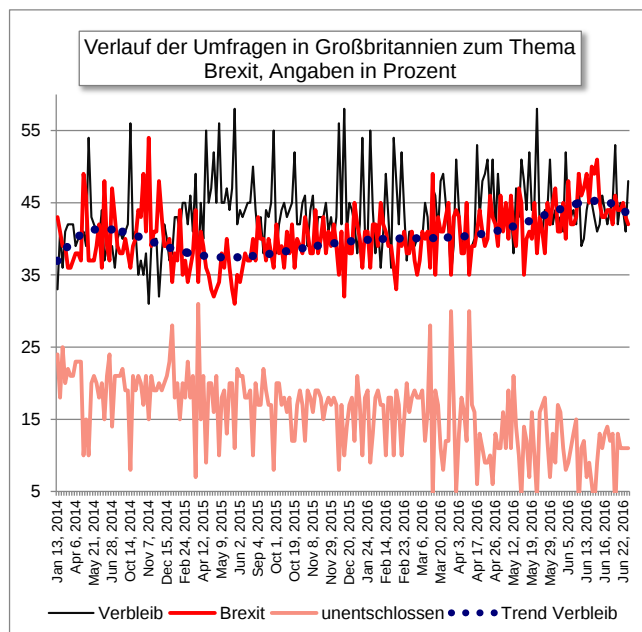


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Brexit oder Bremain: Was sich in Europa ändern muss

Das heutige in Großbritannien stattfindende Referendum könnte für Europa zu einem der wichtigsten Wendepunkte der jüngeren Geschichte werden. Das gilt nicht nur für den Fall, dass sich die Bürger für einen Austritt aussprechen, sondern auch für den Fall, dass es (wie von uns erhofft) bei einer Mitgliedschaft bleibt. Denn allein die Tatsache, dass in Großbritannien etwa die Hälfte der Bevölkerung von der Idee begeistert werden kann, die größte Wirtschaftsregion der Welt zu verlassen, in der etwa 50% des Welthandels abgewickelt werden, spricht Bände. Irgendetwas muss fundamental schief gelaufen sein, wenn das friedensstiftende Projekt Europa immer weniger Begeisterung hervorruft, sondern ganz im Gegenteil neue Konflikte und Spannungen auslöst. Dabei ist Großbritannien kein Einzelfall. Käme es beispielsweise in Frankreich zu einem ähnlichen Referendum, wäre der Ausgang alles andere als eindeutig. Die Bertelsmann-Stiftung hat eine Umfrage durchgeführt, nach der nur 52% der Franzosen in einem französischen Referendum für einen Verbleib wären, und auch in Italien sieht die Zustimmung mit einem Wert von 54% nicht viel besser aus. Es ist auch nicht besonders vertrauensfördernd, wenn nur 41% der Franzosen weiterhin Großbritannien als Mitglied in der EU wünschen. Selbst in Deutschland hält sich die Begeisterung für eine EU-Mitgliedschaft Großbritanniens in Grenzen; nur 54% der Deutschen wünschen einen Verbleib. Daneben gewinnen in ganz Europa immer mehr Parteien Auftrieb, die eine prinzipiell destruktive Haltung gegenüber EU-Institutionen einnehmen.



Aus diesem Grund wäre ein „weiter so“ Wasser auf die Mühlen von EU-Kritikern und würde von großen Teilen der Bevölkerung vermutlich als borniert und arrogant wahrgenommen. Unabhängig vom Ausgang des Brexit-Referendums ist die EU daher gut beraten, diese Wahl als Warnschuss zu verstehen und zu überlegen, welche Refor-

men notwendig erscheinen, um die EU auch für die nächsten Jahrzehnte überlebensfähig zu machen. Es ist vergleichsweise offensichtlich, dass 71 Jahre nach Kriegsende die jetzt lebende Generation keine „natürliche“ Begeisterung mehr für Europa entfaltet. Schließlich hat die große Mehrheit der jetzt in Europa lebenden Menschen im Gegensatz zu den Gründungsvätern der EU keine prägenden Kriegserlebnisse in ihrem kollektiven Gedächtnis. Die noch verbliebende Begeisterung für die europäische Idee wird zudem durch die (subjektive) Wahrnehmung zurückgedrängt, wonach sich europäische Institutionen in Details verzetteln, in Krisen kaum handlungsfähig sind und selbstgesetzte Regeln nicht einhalten. Wie also müsste eine Agenda aussehen, um Europa aus der Lethargie zu befreien und zu einem Erfolgsmodell für das 21. Jahrhundert zu machen? Wir haben uns erlaubt, im Folgenden einige Aspekte ohne Anspruch auf Vollständigkeit zusammenzutragen.

1. Das Prinzip der Subsidiarität neu beleben

Der etwas sperrige Begriff der Subsidiarität kommt ursprünglich aus der katholischen Soziallehre, beschreibt aber letztlich einen Sachverhalt, der auch in der Organisation großer Unternehmen oder staatlicher Strukturen viel Sinn macht. Es geht dabei um die Idee, Aufgaben und Kompetenzen nur dann auf einer höheren Ebene anzusiedeln, wenn die Aufgabe auf einer niedrigeren Ebene nicht mehr sinnvoll erfüllt werden kann. Mit anderen Worten: So viel Zentralität wie unbedingt notwendig, sowie Dezentralität wie eben möglich. Das bedeutet für die EU, dass in vielen Fällen Kompetenzen wieder auf die nationale oder regionale Ebene zurückdelegiert werden sollten. Aus ökonomischer Sicht geht es letztlich um die Frage, auf welcher föderalen Ebene welche Güter bereitgestellt werden müssen, damit so weit wie möglich eine Kongruenz zwischen Bezahlung und Nutzung entsteht und sog. „spill-over-Effekte“ vermieden werden. Auch unter demokratietheoretischen Aspekten macht eine Kongruenz von Leistung und Gegenleistung Sinn, da sonst Transfers vorprogrammiert sind und eine direkte Verantwortung für politische Entscheidungen zunehmend verwischt wird. Große, komplexe politische und bürokratische Strukturen haben die inhärente Eigenschaft, gegen das Prinzip der Subsidiarität zu verstoßen, um die eigene Macht auszuweiten und „Wahlgeschenke“ zu verteilen. In der Summe sinkt aber der Gesamtnutzen für die Gesellschaft, und das Frustpotenzial steigt. Auch wenn sich die EU selbst dem Prinzip der Subsidiarität verpflichtet fühlt, so wird dieses Prinzip nicht im Ansatz gelebt. Auch die Haushalts- und damit die Aufgabenstruktur der EU ist in erster Linie ein Produkt ihrer eigenen Vergangenheit und hat so gut wie nichts damit zu tun, welche Aufgaben tatsächlich angegangen werden müssen, damit die Grundbedingungen des Subsidiaritätsprinzips erfüllt sind.

Eine saubere Umsetzung des Subsidiaritätsprinzips hat übrigens den angenehmen Nebeneffekt, dass sie zu einer weitgehenden Kongruenz von Entscheidungsbefugnissen und Haftung führt. Dies fördert verantwortungsvolles Handeln und ist demokratietheoretisch wünschenswert, da nur

so die Legislative und Exekutive einer föderalen Ebene den Anreiz haben, einer anderen Ebene und damit „fremden“ Wählern keine fremden Lasten aufzuerlegen, selbst aber die Vorteile zu realisieren.

Das Subsidiaritätsprinzip fordert im Übrigen keineswegs, möglichst alle Aufgaben dezentral anzusiedeln. Auch vor dem Hintergrund der Theorie des Föderalismus könnte es z.B. Sinn machen, Aufgaben wie die innere und äußere Sicherheit im Gegensatz zu heute sehr zentral zu koordinieren und zu finanzieren. Vielleicht brauchen wir sogar eines Tages eine europäische Armee, einen europäischen Geheimdienst und eine europäische Polizei, aber nicht unbedingt eine europäische Norm über den Krümmungsgrad der Banane.

2. Eine Grundrenovierung der Europäischen Kommission

Laut EU-Statuten ist die Europäische Kommission die „Hüterin“ der Verträge. Sie schlägt neue Gesetze vor, setzt europäische Gesetze durch, verwaltet den Haushalt und vertritt die EU z.B. in Handelsabkommen mit anderen Ländern. Sie ist damit das Exekutivorgan der EU. Das hört sich sinnvoll an und erscheint schlüssig, beschreibt aber nicht unbedingt im Kern die tatsächliche Tätigkeit des Präsidenten, seiner sieben Vizepräsidenten, seiner 20 Kommissare und seiner 23.000 (!) Mitarbeiter. Denn etwas weniger wohlwollend formuliert ist die Europäische Kommission nichts anderes als ein politischer Basar, in dem meist hinter verschlossenen Türen so lange über Sachverhalte gerungen wird, bis ein tragfähiger Kompromiss erzielt wurde. Statt Verträge zu „hüten“, werden Verträge so lange uminterpretiert und umformuliert bis aktuelle Interessen befriedigt sind. Wer diese Einschätzung als unfair und zu harsch empfindet, sollte sich die jüngere Historie der Entscheidungen in vielen Politikfeldern anschauen. Das alte Handwerker-motto „was nicht passt, wird passend gemacht“ scheint auch das Motto der Kommission zu sein. Schon fast legendär ist die frustrierte Klage des Präsidenten der Kommission Juncker, dass Frankreich regelmäßig gegen alle Regeln des EU-Stabilitätspaktes verstoßen dürfe, weil es eben Frankreich sei. Eine demokratische Kontrolle dieser mächtigen Institution ist zwar auf dem Papier vorhanden, in der Realität aber kaum gegeben. In Wirklichkeit gleicht die Kommission einer bürokratischen Struktur, die sich zunehmend mit sich selbst beschäftigt, ohne im tatsächlichen Leben einen für den Bürger erlebbaren Mehrwert zu liefern. Das Gegenteil ist sogar der Fall. In so ziemlicher jeder Krise seit dem Jahr 2008 (Lehman, Euro-Krise, Griechenland-Krise, Flüchtlingskrise) befand sich die Kommission in Schockstarre und hat Politik eher simuliert, anstatt sie tatsächlich zu gestalten. Für die Exekutive eines Staatenbundes mit 510 Millionen Einwohnern ist das eine schwache Leistung – es sollte der Kommission zu denken geben, dass es in letzter Konsequenz immer nationale Regierungen waren, die in bilateralen Absprachen (meist zwischen Deutschland und Frankreich) eine Lösung fanden. Wie man es dreht und wendet – der Europäischen Kommission scheint einen inhärenten Konstruktionsfehler aufzuweisen, der dringend behoben werden muss.

Ohne hier eine perfekte Lösung präsentieren zu können, dürfte doch der Grundsatz, wonach manchmal weniger

mehr ist, keine falsche Leitlinie sein. Generell sollte gelten: eher Grundsatzregeln statt Einzelregelungen, eher geringe Eingriffsintensität statt hoher Eingriffsintensität, eher eine ruhige Hand statt Aktionismus und eher Planbarkeit statt Hektik. Vor allem aber schlagen wir vor, den Kommissionspräsidenten im Rahmen von EU-Wahlen direkt zu wählen, um politischer „Kungelei“ vorzubeugen.

3. Rückbesinnung auf den kleinsten gemeinsamen Nenner

Viele Konflikte sind in den letzten Jahren auf europäischer Ebene auch dadurch entstanden, dass europäische Institutionen in immer mehr Bereichen einen immer weitreichenden Einfluss erhalten. Dies führt automatisch zu Friktionen, da Europa mit seiner kulturellen Vielfalt (ganz im Gegensatz zu den USA) kein idealer Kandidat für eine „one size fits all-Lösung“ ist. Daher sind europäische Institutionen gut beraten, nur Regeln zu treffen und Eingriffe vorzunehmen, bei denen tatsächlich Konsens hinsichtlich der Sinnhaftigkeit besteht. Das führt selbstverständlich dazu, dass viele Vorhaben sogar von kleineren Ländern blockiert werden können, aber genau die Konzentration auf das Machbare und damit auf den kleinsten gemeinsamen Nenner ist das konstituierende Merkmal eines Staatenbundes, während sich viele EU-Institutionen eher so aufstellen, als ob die EU ein Bundesstaat wäre.

4. Aufnahmestopp für neue Mitglieder

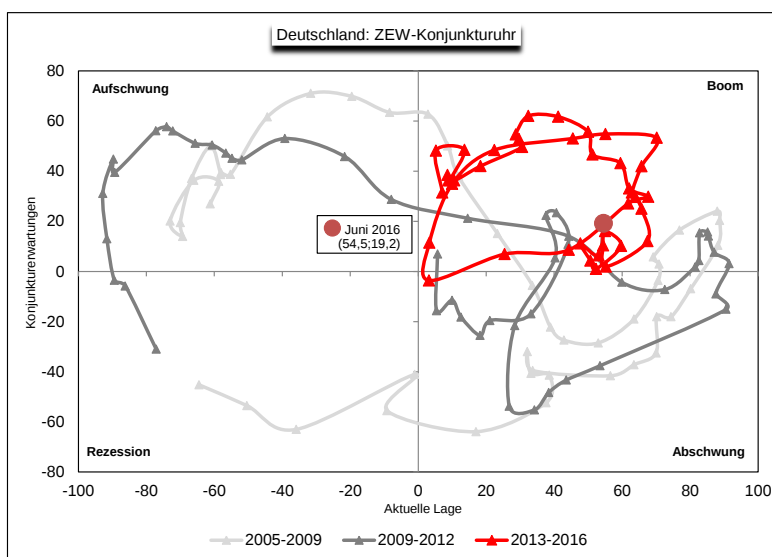
Die EU ist schon seit den 70er Jahren ein vergleichsweise heterogener Staatenbund, und durch die Aufnahme weiterer Mitglieder ist die Heterogenität in den letzten Jahren weiter angestiegen. Wir wagen die These, dass eine nochmalige Ausweitung der EU eine immense Sprengkraft in sich bergen würde. Es darf nicht vergessen werden, dass die EU-Avancen gegenüber der Ukraine rückblickend betrachtet etwas ungeschickt waren, und es gibt weitere Länder, die als EU-Mitglieder eine Meinungsfindung in vielen Fragen fast unmöglich machen würden. Der Wille, immer weiter zu wachsen, muss unbedingt eingedämmt werden, um die Probleme angehen zu können, die schon jetzt fast unlösbar scheinen.

So hoffen wir schließlich, dass das Referendum in Großbritannien nicht der Anfang vom Ende der EU ist, sondern ein Impuls zur Erneuerung. Es gibt wohl kaum einen kulturell so faszinierenden und vielfältigen Kontinent wie Europa, und auch aus rein wirtschaftlicher Sicht dürfte es zu früh sein, Europa abzuschreiben. Bei allen demografischen Problemen sollte die Innovationskraft und Kreativität der Europäer nicht unterschätzt werden. Innovationskraft und Kreativität müssen sich aber auch entfalten können, und hier ist Europa in den letzten Jahren weit unter seinen Möglichkeiten geblieben. Statt rigide Strukturen aufzubrechen, wurden vielfach nur die Symptome einer zunehmenden Verkrustung bekämpft. Diese Medizin wurde in Form einer steigenden Staatsverschuldung teuer erkaufte und letztlich nur durch eine dauerhaft expansive Geldpolitik der EZB ermöglicht. Selbstverständlich lässt sich dieser Weg noch einige Jahre fortschreiben, doch ein erfolgreiches Zukunftsmodell sieht anders aus. Europa wird sich in Teilen neu erfinden müssen und dafür können und wollen wir nicht auf die Ideen und Erfahrungen der Briten verzichten.

Wochenausblick für die Zeit vom 27. Juni bis 01. Juli 2016

	Feb	Mrz	Apr	Mai	Jun	Jul	Veröffentlichung
D: Importpreise, m/m	-0,6%	0,7%	-0,1%	0,6%			27. Juni
D: Importpreise, y/y	-5,7%	-5,9%	-6,6%	-5,8%			27. Juni
D: Einzelhandelsumsätze, m/m	0,2%	-1,2%	-0,3%	0,2%			27. Juni
D: GfK Konsumklima	9,4	9,5	9,4	9,7	9,8	9,8	29. Juni
D: vorl. Inflationsrate, m/m	0,4%	0,8%	-0,4%	0,3%	0,2%		29. Juni
D: vorl. Inflationsrate, y/y	0,0%	0,3%	-0,1%	0,1%	0,4%		29. Juni
D: Veränderung Arbeitslose in 1000	-10	-3	-16	-11	-2		30. Juni
D: Arbeitslosenquote	6,2	6,2	6,2	6,1	6,1		30. Juni
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew.	50,5	50,7	51,8	52,1	54,4		01. Juli
E-19: M3, y/y	4,9%	5,0%	4,6%	4,9%			27. Juni
E-19: Geschäftsklima	0,1	0,12	0,15	0,26	0,23		29. Juni
E-19: Wirtschaftsvertrauen	104	103	104	104,7	104,1		29. Juni
E-19: Industrievertrauen	-4,1	-4,1	-3,6	-3,6	-3,4		29. Juni
E-19: vorl. Inflationsrate, y/y	-0,2%	0,0%	-0,2%	-0,1%	0,0%		30. Juni
E-19: Arbeitslosenquote, sa.	10,3	10,2	10,2	10,1			01. Juli
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew.	51,2	51,6	51,7	51,5	52,6		01. Juli

Chart der Woche: ZEW-Konjunkturerwartungen steigen überraschend stark



Der ZEW-Index hat im Juni deutlich zugelegt. Das Barometer, das die Konjunkturerwartungen der institutionellen Anleger in den nächsten sechs Monaten misst, stieg unerwartet von 6,4 auf 19,2 Punkte und damit auf den höchsten Wert seit August 2015. Ein so starker Anstieg trotz der großen Ungewissheit bezüglich des Ausgangs des EU-Referendums in Großbritannien erscheint zunächst paradox, aber wir sehen zwei wesentliche Gründe für diese Entwicklung. Zum einen sprechen ökonomisch wenig Argumente für einen Wahlausgang „Brexit“. Da die ZEW Umfrage bei Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen durchgeführt wird, könnte es daher sein, dass diese den emotionalen Faktor, der beim britischen Wahlvolk für einen Brexit spricht, unterschätzen und somit nicht wirklich in ihre Konjunkturerwartungen mit einbeziehen. Zum anderen hat sich der Indikator in den vergangenen Monaten eher zu schlecht entwickelt, so dass deutliches Aufholpotential bestand. Trotz der vielfältigen Herausforderungen, denen die deutsche Wirt-

schaft ausgesetzt ist, hat sich das Wirtschaftswachstum bis zuletzt als robust herausgestellt. Mit einem Wachstum von +0,7% gegenüber dem Vorquartal haben sich die zu Jahresbeginn befürchteten konjunkturellen Abwärtsrisiken nicht eingestellt. Wachstumsimpulse kamen dabei vor allem von der Binnenwirtschaft, die von einem starken privaten Konsum und einer florierenden Bauindustrie profitiert. Die Konjunkturlage in Deutschland ist dementsprechend weiterhin erfreulich. Auch die Bewertung der aktuellen Lage verbesserte sich in der ZEW-Umfrage auf hohem Niveau leicht um 1,4 auf 54,5 Punkte. Vor allem durch die verbesserten Konjunkturerwartungen befindet sich Deutschland in der im Chart-der-Woche abgebildeten ZEW-Konjunkturuhr wieder deutlich mittiger im „Boom“-Quadranten. Seit August 2015 drohten die Konjunkturerwartungen in den negativen Bereich abzusacken, was gleichzeitig auch einen Quadrantenwechsel von „Boom“ zu „Abschwung“ zur Folge gehabt hätte.

	Stand	Veränderung zum			
	23.06.2016	16.06.2016	20.05.2016	22.03.2016	31.12.2015
	17:37	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	17964	1,3%	2,6%	2,2%	3,1%
S&P 500	2105	1,3%	2,6%	2,7%	3,0%
Nasdaq	4833	-0,2%	1,3%	0,2%	-3,5%
DAX	10257	7,4%	3,4%	2,7%	-4,5%
MDAX	20772	6,7%	2,5%	2,9%	0,0%
TecDAX	1642	5,3%	-1,6%	2,4%	-10,3%
EuroStoxx 50	3029	7,4%	2,2%	-0,7%	-7,3%
Stoxx 50	2890	7,1%	2,4%	2,3%	-6,8%
SMI (Swiss Market Index)	8011	4,9%	0,2%	2,0%	-9,2%
FTSE 100	6364	6,9%	3,4%	2,8%	1,9%
Nikkei 225	16238	5,2%	-3,0%	-4,8%	-14,7%
Brasilien BOVESPA	51121	3,5%	2,8%	0,2%	17,9%
Russland RTS	942	5,2%	5,4%	5,9%	24,4%
Indien BSE 30	27002	1,8%	6,7%	6,6%	3,4%
China Shanghai Composite	2892	0,7%	2,4%	-3,6%	-18,3%
MSCI Welt (in €)	1668	0,6%	0,3%	0,0%	-4,0%
MSCI Emerging Markets (in €)	829	1,8%	4,1%	-1,6%	-0,1%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	163,78	-167	22	124	586
Bobl-Future	132,75	-41	149	186	208
Schatz-Future	111,88	-9	6	10	37
3 Monats Euribor	-0,27	0	-1	-3	-14
3M Euribor Future, Dez 2016	-0,30	-1	-2	-1	0
3 Monats \$ Libor	0,64	-1	-2	1	3
Fed Funds Future, Dez 2016	0,47	3	-16	-18	0
10-jährige US Treasuries	1,73	17	-11	-20	-54
10-jährige Bunds	0,10	12	-7	-11	-54
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,14	7	-4	-3	-39
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,37	16	-8	0	-30
US Treas 10Y Performance	600,04	-1,1%	1,6%	2,9%	6,3%
Bund 10Y Performance	615,37	-0,8%	1,1%	1,5%	6,3%
REX Performance Index	486,18	-0,3%	0,5%	0,7%	2,5%
Hypothekenzinsen USA	3,54	0	-4	-19	-47
IBOXX AA, €	0,68	5	-13	-19	-61
IBOXX BBB, €	1,63	-1	-16	-27	-63
ML US High Yield	7,48	-24	-42	-94	-142
JPM EMBI+, Index	775	1,0%	2,7%	3,9%	10,0%
Wandelanleihen Exane 25	6719	0,0%	0,0%	0,8%	-3,5%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	426,18	0,0%	4,6%	8,0%	12,4%
MG Base Metal Index	244,38	2,8%	3,6%	-0,1%	5,2%
Rohöl Brent	48,68	2,2%	-0,6%	16,6%	36,4%
Gold	1266,41	-3,4%	1,1%	1,1%	19,2%
Silber	17,34	-2,1%	5,1%	9,1%	25,2%
Aluminium	1625,75	2,1%	5,9%	9,9%	8,4%
Kupfer	4692,50	3,6%	2,3%	-7,8%	-0,3%
Eisenerz	52,00	2,0%	-8,0%	-11,3%	18,7%
Frachtraten Baltic Dry Index	585	-2,2%	-6,4%	47,0%	22,4%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1379	1,8%	1,4%	1,5%	4,5%
EUR/ GBP	0,7675	-3,1%	-0,6%	-2,8%	4,1%
EUR/ JPY	120,42	3,2%	-2,7%	-3,8%	-8,1%
EUR/ CHF	1,0887	0,7%	-2,1%	0,0%	0,5%
USD/ CNY	6,5740	-0,2%	0,4%	1,3%	1,2%
USD/ JPY	104,41	0,2%	-5,2%	-7,1%	-13,2%

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.