



Matthias Diermeier

Hohe Unsicherheit, panische Stimmung und zuversichtliche Märkte

Das Vereinigte Königreich wird allem Anschein nach die Europäische Union verlassen. Wie die institutionelle Verbindung zwischen den beiden Regionen zukünftig aussehen wird, ist zurzeit jedoch noch kaum abzuschätzen. Die massive Unsicherheit macht sich vor allem bei britischen Verbrauchern und Managern bemerkbar. Von den Aktienmärkten wird die negative Stimmung ignoriert: Hier wurde die britische Finanzindustrie abgestraft, gemeinsam sind die großen britischen Unternehmen heute aber höher bewertet als vor dem Referendum. Mit Ausnahme der Finanzindustrie haben sich auch die Börsenkurse deutscher Firmen stabilisiert – nach einem zwischenzeitlich empfindlichen Einbruch.

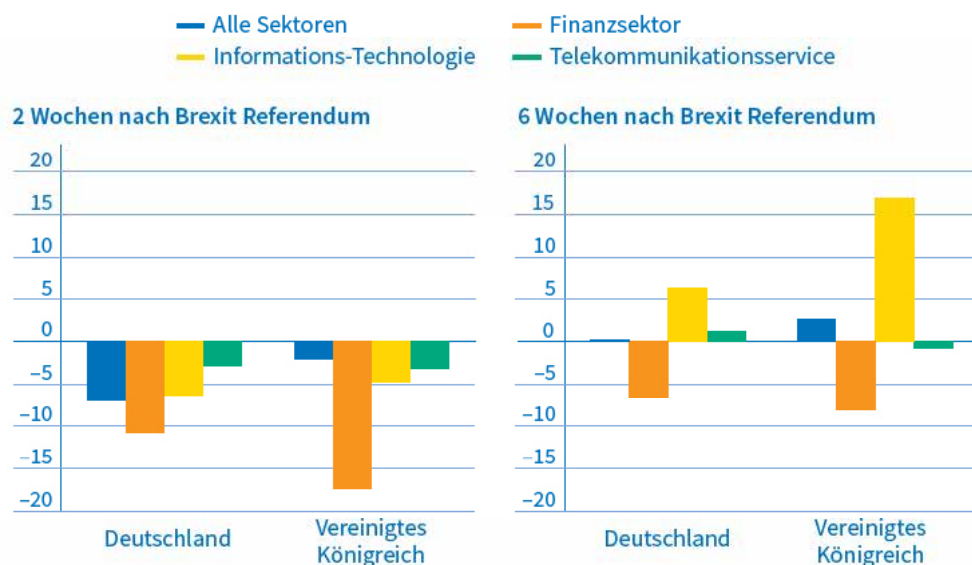
Obwohl sich Theresa May bereits Ende Juni im Rennen um das Amt der Premierministerin durchsetzte und zeitnah ihr Kabinett um sich versammelte, befindet sich die politische Unsicherheit im Königreich noch immer in beunruhigender Höhe. Der Political Uncertainty Index quantifiziert diese Unsicherheit und befindet sich aktuell auf seinem Höchststand: mehr als fünf Mal so hoch wie nach den Terroranschlägen im September 2001 – dem Zeitraum historischer Verunsicherung und massiver Kursverluste

an den Börsen. Auch für Deutschland zeigt der Index den höchsten Wert seit Beginn der Erhebung Anfang der 90er Jahre, im Niveau liegt die gemessene Unsicherheit jedoch nur halb so hoch wie auf der Insel (Economic Policy Uncertainty, 2016).

Verunsichert zeigen sich entsprechend Verbraucher und Manager. Im Juli erlitt der GfK Konsumklimaindex-UK den stärksten Rückgang im über 20 jährigen Erhebungszeitraum. Die Konsumenten in Deutschland zeigen sich hingegen vollkommen unbeeindruckt von den britischen Wirrungen und in bester Kauflaune: Das Konsumklima ist entsprechend unverändert positiv (GfK, 2016). Ein ähnliches Bild zeigt sich beim Blick auf die Stimmung der Manager. Während die deutschen Einkaufsmanager seit dem Referendum konstant guter Dinge sind, ist die Stimmung bei ihren britischen Kollegen rapide eingebrochen: So landete der britische Einkaufsmanagerindex im Juli 2016 auf einem Zehn-Jahrestief (Markit, 2016). Das Stimmungsbild ist damit klar: Unternehmen wie Konsumenten erwarten einen rasanten Abschwung der wirtschaftlichen Leistung im Vereinigten Königreich, aber kaum Auswirkungen auf die deutsche Wirtschaft.

Veränderungsrate der Marktkapitalisierung*

in Prozent zum Referendumsdatum



*N=200 (Unternehmen nach Marktkapitalisierung am 23.06.2016)
Quellen: Bloomberg; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Institut der deutschen
Wirtschaft Köln

Die derart rosigen Aussichten für die deutsche Wirtschaft sind in der Hinsicht erstaunlich, dass die Briten der drittgrößte Abnehmer für deutsche Waren sind. Die wirtschaftliche Verbundenheit ist groß. Eine mögliche Rezession auf der Insel würde mittelfristig ebenfalls die exportbasierte deutsche Wirtschaft treffen. Auch die Finanzmärkte scheinen diese Ansicht geteilt zu haben. Am 24. Juni, dem Tag nach dem Brexit-Referendum, verlor der deutsche Aktienindex DAX zwischenzeitlich ganze zehn Prozent. Am Ende des Tages belief sich der Verlust auf über sieben Prozent. Der britische FTSE verlor erst, ähnlich wie sein deutsches Pendant, knapp zehn Prozent seines Wertes, verzeichnete aber bereits zum Handelsschluss nur noch einen Verlust von drei Prozent. Bereits nach weniger als einer Woche hatte der FTSE seine Verluste wieder eingeholt, der DAX benötigte hierfür über einen Monat.

Da die Leitindizes nur bedingt vergleichbar sind und die Wirtschaft nicht in ihrer Breite abbilden, bietet es sich an, die Veränderung der Marktkapitalisierung – also den Gesamtpreis für den Kauf aller Aktien einer Gesellschaft – für die jeweils 200 teuersten am Aktienmarkt gelisteten Unternehmen Deutschlands und

des Vereinigten Königreichs heranzuziehen. Auch hier zeigt sich ein ähnliches Bild wie bei den Aktienindices (siehe Abbildung): Nach zwei Wochen waren die deutschen Unternehmen noch sieben Prozent günstiger zu haben als vor der Abstimmung, nach 6 Wochen hatten sie so gerade ihre Verluste wettgemacht. Die britischen Unternehmen waren zu diesem Zeitpunkt bereits drei Prozent teurer als vor dem Referendum. Selbstverständlich war der Brexit in diesem Zeitpunkt nicht das singulär wirkungsmächtige Ereignis. Bei der Bedeutung, die dem Referendum gerade von britischen Wirtschaftsakteuren zugemessen wird, ist der Befund an den Aktienmärkten jedoch sehr erstaunlich: Deutschland bei Aktienkursen und Marktkapitalisierung, kurz- und mittelfristig härter getroffen als das Vereinigte Königreich: das war so weder zu erwarten, noch lässt es sich aus der Realwirtschaft ableiten.

Die Branchenaufschlüsselung zeigt, dass in beiden Ländern insbesondere Unternehmen der Finanzindustrie an Wert verloren haben. In der City of London fürchten die Banker, den Zugang zu den wichtigen Passporting Rights zu verlieren, das Recht auf den Vertrieb von Finanzprodukten im Europäischen Markt.

schaftsraum. Der erschwerte Export von Finanzdienstleistungen würde die britische Wirtschaft hart treffen: Über ein Viertel der Börsenkapitalisierung fällt auf die Finanzindustrie zurück. Außerdem verkauft kein anderer Wirtschaftszweig Güter oder Dienstleistungen mit annähernd so hohem Wert ins Ausland. Die Abschaffung der Personenfreizügigkeit wäre für die Branche besonders schwierig zu kompensieren: sieben Prozent der im Königreich arbeitenden EU Ausländer sind derzeit in der Finanzindustrie beschäftigt. Es ist entsprechend verständlich, dass Marktakteure die Aussichten für Geldhäuser schwächer bewerten als vor der Abstimmung. Obwohl sich CEO's wichtiger Finanzkonzerne nach außen hin gelassen geben (House of Commons, 2016), sie vertreten die einzige Branche, die nach sechs Wochen gemessen an der Veränderung der Marktkapitalisierung noch sichtbar im Minus steht.

Auch die Performance der deutschen Banken fällt unterdurchschnittlich aus. Dies ist jedoch sicher nicht ausschließlich dem Brexit geschuldet, sondern geht zu einem großen Teil auf hausgemachte Probleme zurück. Nimmt man die Veränderung der Marktkapitalisierung als Maßstab, sind die Märkte – mit Ausnahme des Finanzsektors – erstaunlicherweise zuversichtlicher, was die Entwicklung der britischen im Vergleich zur Entwicklung der deutschen Wirtschaft angeht. Betrachtet man hingegen die um den Pound-Euro Wechselkurs bereinigten Effekte, verliert der Wert britischer Unternehmen im Gegensatz zum Euroland knappe zehn Prozent – die Abwertung des britischen Pfunds. In Euro gemessen sind die britischen Unternehmen damit heute sieben Prozent günstiger als vor dem Referendum.

Selbst ein solcher Verlust in Kombination mit relativ geringer Volatilität im Markt, zeugt jedoch von der Entspanntheit der Märkte – bedenkt man, dass das Abstimmungsergebnis von verschiedenen Seiten bereits zum Anfang vom Ende der EU ausgerufen wurde. Auch wenn die Aktienmärkte zuversichtlich sind, gilt: Es bleibt abzuwarten, was passiert, wenn sich die verheerend schlechte Stimmung unter den Wirtschaftsakteuren im Konjunkturbild nieder-

schlägt. Bereits heute zeichnet sich beispielsweise hinsichtlich geplanter Investitionen sowie auf dem britischen Arbeitsmarkt ein hohes Maß an Zurückhaltung ab. Bevor Investoren und Unternehmen Geld in die Hand nehmen, muss erst einmal deutlich werden, welchen Weg der Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Staatengemeinschaft überhaupt nimmt (Grömling/Hüther, 2016).

Betrachtet man die Vielzahl an offenen Fragen und ungeklärten Verträgen, wird schnell deutlich: Die vorherrschende Unsicherheit könnte wesentlich länger anhalten, als nur einige Jahre (CER, 2016). Je länger sich der Prozess hinzieht, desto massiver wird sich die Zurückhaltung in der Realwirtschaft niederschlagen. Auch im Finanzsektor wird dies zu einer empfindlichen Korrektur führen. Dieser Teufelskreis ließe sich lediglich durchbrechen, bekäme die Regierung doch noch das Mandat, über den Verbleib in der Europäischen Union zu verhandeln. Bis dahin werden sich die Briten auf ein undurchsichtiges Marktumfeld einstellen müssen.

Literatur

CER, 2016, Theresa May and her Six-Pack of Difficult Ideas

Economic Policy Uncertainty, 2016, Economic Policy Uncertainty Index, Europe Monthly Index

GfK, 2016, GfK Konsumklimaindex

Grömling, Michael / Hüther, Michael, 2016, IW-Kurzbericht, Brexit bringt kurzfristig keinen Schaden für die Konjunktur

House of Commons, 2016, Briefing Paper, Brexit and financial services

Markit, 2016, Purchase Manager Index