

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

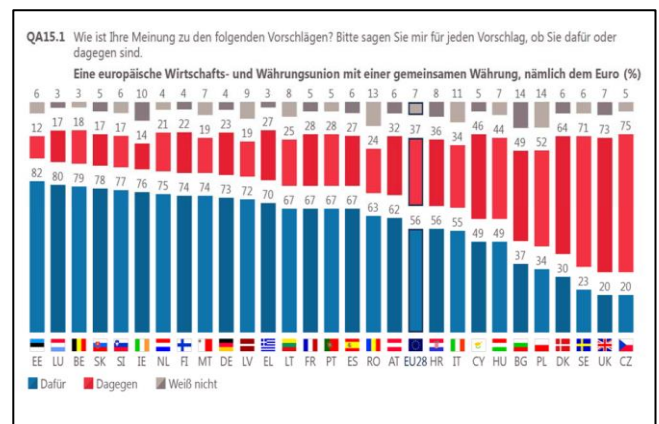
Brexit: Was nun?

Die Welt hat den Atem angehalten, als sich Großbritannien in der vergangenen Woche für einen Austritt aus der Europäischen Union ausgesprochen hat. Die politischen und wirtschaftlichen Auswirkungen dieser Entscheidung, die fast überall außerhalb des Vereinigten Königreichs mit Überraschung, Verwunderung und Bestürzung zur Kenntnis genommen wurden, sind eine Woche später natürlich noch gar nicht vollumfänglich zu prognostizieren. Dennoch gilt, was wir in der vergangenen Woche an dieser Stelle geschrieben haben: Das Referendum könnte für Europa zu einem der wichtigsten Wendepunkte der jüngeren Geschichte werden. Dies gilt sowohl für die Europäische Union, deren Vorgängerinstitutionen und sie selbst in den vergangenen 70 Jahren ein Garant für Frieden und Freiheit in der westlichen Welt waren (und hoffentlich sein werden) als auch für Großbritannien selbst.

Kommt es tatsächlich zum Brexit verliert die EU ihr unter ökonomischen Gesichtspunkten nach Deutschland zweitwichtigstes Mitgliedsland. Als schwerwiegend können sich vor allem die politischen und wirtschaftlichen Unsicherheiten, die mit dem Trennungsprozess nach Artikel 50 des EU-Vertrages (Vertrag über die Europäische Union vom 1.12.2009, „Lissabon-Vertrag“) verbunden sind, erweisen – für alle Beteiligten. In Großbritannien fehlt nach dem Rücktritt von Premierminister David Cameron eine politische Führung, die mit der EU ganz konkret über die Ausgestaltung der notwendig gewordenen „Scheidung“ verhandeln kann. Sowohl bei den regierenden Tories als auch bei der oppositionellen Labour-Partei bahnt sich für die kommenden Wochen ein Machtkampf um die Parteiführung an. Doch nicht nur das: Großbritannien selbst steht möglicherweise vor der größten Zerreißprobe seiner Geschichte. So ist das Land bei der Frage der EU-Zugehörigkeit nicht nur altersmäßig, sondern auch regional gespalten. Während in England 53% der Wähler für einen Austritt stimmten, waren es in Nordirland nur 44% und in Schottland sogar nur 38%. Zwar halten wir eine Wiedervereinigung Nordirlands mit Irland in absehbarer Zeit für eher unwahrscheinlich, doch könnte es in Schottland schon bald zu einem erneuten Unabhängigkeitsreferendum kommen (2014 stimmten 55% der Schotten für den Verbleib im Vereinigten Königreich, 45% dagegen). Wird der Brexit umgesetzt, ist die Wahrscheinlichkeit von daher groß, dass Großbritannien auseinanderfällt. Auch wenn das Ergebnis des Referendums für das britische Parlament nicht bindend ist, halten wir es für kaum vorstellbar, dass sich die gewählten Abgeordneten der freien und demokratischen Entscheidung der britischen Bürger widersetzen werden.

Aber nicht nur für Großbritannien brechen politisch unsichere Zeiten an, auch für die verbleibenden 27 EU-Staaten wird befürchtet, dass die politischen Fliehkräfte zunehmen und am Ende weitere Länder austreten könnten. Unter besonderer Beobachtung stehen dabei natürlich die Länder der europäischen Peripherie, gibt es doch auch dort in der Bevölkerung viele Vorbehalte gegen die EU und den Euro, häufig durch das Gefühl ausgelöst, einem deutschen Spar-

diktat zu unterliegen. Im Unterschied zu Großbritannien würden diese Länder aber nicht nur ihren Status als EU-Mitglied verlieren, sondern auch die gemeinsame Währung, den Euro. Wie die gerade einmal ein Jahr zurückliegende „Grexit“-Debatte gezeigt hat, haben zwar viele EU-Bürger ein gespanntes Verhältnis zur Europäischen Union und ihren Institutionen, wollen den Euro als gemeinsame Währung aber doch behalten. Vielleicht ist es genau dieser fehlende Anker einer gemeinsamen Währung, der es den Briten leichter gemacht hat, für den Brexit zu stimmen. Die höchste Zustimmungsraten zum Euro ist in Estland (82%), Luxemburg (80%) und Belgien zu verzeichnen (79%), die geringste in Schweden (23%), Großbritannien und Tschechien (je 20%). In Deutschland befürworten 73% der vom Eurobarometer Befragten den Euro, während ihn 23% ablehnen. In Griechenland liegen die Raten bei 70% bzw. 27%, in Spanien bei 67% und 27% und in Italien bei 55% und 34%. Die größte Skepsis gegenüber dem Euro haben die Bürger in Zypern (46%), in Italien (34%) und in Österreich (32%). Von daher sollte man insbesondere Italien und Österreich in der nächsten Zeit genau im Auge behalten, ob in diesen Ländern die Zustimmung zum Euro nachlässt. Wäre dies der Fall, könnte schnell der nächste Kandidat gefunden sein, wenn es um die Frage geht, wer als Nächster die EU und den gemeinsamen Währungsraum verlassen könnte.¹



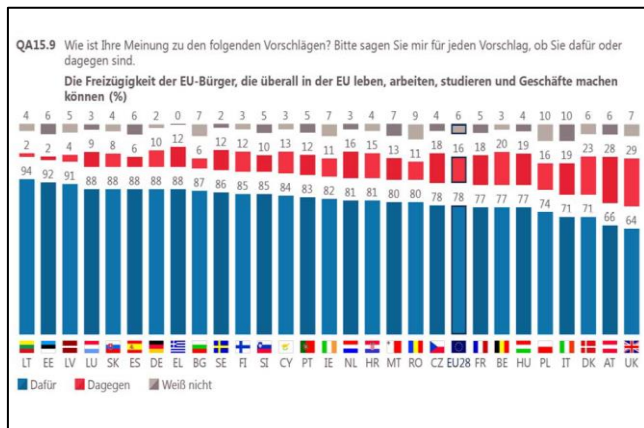
Quelle: Europäische Kommission, Eurobarometer 84, Herbst 2015

Allerdings halten wir die Wahrscheinlichkeit, dass ein weiteres europäisches Land aus der EU austreten wird, derzeit für eher gering, auch wenn andere rechts- und linkspopulistische Parteien in Europa versuchen werden, den Brexit für ihre Zwecke zu nutzen. Zwar sorgen sich auch in vielen anderen Mitgliedstaaten der EU die Bürger um Themen wie Einwanderung, Terrorismus und die weitere wirtschaftliche Entwicklung, doch ist in keinem anderen europäischen Land die Einstellung der Bürger zum Thema „Freizügigkeit“, also der Tatsache, dass EU-Bürger überall in der EU leben, arbeiten, studieren und Geschäfte machen können, derart negativ wie in Großbritannien. Im Euro-Barometer aus dem Herbst 2015 bekannten sich nur 64% der befragten Briten zur Freizügigkeit, während sie 29%

¹ Quelle:

<http://ec.europa.eu/COMMFrontOffice/PublicOpinion/index.cfm/Survey/getSurveyDetail/instruments/STANDARD/surveyKy/2098>

ablehnten. Ähnlich niedrig waren die Umfragewerte nur in Österreich (dafür: 66%, dagegen: 28%). In Deutschland sprachen sich dagegen 88% der Befragten für die Freizügigkeit aus und nur 10% dagegen.



Quelle: Europäische Kommission, Eurobarometer 84, Herbst 2015

Dass der Brexit keine Nachahmer findet, wird aber entscheidend dadurch beeinflusst werden, wie sich die Austrittsverhandlungen mit Großbritannien gestalten werden. Bei den Verhandlungen ist ein typisches „Gefangenendilemma“ zu erwarten. Beide Partner haben etwas zu verlieren, nämlich ihre gegenseitigen Handelsbeziehungen, die das wirtschaftliche Wachstum beeinflussen. Kooperation der beiden Parteien würde zum besten gemeinsamen Ergebnis führen, nämlich dass die Handelsbeziehungen nur wenig leiden und damit die negativen Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum gering bleiben. Um dieses Ergebnis zu erreichen, müssen aber beide Partner zu Zugeständnissen bereit sein. Und genau hier liegt das Problem: Großbritannien möchte um jeden Preis den Zugang zum europäischen Binnenmarkt behalten, um seine Wirtschaft zu schützen. Der volle Zugang zum Binnenmarkt wird aber von den EU-Partnern mit bestimmten Forderungen verbunden. So könnte Großbritannien den Weg Norwegens wählen und (wie auch Island und Liechtenstein) Mitglied des Europäischen Wirtschaftsraums bleiben. Dies bedingt aber die Freizügigkeit nicht nur im Handel, sondern auch im Kapital- und Personenverkehr; zudem müsste Großbritannien weiterhin ein Beitrag zum EU-Budget leisten. Der Widerstand gegen die beiden letzten Punkte war jedoch entscheidend für das Brexit-Votum der britischen Wähler. Auch das Modell „Schweiz“, bei der zwar die Personenfreizügigkeit eingeschränkt ist, würde für Großbritannien deutlich Nachteile mit sich bringen, weil man auch in den EU-Haushalt einzahlen müsste und gleichzeitig die grenzübergreifenden Finanzdienstleistungen eingeschränkt würden. Darunter würde der Finanzplatz London erheblich leiden.

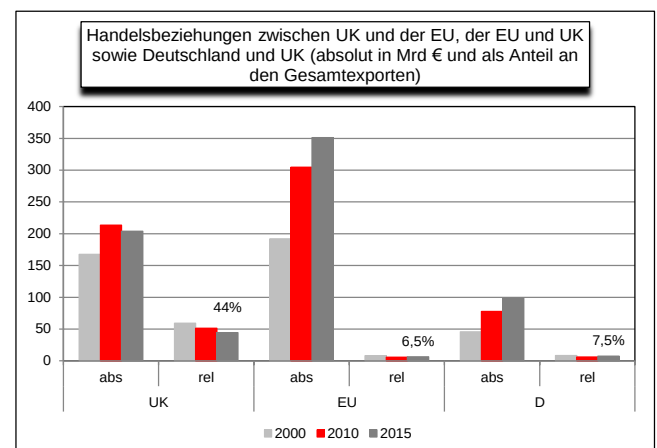
Würde sich aber umgekehrt die EU ohne Wenn und Aber auf ein Freihandelsabkommen mit Großbritannien einlassen, ohne gleichzeitig die eigenen Forderungen durchsetzen zu können („Rosinenpickerszenario“), besteht die große Gefahr, dass auch andere Mitgliedsländer, die die EU kritisch sehen, für sich diesen Weg gehen wollen. In diesem Fall nimmt die Gefahr eines Auseinanderbrechens der Union deutlich zu. Das Ergebnis eines typischen Gefangenendilemmas sieht von daher so aus, dass sich beide Verhand-

lungspartner nicht kooperativ verhalten – und es somit zu einem ökonomisch nicht optimalen Ergebnis kommt.

Vor dem Hintergrund dieser Fragestellung wird derzeit intensiv darüber diskutiert, wer über die bessere Verhandlungsposition verfügt und wer mehr zu verlieren hat. Unseres Erachtens nach geht diese Frage aber am eigentlichen Kern des Problems vorbei, denn wenn die politische Vernunft am Ende nicht siegen sollte und sich die EU und Großbritannien nicht auf gemeinsam tragfähige Positionen verständigen können, werden am Ende alle verlieren. Doch solange nicht klar ist, ob die politische und ökonomische Vernunft am Ende die Oberhand gewinnt, solange herrscht Unsicherheit, die sich auf die wirtschaftliche Aktivität in Großbritannien und der EU, aber auch in anderen Regionen der Welt negativ auswirken kann.

Mittlerweile haben einige Ökonomen ihre Wachstumsprognosen bereits nach unten angepasst. Werfen wir einen Blick auf die Fakten, um herauszufinden, welche Wachstumsauswirkungen der Brexit für Großbritannien, Europa und Deutschland theoretisch haben kann. Auch hier gilt, dass die Prognosen derzeit noch größeren Unsicherheiten ausgesetzt sind als es sonst schon der Fall ist. Die EU exportierte 2015 Waren im Wert von 351 Milliarden US-Dollar nach Großbritannien; die Importe betrugen 202 Milliarden US-Dollar. Deutschland exportierte 2015 Waren im Wert von 99 Milliarden US-Dollar nach Großbritannien; die Importe betrugen 45 Milliarden US-Dollar.

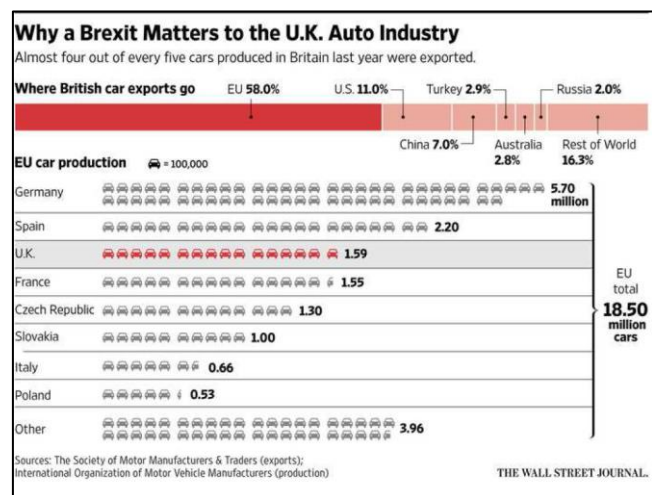
Der Blick auf die absoluten Zahlen suggeriert, dass sowohl die EU als auch Deutschland bislang stärker vom Handel mit Großbritannien profitiert haben als umgekehrt. Diese Einschätzung muss aber revidiert werden, wenn man sich die relative Bedeutung der jeweiligen Ausfuhren an den Gesamtexporten anschaut: Während 2015 44% der britischen Exporte in die EU gingen, exportierte die EU „nur“ 6,5% ihrer gesamten Ausfuhren nach Großbritannien; für Deutschland lag dieser Anteil bei 7,5%. Mit anderen Worten: Die EU-Länder sind insgesamt gesehen also der größte Handelspartner für UK. Schaut man auf einzelne Länder sind die die USA mit einem Anteil von rund 15%, gefolgt von Deutschland (10%), der Schweiz (7%), China (6%) und Frankreich (6%) die wichtigsten Partnerländer.



Bei den Einfuhren stellt sich das Bild folgendermaßen dar: 53% der britischen Importe kommen aus der EU. Der wichtigste Handelspartner auf Staatenebene ist Deutschland mit

einem Anteil von fast 15% an den gesamten Importen, gefolgt von China (10%), den USA (9%), den Niederlanden (8%) und Frankreich (6%).

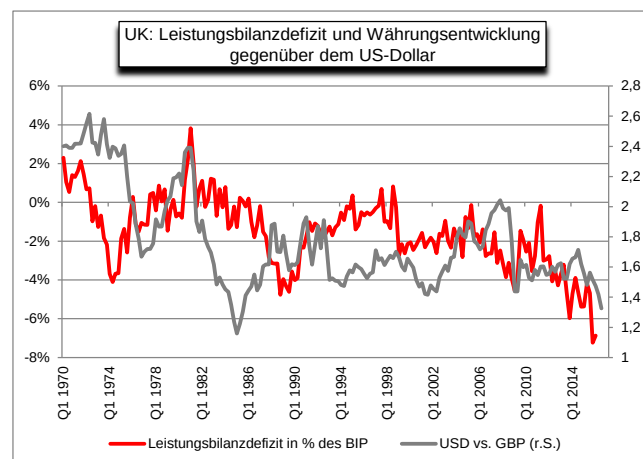
Daran zeigt sich, dass Großbritannien unter einem Ausschluss vom gemeinsamen Binnenmarkt und der möglichen Implementierung von Zöllen und Einfuhrquoten leiden würde – und zwar stärker als es für die EU oder Deutschland zu vermuten wäre. Besonders betroffen wäre die britische Automobilindustrie, die wichtigste Branche des verarbeitenden Gewerbes, die sehr stark in die internationale Arbeitsteilung eingebunden ist. Fast 60% der in Großbritannien produzierten Autos gehen in die EU. Zwar profitieren die Hersteller von der Abwertung des Britischen Pfund, doch könnte dieser Effekt durch höhere Zölle und eine gleichzeitige Verteuerung der Importe von Vorleistungsgütern mehr als kompensiert werden. Umgekehrt gehören aber auch europäische Automobilbauer, wie beispielsweise Renault, die in Großbritannien nicht selbst produzieren, zu den großen Verlierern möglicher Handelshemmnisse und der Wechselkursschwankungen.



Quelle: Wall Street Journal, 30.6.2016

Überhaupt der Wechselkurs: Dieser geriet nach dem Brexit-Votum so stark unter Druck, dass er zum US-Dollar das niedrigste Niveau in den vergangenen 30 Jahren erreichte. Sollte Großbritannien wirklich auf einen Einstieg in den Ausstieg zusteuern, könnte bis zum Jahresende eine nochmalige Abwertung gegenüber dem US-Dollar (und dem Euro, der gegenüber dem US-Dollar relativ stabil bleiben sollte) von mindestens 10% erfolgen. Damit würde dann zwar nicht die Parität beim Euro-Pfund-Wechselkurs, wohl aber beim US-Dollar-Pfund-Wechselkurs erreicht werden. Ökonomisch begründen lässt sich diese Erwartung mit dem sehr hohen Leistungsbilanzdefizit Großbritanniens. Dies lag zuletzt bei fast 7% des Bruttoinlandsproduktes (oder 130 Milliarden GBP), womit es unter den Industrieländern den höchsten Wert aufweist. Dieses wäre sogar noch größer, wenn London nicht bislang der größte und bedeutendste Finanzplatz der Welt wäre, was dazu führt, dass seit der Einführung des Euro jährlich ein ordentlicher Überschuss in der Dienstleistungsbilanz erwirtschaftet werden konnte. Fällt dieser zukünftig aber weg, weil London durch einen Brexit seinen bisherigen Status verliert, würde das Leistungsbilanzdefizit noch höher ausfallen. Mit dem jüngsten Wahlergebnis könnte es aber zukünftig wesentlich schwie-

riger werden, dieses Defizit zu finanzieren. Eine Anpassung, insbesondere des gestiegenen Handelsbilanzdefizites, würde wohl eine weitere deutliche Abwertung der britischen Währung erfordern. So positiv sich eine derartige Entwicklung auf den Exportsektor auswirken würde, so negativ wären die Implikationen für die Importe. Da in erster Linie handelbare Güter aus dem verarbeitenden Gewerbe im- und exportiert werden, wäre der zu erwartende Nettoeffekt für Großbritannien negativ, da 2014 nur noch 9,5% der Bruttowertschöpfung von der britischen Industrie erzielt worden ist (Deutschland: 22%).



All diese Argumente führen zu der Schlussfolgerung, dass die britische Wirtschaft unter einem Brexit überdurchschnittlich stark leiden wird. Zwar wurde diese Gedanken-kette von den meisten Brexit-Befürwortern, zu denen auch einige renommierte Ökonomen gehören, immer wieder als reine Angstmacherei bezeichnet, doch kann man sich unserer Meinung nach beim Abwägen allen Für und Widers ihrer Logik nicht entziehen. Und dennoch: Welche konkreten Auswirkungen die derzeitigen politischen und wirtschaftlichen Unsicherheiten auf das konjunkturelle Umfeld haben, lässt sich derzeit nur rudimentär greifen. Versuchen wir es trotzdem.

Großbritannien ist mit einem Bruttoinlandsprodukt von rund 2,9 Billionen US-Dollar (oder 1,9 Billionen GBP bzw. 2,6 Billionen EUR) die zweitgrößte Volkswirtschaft der EU und die fünftgrößte Volkswirtschaft der Welt (nach den USA, China, Japan und Deutschland). Der Anteil der britischen Wirtschaftsleistung am Bruttoinlandsprodukt der EU beläuft sich auf gut 18% (Deutschland: knapp 21%), der Anteil von UK am globalen BIP beträgt 4,0% (Deutschland: 4,6%). Die möglichen Auswirkungen der Brexit-Entscheidung werden sich 2016 ab dem 2. Halbjahr stärker bemerkbar machen, wobei die Investitionen der britischen Unternehmen schon in den vergangenen beiden Quartalen gesunken sind. Direkte Effekte dürften zum einen davon zu erwarten sein, dass Unternehmen geplante Investitionsprojekte verschieben oder gänzlich absagen. Unternehmen wie Easyjet oder der Immobilienmakler Foxtons haben schon kurz nach dem Ausgang des Referendums Gewinnwarnungen abgegeben. Der britische Telekommunikationskonzern Vodafone will die Verlegung seines Firmensitzes auf den europäischen Kontinent überprüfen, ähnliche Überlegungen haben auch schon einige Investmentbanken angekündigt, die bislang von den Vorteilen des Finanzplatzes London

profitiert haben. All dies muss sich zwar nicht kurzfristig in tatsächlichen Entscheidungen, England den Rücken zu kehren, manifestieren, doch es führt zu mehr Unsicherheit. Diese könnte dazu beitragen, dass sich die Situation am britischen Arbeitsmarkt sukzessive verschlechtert. Derzeit haben sich rund 750.000 Personen arbeitslos gemeldet, die Arbeitslosenquote ist mit 5,0% so niedrig wie zuletzt im Herbst 2005.

Da die britische Wirtschaft ähnlich wie die US-amerikanische besonders stark von den Konsumausgaben der Verbraucher beeinflusst wird (Anteil am BIP rund 65% im Vergleich zu Deutschland mit 54%), ist dies wohl in absehbarer Zeit die offenste Flanke der britischen Wirtschaft. Hinzu kommt, dass die Abwertung des Britischen Pfund die Importe verteuern kann, wenn die Unternehmen ihre höheren Einkaufskosten an die Verbraucher weitergeben. In diesem Fall würde die Inflationsrate (von derzeit 0,3%) ansteigen und den Zuwachs der Realeinkommen bremsen. Verlangsamt sich das Wachstum des privaten Verbrauchs um einen Prozentpunkt, reduziert sich das Wirtschaftswachstum um gut 0,6 Prozentpunkte auf Jahres-sicht. Während der IWF bislang ein Wirtschaftswachstum von 1,9% für Großbritannien in diesem Jahr prognostiziert könnte es somit allein wegen des Konsumeffektes nur 1,6% betragen. Geringere Investitionen könnten das BIP-Wachstum um weitere 0,2%-Punkte in diesem Jahr reduzieren. Für 2017 würde sich unter sonst gleichen Annahmen das britische Wachstum wohl um einen Prozentpunkt auf gut 1% verlangsamen. Das wäre zwar keine Rezession, aber dennoch nicht positiv zu bewerten, zumal wir noch keine Auswirkungen auf den Außenhandel unterstellt haben. Rein rechnerisch führt aber jeder Prozentpunkt eines geringeren Exportwachstums nochmals zu einem um 0,3% Prozentpunkte niedrigeren Wirtschaftswachstum. Käme es schon 2017 zu negativen Auswirkungen auf die Exporte, wäre für UK wohl nur noch mit einer Stagnation beim Wachstum zu rechnen. Doch ein solches Szenario halten wir im Moment nur dann für wahrscheinlich, wenn die politischen Verhandlungen zwischen Brüssel und London eskalieren.

Aufgrund seiner Größe hat ein geringeres Wachstum im Vereinten Königreich natürlich auch negative Auswirkungen auf den Rest der Welt. Jeder Prozentpunkt weniger Wachstum führt isoliert betrachtet zu einem um 0,2 Prozentpunkten geringen Wachstum in der EU und zu einem um 0,04 Prozentpunkte geringeren globalen Wachstum. Das sind für sich genommen sicherlich keine Schreckens-szenarien, wobei man sich aber immer vor Augen halten muss, dass die möglichen negativen Ansteckungseffekte bei diesen Berechnungen noch nicht berücksichtigt sind. Für die deutsche Wirtschaft droht eine Ansteckung in erster Linie über rückläufige Exporte auf die Insel. Ein Rückgang der Ausfuhren um 10% würde das deutsche BIP-Wachstum um 0,3 Prozentpunkte reduzieren, ein Rückgang wie 2009 um 17% würde zu einem um 0,5 Prozentpunkte geringeren Wirtschaftswachstum führen. Da unsere Prognosen für dieses und nächstes Jahr ohnehin auf der vorsichtigen Seite angesiedelt sind (Deutschland: 1,5% in 2016 und 1,2% in 2017, Eurozone: 1,5% in 2016 und 1,1% in 2017) lassen wir diese Prognosen zunächst unverändert.

Dennoch ergeben sich aus dem Brexit-Referendum Konsequenzen für unsere Kapitalmarkteinschätzungen. Aus unserer Sicht ist das Hauptproblem, dass die politischen Unsicherheiten auch einer politischen Lösung bedürfen. Diese können sich aber hinziehen, zumal nicht klar ist, ob die Politiker tatsächlich das richtige Maß bei den Verhandlungen finden werden. Demgegenüber konnten die ökonomischen Krisen der vergangenen Jahre (Lehman-Pleite, Finanzkrise, Staatsschuldenkrise) durch das Eingreifen der Notenbanken flankiert und dadurch abgemildert werden. Doch deren Möglichkeiten sehen wir diesmal nur als bedingt tauglich an, zumal der Handlungsspielraum durch die sehr niedrigen Zinsen ohnehin stark eingeschränkt ist.

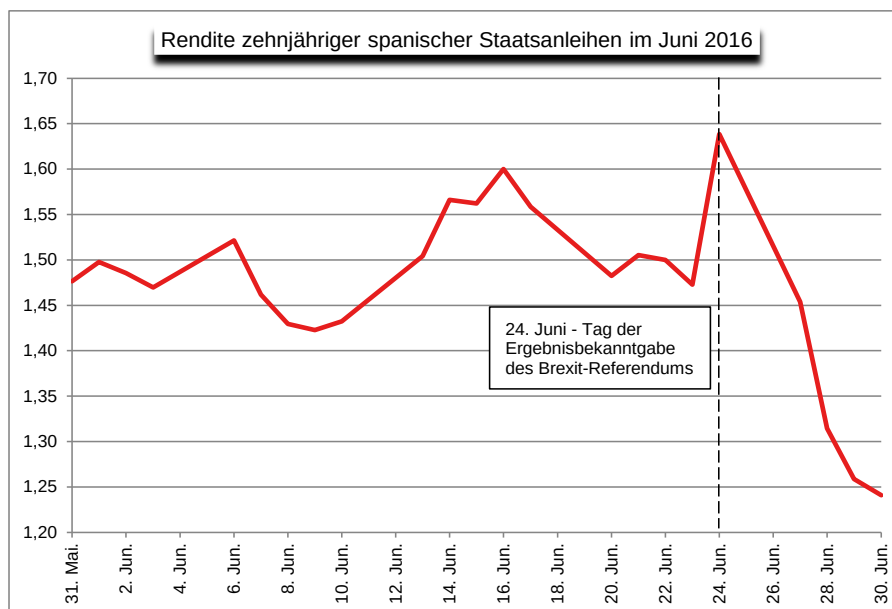
Die konjunkturellen Unsicherheiten und das möglicherweise geringere Wirtschaftswachstum wirken von der Tendenz her deflationär (außer in UK), so dass die Niedrigzinspolitik der globalen Notenbanken noch mehr zementiert wird. Von daher gehen wir nicht mehr davon aus, dass die US-Notenbank in diesem Jahr die Zinsen erhöhen wird; die Fed Funds Rate bleibt unverändert bei 0,25-0,50%. Die EZB könnte den Einlagenzins nochmals senken, für wahrscheinlicher halten wir aber, dass sie ihr Anleihenankaufprogramm über den März 2017 hinaus verlängern wird. In Großbritannien könnte der nächste Zinsschritt wieder nach unten und nicht, wie bislang von der Bank of England in Aussicht gestellt, nach oben angepasst werden. Ein möglicher Inflationsanstieg und/oder eine zu starke Abwertung des Britischen Pfund könnten der Notenbank diese Entscheidung jedoch erschweren. Alles in allem gehen wir nunmehr von einem noch länger anhaltenden Niedrigzinsumfeld aus, sodass wir unsere Jahresendprognose für 10-jährige Bundesanleihen von 0,6% auf 0,1% und für 10-jährige US-Treasuries von 2,2% auf 1,6% gesenkt haben.

Auch unsere Aktienmarktprognosen haben wir etwas nach unten revidiert: Den DAX erwarten wir am Jahresende bei 10.350 Punkten (bislang 10.850), den Euro Stoxx 50 bei 3.050 (bislang: 3.350) und den S&P 500 bei 2.050 Punkten (bislang: 2.150). Wir haben die Prognosen insbesondere deswegen angepasst, weil wir befürchten, dass die Gewinnerwartungen der Unternehmensanalysten für das Jahr 2017 zu optimistisch sind. Für die DAX-Unternehmen sollen die Gewinne um 10%, für die Unternehmen im Euro Stoxx 50 sogar um 13% und für die Firmen im S&P 500 um 14% ansteigen. Dies würde bedeuten, dass die Gewinne so stark zulegen, wie es zuletzt 2010 der Fall gewesen ist. Angesichts der derzeitigen Entwicklungen haben wir jedoch Zweifel daran, dass diese Einschätzungen realistisch sind. Auch wenn sich die Aktienmärkte in den letzten Tagen wieder erholt haben, können wir noch keine grundsätzliche Entwarnung geben und empfehlen von daher eine vorsichtigere Vorgehensweise. Ein signifikanter Kursrückgang unter die 9.000-Punkte-Marke im DAX ist nicht auszuschließen. Derzeit agieren alle Marktteilnehmer im Nebel. Zwar ist der befürchtete Zusammenstoß mit dem Eisberg bislang zum Glück ausgeblieben, sodass der ein oder andere schon wieder das Tempo erhöht. Wir halten diese Vorgehensweise aber für riskant und empfehlen zu warten, bis sich der Nebel lichtet.

Wochenausblick für die Zeit vom 4. bis 8. Juli 2016

	Feb	Mrz	Apr	Mai	Jun	Jul	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	55,3	55,1	54,5	55,2	53,2		5. Juli
D: Auftragseingänge, m/m	-0,8%	2,6%	-2,0%	0,5%			6. Juli
D: Auftragseingänge, y/y	0,7%	2,6%	-0,6%	0,5%			6. Juli
D: Industrieproduktion, m/m	-0,7%	-1,1%	0,8%	0,1%			7. Juli
D: Industrieproduktion, y/y	1,8%	0,4%	1,2%	1,5%			7. Juli
D: Exporte, m/m	1,4%	1,9%	0,1%	0,1%			8. Juli
D: Exporte, y/y	1,5%	2,2%	1,0%	0,2%			8. Juli
D: Importe, m/m	0,0%	-2,3%	-0,3%	0,2%			8. Juli
D: Importe, y/y	2,3%	-2,6%	-1,9%	-2,1%			8. Juli
E-19: Sentix	6,0	5,5	5,8	6,3	9,9	8,0	4. Juli
E-19: Produzentenpreise m/m	-0,7%	0,3%	-0,3%	0,3%			4. Juli
E-19: Produzentenpreise y/y	-4,1%	-4,1%	-4,4%	-4,1%			4. Juli
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	53,3	53,1	53,1	53,3	52,4		5. Juli
E-19: Einzelhandelsumsätze, m/m	0,4%	-0,6%	0,0%	0,5%			5. Juli

Chart der Woche: Alles beim Alten in Spanien?



Während sich die spanische Nationalmannschaft am vergangenen Montag ziemlich schwächlich von der Europameisterschaft verabschiedet hat, können spanische Staatsanleihen in dieser Woche performancetechnisch ganz oben mitspielen. Die Rendite zehnjähriger spanischer Staatsanleihen, ist sukzessive auf aktuell 1,24% gefallen, nachdem sie am 24. Juni, dem Tag an dem der Wahlausgang „Brexit“ feststand, auf 1,64% gestiegen war. Ein Kursgewinn von über 3,5% in nur vier Handelstagen. Wie kam es zu dieser Entwicklung? Neben dem britischen EU Referendum fand in der letzten Woche am Sonntag die Parlamentswahl in Spanien statt. Bei der Wahl im Dezember 2015 war es nicht gelungen, eine Regierungskoalition zu formen, so dass der spanische König Ende April die Auflösung des Parlaments einleitete und so den Weg für Neuwahlen am 26. Juni ebnete. Bis zum Wahltag sah es danach aus, als ob die erneute Wahl zu einem Links-Ruck im Land führen könnte. Umfragen hatten die linke Protestpartei CDW Podemos, die gemeinsam mit der Vereinten Linken (IU) sowie regionalen Initiativen angetreten ist, bereits als

zweitstärksten politische Kraft des Landes gesehen. Dazu ist es aber nicht gekommen. Verunsichert durch die Brexit-Wahl der Briten scheinen sich die Spanier lieber Altbewährtem zugewandt zu haben. Die konservative Volkspartei PP um Ministerpräsident Mariano Rajoy verfehlte zwar erneut die absolute Mehrheit, konnte aber Stimmen zulasten der Linksparteien hinzugewinnen. Eine Koalition mit der liberalen Ciudadanos ist aber weiter nicht möglich. Allerdings ist eine Minderheitsregierung der PP mit einer Tolerierung durch die zweitstärkste Kraft, der sozialistischen PSOE, wahrscheinlicher geworden. Die Erleichterung am Kapitalmarkt über einen zumindest einigermaßen konstruktiven Wahlausgang und die Hoffnung auf eine möglicherweise bald handlungsfähige Regierung führte zu deutlichen Kursgewinnen spanischer Staatsanleihen. Allerdings raten wir weiterhin zur Obacht, da die abgebauten Risikoaufschläge, solange die Regierungsbildung nicht abgeschlossen ist, schnell wieder aufgebaut werden können.

	Stand	Veränderung zum			
	30.06.2016 18:11	23.06.2016 -1 Woche	27.05.2016 -1 Monat	29.03.2016 -3 Monate	31.12.2015 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	17833	-1,0%	-0,2%	1,1%	2,3%
S&P 500	2084	-1,4%	-0,7%	1,4%	1,9%
Nasdaq	4779	-2,7%	-3,1%	-1,4%	-4,6%
DAX	9680	-5,6%	-5,9%	-2,1%	-9,9%
MDAX	19843	-4,5%	-4,6%	-1,4%	-4,5%
TecDAX	1601	-2,5%	-5,3%	0,1%	-12,5%
EuroStoxx 50	2865	-5,7%	-6,9%	-4,7%	-12,3%
Stoxx 50	2813	-3,0%	-4,1%	0,7%	-9,3%
SMI (Swiss Market Index)	8020	0,0%	-3,3%	2,9%	-9,0%
FTSE 100	6504	2,6%	3,7%	6,5%	4,2%
Nikkei 225	15576	-4,1%	-7,5%	-8,9%	-18,2%
Brasilien BOVESPA	51231	-0,6%	4,4%	0,1%	18,2%
Russland RTS	931	-1,1%	1,4%	10,4%	22,9%
Indien BSE 30	27000	0,0%	1,3%	8,4%	3,4%
China Shanghai Composite	2930	1,3%	3,8%	0,3%	-17,2%
MSCI Welt (in €)	1634	-0,6%	-1,6%	1,0%	-3,4%
MSCI Emerging Markets (in €)	822	1,2%	2,5%	2,0%	1,7%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	166,69	274	269	316	877
Bobl-Future	133,54	74	211	237	287
Schatz-Future	112,05	16	20	25	53
3 Monats Euribor	-0,28	-1	-2	-4	-15
3M Euribor Future, Dez 2016	-0,34	-4	-5	-4	0
3 Monats \$ Libor	0,65	1	-3	2	3
Fed Funds Future, Dez 2016	0,38	-12	-25	-20	-1
10-jährige US Treasuries	1,46	-28	-37	-35	-81
10-jährige Bunds	-0,12	-22	-26	-26	-76
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,23	-9	-11	-14	-48
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,56	-19	-25	-15	-49
US Treas 10Y Performance	611,80	2,4%	3,4%	3,7%	8,4%
Bund 10Y Performance	626,34	2,2%	2,6%	2,6%	8,2%
REX Performance Index	489,26	0,6%	0,9%	1,1%	3,2%
Hypothekenzinsen USA	3,56	0	-8	-15	-45
IBOXX AA, €	0,59	-10	-19	-23	-70
IBOXX BBB, €	1,62	-1	-12	-24	-65
ML US High Yield	7,57	16	-18	-114	-133
JPM EMBI+, Index	790	1,5%	4,4%	6,6%	12,2%
Wandelanleihen Exane 25	6491	-1,1%	-4,8%	-2,4%	-6,7%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	434,20	1,4%	5,6%	11,9%	14,5%
MG Base Metal Index	246,28	0,4%	3,8%	3,1%	6,0%
Rohöl Brent	49,60	-1,9%	0,5%	27,6%	38,9%
Gold	1320,40	4,5%	9,0%	7,7%	24,3%
Silber	18,45	6,2%	13,3%	21,5%	33,2%
Aluminium	1626,75	-0,4%	5,2%	10,1%	8,4%
Kupfer	4830,25	1,1%	2,3%	-1,8%	2,6%
Eisenerz	54,50	1,9%	6,9%	-1,1%	24,4%
Frachtraten Baltic Dry Index	640	7,4%	5,6%	56,5%	33,9%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1073	-2,8%	-0,9%	-1,1%	1,7%
EUR/ GBP	0,8361	9,1%	9,8%	6,6%	13,4%
EUR/ JPY	113,93	-5,4%	-7,0%	-10,4%	-13,1%
EUR/ CHF	1,0814	-0,6%	-2,3%	-0,9%	-0,2%
USD/ CNY	6,6459	1,1%	1,2%	2,1%	2,4%
USD/ JPY	102,83	-3,1%	-6,7%	-8,8%	-14,5%
USD/ GBP	1,3238	-10,6%	-9,4%	-7,2%	-10,2%

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.