

**I-CV View: 8. Juni 2016 / HER**

## Brexit – Um was geht es wirklich?

### Einleitung

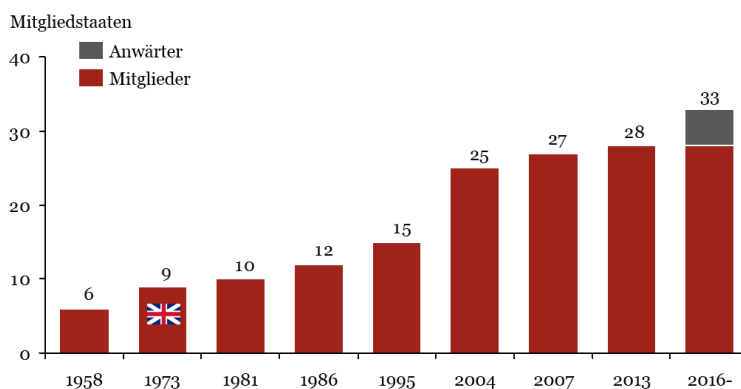
Es dauert gerade noch knapp drei Wochen bis die Briten im Rahmen eines nationalen Referendums (23. Juni 2016) über ein Verbleiben oder Verlassen der Europäischen Union (EU) abstimmen. Beide Lager überschlagen sich mit Argumenten zweifelhafter Güte und inzwischen haben sich alle nur erdenklichen internationalen Organisationen mit Prognosen und Hochrechnungen ebenfalls noch in die Debatte eingemischt. Der ehemalige Bürgermeister von London, Boris Johnson, kämpft für den Austritt und fährt mit einem Bus durchs Land auf dem steht, dass die Mitgliedschaft jährlich GBP 20 Mia. verschlingt und dieses Geld einem vernünftigeren Zweck im Land (z.B. Gesundheitssystem) zugeführt werden müsse. Der amtierende Finanzminister, George Osborne, würde gerne in der EU bleiben und untermauert seinen Standpunkt damit, dass sonst die Hauspreise um bis 18% einbrechen, die Haushalte GBP 4'300 im Jahr weniger zur Verfügung hätten und Millionen von Briten um ihre Stelle fürchten müssten. Das Niveau der Debatte ist im steilen Sinkflug begriffen, was einem vor Augen führt, dass die Briten keine ausgeprägte Tradition mit dieser Form von direkter Demokratie haben. Die Befürworter eines Ausstiegs argumentieren mit Herzblut und vermögen es, die Bevölkerung zu mobilisieren. Während das Verbleibenlager eher nüchtern den Status Quo als die weniger risikoreichere Option propagiert. Da der Mensch grundsätzlich dazu neigt, das Bekannte dem Unbekannten vorzuziehen, dürfte es darauf hinauslaufen, dass die Briten in der EU – obwohl mit wenig Enthusiasmus – verbleiben werden. An diesem Punkt möchten wir ansetzen und auf ein paar Aspekte eingehen, welche im offenen Schlagaustausch über Wachstumsraten und Migrantenströme, etc. zu kurz kommen.

### Europäische Union – Quo vadis?

Die Tatsache, dass der drittgrösste Mitgliedstaat gemessen an der Bevölkerungszahl und der zweitgrösste bezogen auf die Wirtschaftsleistung die Mitgliedschaft so offenkundig zur Debatte stellt, müsste in Brüssel eigentlich sämtliche Alarmglocken auslösen. Dies scheint aber nicht der Fall zu sein und darin liegt unseres Erachtens eines der Grundprobleme der Institution begraben. Die Briten haben schon seit jeher ein ambivalentes Verhältnis zum europäischen Projekt. So wurde bereits 1975 einmal darüber abgestimmt, ob Grossbritannien in der Europäischen Gemeinschaft verbleiben soll. Damals haben sich 66% dafür ausgesprochen. Die Briten haben sich nie als Verfechter des europäischen Integrationsprojekts verstanden. Sie sind spät dazu gestossen und gelten mit ihrer kritischen Grundeinstellung, welche wir als Kreditanalysten gut nachvollziehen können, eher als Unruhestifter im auf Konsens bedachten Verbund. So stand für Grossbritannien der wirtschaftliche Nutzen jeweils im Vordergrund und einer Aufgabe der eigenen Währung oder gar mehr politischer Integration, steht man prinzipiell skeptisch gegenüber. Nichtsdestotrotz hat die EU durch die Mitgliedschaft Grossbritanniens an politischem, wirtschaftlichem und kulturellem Profil gewonnen.

Wäre die EU ein Unternehmen und der Austritt Grossbritanniens käme dem Verlust eines grossen und prestigeträchtigen Kunden gleich, würde man davon ausgehen, dass das Management alles daran setzen würde, den Kunden umzustimmen und die offensichtlichen Missstände zu adressieren. Das Referendum ist Ausdruck einer schwelenden Unzufriedenheit mit der Art und Weise wie die EU geführt wird und in was sie sich über die Jahre entwickelt hat. Die Eigendynamik der Bürokraten in Brüssel und Frankfurt aber auch das rasante Mitgliederwachstum (siehe Grafik) fordern nun ihren Tribut, indem viele Länder den aktuellen Kurs und die Strukturen hinterfragen. Diese Empfindung ist nicht auf Grossbritannien beschränkt, was durch den rasanten Aufstieg populistischer Parteien an beiden Enden des politischen Spektrums quer durch Europa verdeutlicht wird. Daher geht es mit dem nötigen Abstand betrachtet im Kern des britischen Referendums nicht um die vieldiskutierten Migrations- und Wirtschaftsthemen, sondern um Selbstbestimmung und die EU der Zukunft. Das Referendum signalisiert, dass ein Marschhalt dringend angezeigt ist und die EU sich als Institution zwingend reformieren muss und zwar losgelöst vom Resultat der Abstimmung vom 23. Juni.

### Grafik: Entwicklung Mitgliedstaaten der Europäischen Union



Quelle: Europäische Union, 2016

## Brexit – Anfang vom Ende

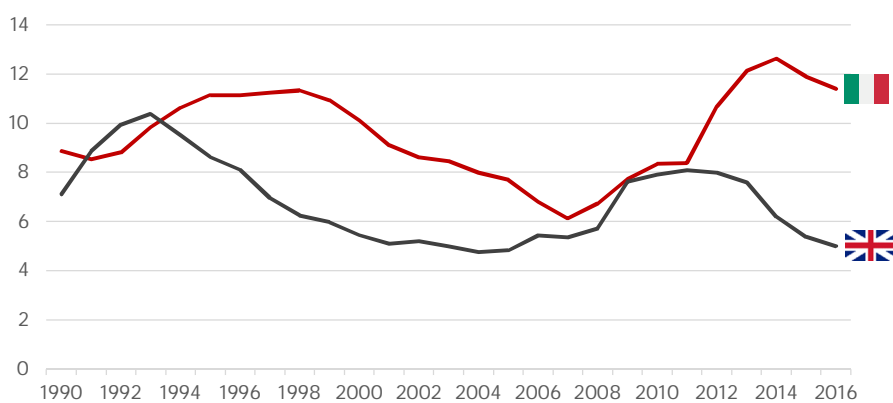
Tritt Grossbritannien wider Erwarten aus der EU aus, folgen langwierige Verhandlungen mit der EU über die Form der zukünftigen Zusammenarbeit und wichtige wirtschaftliche Aspekte wie Zugang zum gemeinsamen Markt. Gibt sich die EU versöhnlich und ermöglicht den Briten, im Sinne einer ausgiebigen Rosinenpickerei viele der Vorteile einer EU-Mitgliedschaft mittels bilateralem Abkommen zu bewahren, würde man andere, verstimzte Mitgliedstaaten beinahe dazu ermutigen, einen ähnlichen Schritt zu erwägen. Ist das Gegenteil der Fall und die EU verweigert sich einer für beide Parteien akzeptablen Lösung und drängt die Briten destruktiv ins Abseits, wäre damit das ursprüngliche europäische Friedens- und Integrationsprojekt wohl vorerst gescheitert.

Unabhängig vom effektiven Ausgang der Abstimmung in Grossbritannien ist zu erwarten, dass auch in anderen Ländern Europas grundsätzliche Fragen zur Europäischen Union bzw. zur Gemeinschaftswährung in Form eines Referendums vor Volk gebracht werden. Dies ist weniger damit zu begründen, dass die oft kritisierte „fehlende demokratische Legitimation“ der EU nun nachträglich noch eingeholt werden soll, sondern entspricht analog Grossbritannien dem Wahlversprechen einzelner Parteien und ist Reaktion darauf, dass sich Euroskeptiker in ganz Europa im Aufwind befinden. Letzteres ist dadurch begründet, dass der Umgang mit den Krisen der vergangenen Jahren (Eurokrise, Bankenkrise, Griechenland, Flüchtlinge, etc.) die vielschichtigen Defizite der EU schonungslos offenbart hat. Der Club ist sehr schnell gewachsen (1995: 15 Länder; 2016: 28 Länder) und hat dadurch scheinbar nicht nur an Handlungsfähigkeit, sondern auch an Attraktivität verloren. So hat es Polen verständlicherweise auch nicht mehr eilig, der Eurozone beizutreten und das krisenerprobte Island hat seinen Beitrittsantrag bereits stillschweigend zurückgezogen (März 2015).

Ein effektiver Austritt Grossbritanniens oder auch nur ein knappes Ergebnis für den Verbleib wäre für die EU ein katastrophales Ergebnis und würde ein äusserst schnelles und entschiedenes Vorgehen erfordern, um den Schaden und die möglichen Kaskadeneffekte in Grenzen zu halten. Doch gerade dies war bis anhin keine ausgewiesene Stärke der EU. Konnte ein Ausufer der Finanzkrise bis heute durch das mutige (oder besser waghalsige) Vorgehen der Europäischen Zentralbank einigermaßen im Zaum gehalten werden, so kann eine politische Krise nicht so einfach im Keim erstickt werden. Die EU müsste Reformwilligkeit signalisieren und einen klaren Fahrplan darlegen aus dem ersichtlich ist, wie sich die EU in Zukunft neu orientieren will und welche Konzessionen gemacht werden. Nur so kann ein verheerender Dominoeffekt vermieden werden, indem weitere, alteingesessene Mitglieder (z.B. Niederlande, Frankreich, Finnland, Dänemark und Italien) ähnliche Referenden abhalten, welche allesamt das Potential haben, zu einer Implosion der EU zu führen.

Im Gegensatz zu Grossbritannien, wo nicht zuletzt die eigene Währung zu einer Erholung der Wirtschaft beigetragen hat und sich die Bürger aktuell einer tiefen Arbeitslosenrate und steigendem Wohlstand (durch steigende Häuserpreise) erfreuen können, ist der wirtschaftliche und soziale Kontext beispielsweise in Italien um einiges brisanter. Das Land ist im Euro-Korsett gefangen, die Schulden steigen, die Arbeitslosigkeit verharrt auf hohem Niveau (siehe Grafik) und die Flüchtlingskrise ist allgegenwärtig. Während sich die Briten bei einem Austritt Sorgen um die möglichen, negativen wirtschaftlichen Konsequenzen machen, kann es in Italien in der subjektiven Wahrnehmung der Bürger eigentlich gar nicht mehr schlimmer kommen.

### Grafik: Entwicklung Arbeitslosenrate Grossbritannien vs. Italien (in %)



Quelle: IWF, Economic Outlook, April 2016

## Fazit

Obwohl weitläufig als letztes Aufbäumen der traditionell unbequemen und querdenkenden Inselbewohner abgetan, sehen wir in der Abstimmung vom 23. Juni 2016 einen historischen Meilenstein in der politischen Entwicklung der Europäischen Union. Die Argumente der Gegner und Befürworter eines Brexit, Selbstbestimmung vs. möglichen negativen wirtschaftlichen Konsequenzen, schliessen einander nicht gegenseitig aus. Im Gegenteil, die vermeintlichen wirtschaftlichen Nachteile sind als Preis für die wiedergewonnene Selbstbestimmung zu betrachten. Einige europäische Staaten (z.B. die Schweiz) haben bereits entschieden, dass es sich diesen zu bezahlen lohnt. Die Briten entscheiden letztlich, ob sie eben diesen Preis heute bezahlen wollen oder die Entscheidung vertagen. Europa hingegen täte gut daran, die vielfältigen Argumente und Bedenken im Rahmen der laufenden

Debatte aufmerksam zu verfolgen und die notwendigen Schritte abzuleiten, denn nur so kann eine Kursänderung erreicht, Begeisterung für das europäische Projekt wieder entfacht und die drohende politische Krise abgewendet werden.

Für Bondinvestoren bedeutet dies konkret, dass bei einem Brexit-Schock nicht nur mit kurzfristigem Druck auf die Währung und negativen Auswirkungen auf Vermögenswerte in Grossbritannien (Aktien, Anleihen, Immobilien) sondern aus Angst vor den möglichen Trittbrettfahrern auch mit einem schnellen Anstieg der Volatilität in Europa zu rechnen ist. Bei einem klaren Votum der Briten zum Verbleib in der EU auf der anderen Seite dürfte die anfängliche Erholungsrally jedoch auch nicht von Dauer sein. Wir erwarten, dass der notwendige Transformationsprozess der EU eine sehr holprige Fahrt wird und sich daher immer mal wieder ein Mitgliedstaat, sich oder seinen Bürgern im Rahmen eines Referendums die Frage stellen wird, ob der eingeschlagene Kurs noch der Richtige ist. Daher erwarten wir, dass auch nach einem unspektakulären Ausgang der Abstimmung in Grossbritannien, mittel- bis langfristig die vermeintliche Ruhe und Einigkeit in Europa zukünftig vermehrt von Perioden hoher Volatilität überschattet sein wird.

**Independent Credit View AG (I-CV)** ist seit 2003 erfolgreich als erste unabhängige Research Boutique für institutionelle Bondinvestoren tätig. In ihrer Funktion als Beraterin analysiert, beurteilt und überwacht I-CV die Kreditqualität von nationalen und internationalen Emittenten und gibt entsprechende Anlageempfehlungen. I-CV ist das einzige Unternehmen im deutschsprachigen Raum, welches für ihre Ratingdienstleistungen ausschliesslich von Investoren bezahlt wird. Das Unternehmen verfügt über ein erfahrenes 15-köpfiges Spezialistenteam und robuste Analyseverfahren, welche in einem I-CV Rating und einer Empfehlung resultieren. Das I-CV Rating hat sich im Markt als unabhängige Einschätzung der Kreditqualität etabliert und als akkurater Frühwarnindikator bewährt. I-CV agiert ausschliesslich im Interesse der Investoren (Investor-pay) und generiert durch umfassende Studien unmittelbaren Mehrwert, indem Marktverschiebungen frühzeitig erkannt werden (vgl. I-CV Banken- und Länderstudien). Die Nähe zum Kunden sowie die Unabhängigkeit zählen zu den wichtigsten Erfolgsfaktoren des Unternehmens.

**Disclaimer**

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigung von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen oder beruhen auf Quellen, die Independent Credit View AG (nachfolgend I-CV) als verlässlich erachtet. I-CV übernimmt jedoch keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen. I-CV behält sich zudem vor, im Dokument geäusserte Meinungen ohne Vorankündigung und ohne Angabe von Gründen zu ändern. I-CV lehnt jegliche Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Dokuments und den möglichen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen ab. Insbesondere haftet I-CV nicht für den Erfolg der von ihr abgegebenen Empfehlungen. Ratings beziehen sich einzig auf Kreditrisiken. Insbesondere berücksichtigen Ratings das Zinsänderungsrisiko und andere Marktrisiken nicht. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichen dieses Dokuments ist nicht gestattet.