



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

18. Oktober 2018

Brexit: die Uhr tickt

Nach den Beteuerungen von Theresa May „Kein Brexit Deal ist besser als ein schlechter Brexit Deal“ oder auch des Französischen Finanzministers Bruno le Maire im Hinblick auf May's „Chequers“ Plan, es wäre „das Ende Europas“ würde man Großbritannien weiter entgegenkommen, schien es schwer vorstellbar, dass es noch rechtzeitig zu einem geregelten Brexit kommen würde. Dann deutete in der vorigen Woche doch alles darauf hin, dass die Brexit-Verhandlungen zu einem positiven Ende geführt werden können. Letztendlich kam es aber wieder zu keinem Ergebnis. Zwar seien auf beiden Seiten Fortschritte erzielt worden, aber besonders aufgrund der Irland-Problematik konnte keine Einigung erreicht werden. Der Zeitdruck allerdings wächst zunehmend. Es wurden faktisch seit dem Frühjahr keine Fortschritte in den Verhandlungen erzielt. Mit gut fünf Monaten verbleibender Zeit bis zum 29. März 2019, dem Tag des Austritts, steigt mit jedem Tag ohne Fortschritt die Wahrscheinlichkeit für einen ungeordneten Austritt. Und es ist keinesfalls so, dass bis zum 29. März verhandelt werden kann, da nach einer Einigung zwischen der EU und Großbritannien noch ausreichend Zeit benötigt wird, um den Vertrag zu ratifizieren. Eine baldige Einigung ist von daher notwendig.

Als größtes Hindernis für eine Einigung kristallisiert sich die Irland-Problematik heraus. EU-Ratspräsident Donald Tusk bezeichnete diese zuletzt als „Gordischen Knoten“, den es in den Verhandlungen zu lösen gilt. Es ist also an Theresa May in die Fußstapfen Alexander des Großen zu treten und den „Gordischen Knoten“ vielleicht sogar schon auf dem aktuellen EU-Gipfel zu zerschlagen. Eigentlich geht es nicht einmal darum die

Irland Frage endgültig zu lösen, sondern vielmehr um den sogenannten „backstop“, d.h. eine Auffanglösung für den Fall, dass in den Verhandlungen, die sich an den Austritt anschließen, keine Lösung für die Grenzfrage zwischen Irland und Nordirland gibt. Mit dem „backstop“ soll verhindert werden, dass für den Fall gescheiterter Verhandlungen das zu Großbritannien gehörende Nordirland vom Rest der Insel Irland getrennt wird. Da der „backstop“ also lediglich eine Vorsichtsmaßnahme bzw. Notlösung für das Scheitern zukünftiger Verhandlungen darstellt, sind wir zuversichtlich, dass an dieser Stelle bald eine Einigung erzielt werden kann. Gelingt diese, ist die schwierigste Voraussetzung für einen geordneten Austritt geschaffen. Dann nämlich könnte am 29. März die 21-monatige Übergangsphase (ggf. auch ein Jahr länger) in Kraft treten, womit vorerst – salopp gesagt – alles beim Alten bleiben würde. Großbritannien tritt zwar formell aus der EU aus, bleibt aber im europäischen Binnenmarkt und in der Zollunion. Ein normaler Handel über den Ärmelkanal wäre möglich, so als gäbe es den Brexit nicht. In diesen 21 Monaten sollen dann die zukünftigen politischen und wirtschaftlichen Beziehungen und damit auch die Handelsbeziehungen geklärt werden. Fragen nach der genauen Ausgestaltung eines (Frei-)Handelsabkommens mit der EU sind somit zum derzeitigen Stand eher zweitrangig.

Auch wenn wir davon ausgehen, dass bald ein Erfolg bei den Verhandlungen vermeldet werden kann, heißt dies immer noch nicht, dass damit ein geregelter Austritt gesichert ist. Schließlich muss neben dem europäischen Rat und Parlament auch noch das britische Parlament zustimmen. Und hier herrscht bekanntlich große

Uneinigkeit, nicht nur zwischen Tories und Labour, sondern auch innerhalb der Parteien. Hinzukommt, dass die Konservativen um Theresa May auf die Stimmen der nordischen Democratic Unionist Party (DUP) angewiesen sind. Auch wenn wir die Zustimmung des Parlaments für eine mögliche Einigung als wahrscheinlich ansehen, bleibt ein ungeordneter Brexit ein mögliches Szenario, dessen ökonomischen Auswirkungen im Folgenden kurz zusammengefasst werden.

Mit einem unregelmäßigen Brexit wäre Großbritannien plötzlich für die EU ein gewöhnliches Drittland. Der Zugang Großbritanniens zum europäischen Binnenmarkt Geschichte. Der Handel würde unter die Regeln der Welthandelsorganisation (WTO) zurückfallen, womit Grenzkontrollen und Zölle unausweichlich wären. Das damit besonders Großbritannien getroffen würde, während die EU und auch Deutschland noch vergleichsweise glimpflich davon kommen würden, ist nicht zu bestreiten. 2017 gingen über 47,4% der Exporte Großbritanniens in die EU, während 51,5% der Importe aus der EU stammen. Für die EU dagegen beträgt der Anteil der Exporte an Großbritannien 6,1%, der Anteil der Importe aus Großbritannien 3,8%. Ähnlich verhält es sich mit Deutschland und Großbritannien (Exporte 6,6%, Importe 4,0%). Dies zeigt wie abhängig Großbritannien von der EU ist. Gerade die bedeutende britische Automobilindustrie ist sehr stark in die internationale Arbeitsteilung eingebunden und würde damit unter Zöllen besonders leiden. Auch der Dienstleistungssektor (70,1 % des BIP) und insbesondere der Londoner Bankensektor würden hart getroffen werden. Zuletzt konnte die positive Dienstleistungsbilanz die negative Leistungsbilanz noch in Grenzen halten. Wenn Großbritannien seinen jetzigen Status verliert, würde der Rückgang der Dienstleistungsbilanz das Wachstum allerdings deutlich belasten. Der Wechselkurs würde zwar deutlich abwerten und geschätzt um 10% (analog zur Reaktion auf das Brexitvotum) auf etwa 1,03 EUR/GBP fallen können und damit die Auswirkungen auf Exporte etwas abfedern. Mit den sich verteuern Importen würde die Inflationsrate jedoch weiter ansteigen (September 2,4% y/y) und für das Wachstum kontraproduktive Zinserhöhungen erforderlich machen. Ganzheitliche Schätzungen des Wachstums sind unter diesen Umständen mit großer Unsicherheit verbunden, insgesamt wird jedoch mit einem marginalen Wachstum und nicht mit einer Rezession gerechnet. Langfristig geht der IWF davon aus, dass ein unregelmäßiger Brexit Großbritannien bis 2030 4% Wachstum kosten würde.

Deutscher Außenhandel mit Großbritannien (in Mio. EUR)

	Exporte	Importe
1 Kraftwagen und Kraftwagenteile	24.908 €	5.730 €
2 Maschinen	9.136 €	2.741 €
3 Datenverarbeitungsgeräte, elektr. u. opt. Erzeugn.	6.109 €	2.943 €
4 Chemische Erzeugnisse	6.005 €	4.231 €
5 Sonstige Waren	5.204 €	5.054 €
6 Pharmazeutische und ähnliche Erzeugnisse	5.021 €	2.155 €
7 Sonstige Fahrzeuge	4.362 €	3.156 €
8 Metalle	4.012 €	2.520 €
9 Nahrungsmittel und Futtermittel	3.802 €	930 €
10 Elektrische Ausrüstungen	3.517 €	1.280 €
Gesamt	84.365 €	37.140 €

Auch Deutschland ist über den Handel eng mit Großbritannien verbunden. In 2017 beliefen sich die Summe der Exporte auf 2,4% des BIP und die Importe auf 1,2%, der Überschuss in der Handelsbilanz belief sich folglich auf ca. 1,2% des deutschen BIP. Würden die Exporte in die UK um 17% sinken (analog zu Abschwung 2009), könnte dies das deutsche Wachstum um max. 0,4% belasten. Besonders der Automobilsektor würde unter einem harten Brexit leiden, auch die Maschinenbauer würden hart getroffen werden, wogegen andere Sektoren verhältnismäßig geringe Auswirkungen zu befürchten hätten. Allerdings würde solch eine ceteris paribus Betrachtung hier zu kurz greifen. Schließlich dürften wegfallende Exporte aus Großbritannien durch Exporte anderer Länder substituiert werden. Da Großbritannien besonders Autos und Maschinen exportiert, ist Deutschland prädestiniert, einen Teil dieser Exporte zu übernehmen, was die negativen Auswirkungen zum Teil auffangen könnte. Der IWF geht davon aus, dass das BIP für Deutschland bis 2030 um etwa 0,5% belastet wird. Für die gesamte EU wird mit einem stärkeren Rückgang um ca. 1,5% gerechnet.

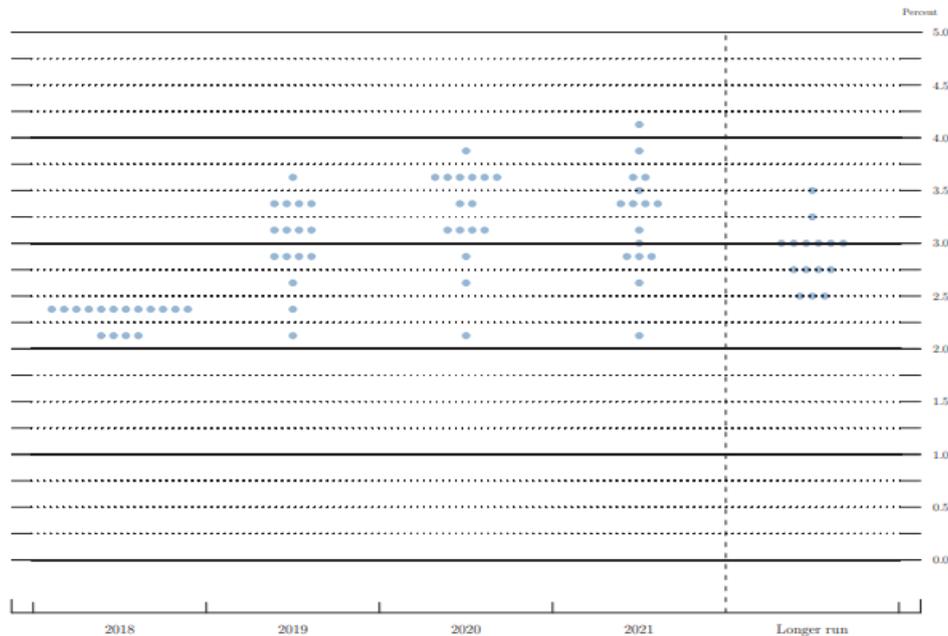
Was heißt das für den Anleger? Auch wenn wir nicht von einem unregelmäßigen Austritt ausgehen, bleibt ein Restrisiko bestehen. Gerade für ein Investment in Großbritannien und auch in einzelne Branchen in Deutschland müssen etwaige Chancen sehr vorsichtig gegen die latenten Risiken abgewogen werden. Langfristige Auswirkungen eines unregelmäßigen Austritts sind nur sehr schwer zu beziffern, kurzfristige Marktverwerfungen insbesondere im Finanzsektor scheinen jedoch in diesem ungünstigen Szenario gewiss.

Wochenausblick für die Zeit vom 22. Oktober bis 26. Oktober 2018

	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Veröffentlichung
D: Produzentenpreise, m/m	0,4%	0,2%	0,3%	0,1%	-10,6		23. Oktober
D: Produzentenpreise, y/y	2,9%	2,9%	3,1%	2,8%			23. Oktober
D:Einkaufsmanagerindex Ver. Gewerbe	55,9	56,9	55,9	53,7	53,2		24. Oktober
D:Einkaufsmanagerindex Dienstl.	54,5	54,1	55,0	55,9	54,9		24. Oktober
D: GfK Konsumklima	10,7	10,7	10,6	10,5	10,6	10,5	25. Oktober
D: Ifo Geschäftsklima	102,0	101,7	103,9	103,7	103,4		25. Oktober
E-19: Konsumklima	0,0	-0,3	-1,0	-1,8	-2,9		23. Oktober
E-19:Einkaufsmanagerindex Ver. Gewerbe	54,9	55,1	54,6	53,2	52,7		24. Oktober
E-19:Einkaufsmanagerindex Dienstl.	55,2	54,2	54,4	54,7	54,0		24. Oktober
E-19: Geldmenge M3, y/y	4,5	4,0	3,5%	3,5%			24. Oktober

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: US-Notenbank hält Kurs



Die Veröffentlichung des Protokolls der letzten Sitzung des Offenmarktausschusses der US-Notenbank am 25. und 26. September brachte keine Überraschungen mit sich. Die Entscheidung, den Leitzins auf eine Bandbreite von 2% bis 2,25% zu erhöhen, fiel einstimmig. Zudem blieb die Projektion des langfristigen neutralen Leitzinses, zu dem die Notenbankpolitik das Wachstum weder unterstützt noch verlangsamt, unverändert bei 3%. Die US-Notenbanker lassen sich also weiterhin nicht von den Vorwürfen von US-Präsident Donald Trump beeinflussen. Im Protokoll findet sich kein Hinweis darauf, dass die Notenbanker überhaupt über die Kritik des US-Präsidenten gesprochen hätten. Intensiv diskutiert wurde allerdings über die zukünftige Ausrichtung der Zinspolitik. Eine leichte Mehrheit der Mitglie-

der des Offenmarktausschusses befürwortet vor dem Hintergrund der positiven wirtschaftlichen Entwicklung, der sehr günstigen Bedingungen am Arbeitsmarkt und der angestiegenen Inflation eine moderat restriktivere Zinspolitik. Dem gegenüber stehen die vorsichtigeren Notenbanker, die nur dann eine restriktivere Zinspolitik unterstützen wollen, wenn sich eine Überhitzung der wirtschaftlichen Entwicklung und ein deutliches Ansteigen der Inflation über das Inflationsziel von 2% hinaus abzeichnen. Daher ist es auch nicht verwunderlich, dass der „Dot Plot“ der US-Notenbank für das nächste Jahr doch sehr heterogen ausfällt. Im Anschluss an die Veröffentlichung des Protokolls stiegen die Renditen für 10-jährige US-Staatsanleihen um vier Basispunkte auf 3,20% an.

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	18.10.2018	11.10.2018	17.09.2018	17.07.2018	17.10.2017	29.12.2017
Aktienmärkte	16:41	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	25640	2,3%	-1,6%	2,1%	11,5%	3,7%
S&P 500	2797	2,5%	-3,2%	-0,4%	9,3%	4,6%
Nasdaq	7643	4,3%	-3,2%	-2,7%	15,4%	10,7%
DAX	11688	1,3%	-3,4%	-7,7%	-10,1%	-9,5%
MDAX	24473	2,9%	-6,9%	-8,3%	-6,7%	-6,6%
TecDAX	2680	5,2%	-7,7%	-6,0%	6,6%	6,0%
EuroStoxx 50	3233	0,7%	-3,4%	-6,5%	-10,4%	-7,7%
Stoxx 50	2936	0,8%	-2,4%	-4,6%	-8,2%	-7,6%
SMI (Swiss Market Index)	8785	1,7%	-1,7%	-0,4%	-5,2%	-6,4%
FTSE 100	7048	0,6%	-3,5%	-7,6%	-6,2%	-8,3%
Nikkei 225	22658	0,3%	-1,9%	-0,2%	6,2%	-0,5%
Brasilien BOVESPA	85184	2,7%	10,9%	9,0%	11,8%	11,5%
Russland RTS	1146	2,0%	4,2%	-1,6%	0,0%	-0,7%
Indien BSE 30	34780	2,3%	-7,5%	-4,8%	6,7%	2,1%
China Shanghai Composite	2486	-3,8%	-6,2%	-11,1%	-26,3%	-24,8%
MSCI Welt (in €)	2090	2,9%	-1,8%	-0,4%	5,5%	3,7%
MSCI Emerging Markets (in €)	984	3,8%	-1,7%	-6,4%	-10,6%	-11,4%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	159,16	81	14	-369	-346	-252
Bobl-Future	131,12	47	25	-103	-56	-49
Schatz-Future	111,93	11	13	-10	-31	-5
3 Monats Euribor	-0,32	0	0	0	1	1
3M Euribor Future, Dez 2018	-0,31	-1	-1	-1	-7	0
3 Monats \$ Libor	2,45	1	11	11	109	76
Fed Funds Future, Dez 2018	2,27	1	2	5	58	0
10-jährige US Treasuries	3,21	8	20	34	90	79
10-jährige Bunds	0,45	-7	-1	16	9	3
10-jährige Staatsanl. Japan	0,16	1	4	11	9	11
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,02	-7	3	6	10	15
US Treas 10Y Performance	553,14	-0,3%	-1,0%	-2,0%	-5,5%	-4,9%
Bund 10Y Performance	613,87	0,5%	0,0%	-1,0%	0,6%	1,1%
REX Performance Index	482,69	0,2%	-0,1%	-0,6%	-0,3%	0,4%
IBoxx AA, €	0,83	-5	0	9	15	15
IBoxx BBB, €	1,75	-4	5	19	56	52
ML US High Yield	6,71	-8	22	12	75	56
JPM EMBI+, Index	786	0,6%	0,3%	-1,6%	-6,6%	-6,0%
Wandelanleihen Exane 25	7235	0,0%	-2,7%	-2,4%	-0,7%	-2,2%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	417,73	0,0%	1,8%	-3,4%	-2,9%	-3,4%
MG Base Metal Index	313,10	1,3%	4,4%	-0,7%	-10,1%	-12,7%
Rohöl Brent	79,34	-2,0%	1,2%	10,0%	37,7%	19,1%
Gold	1223,45	0,4%	1,6%	-0,3%	-4,6%	-6,1%
Silber	14,70	0,7%	3,4%	-5,9%	-13,4%	-13,6%
Aluminium	2014,25	0,1%	0,8%	-2,5%	-4,8%	-10,7%
Kupfer	6216,00	-0,7%	5,0%	1,6%	-11,1%	-13,8%
Eisenerz	71,40	1,7%	4,1%	13,2%	17,3%	0,2%
Frachtraten Baltic Dry Index	1554	2,6%	14,5%	-9,7%	0,1%	13,8%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1490	-0,7%	-1,6%	-1,9%	-2,3%	-4,2%
EUR/ GBP	0,8782	0,4%	-1,2%	-1,1%	-1,6%	-1,1%
EUR/ JPY	129,27	-0,6%	-1,2%	-1,9%	-2,0%	-4,3%
EUR/ CHF	1,1446	0,1%	1,9%	-1,7%	-0,5%	-2,2%
USD/ CNY	6,9386	0,7%	1,2%	3,4%	4,7%	6,7%
USD/ JPY	112,65	0,4%	0,7%	-0,2%	0,4%	0,0%
USD/ GBP	0,7646	1,0%	0,6%	0,6%	0,7%	3,4%

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Bente Lorenzen
+49 40 3282-2409
blorenzen@mmwarburg.com

Julius Böttger
+49 40 3282-2229
jbottger@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.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.