

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Die bekannten und weniger bekannten Risiken eines Brexits

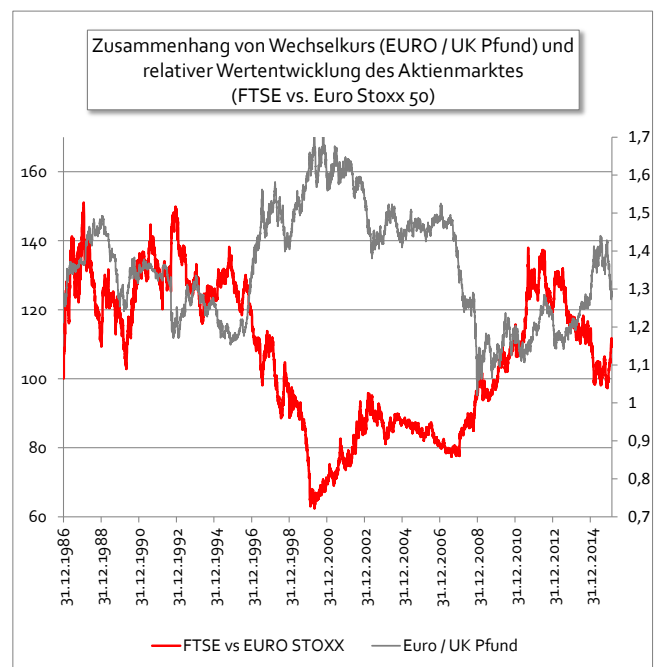
Schon seit einiger Zeit geistert das Gespenst des „Brexit“ durch die Politik, doch seit einigen Tagen ist dieses Ereignis ein Stück wahrscheinlicher geworden. Zwar hat der englische Premierminister Cameron in den Verhandlungen mit der EU bei nüchterner Betrachtung einige (nicht nur aus britischer Sicht) vernünftige Teilergebnisse erzielt, die er den Briten als Erfolg verkaufen konnte, doch für einen Umschwung in der Stimmung der britischen Bevölkerung hat dies offensichtlich nicht gereicht. Bis dato weisen die aktuellen Umfragen noch nicht unbedingt auf eine klare Mehrheit der Brexit-Befürworter im anstehenden Referendum hin, doch der Anteil der Unentschlossenen ist extrem hoch. Und auch wenn die Quoten britischer Buchmacher indirekt darauf hindeuten, dass die meisten Wettteilnehmer nach wie vor von einem Verbleib Großbritanniens in der EU ausgehen, hat sich die Lage in den letzten Tagen doch grundlegend geändert. Die substanziiell neue Lage ergibt sich aus der Entscheidung des Londoner Bürgermeisters Boris Johnson, sich auf die Seite der Brexit-Befürworter zu schlagen. Der machtbewusste, aber unkonventionelle Londoner Bürgermeister gilt als der beliebteste Politiker Großbritanniens und hat gleichzeitig einen Einfluss auf die öffentliche Meinung wie sonst kaum eine andere Person im Königreich. So ist es sicher keine Überraschung, dass sich der Kursrutsch des Pfundes in dem Moment beschleunigte, als Johnson seine Meinung öffentlich bekannt gab. Dabei steht die inhaltliche Position Johnsons in letzter Konsequenz in einer langjährigen britischen Tradition.

Als Großbritannien Anfang der 70er Jahre der Europäischen Gemeinschaft beitrug, geschah das nicht in erster Linie aufgrund einer tiefen europapolitischen Überzeugung, sondern aufgrund pragmatischer Erwägungen. Es ging schlicht darum, Zugang zu einem großen Binnenmarkt zu erhalten. Für die Briten war und ist Europa in erster Linie eine Freihandelszone, während alle anderen damit einhergehenden Aspekte eher als Last und Nachteil empfunden werden, die die britische Souveränität ohne Not einschränken. Dementsprechend fordert Johnson auch, aus der EU auszutreten, um in nachgelagerten Verhandlungen wieder den Status eines Mitglieds der Freihandelszone zu werden, ohne aber sonstige Rechte oder Pflichten zu haben. In gewisser Weise schwebte schon Thatcher eine ähnliche Positionierung vor, denn der von ihr ausgehandelte Beitragsrabbatt für Großbritannien zielte exakt darauf ab, die mit der „Klubmitgliedschaft“ einhergehenden Kosten zu reduzieren, da man jenseits des freien Handels keinen zusätzlichen Nutzen erkennen konnte.

Sollte es tatsächlich als Folge des Referendums zu einem Brexit kommen, könnte der dann folgende Fahrplan für Großbritannien allerdings anders ausfallen als von Johnson geplant. Denn während Johnson (und die meisten anderen Befürworter eines Brexits) auf nachgelagerte Verhandlungen hoffen, die Großbritannien den zollfreien Zugang zum Binnenmarkt erhalten, könnte die Wirklichkeit einen anderen Verlauf nehmen. Denn es muss aus Sicht der EU die

Frage gestellt werden, warum man einem zahlenden Mitglied, welches freiwillig aus einem Klub ausscheidet, die für das Mitglied zentralen Klubgüter weiterhin umsonst anbietet. Die EU kann gar kein Interesse haben, dies tatsächlich zu tun, denn in diesem Fall müsste so ziemlich jeder Nettozahler der EU hinterfragen, warum er noch als Mitglied in der EU verbleibt, wenn man die Vorteile auch umsonst genießen kann und dazu noch an Souveränität gewinnt.

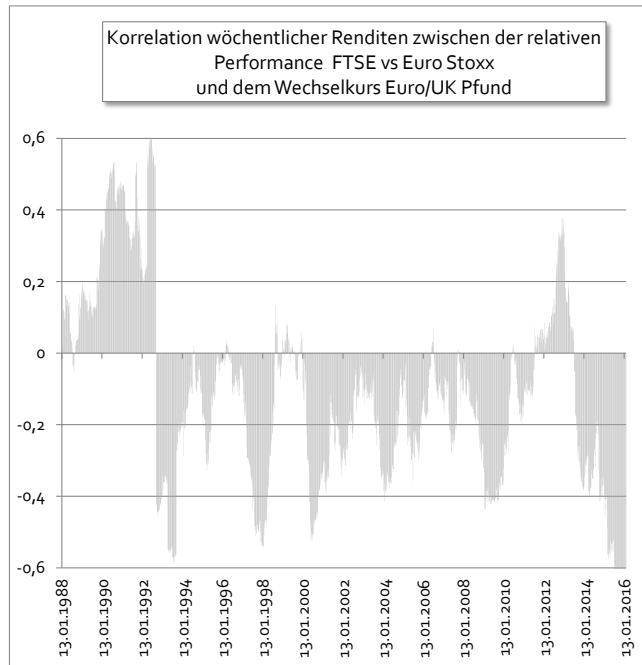
Somit könnte auch aus Kapitalmarktsicht ein Brexit holpriger verlaufen als von vielen gedacht – das massiv schwächere Pfund zeigt auf, dass der Kapitalmarkt auf diesem Auge nicht blind ist und durchaus diese Risiken wahrnimmt. Dabei wäre unter normalen Umständen eine schwächere Währung für einen Euro-Investor keine Katastrophe, da ein schwächeres Pfund in der Vergangenheit i.d.R. zu einer Outperformance von UK-Assets (vor allem von Aktien) geführt hat, wie auch in der folgenden Abbildung zu sehen ist.



Über viele Jahre hinweg (für die Zeit vor der Einführung des Euro haben wir den Wechselkurs der EU-Korbwährung ECU zum Pfund verwendet) gab es einen klar gegenläufigen Trend: Ein schwaches Pfund führte zu einer überproportional guten Entwicklung von UK-Aktien, ein starkes Pfund zu einer überproportional schlechten Entwicklung von Aktien. Das ist inhaltlich nachvollziehbar, denn eine schwache Währung führt zu einem internationalen Wettbewerbsvorteil und macht ausländische Investments in UK-Unternehmen attraktiver.

Auch korrelationsanalytisch ist die Sache mehr als klar: Bestimmt man den Korrelationskoeffizient zwischen der wöchentlichen Veränderung des Wechselkurses und der wöchentlichen Veränderung der relativen Wertentwicklung von britischen Aktien zu Euro-Aktien, dann ist diese Korrelation zu etwa 80% der Zeit negativ. Auch aktuell ist diese

Korrelation deutlich negativ ausgeprägt. An Tagen mit einer besonders schwachen Entwicklung des britischen Pfunds zeigt der UK-Aktienmarkt eine Outperformance, wobei die Outperformance die Verluste auf der Währungsseite leider nicht komplett kompensieren kann.



Im Falle eines Brexits befürchten wir jedoch, dass der sich jetzt noch zu beobachtende „natürliche“ Hedge auflösen könnte, da die Perspektive auf wenig erfolgreiche Neuverhandlungen mit der EU für die Währung und für Aktien eine Belastung darstellt. Und es kommt noch schlimmer: Großbritannien weist eine recht kritische Zahlungsbilanz auf: Da das Land chronisch mehr importiert als exportiert, ist es auf stetige Kapitalzuflüsse angewiesen, um dieses Defizit zu finanzieren. Im Falle eines Brexits und einem damit einhergehenden weiteren Verfall des britischen Pfundes wäre aber in Frage zu stellen, ob die Bereitschaft der Investoren immer noch vorhanden ist, die britische Wirtschaft im bisherigen Umfang mit Kapitalimporten zu versorgen. Ein nachlassendes Interesse an britischen Assets hätte in diesem Kontext das theoretische Potenzial, eine Leistungsbilanzkrise auszulösen.

Auch wenn sich dies alles nicht besonders positiv anhört, können und wollen wir an dieser Stelle ein wenig Entwarnung geben. Denn die zuvor aufgeführten Überlegungen sind zwar alle ökonomisch fundiert und valide, aber eben deswegen auch bekannt. Sozusagen handelt es sich hierbei um bekannte Risiken, die seit Wochen (oder Monaten) in den Köpfen von Kapitalmarktstrategen hin und her bewegt werden. Die Erfahrung zeigt aber, dass Risiken, die als solche über längere Zeit analysiert werden, i.d.R. eher überbewertet werden. Überraschungen und Verwerfungen an den Kapitalmärkten gibt es eher dann, wenn Sachverhalte eintreten, die Investoren und Strategen nicht auf dem „Radarschirm“ hatten. Aus dieser Sicht gilt es, nach Risiken zu fahnden, die bisher weniger bekannt oder weniger durchdacht sind und dementsprechend das Potenzial haben, eine disruptive Wirkung zu entfalten, um ein neues Modewort zu verwenden.

Risiko Nr. 1: Stell' Dir vor, es gibt einen Brexit, und es passiert nichts!

Während viele Volkswirte zunehmend Gefallen daran finden, Untergangsszenarien zu zeichnen, könnte die Wirklichkeit ein wenig profaner ausfallen. Nach einer anfänglichen starken Abwertung der britischen Währung könnte das Leben zunächst ganz normal weitergehen. Die EU wäre vermutlich verwaltungstechnisch gar nicht in der Lage, Großbritannien innerhalb kurzer Zeit in den Status eines nicht EU-Landes zurückzusetzen, so dass erst einmal das Wirtschaftsleben weitgehend unverändert stattfindet. Wenn es dann schließlich de facto zu einem Ausschluss aus dem Binnenmarkt kommt, wird man feststellen, dass der Handel kaum zurückgeht. Der Grund dafür ist einfach: Internationaler Handel kommt immer dann zustande, wenn er ökonomisch Sinn macht. Eine Grenze oder eine Erhebung von Zöllen ändert i.d.R. wenig an dieser Sinnhaftigkeit, weshalb auch Länder wie die USA oder China trotz Grenzen und Zöllen beispielsweise ihren Handel mit Deutschland stark ausgeweitet haben. Wenn sich aber erst einmal herumspricht, dass es (erstens) überhaupt möglich ist, die EU zu verlassen, und (zweitens) keine substanziellen Blessuren zu erleiden sind, hat die EU ein ernsthaftes Argumentationsproblem. Vielleicht ist das auch der Grund, warum in den letzten Tagen nicht nur das Pfund gegenüber dem US\$ verloren hat, sondern auch der Euro. Denn ein halbwegs funktionierender Brexit wäre Wasser auf die Mühlen von Europa- und Euro-Skeptikern auch außerhalb Großbritanniens. Nicht ohne Grund finden sich die heftigsten Gegner eines Brexits eher außerhalb des Königreichs, denn viele Kreise haben kein Interesse daran, dass etwas passiert, was gar nicht passieren darf.

Risiko Nr. 2: Ein demokratisches Singapur in der Nordsee

Wer bei dem ersten, oben skizzierten Szenario schon schlaflose Nächte bekommt, wird bei dem jetzt zu besprechenden Szenario Alpträume bekommen. Denn es ist nicht auszuschließen, dass sich Großbritannien nach einem Brexit und einer gewissen Übergangsdauer sogar besonders positiv entwickelt – befeuert von neu gewonnenen Freiheiten und einer schlaun Wirtschaftspolitik. In dem Maße, in dem das „alte“ Europa vor dem Hintergrund diverser Herausforderungen (Flüchtlinge, Staatsverschuldung, Reformstau) in eine immer größere Schieflage gerät, könnte sich Großbritannien als von EU-Lasten befreiter „sicherer Hafen“ für Investoren präsentieren. Auch die Sorge vor einem dahinsiechenden Londoner Finanzplatz als Folge des Brexits wäre in diesem Kontext vermutlich übertrieben, denn allein schon die weltweit fast einmalige Ansammlung hochqualifizierter Mitarbeiter in dieser Branche wird dafür sorgen, dass die Wettbewerbsfähigkeit der Finanzdienstleistungen erhalten bleibt. Im Falle einer solchen Erfolgsgeschichte hätte die EU ernsthafte Rechtfertigungsprobleme, die zu einer Existenzkrise führen könnten.

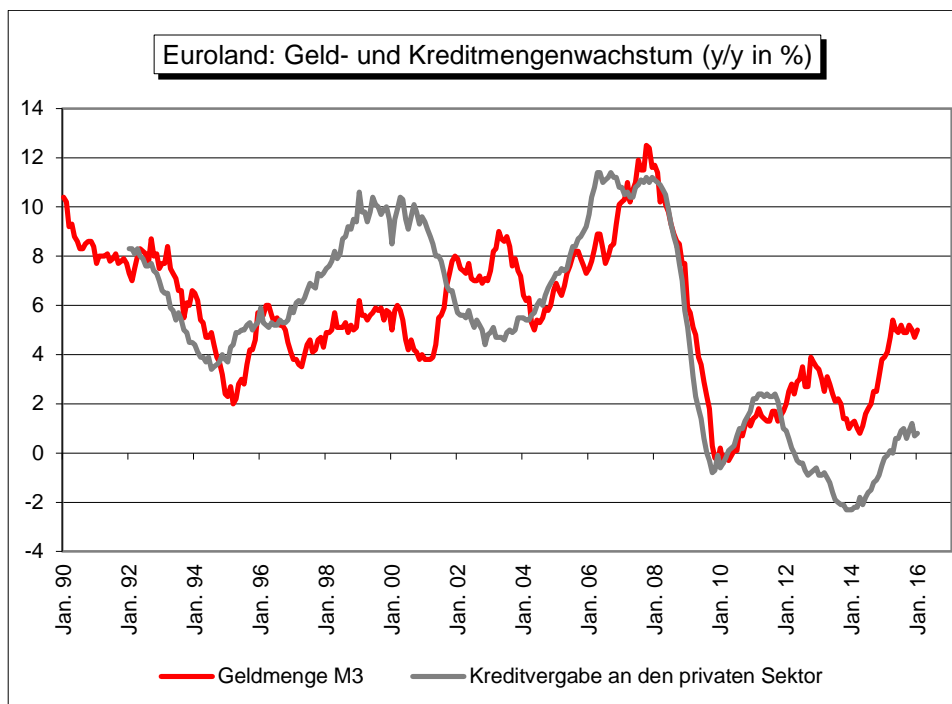
So gesehen wäre ein Brexit - wenn er denn käme – viel mehr als ein temporäres Phänomen und Problem für britische Assets und das britische Pfund. Aus unserer Sicht hat das eigentliche Risiko eine politische Dimension, und diese Dimension besteht darin, dass ein Brexit für die ganze EU zum existenziellen Problem werden könnte.

Wochenausblick für die Zeit vom 29. Februar bis 4. März 2016

	Sept	Okt	Nov	Dez	Jan	Feb	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew.	52,3	52,1	52,9	53,0	52,3	50,2	1. März
D: Arbeitslose, Veränderung in Tsd., sa	0	-7	-15	-16	-20	-17	1. März
D: Arbeitslosenquote, sa.	6,4%	6,4%	6,3%	6,3%	6,2%	6,2%	1. März
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	54,1	54,5	55,6	56,0	55,0	55,1	3. März
E-19: Inflationsrate Vorabschätzung, y/y	-0,1%	0,1%	0,1%	0,4%	0,4%	0,1%	29. Februar
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew.	52,0	52,3	52,8	53,1	52,3	51,0	1. März
E-19: Arbeitslosenquote	10,7%	10,6%	10,5%	10,4%	10,5%	10,5%	1. März
E-19: Produzentenpreise, m/m	-0,4%	-0,3%	-0,8%	-0,8%	-1,0%	-1,0%	2. März
E-19: Produzentenpreise, y/y	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,0%	-2,9%	-2,9%	2. März
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	53,7	54,1	54,2	53,9	53,6	53,0	3. März

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Kreditvergabe an den privaten Sektor steigt leicht an



Die Kreditvergabe an die Unternehmen (ex Finanzsektor) ist in der Eurozone im Januar um 0,6% gegenüber dem Vorjahr angestiegen, die Haushalte bekamen 1,4% mehr Kredite. In den großen Industrieländern scheint sich die Kreditvergabe der Banken an den privaten Sektor auch insgesamt stabilisiert zu haben: Sie stieg in den USA, Japan und der Eurozone kumuliert um 1,2% auf rund 23,9 Billionen US-Dollar an. Innerhalb der Eurozone verbleiben jedoch Unterschiede. So entwickelt sich die Kreditvergabe vor allem positiv in Deutschland

und Frankreich, während die Werte sowohl in Österreich als auch in Spanien immer noch niedriger als im Vorjahr liegen. Auch wenn die Dynamik bei der Kreditvergabe insgesamt etwas besser aussieht rechnen wir damit, dass die Europäische Zentralbank vor dem Hintergrund der niedrigen Inflationsrate und der sinkenden Inflationserwartungen nicht zufrieden sein kann; beim nächsten Zinsentscheid am 10. März dürfte die Diskussion daher vor allem um die Frage kreisen, wie die Geldpolitik noch expansiver gestaltet werden kann.

	Stand 25.02.2016 16:26	Veränderung zum			
		11.02.2016 -1 Woche	15.01.2016 -1 Monat	17.11.2015 -3 Monate	31.12.2015 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	16497	5,3%	3,2%	-5,7%	-5,3%
S&P 500	1926	5,3%	2,4%	-6,1%	-5,8%
Nasdaq	4534	6,3%	1,0%	-9,1%	-9,5%
DAX	9346	6,8%	-2,1%	-14,8%	-13,0%
MDAX	19033	8,2%	1,3%	-10,1%	-8,4%
TecDAX	1583	6,6%	-1,9%	-13,2%	-13,5%
EuroStoxx 50	2871	7,1%	-2,7%	-16,8%	-12,1%
Stoxx 50	2727	6,3%	-2,7%	-16,4%	-12,0%
SMI (Swiss Market Index)	7767	3,6%	-4,2%	-13,2%	-11,9%
Nikkei 225	16140	2,7%	-5,9%	-17,8%	-15,2%
Brasilien BOVESPA	41792	6,3%	8,4%	-11,5%	-3,6%
Russland RTS	748	11,4%	14,6%	-13,3%	-1,2%
Indien BSE 30	22976	0,1%	-6,0%	-11,2%	-12,0%
China Shanghai Composite	2741	-0,8%	-5,5%	-24,0%	-22,5%
MSCI Welt (in €)	1535	7,6%	0,0%	-11,3%	-8,8%
MSCI Emerging Markets (in €)	737	6,4%	2,9%	-13,4%	-8,3%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	165,96	37	557	863	804
Bobl-Future	133,08	11	156	332	241
Schatz-Future	111,90	-3	25	29	38
3 Monats Euribor	-0,20	-2	-6	-11	-7
3M Euribor Future, Dez 2016	-0,32	2	-8	-10	0
3 Monats \$ Libor	0,62	0	0	25	1
Fed Funds Future, Dez 2016	0,48	10	-13	-31	0
10-jährige US Treasuries	1,72	7	-32	-56	-55
10-jährige Bunds	0,15	-3	-32	-38	-48
10-jährige JGB	-0,06	-7	-29	-37	-31
US Treas 10Y Performance	588,44	-1,5%	2,1%	4,5%	4,3%
Bund 10Y Performance	602,66	-0,9%	2,5%	3,2%	4,1%
REX Performance Index	483,98	0,0%	1,4%	1,7%	2,1%
Hypothekenzinsen USA	3,65	0	-27	-33	-36
IBOXX AA, €	1,09	5	-18	-10	-20
IBOXX BBB, €	2,39	-1	-1	28	13
ML US High Yield	9,70	-48	17	159	80
JPM EMBI+, Index	712	1,4%	2,7%	0,0%	1,2%
Wandelanleihen Exane 25	6428	-0,4%	-3,2%	-8,4%	-7,6%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	370,91	2,2%	3,3%	-2,8%	-2,2%
MG Base Metal Index	229,25	1,2%	5,9%	0,3%	-1,3%
Rohöl Brent	32,45	4,8%	4,6%	-26,3%	-11,2%
Gold	1235,50	-1,0%	13,3%	14,9%	16,3%
Silber	15,42	-3,1%	10,1%	9,1%	11,3%
Aluminium	1523,25	2,6%	3,2%	4,5%	1,5%
Kupfer	4588,50	3,0%	6,0%	-2,4%	-2,5%
Eisenerz	46,30	3,3%	14,9%	-3,5%	5,7%
Frachtraten Baltic Dry Index	318	9,7%	-14,7%	-40,8%	-33,5%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1015	-2,9%	0,9%	3,2%	1,2%
EUR/ GBP	0,7911	0,7%	3,4%	13,0%	7,3%
EUR/ JPY	124,16	-2,5%	-2,8%	-5,6%	-5,3%
EUR/ CHF	1,0925	-0,9%	-0,2%	1,1%	0,8%
USD/ CNY	6,5320	-0,6%	-0,8%	2,4%	0,6%
USD/ JPY	114,11	1,5%	-2,5%	-7,6%	-5,2%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com
Matthias Thiel	+49 40 3282-2401	mthiel@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. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist 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 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 und ersetzt nicht eine kunden- und produktgerechte Beratung. 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.