

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Brexit or Bremain – That is the question!

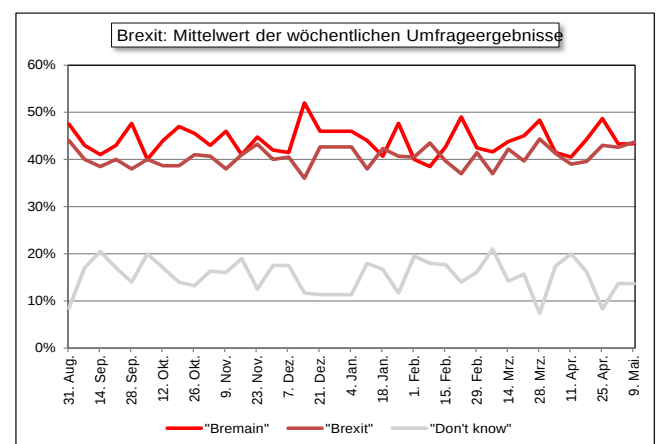
Es klingt wie die Bezeichnung für ein probates Unkrautvernichtungsmittel oder nach dem Namen einer durchgestylten Boygroup. Dabei verbirgt sich hinter den Akronymen nicht mehr und nicht weniger als eine mediengerecht verkürzte Umschreibung des möglichen Austritts aus oder Verbleibs einer großen europäischen Nation in der Europäischen Union. Diese Union hatte vom Tage Ihrer Gründung an immer mit Gegenwind zu kämpfen. Separatisten aus allen Mitgliedsländern waren je nach politischem Kalkül mal für eine stärkere Union und mal für mehr nationale Eigenständigkeit. Politische Parteien sind einzig mit dem Ziel des Austritts gegründet worden, mit einseitiger Schuldzuweisung für alle Missstände nach Brüssel. Mal fanden sie mehr, mal weniger Gehör und Applaus. Jenseits des Ärmelkanals hat man sich von Anfang an um kritische Distanz zum „Kontinent“ bemüht und jede Entwicklung hin zu mehr Gemeinsamkeit mit Argwohn begleitet.

Nun, da im Gefolge der Schuldenkrise eine kaum noch überschaubare europaweite Regulierungswut über die für London so wichtigen Finanzmärkte hereinbricht, ist dieser Argwohn noch stärker geworden. Auch die Folgen der wachsenden Freizügigkeit am EU-Arbeitsmarkt und nicht zuletzt der stark gewachsene Einwanderungsdruck sorgen für Unverständnis beim Wahlvolk. Stammtische gibt es auch auf der Insel und die Diskussionen enden nicht mit der „Last Order“. Ähnlich wie in Deutschland sinkt die Zustimmung zur Politik der etablierten Parteien, und monothematische Populisten wachsen zu ernstzunehmenden neuen Größen. Dies führte bei den Etablierten bereits zu Absetzbewegungen und Uneinigkeit, insbesondere auch bei der Frage um den Verbleib in der Europäischen Union. Von daher wundert es keinen, dass nun in Großbritannien der Wähler befragt werden soll.

Ähnlich wie in Deutschland gibt es aktuell kaum ökonomische Gründe für die latente Unzufriedenheit der Bürger. Auch im vergangenen Jahr hat sich die Erholung der britischen Wirtschaft weiter fortgesetzt, wenn auch mit einer geringeren Dynamik. Traditionell wurde die Erholung vom dominierenden Dienstleistungssektor bestimmt. Fallende Öl- und Rohstoffpreise, aber auch globale Überkapazitäten und ein bis vor wenigen Monaten starkes britisches Pfund belasteten den verarbeitenden Sektor und die Grundstoffindustrie. Der Dienstleistungssektor konnte im gleichen Zeitraum ein reales Wachstum von fast drei Prozent verzeichnen. Dies ist umso beachtlicher, da die britische Wirtschaft nach wie vor mit 78 Prozent Anteil am BIP von diesem Bereich dominiert wird.

Wie in vielen anderen Industrieländern auch haben die schwachen Bruttoanlageinvestitionen ein stärkeres Wachstum verhindert. Der private Konsum konnte dagegen angesichts einer niedrigen Inflation und entsprechend spürbarer Reallohnzuwächse mit robusten Zuwächsen glänzen. Die Arbeitslosenrate hat sich auch in den letzten Monaten weiter verringert und liegt nun bei fünf Prozent. Das Finanzministerium in London rechnet ebenso wie die meisten

Wirtschaftsforschungsinstitute auch im laufenden und im folgenden Jahr mit einem stabilen realen Wachstum von rund zwei Prozent. Alles in allem also kein wirtschaftlicher Grund für Panik und Veränderungsdruck. In einem ökonomisch stabilen Umfeld hat die konservative Regierung mit ihrer Festlegung auf das Referendum über die Mitgliedschaft Großbritanniens in der Europäischen Union nun für Unsicherheit gesorgt. Investitionen werden im Vorfeld der Entscheidung verschoben oder erneut überprüft, freie Stellen nicht besetzt und alternative Standorte eruiert. Die nach Umfragen bis zuletzt völlig offene Entscheidung der Bürger am 23. Juni lähmt somit über Monate die wirtschaftliche Entwicklung.



Welche ökonomischen Beweggründe führen die Befürworter eines Austritts aus der Union an um Ihre Position zu untermauern? Immerhin wird diesen EU-Skeptikern ja vorgeworfen, zu wenig Rücksicht auf wirtschaftliche Belange zu nehmen und für ihre nationalistischen Träume bewusst wirtschaftlichen Schaden für UK in Kauf zu nehmen. Die Gegner einer Mitgliedschaft in der Europäischen Union unterscheiden sehr bewusst zwischen kurzfristigen und langfristigen Effekten des gewünschten Austritts. Sie sehen kurzfristig vor allem die Möglichkeit steigender Löhne und sinkender Verbraucherpreise bei einer gleichzeitig langfristig stärker wachsenden Volkswirtschaft. Die „Economists for Brexit“, eine Vereinigung von acht durchaus renommierten Volkswirten, errechnet z.B. eine jährliche Wachstumsrate des Bruttoinlandsproduktes von vier Prozent bis zum Jahre 2030. Befreit von den „Brüsseler Zwängen“ könnten die während der Finanzkrise ergriffenen geldpolitischen Notstandsmaßnahmen zurückgefahren werden und die Zinsen steigen. Trotzdem bliebe die Inflation beherrschbar und die verfügbaren Realeinkommen sollten nennenswert steigen. Die Professoren schlagen vor, Zollschränken einseitig zu senken und Geschäfte mit den Staaten der EU nach den Regeln der Welthandelsorganisation WTO analog zu China, Japan oder den USA zu betreiben. Selbst wenn man - wie wir dies tun - den Einfluss von Schengen auf den Handel als stark überschätzt einordnet (vgl. Konjunktur & Strategie vom 05.02.2016) kommt man nicht umhin, für diesen Prozess eine eher längere Übergangszeit anzusetzen. Die britische Landwirtschaft will man direkt subventionieren und dafür auch Gelder einset-

zen, die man künftig nicht mehr Richtung Brüssel überweisen muss (nach Lesart der Kritiker zahlt Großbritannien netto mehr in den europäischen Haushalt ein als es aus Brüssel zurück bekommt). Wichtig sei auch die Aufkündigung von hemmenden Vorschriften wie etwa Klimaschutzvorgaben, europäischen Normen und der Sozialcharta. Vor allem letztere wird verantwortlich gemacht für eine in deren Augen ungezügeltere falsche Zuwanderung. Dies alles klingt auf den ersten Blick erstrebenswert und dem britischen Selbstverständnis entsprechend. Dürftig wird es jedoch, wenn man nach den Grundlagen dieser Erwartungen und Prognosen sucht. Das betrifft auch die Aussagen zum Herzstück der britischen Ökonomie, der Finanzwirtschaft. Hier erwarten die Austrittsbefürworter die „Verteidigung der City auf London als führendes Finanzzentrum der Welt auf der Grundlage des Könnens, des Wissens und der Erfahrung der dort Beschäftigten“ auch jenseits der Mitgliedschaft in der EU.

So dürftig wie das wirtschaftspolitische Korsett der Brexit-Fraktion auch ist, die EU-Befürworter von der Boygroup Bremain haben dem außer Panikmache nicht viel entgegen zu setzen. Deren Kampagne setzt offenbar ausschließlich auf Ängste vor verheerenden wirtschaftlichen Folgen eines britischen Ausstiegs aus dem Brüsseler Club. Ganz in diesem Sinne hat die Grundsatzabteilung des Schatzamtes mit Hilfe quantitativer Modelle errechnet, dass ein britischer Durchschnittshaushalt im Falle eines Austritts aus der EU circa 4.300 Pfund p.a. real weniger zur Verfügung hätte. Die Volkswirte der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) kamen mit einem ähnlichen Modell nur auf eine Einbuße von 2.200 Pfund. Medienwirksam wurden diese Erkenntnisse als Verlust eines kompletten Monatsgehaltes pro Jahr oder als Quasi-Steuererhöhung verkauft. Viel „ceteris paribus“, viele Annahmen, die eintreffen können aber nicht müssen und deren Auswirkungen auch ganz anders ausfallen könnten. Erinnert sei an all die grandiosen Prognosen zum Ende des Wachstums, zur Endlichkeit der Rohstoffvorräte oder ganz banal zum Wirtschaftswachstum. Wir neigen eher dazu, hier mit großer Demut vorzugehen und die Belastbarkeit solcher Schätzungen nicht überzustrapazieren.

Die Brexit-Gegner erwarten bei einem Austritt ein um drei Prozent niedrigeres Wirtschaftswachstum bis zum Jahr 2020. Der Zugang zum bisher gemeinsamen Markt und die Vorteile aus bestehenden Handelsabkommen der Europäischen Union mit 53 anderen Märkten und Regionen würden massiv erschwert und müssten in jahrelangen Verhandlungen neu erkämpft werden. Ein in seinen Ausmaßen kaum zu beziffernder finanzieller Schock durch die Aufwertung anderer Währungen gegen das britische Pfund wird ebenfalls thematisiert. Hohe Kapitalabflüsse bei einer gleichzeitigen Ausweitung des aktuell schon bedrohlichen Leistungsbilanzdefizits (rund sieben Prozent des BIP im 1. Quartal 2016) seien eine reale Gefahr. Wegen der offensichtlichen Dürftigkeit der wirtschaftspolitischen Argumente für einen Verbleib in der Europäischen Union wurde zuletzt auch die Einheit der Nation als gefährdet postuliert. Immerhin hat Schottland im Falle des Brexit angekündigt, die Separation erneut zum Thema zu machen und bei Er-

langung einer Mehrheit das Vereinigte Königreich zu verlassen. Dem könnte die Mitgliedschaft Schottlands in der EU folgen. Auch für Nordirland sind solche Überlegungen nicht völlig abwegig. Immerhin wird bisher nicht ernsthaft über den Fortbestand des Commonwealth diskutiert. Mit 53 Mitgliedsländern und 2,2 Milliarden Menschen eine britische Einflusszone, die um ein Vielfaches größer und politisch eher homogener ist als die EU. Ob all dies ausreicht, die schwindende Anziehungskraft der europäischen Vision zu kompensieren, darf ernsthaft bezweifelt werden. Die Beschwörung des Status Quo ohne eine ernsthafte Reform des überbordenden Brüsseler Machtapparates mit seinem Heer an Technokraten wirkt kraftlos im Vergleich zu den markigen Glorifizierungen von Unabhängigkeit und neuem Selbstbewusstsein der anderen Seite.

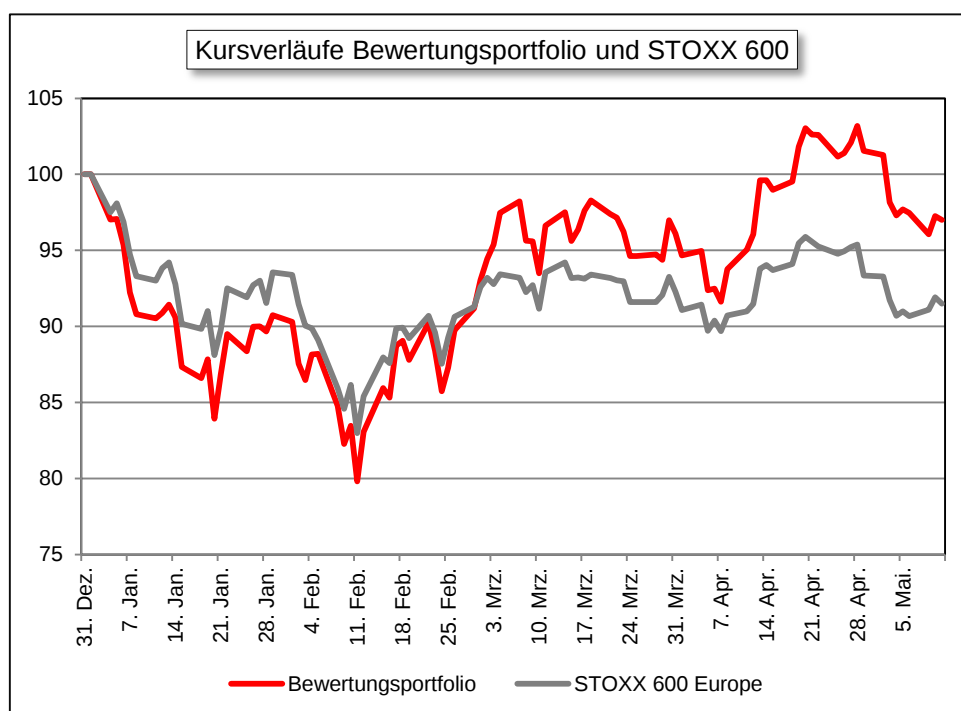
Unserer Meinung nach wird nach einem Brexit weder das Schreckensszenario der Europafreunde noch das Paradies a la „Britain first“ Realität werden. Weder die Europäische Union noch Großbritannien haben ein Interesse an schweren Verwerfungen. Der geordnete Rückzug im Rahmen einer zweijährigen Austrittsphase dürfte deshalb von beiden Seiten zur wirtschaftlichen Schadensbegrenzung genutzt werden. Beklagenswerter könnten aus unserer Sicht die politischen Folgen sein. Zunächst würde eine wichtige liberale Stimme verloren gehen. Großbritannien war immer zur Stelle, wenn es um die Verhinderung einer wachstumshemmenden Überregulierung ging oder die Macht der Bürokraten zur Gefahr für Innovationen und Unternehmertum wurde. Darüber hinaus könnte das britische Beispiel Schule machen und bei messbaren Fortschritten Fliehkräfte auch anderen Orten freisetzen. Nicht wenige Marktteilnehmer machen die Unsicherheit über den Ausgang des Referendums verantwortlich für die aktuell hohe Volatilität an den Kapitalmärkten. Unter Verweis auf einen potentiellen Vertrauensverlust in europäische Wertpapiere und den Euro halten sich Anleger bereits im Vorfeld zurück oder sind noch schneller bei der Mitnahme aufgelaufener Gewinne oder der Begrenzung von Verlusten. Das britische Pfund neigt seit Jahresanfang gegenüber den anderen Hauptwährungen zu eklatanter Schwäche und nicht wenige sehen bei einem Brexit weiteren Abwertungsbedarf von bis zu 30 Prozent. Die Kosten für eine Absicherung gegen diese Abwertung übersteigen inzwischen den Rahmen des Sinnvollen. Was also tun bei so unsicheren Rahmenbedingungen bis zum 23. Juni?

Wer überzeugt davon ist, dass die Briten für einen Verbleib in der Union stimmen, hat es einfach. Er nutzt die aktuellen Verwerfungen durch Engagements in europäischen und britischen Aktien und setzt auf eine Erholung des Pfundes. Wenn dann alles so läuft wie erwartet, müssen die Skeptiker sehr schnell wieder einsteigen und treiben die Kurse. Wir gehen nach wie vor von einer Wahrscheinlichkeit dieses Szenarios von über 50 Prozent aus. Wer skeptischer ist und den Austritt befürchtet kann, für die kommenden Wochen Liquidität vorhalten oder Anlagen außerhalb Europas „parken“. Vorsichtige Anleger rechnen wie beschrieben mit weiteren Kursverlusten beim Pfund und bei den Aktien, aber auch steigenden Risikoprämien am britischen und Euro-Rentenmarkt.

Wochenausblick für die Zeit vom 16. bis 20. Mai 2016

	Dez	Jan	Feb	Mrz	Apr	Mai	Veröffentlichung
D: Produzentenpreise, m/m	-0,5%	-0,7%	-0,5%	0,0%	-0,2%		20. Mai
D: Produzentenpreise, y/y	-2,3%	-2,4%	-3,0%	-3,1%	-3,3%		20. Mai
E-19: Inflationsrate m/m	0,0%	-1,4%	0,2%	1,2%	0,1%		18. Mai
E-19: Inflationsrate y/y	0,2%	0,3%	-0,2%	0,0%	-0,2%		18. Mai
E-19: Kerninflationsrate, y/y	0,9%	1,0%	0,8%	1,0%	0,8%		18. Mai

Chart der Woche: Schrott-Aktien laufen, aber wie lange noch?



Der Einstieg in das Aktienjahr 2016 kann als klassischer Fehlstart bezeichnet werden. Sorgen um China und die Angst vor einem Abgleiten der Weltwirtschaft in eine neue Rezession führten dazu, dass entgegen typischer saisonaler Muster schon im Januar heftige Rückgänge an den Aktienmärkten zu beobachten waren. In der Spitze verlor beispielsweise der breite europäische Aktienindex STOXX 600 etwa 17%. In der zweiten Hälfte des ersten Quartals kam es zwar zu einer Beruhigung an den Börsen, jedoch liegen die breiten Indizes aktuell weiterhin deutlich hinter ihren Jahreseinstandswerten. Abseits der breiten, marktkapitalisierungsgewichteten Indizes gibt es aber durchaus Aktien, die nicht nur ihren Index schlagen konnten, sondern auch seit Jahresbeginn eine positive Performance aufweisen. Betrachtet man diese Aktien etwas genauer fällt ein gemeinsamer Nenner auf: die niedrige Bewertung. Anscheinend konnten in einem Umfeld, das seit Mitte Februar von sich stabilisierenden Rohstoffpreisen, einer zurückhaltenden amerikanischen und einer noch expansiver werdenden europäischen Zentralbank gekennzeichnet ist, vor allem Unternehmen profitieren, die eher weniger solide Geschäftsmodelle aufweisen.

Hätte man am 31.12.2015 ein gleichgewichtetes Portfolio mit den zu dem Zeitpunkt 100 am schlechtesten bewerteten Aktien aus dem STOXX 600 erworben, so läge man aktuell 5,5%, am 29. April sogar 8,2%, vor dem breiten Index. Das diesem Portfolio viele Unternehmen aus dem Banken- und Energiesektor angehören ist nicht weiter verwunderlich. Jedoch haben Anfang März die Spekulationen um eine offensivere Gangart der EZB-Geldpolitik und dann schließlich deren Bekanntgabe den Kurs dieser Unternehmen geradezu beflügelt. Die Frage ist allerdings wie lange dieser Trend noch anhalten wird. Wir sind der Meinung, dass es sich bei diesem Phänomen um eine durch die EZB induzierte Übertreibung handelt und dass es nur noch eine Frage der Zeit ist, bis eine Mean-Reversion einsetzen wird. Die konjunkturelle Lage hat sich in den letzten Wochen weiter entspannt und auch die aktuellen Sonderthemen, wie beispielsweise das Brexit-Votum oder der Visa-Deal mit der Türkei, sprechen nicht unbedingt dafür, Aktien mit einer niedrigen Bewertung zu erwerben.

	Stand	Veränderung zum			
	12.05.2016	03.05.2016	08.04.2016	09.02.2016	31.12.2015
	15:50	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	17771	0,1%	1,1%	11,0%	2,0%
S&P 500	2073	0,5%	1,2%	11,9%	1,4%
Nasdaq	4750	-0,3%	-2,1%	11,3%	-5,1%
DAX	9969	0,4%	3,6%	12,3%	-7,2%
MDAX	20222	0,9%	0,3%	14,0%	-2,7%
TecDAX	1645	1,8%	0,6%	10,4%	-10,1%
EuroStoxx 50	2971	-0,1%	2,0%	8,6%	-9,1%
Stoxx 50	2817	0,5%	2,4%	7,7%	-9,1%
SMI (Swiss Market Index)	7948	1,2%	1,7%	4,8%	-9,9%
Nikkei 225	16646	3,1%	5,2%	3,5%	-12,5%
Brasilien BOVESPA	53467	2,3%	6,3%	31,7%	23,3%
Russland RTS	930	-2,3%	5,8%	34,7%	22,8%
Indien BSE 30	25790	2,2%	4,5%	7,4%	-1,3%
China Shanghai Composite	2837	-5,2%	-5,0%	2,7%	-19,8%
MSCI Welt (in €)	1653	1,1%	0,9%	9,4%	-5,1%
MSCI Emerging Markets (in €)	808	-0,2%	-1,5%	9,0%	-2,9%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	163,82	79	-38	-81	590
Bobl-Future	131,42	25	-1	-133	75
Schatz-Future	111,85	5	-2	-6	33
3 Monats Euribor	-0,26	-1	-1	-9	-13
3M Euribor Future, Dez 2016	-0,30	-2	0	2	0
3 Monats \$ Libor	0,63	0	0	1	2
Fed Funds Future, Dez 2016	0,49	-4	-2	4	0
10-jährige US Treasuries	1,75	-5	4	2	-52
10-jährige Bunds	0,15	-5	5	-9	-49
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,11	0	-3	-10	-36
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,30	-3	14	9	-30
US Treas 10Y Performance	596,23	0,4%	0,2%	0,6%	5,6%
Bund 10Y Performance	611,18	0,6%	-0,3%	1,1%	5,6%
REX Performance Index	484,71	0,4%	0,0%	0,3%	2,2%
Hypothekenzinsen USA	3,61	-5	2	-11	-40
IBOXX AA, €	0,73	-4	0	-32	-55
IBOXX BBB, €	1,70	-1	-8	-69	-57
ML US High Yield	8,05	15	-47	-194	-84
JPM EMBI+, Index	756	-0,1%	1,5%	7,5%	7,4%
Wandelanleihen Exane 25	6693	0,3%	0,9%	5,1%	-3,8%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	400,51	-1,1%	4,5%	9,8%	5,6%
MG Base Metal Index	239,42	-4,2%	3,2%	4,7%	3,1%
Rohöl Brent	46,46	-0,6%	17,4%	38,3%	27,2%
Gold	1275,77	-0,8%	2,8%	6,9%	20,1%
Silber	17,03	-2,2%	10,9%	10,3%	23,0%
Aluminium	1542,75	-4,5%	2,6%	4,2%	2,8%
Kupfer	4698,50	-4,7%	0,7%	4,1%	-0,2%
Eisenerz	57,00	-11,6%	4,0%	27,2%	30,1%
Frachtraten Baltic Dry Index	579	-15,1%	7,4%	99,0%	21,1%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1407	-1,4%	0,4%	1,5%	4,8%
EUR/ GBP	0,7854	-0,8%	-2,9%	0,6%	6,6%
EUR/ JPY	124,26	1,4%	0,7%	-3,7%	-5,2%
EUR/ CHF	1,1028	0,5%	1,4%	0,3%	1,8%
USD/ CNY	6,5130	0,4%	0,7%	-0,9%	0,3%
USD/ JPY	108,33	1,6%	0,2%	-6,5%	-10,0%

Dr. Frank Geilfuß +49 30 88421-286 frank.geilfuss@bankhaus-loebbecke.de
 Carsten Klude +49 40 3282-2572 cklude@mmwarburg.com
 Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439 cjasperneite@mmwarburg.com
 Martin Hasse +49 40 3282-2411 mhasse@mmwarburg.com
 Dr. Rebekka Haller +49 40 3282-2452 rhaller@mmwarburg.com

Diese Ausarbeitung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Die in dieser Ausarbeitung enthaltenen Informationen erheben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und sind daher unverbindlich. 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 Ausarbeitung und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Ausarbeitung stellt ferner keinen Rat oder Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Ausarbeitung dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich.