekäufen, aber für das nächste EZB-Meeting im Oktober wurde angekündigt, eine Art Fahrplan für die Reduzierung der außerordentlichen Maßnahmen vorzulegen. Die (noch) ausbleibende Inflation und die sowohl in den USA als auch in Europa sehr vorsichtige Vorgehensweise der beiden wichtigsten Notenbanken hat uns dazu veranlasst, unsere Renditeprognosen für das Jahresende 2017 zu reduzieren. Wir erwarten für 10-jährige Bundesanleihen nun einen Wert von 0,5% (vorher 0,7%) und für 10-jährige US-Treasuries einen Wert von 2,4% (vorher 2,8%). Für 2018 prognostizieren wir für die Eurozone ein weiterhin sehr niedriges Zinsniveau, auch wenn die Renditen für Staatsanleihen mit der Reduzierung der Anleihekäufe durch die EZB zusammen mit einer positiven konjunkturellen Entwicklung etwas höhere Werte als zum Ende 2017 erreichen sollten. Aufgrund der relativ steilen Zinsstrukturkurve mit einem Renditeabstand zwischen zweijährigen und zehnjährigen Bundesanleihen von 115 Basispunkten halten wir es weiterhin für nicht angezeigt, die Duration zu stark zu verkürzen. Wir behalten daher unsere neutrale Durationspositionierung bei.

	Stand	Veränderung zum			
	28.09.2017 14:51	21.09.2017 -1 Woche	25.08.2017 -1 Monat	27.06.2017 -3 Monate	30.12.2016 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	22341	-0,1%	2,4%	4,8%	13,0%
S&P 500	2507	0,3%	2,6%	3,6%	12,0%
Nasdaq	6453	0,5%	3,0%	5,0%	19,9%
DAX	12693	0,7%	4,3%	0,2%	10,6%
MDAX	25720	0,5%	3,9%	3,3%	15,9%
TecDAX	2416	1,2%	6,6%	7,6%	33,3%
EuroStoxx 50	3560	0,6%	3,5%	0,6%	8,2%
Stoxx 50	3153	1,0%	3,6%	-1,2%	4,7%
SMI (Swiss Market Index)	9111	-0,3%	2,3%	0,4%	10,8%
FTSE 100	7298	0,5%	-1,4%	-1,8%	2,2%
Nikkei 225	20363	0,1%	4,7%	0,7%	6,5%
Brasilien BOVESPA	73797	-2,4%	3,8%	19,7%	22,5%
Russland RTS	1129	0,8%	6,5%	12,5%	-2,0%
Indien BSE 30	31282	-3,4%	-1,0%	1,0%	17,5%
China Shanghai Composite	3340	-0,5%	0,3%	4,7%	7,6%
MSCI Welt (in €)	1988	1,0%	2,5%	-0,7%	1,6%
MSCI Emerging Markets (in €)	1079	-1,6%	-0,3%	1,6%	12,0%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	163,14	200	-163	-61	-101
Bobl-Future	131,07	-4	-192	-108	-256
Schatz-Future	112,13	2	-9	25	-17
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	-1
3M Euribor Future, Dez 2017	-0,32	0	0	-2	0
3 Monats \$ Libor	1,33	0	2	4	33
Fed Funds Future, Dez 2017	1,26	0	5	1	0
10-jährige US Treasuries	2,34	6	17	14	-11
10-jährige Bunds	0,49	4	19	14	39
10-jährige Staatsanl. Japan	0,07	4	5	2	2
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,01	3	13	12	19
US Treas 10Y Performance	583,45	-0,3%	-0,9%	-0,1%	2,5%
Bund 10Y Performance	607,88	0,0%	-0,7%	-0,3%	-0,8%
REX Performance Index	481,52	-0,1%	-0,4%	-0,3%	-0,8%
IBOXX AA, €	0,77	0	8	-6	10
IBOXX BBB, €	1,31	0	4	-5	-19
ML US High Yield	5,97	-1	-14	-7	-48
JPM EMBI+, Index	836	-0,4%	-0,1%	1,2%	8,2%
Wandelanleihen Exane 25	7244	0,0%	1,1%	0,6%	4,7%
Rohstoffmärkte					
CRB Spot Index	428,98	-0,1%	-1,5%	-2,8%	1,4%
MG Base Metal Index	332,70	-0,2%	-1,4%	12,4%	18,9%
Rohöl Brent	58,39	3,7%	11,6%	24,4%	3,0%
Gold	1284,01	-0,6%	-0,7%	2,9%	10,9%
Silber	16,79	-1,4%	-1,6%	1,2%	4,6%
Aluminium	2106,25	-1,9%	1,9%	12,2%	23,6%
Kupfer	6390,00	-0,8%	-3,9%	9,5%	15,7%
Eisenerz	70,56	-2,1%	-5,9%	27,7%	-11,5%
Frachtraten Baltic Dry Index	1429	-2,8%	18,2%	58,3%	48,7%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1773	-1,1%	-0,3%	4,4%	11,7%
EUR/ GBP	0,8772	-0,3%	-4,8%	-0,7%	2,8%
EUR/ JPY	132,65	-0,9%	2,4%	5,1%	7,5%
EUR/ CHF	1,1465	-1,0%	0,7%	5,3%	6,8%
USD/ CNY	6,6591	1,0%	0,1%	-2,3%	-4,2%
USD/ JPY	112,83	0,3%	3,2%	0,4%	-3,5%
USD/ GBP	0,7452	0,9%	-4,0%	-4,8%	-7,9%

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
Julius Böttger	+49 40 3282-2229	jboettger@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.