

Konjunktur

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Wohin steuert Großbritannien im "Brexit-Jahr" 2019?

Eine Szenarioanalyse

- » **Durch den Brexit ist der Konjunkturausblick für 2019 sehr unsicher, da noch völlig offen ist, wie der Austritt ablaufen wird.**
- » **Im „worst case“ platzen die Verhandlungen, den Briten droht die Rezession; im „best case“ wird der Brexit abgesagt, eine kräftige Erholung folgt.**
- » **Unser Hauptszenario ist eine Kompromisslösung: Zollunion mit Übergangsphase; die Wirtschaft kann aufatmen, die Politik das Gesicht wahren.**

Zusammenfassung

Noch ist völlig unklar, wie der Brexit ablaufen wird: Die Verhandlungen in Brüssel scheinen festgefahren, die politische Lage in Großbritannien ist äußerst labil. Eine Vielzahl von Varianten dieses Ablaufs ist daher vorstellbar. Sie reicht von der Möglichkeit, dass sich in London die „hardliner“ durchsetzen und die Verhandlungen platzen lassen, bis zu dem anderen Extrem, dass die Briten eine so deutliche Neubewertung des Brexit vornehmen, dass der Austrittsantrag zurückgezogen wird. Dazwischen liegen diverse Kompromisslösungen eines mal weicheren, mal härteren Brexit.

Wir haben aus der Vielzahl der Varianten die aus unserer Sicht plausibelsten Fälle ausgewählt und vier Szenarien formuliert: Der „worst case“ ist der ungeordnete Austritt der Briten ohne jegliches Abkommen, der „best case“ die – vollständige oder de facto – Absage des Brexit. Beiden Möglichkeiten räumen wir eine vergleichsweise hohe Wahrscheinlichkeit von jeweils 20 Prozent ein. Unser Hauptszenario unterstellt eine Vernunftlösung: Der Kompromiss eines der Zollunion ähnlichen Abkommens mit Übergangsphase. Obwohl diese Variante beiden Verhandlungspartnern die Umsetzung vieler ihrer Ziele ermöglicht, sehen wir gerade einmal eine 50 Prozent Chance, dass sich die Vernunftüberlegungen tatsächlich durchsetzen werden. Dem Minimalkompromiss eines Austritts ohne Handelsabkommen aber mit Übergangsfrist geben wir immer noch eine nennenswerte Chance von 10 Prozent.

Die Implikationen für die Konjunkturentwicklung in den kommenden beiden Jahren unterscheiden sich je nach Szenario gravierend: Im „worst case“ droht Großbritannien 2019 eine Vollbremsung im Außenhandel und die Rezession. Im „best case“ kann mit einer schnellen und kräftigen Erholung gerechnet werden. Auch in unserem Hauptszenario erholt sich die britische Wirtschaft 2019 nach der Schwächephase des Vorjahres, jedoch längst nicht so kräftig. Dieses Szenario liegt auch unserer aktuellen Konjunkturprognose zugrunde. Im Nebenszenario ist dagegen mit kaum mehr als einer Stagnation zu rechnen.

VOLKSWIRTSCHAFT

Fertiggestellt:
29.11.2017 11:57 Uhr

INHALT

SELTEN WAR DER AUSBLICK SO UNSICHER	2
EINE ÄUßERST KOMPLIZIERTE VERHANDLUNGSSITUATION	2
Die Interessensunterschiede zwischen London und Brüssel sind enorm	2
Innenpolitische Spaltung in Großbritannien erschwert eine Einigung	4
AUSWAHL DER SZENARIEN AUS EINER VIELZAHL VON VARIANTEN	5
„Deal“ oder „no deal“ – und wenn ja, welches Modell?	5
Vier plausible Szenarien	7
FOLGEN FÜR DIE BRITISCHE WIRTSCHAFT	10
1. „Worst-Case“-Szenario: „No deal“ (20 Prozent)	10
2. „Best Case“-Szenario: „Exit vom Brexit“ oder „Norwegen“ (20 Prozent)	11
3. Hauptszenario: Zollunion mit Übergangsfrist (50 Prozent)	12
4. Nebenszenario: WTO mit Übergangsfrist (10 Prozent)	13
DIE POLITIK HAT EINE IMMENSE VERANTWORTUNG	14
I. IMPRESSUM	16

Ersteller/in:
Monika Boven, CFA, Economist

SELTEN WAR DER AUSBLICK SO UNSICHER

Seit dem historischen Brexit-Referendum sind inzwischen fast 1 ½ Jahre verstrichen. Bis zum geplanten Austrittstermin am 29. März 2019 sind es ebenfalls weniger als 1 ½ Jahre. Trotzdem ist immer noch völlig unklar, wie der Brexit aussehen wird: „Weich“, „hart“ oder ungeordnet? Mit oder ohne Übergangsphase? Wird er schlussendlich sogar doch noch abgesagt? Die Möglichkeiten sind variantenreich und liegen nach wie vor weit auseinander. Die bislang mehr als schleppend voranschreitenden Brexit-Verhandlungen lassen zudem kaum erkennen, dass sich daran bald etwas ändern wird – sie scheinen vielmehr nahezu festgefahren.

Dieser Stillstand ist hauptsächlich den bestehenden enormen Interessensunterschieden geschuldet – aber nicht nur denen zwischen der Europäischen Union (EU) und Großbritannien. Auch innerhalb des Vereinigten Königreichs liegen die Ansichten der „Brexiters“, der Anhänger des Austritts, und der „Bremainers“, der Verfechter eines Verbleibs in der EU, weit auseinander. Der Riss zieht sich durch alle Parteien und quer durch die Bevölkerung. Außerdem spielen spätestens seit den für die regierenden „Tories“ zu einem Debakel gewordenen Neuwahlen auch innen- und machtpolitische Überlegungen eine gewichtige Rolle, die die britischen Brexit-Unterhändler förmlich lähmen. Dass der zur Lösungsfindung gesetzte Zeitrahmen von zwei Jahren nicht nur äußerst knapp, sondern auch schon zu mehr als einem Viertel verstrichen ist, kommt erschwerend hinzu. Die gesamte Gemengelage ist also denkbar kompliziert.

Entsprechend unsicher gestaltet sich auch der Blick auf die Konjunkturentwicklung der britischen Wirtschaft im Jahr 2019. Wir haben uns dieser Problematik in Form einer Szenario-Analyse angenommen, die wir in dieser Studie vorstellen. Dabei haben wir aus der Vielzahl der möglichen Abläufe die Varianten ausgewählt, die uns am plausibelsten erscheinen und vier Konjunkturszenarien entworfen. Unsere Konjunkturprognose für 2019 entspricht dem Hauptszenario unserer Analyse, dem wir die höchste Eintrittswahrscheinlichkeit zusprechen. Allerdings können wir für das Hauptszenario nicht mehr als 50 Prozent veranschlagen, denn die Risiken – negativer wie positiver Art – rund um den Brexit sind beträchtlich.

EINE ÄUßERST KOMPLIZIERTE VERHANDLUNGSSITUATION

Die Interessensunterschiede zwischen London und Brüssel sind enorm

Großbritannien will „die Quadratur des Kreises“

Die Skepsis vieler Briten gegenüber der EU ist von jeher groß. Die Zahlungen an den Brüsseler Haushalt waren schon unter Margaret Thatcher ein Zankapfel und werden trotz des damals erstrittenen Rabatts mehrheitlich als viel zu hoch angesehen. In den vergangenen Jahren wuchs in der Bevölkerung zudem die Ablehnung gegenüber der lebhaften Einwanderung überwiegend osteuropäischer EU-Bürger, die im Rahmen der Personenfreizügigkeit des EU-Binnenmarktes nach Großbritannien kamen. Diese beiden Aspekte, die Einsparung der EU-Beitragszahlungen und die Begrenzung der Zuwanderung, standen im Mittelpunkt des Referendumswahlkampfes und waren sicherlich die wichtigsten Beweggründe der EU-Gegner, für den Brexit zu stimmen. Die britische Regierung betont darüber hinaus weitere Vorteile, die der EU-Austritt mit sich bringen soll: Die Loslösung von der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs (EUGH) etwa oder die Möglichkeit, unabhängig von der EU Freihandelsabkommen mit Drittstaaten abschließen zu können.

Noch ist völlig unklar, wie der Brexit ablaufen wird, es gibt ein breites Spektrum an Möglichkeiten

Verhärtete Fronten zwischen London und Brüssel, aber auch zwischen Brexit-Gegnern und -Befürwortern in Großbritannien

Vier Szenarien für unsere Konjunkturprognose für 2019

Durch den Brexit wollen die Briten:

- 1. keine EU-Beiträge mehr zahlen**
- 2. die Einwanderung begrenzen**
- 3. sich vom EUGH loslösen**
- 4. eigene Handelsabkommen schließen können**

Diese Ziele können nach den geltenden Regeln der Europäischen Union jedoch nur dann umgesetzt werden, wenn Großbritannien *vollständig* aus dem EU-Binnenmarkt und der Zollunion ausscheidet. Damit allerdings gingen der britischen Wirtschaft auch die Privilegien dieser Gemeinschaft verloren – die Zollfreiheit im Warenhandel etwa oder der grenzenlose Dienstleistungsverkehr und dabei besonders der EU-Bankenpass. Dass Großbritannien im Falle dieses Verlusts und angesichts der engen wirtschaftlichen Verflechtungen mit der EU einschneidende wirtschaftliche Verwerfungen drohen, wurde im Wahlkampf tunlichst verschwiegen. Möglich, dass die Brexit-Befürworter tatsächlich auf die Stärke und Widerstandskraft der britischen Wirtschaft vertrauen, möglich, dass sie davon überzeugt waren – und wohl bis heute sind –, dass die EU Großbritannien letztlich deutliche Zugeständnisse machen wird, schon, um den eigenen ökonomischen Schaden so gering wie möglich zu halten. Dazu wäre allerdings ein Handelsabkommen vonnöten, das den Briten die Vorzüge des Binnenmarktes so weit wie möglich erhält, dabei aber die aus britischer Sicht als Nachteile empfundenen Merkmale – Beitragszahlungen, Personenfreizügigkeit, EUGH und keine eigenständigen Freihandelsabkommen – außen vorlässt.

Die EU fürchtet hingegen um die politische Stabilität der Gemeinschaft

Sicherlich hat auch die EU wirtschaftlichen Schaden durch den Brexit zu befürchten. Schließlich ist Großbritannien für die meisten anderen Mitgliedsstaaten einer der wichtigsten Handelspartner, die Industrie ist europaweit durch komplexe Fertigungsketten miteinander verflochten und tausende Firmen aus den anderen EU-Staaten haben Niederlassungen in Großbritannien. Im Dienstleistungsbereich profitiert vor allem die europäische Finanzindustrie von der Reputation, Größe und Effizienz des Finanzplatzes London. Diese Vorteile stehen auch für die EU auf dem Spiel, ein umfassendes Handelsabkommen könnte sie dagegen erhalten. Schwerer jedoch wiegt der drohende politische Schaden, wenn Brüssel sich tatsächlich auf so weitreichende Zugeständnisse einließ, wie London sie sich wünscht. Andere Mitgliedsstaaten könnten dadurch animiert werden, ebenfalls Sonderkonditionen einzufordern, bestehende Abkommen in Frage zu stellen oder sogar auch mit Austritt zu drohen. Dies würde die Handlungs- und Beschlussfähigkeit der EU massiv behindern und die Gemeinschaft politisch destabilisieren, woran sie im schlimmsten Fall sogar zerbrechen könnte.

Auf Seiten Brüssels sieht man die britische Haltung deshalb als „Rosinenpicken“ und weist sie konsequent und mit erstaunlicher Geschlossenheit zurück. Dies ist die Ausgangslage der Brexit-Verhandlungen und an diesem Dissens hat sich nach wie vor nichts geändert. Erschwert wird eine Annäherung dadurch, dass der Verhandlungsführer der EU, Michel Barnier, bislang konsequent auf Einhaltung des zweistufigen Verhandlungsverfahrens pocht: So sollen zunächst die Austrittsmodalitäten geklärt werden, bevor man sich mit der Ausgestaltung der künftigen Handelsbeziehungen beschäftigt. Das mag zwar schlüssig sein, schließlich soll es auch zwei separate Abkommen – ein Austritts- und ein neues Rahmenabkommen – geben. Zu den strittigen Austrittsfragen zählt aber vor allem die sog. „Abschlussrechnung“ Brüssels, die mit (netto) rund 60 Mrd. Euro beziffert wird. Aus britischer Sicht ist dieses Verfahren eine Einbahnstraße, denn es bedeutet für London, Entgegenkommen zeigen zu müssen, ohne selbst Zugeständnisse in der wesentlichen Frage der künftigen Handelsbeziehungen zu erhalten. Dadurch sind die Verhandlungen relativ bald zu einem Stillstand gelangt.

Dazu ist aber ein vollständiger Austritt aus Binnenmarkt und Zollunion nötig

Macht die EU Großbritannien aus wirtschaftlichem Eigeninteresse Zugeständnisse?

Wirtschaftlich hat auch die EU durch den Brexit einiges zu verlieren...

...aber der drohende politische Schaden durch zu große Zugeständnisse wiegt höher

EU: Kein "Rosinenpicken"

Verhandlungen in zwei Stufen: Erst Austrittsfragen klären, dann künftigen Rahmen für den Handel besprechen

Innenpolitische Spaltung in Großbritannien erschwert eine Einigung

Das Wahldebakel vom Frühjahr hat nicht nur die „hardliner“ gestärkt...

In Großbritannien selbst stehen sich die Befürworter und Gegner des Brexits nach wie vor relativ unversöhnlich gegenüber. Vor allem die Haltung vieler EU-Gegner ist emotional stark aufgeladen, weshalb ihnen auch geringste Zugeständnisse gegenüber der EU ein Dorn im Auge sind. Nicht nur im Referendumswahlkampf wurde den Briten von vielen „Brexiteers“ eine „goldene Zukunft“ außerhalb der EU versprochen. Viele hängen diesem Wunschdenken bis heute nach. Der – entgegen allen Unkenrufen – bislang vergleichsweise glimpfliche Konjunkturdämpfer nach dem Brexit-Votum scheint ihnen aus ihrer Sicht Recht zu geben. Diese „hardliner“ würden die Verhandlungen lieber platzen lassen, bevor man sich gegenüber der EU zu nachgiebig, womöglich sogar unterwürfig, zeigt. Die Höhe der von Brüssel geforderten Abschlusszahlung beispielsweise gilt als Affront.

Mit den im vergangenen Frühjahr angesetzten Neuwahlen hatte die amtierende Premierministerin Theresa May wohl vor allem im Sinn, den Einfluss der „hardliner“ in den eigenen Reihen zurückzudrängen und den Anteil der eher kompromissbereiteren Abgeordneten in der Tory-Fraktion des Unterhauses zu vergrößern. Der unerwartete Wahlausgang, der zum Verlust der absoluten Mehrheit führte, hat aber genau das Gegenteil bewirkt und Theresa May politisch massiv beschädigt. Das Ringen in der Konservativen Partei um das richtige Maß an Kompromissbereitschaft lähmt derzeit nicht nur die britische Seite bei den Brexit-Verhandlungen, sondern lässt auch ein relativ breites Spektrum an Möglichkeiten offen, zu welchem Ergebnis die Verhandlungen letztlich führen könnten.

...sondern auch die Opposition

Hinzu kommt, dass das innerparteiliche Gerangel auch, wenn nicht vor allem machtpolitisch motiviert ist. Die Premierministerin ist angezählt, zahlreiche Mitglieder der Parteispitze versuchen, sich als Nachfolger in Position zu bringen. Dass May überhaupt noch im Amt ist, hat sie vermutlich vor allem der gegenwärtigen Stärke der oppositionellen Labour-Partei zu verdanken. Anders als im Frühjahr liegt Labour in Umfragen zurzeit leicht vor den Konservativen, Parteichef Jeremy Corbyn hat während des zurückliegenden Wahlkampfes in der Bevölkerung enorm an Sympathie gewonnen. Die Sorge vieler Tories dürfte groß sein, dass ein „Putsch“ gegen ihre Parteichefin geradewegs zu abermaligen Neuwahlen und zum Verlust der Regierungsmacht führt, weshalb sie sich (noch) zurückhalten. Gleichwohl ist die innenpolitische Situation äußerst labil. Die Wahrscheinlichkeit, dass Theresa May ihr Amt in den kommenden Monaten doch noch verliert, ist sicherlich hoch und auch Neuwahlen und ein Regierungswechsel sind alles andere als ausgeschlossen.

Als durchweg EU-freundlich und Brexit-feindlich positioniert sich aber auch die Labour-Partei nicht. Corbyn gilt als EU-skeptisch, spricht sich allerdings für einen möglichst „weichen“ Brexit und große Kompromissbereitschaft gegenüber der EU aus, um den wirtschaftlichen Schaden des Brexit zu begrenzen. Möglich, dass er damit im Falle von Neuwahlen in der Bevölkerung punkten könnte. Zwar gibt derzeit noch die überwiegende Mehrheit der Briten bei Umfragen an, bei einem erneuten Brexit-Referendum genauso abzustimmen wie im vergangenen Jahr. Trotzdem beginnt sich die Stimmung in puncto Brexit allmählich zu wandeln: Seit einigen Wochen übertrifft der Anteil der befragten Bürger, die es für falsch halten, die EU zu verlassen, den Anteil der Briten, die nach wie vor hinter der Entscheidung stehen. 40 Prozent der Briten aber stützen den aktuellen Verhandlungskurs der Regierung. Dem stehen allerdings 32 Prozent gegenüber, die sich dafür aussprechen, den Austritt komplett abzuwenden und weitere 12 Prozent, die für einen deutlich „weicheeren“

Brexit-"Hardliner" würden die Verhandlungen am liebsten platzen lassen

Debakel bei den Neuwahlen hat die "hardliner" tendenziell gestärkt...

...und Theresa May maßgeblich geschwächt.

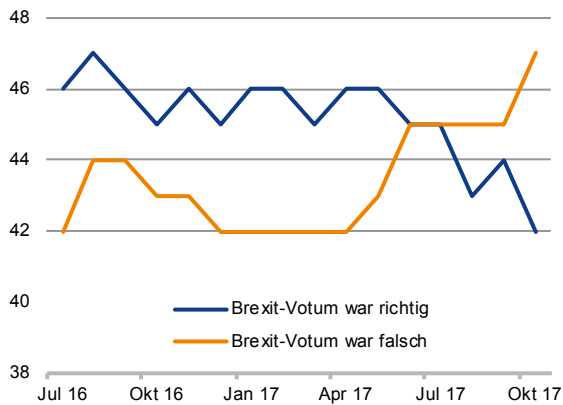
Rücktritt, Neuwahlen, Regierungswechsel? – Alles nicht ausgeschlossen

Labour steht für einen "weichen Brexit"

Ganz allmählich ändert sich das Meinungsbild zum Brexit in der Bevölkerung

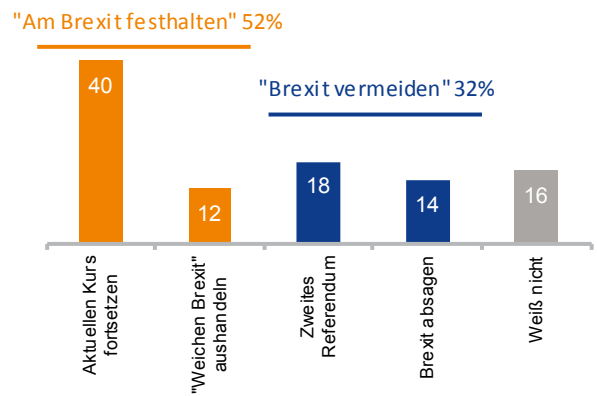
Brexit sind. Die größere Skepsis dürfte hauptsächlich auf die deutlich gestiegene Inflation zurückzuführen sein, die auch konjunkturell zu einer Belastung geworden ist. Deshalb ist es gut möglich, dass noch stärkere konjunkturelle Bremsspur – die wir für die kommenden Monate erwarten – das Meinungsbild in der britischen Bevölkerung weiter verschieben.

UMFRAGE: VIELE BRITEN BEDAUERN DEN BESCHLOSSENEN BREXIT



In % aller Befragten; Quelle: YouGov, DZ BANK AG

DIE MEHRHEIT WILL ABER AN DER WEICHENSTELLUNG FESTHALTEN



In % aller Befragten; Quelle: YouGov, DZ BANK AG

AUSWAHL DER SZENARIEN AUS EINER VIELZAHL VON VARIANTEN

Der Brexit ist ein Präzedenzfall, für dessen Ablauf es nur wenige Anhaltspunkte gibt. Angesichts der enormen Interessensunterschiede zwischen Brüssel und London und dem gespaltenen Meinungsbild auf britischer Seite ist aus jetziger Sicht nur schwer absehbar, wohin die Verhandlungen letztlich führen. Es ergibt sich eine ganze Vielzahl denkbarer Varianten dieses Ablaufs mit völlig unterschiedlichen Implikationen.

„Deal“ oder „no deal“ – und wenn ja, welches Modell?

Zunächst einmal stellt sich ganz grundsätzlich die Frage, ob Brüssel und London sich überhaupt auf eine Übereinkunft werden einigen können, und zum Abschluss der zweijährigen Verhandlungsphase im Frühjahr 2019 ein belastbares Abkommen, ein „deal“, vorliegt. Die Wahrscheinlichkeit ist sicherlich nicht gering, dass die Verhandlungen scheitern und vorzeitig abgebrochen werden. Auch, dass sich die Briten im Laufe der Zeit wieder grundsätzlich von der Idee des Brexit verabschieden, ist nicht gänzlich ausgeschlossen.

Die vier am häufigsten diskutierten Modelle für den Ausstieg

Gelingt es jedoch, ein Handelsabkommen für die Zeit nach dem Brexit zu schmieden, sind diverse Varianten vorstellbar, wie dieser „deal“ im Detail aussehen könnte. Anhaltspunkte geben hier die seit Beginn der Brexit-Debatte am häufigsten diskutierten Modelle, für die es bereits Vorbilder gibt:

1. „Norwegen“: Der Verbleib im Binnenmarkt nach norwegischem Vorbild
2. „Zollunion“: Ähnlich wie im Rahmen der Zollunion mit der Türkei gilt im grenzüberschreitenden Warenhandel Zollfreiheit, wovon die Industrie profitiert
3. „FHA+“: Ein umfassendes Freihandelsabkommen (FHA), etwa nach dem Vorbild des CETA-Abkommens, das aber noch darüber hinausgeht und den Dienstleis-

Bricht London die Verhandlungen vorzeitig ab?

"Deal": Welches Modell kommt in Frage?

tungssektor maßgeblich berücksichtigt („CETA+“)

4. „WTO“: Nur ein Austrittsabkommen – Großbritannien tritt aus dem Binnenmarkt und der Zollunion aus, der Außenhandel unterliegt dann den Regeln der Welt-handelsorganisation (WTO).

Die Unterschiede zwischen diesen vier Ansätzen sind groß. Jedes Modell hat seine Vorzüge, birgt jedoch auch gravierende Nachteile für beide Verhandlungspartner, weshalb es aus jetziger Sicht noch recht offen ist, an welchem Ansatz sich das künftige „Modell UK“ orientieren könnte. Erschwerend hinzu kommt der zeitlich sehr eng gesteckte Verhandlungsrahmen, der beispielsweise für die Ausformulierung eines umfassenden Freihandelsabkommens überhaupt nicht genügend Zeit lässt.

“DEAL” ODER “NO DEAL”? BREITES SPEKTRUM AN MÖGLICHKEITEN

"Exit vom Brexit" Best Case (a)	
"Deal"	"Norwegen": Verbleib im Binnenmarkt (Industrie & Dienstleistungen)
	"Zollunion": Zollfreiheit für Warenhandel (nur Industrie)
	"FHA+": umfassendes Freihandelsabkommen (CETA+)
	"WTO": Austritt aus Binnenmarkt und Zollunion, WTO-Regeln
"No Deal" Worst Case	

Quelle: DZ BANK AG

AUCH EINE ÜBERGANGSPHASE IST IM GESPRÄCH

	Ohne Übergangsphase ab März 2019	Mit ca. 2-jähriger Übergangsphase
"Norwegen"	"sehr weicher Brexit" Best Case (b)	abwegig
"Zollunion"	gut für die Industrie, abrupte Anpassungen im Dienstleistungssektor	"weicher Brexit" Hauptszenario
"FHA+"	ausgeschlossen	FHA-Verhandlungen gehen in der Übergangsphase weiter, Endergebnis kann sehr positiv sein, Unsicherheit bleibt aber vorerst hoch
"WTO"	vergleichbar mit "no deal" Szenario	Nebenszenario verzögerter "harter Brexit"

Quelle: DZ BANK AG

Übergangsphase zur Implementierung der neuen Rahmenbedingungen

Und schließlich gibt es noch die Überlegung einer Übergangsphase. Diese Möglichkeit ist in den Brexit-Überlegungen auf beiden Verhandlungsseiten schon seit längerem im Gespräch. Dabei geht es *nicht* um eine Verlängerung der durch Artikel 50 des EU-Vertrags vorgesehenen zweijährigen Verhandlungsfrist. Die Übergangsphase würde vielmehr *nach* dem vertragsrechtlichen Austritt Großbritanniens beginnen und die aktuellen ökonomischen Rahmenbedingungen für eine Interimsperiode beibehalten. Ziel dabei ist es zu verhindern, dass die Wirtschaft (auf beiden Seiten des Ärmelkanals) in der unmittelbaren Zeit nach dem Austritt einem zu großen Anpassungsdruck ausgesetzt ist, und so zumindest einen gewissen zeitlichen Spielraum erhält, um sich den neuen Rahmenbedingungen anzupassen. In Großbritannien spricht man dabei auch treffend von einer „Implementierungsphase“.

Bei den Briten ist die Idee einer Übergangsphase jedoch alles andere als unumstritten. Vor allem den Brexit-„hardlinern“ kann es gar nicht schnell genug gehen, die EU zu verlassen. Zwar wäre Großbritannien während der Übergangsphase schon gar kein EU-Mitglied mehr und würde beispielsweise auch nicht mehr an den für 2019 vorgesehenen Wahlen zum EU-Parlament teilnehmen oder an den Gipfeltreffen der Staats- und Regierungschefs. Die britische Wirtschaft würde aber den vollständigen Zugang zum Binnenmarkt beibehalten – und dies mit allen Rechten und Pflichten, wie Zahlungen an den Brüsseler Haushalt oder der Akzeptanz der Personenfreizügigkeit. Dies geht vielen Brexit-Befürwortern zu weit.

Wirtschaftsvertreter fordern dagegen zu Recht eine solche Implementierungsphase. Schließlich wird voraussichtlich nicht vor Herbst nächsten Jahres feststehen, wie der

Übergangsphase in Großbritannien nicht unumstritten...

...vermutlich aber konsensfähig

ökonomischen Rahmen nach dem Ausstieg überhaupt aussehen wird, und die vorstellbaren Varianten liegen so weit auseinander, dass die Unternehmen nur schwer bereits im Vorfeld adäquate Vorbereitungen treffen könnten. Ohne Übergangsphase besteht die Gefahr, dass die britische Wirtschaft im Frühjahr 2019 „über die Klippe stürzt“, also durch den abrupten Wechsel der ökonomischen Rahmenbedingungen völlig aus dem Tritt gerät. Im Gespräch ist nun eine zweijährige Übergangsphase, für die es wohl einen breiten Konsens sowohl am Brüsseler Verhandlungstisch als auch innerhalb der Regierung in Westminster gibt.

Vier plausible Szenarien

Anhand dieses Schemas – „deal“ oder kein „deal“, vier Brexit-Modelle, mit oder ohne Übergangsphase – ergibt sich wie in der Grafik oben skizziert eine ganze Matrix von Ansätzen, wie der Ausstieg ablaufen könnte. Nicht alle Varianten sind jedoch im selben Maße plausibel, manche Ansätze ähneln einander, andere sind abwegig. Wir haben sechs Fälle ausgewählt und daraus vier Szenarien formuliert.

1. „Worst-Case“-Szenario: „No deal“

Es besteht ein durchaus beträchtliches Risiko, dass London sich entschließt, die Verhandlungen in Brüssel platzen zu lassen und ohne jegliches Abkommen aus der EU auszuscheiden. Dies wäre vorstellbar, wenn die Brexit-„hardliner“ in der Regierung die Oberhand gewännen – sei es, aus rein innenpolitischen Machtkämpfen heraus, sei es, dass sich der inhaltliche Dissens als unüberwindbar herausstellt, was die „hardliner“ politisch stärken würde. Die „no deal“-Lösung gilt in London schon längst nicht mehr als Tabu, auch wenn internationale Organisationen, wie die OECD, aber auch die Bank of England vor den gravierenden Folgen eines solchen Schrittes nachdrücklich warnen. Der Austritt Großbritanniens wäre in diesem Fall ungeordnet und abrupt und würde aus unserer Sicht den größtmöglichen wirtschaftlichen Schaden anrichten – auf beiden Seiten des Ärmelkanals.

In Handelsfragen würde Großbritannien gegenüber der EU dann auf den Stand der WTO-Regeln zurückfallen. Auch alle Freihandelsabkommen, die die EU mit anderen Staaten geschlossen hat, würden für Großbritannien nicht mehr gelten. Für einen Großteil des britischen Warenhandels wären dann wieder Zölle fällig, die je nach Warengruppe beträchtlich ausfallen würden. Darüber hinaus müssten die innerhalb der EU längst überholten Zollformalitäten wiederaufgenommen werden, wofür die notwendige Logistik und Infrastruktur gar nicht mehr vorhanden ist. Erhebliche Friktionen und Verzögerungen im Handelsaustausch wären anfänglich die Folge, sichtbar womöglich in langen LKW-Staus an den britischen Grenzen. Der für Großbritannien enorm wichtige Außenhandel mit Dienstleistungen würde ebenfalls massiv gestört. Der Entfall des EU-Bankenpasses, mit dem die Finanzinstitute aus der Londoner City ihre Dienstleistungen problemlos in der ganzen EU anbieten können, würde dem Finanzplatz London eine wesentliche Geschäftsgrundlage entziehen.

Die Rahmenbedingungen würden sich fast schlagartig zum 29. März 2019 ändern. Bereits aus jetziger Sicht ist absehbar, dass die Vorbereitungen von Unternehmen und Behörden für diesen Fall bis dahin nicht abgeschlossen wären. Die britische Wirtschaft droht damit im Frühjahr 2019 „über die Klippe zu stürzen“. Die Verunsicherung wäre enorm, eine Wirtschaftskrise nicht auszuschließen. Dies ist aus unserer Sicht der „worst case“ – ein „sehr harter Brexit“.

Großbritannien scheidet ohne jegliches Abkommen aus der EU aus

Enorme Friktionen im Warenhandel zu erwarten

Verlust des EU-Bankenpasses schadet Finanzplatz London

Wirtschaft droht "über die Klippe zu stürzen"

„Sehr harter Brexit“

2a. "Best-Case"-Szenario: „Exit vom Brexit“

Kein Abkommen gäbe es aber auch, wenn London den Austrittsantrag im Verlauf der Verhandlungen wieder zurückzieht – der „Exit vom Brexit“. Rein rechtlich sollte diesem Schritt wenig im Wege stehen, und er würde wohl auch politisch von der EU mit Wohlwollen aufgenommen. Damit sich die Briten entscheiden, doch in der EU zu bleiben, ist vermutlich eine größere innenpolitische Neuorientierung notwendig – eine Neuwahl mit Regierungswechsel, beispielsweise, oder ein zweites Referendum. Auch in der Bevölkerung müsste eine Neubewertung des Brexit vorgenommen worden sein – vielleicht vor dem Hintergrund einer noch stärker steigenden Inflation, Arbeitsplatzverlusten oder der Sorge vor einem kräftigen Konjunkturreinbruch. Das Vertrauen in die amtierende Regierung und deren Verhandlungsführung in Brüssel müsste deutlich gelitten haben.

Durch die Absage des Brexit könnten die bestehenden Freiheiten im Waren- und Dienstleistungshandel erhalten bleiben. Zusätzlich würden sich die zwischenzeitlich entstandenen Unsicherheiten abbauen und es käme wohl zu deutlichen Auf- und Nachholeffekten. Dies ist Variante "a" unseres „Best case“-Szenarios.

2b. "Best-Case"-Szenario: „Norwegen“

Vorstellbar ist auch, dass London den Austrittsantrag zwar nicht zurückzieht, aber mit Brüssel ein Handelsabkommen nach dem Vorbild Norwegens schließt. Norwegen hat nahezu denselben Zugang zum EU-Binnenmarkt wie die Mitgliedsstaaten, muss allerdings im Gegenzug ebenfalls Beiträge zum EU-Haushalt entrichten, die Personenfreizügigkeit und die Rechtsprechung des EUGH akzeptieren und darf auch keine eigenen Freihandelsabkommen abschließen. Von Vorteil wäre ein solches Abkommen, um der britischen Wirtschaft alle Vorteile des Binnenmarktes zu bewahren, aber gegenüber den EU-Gegnern trotzdem gesichtswahrend am Austritt festzuhalten. Die ökonomischen Konsequenzen wären fast identisch mit dem Fall einer vollständigen Absage des Brexit, weshalb dieser Weg Variante b unseres „Best-Case“-Szenarios ist – es wäre ein „sehr weicher Brexit“. Eine Übergangsphase würde sich in diesem Fall erübrigen.

Trotzdem wäre Großbritannien unter dem „norwegischen Modell“ grundsätzlich schlechter gestellt als die Vollmitglieder: Es müsste nicht nur alle von britischer Seite als Nachteile empfundenen Regeln akzeptieren, um den Zugang zum Binnenmarkt zu erhalten. London hätte dabei auch keinerlei Mitsprache- und -gestaltungsrecht, sondern wäre reiner Empfänger Brüsseler Direktiven

3. Hauptszenario: "Zollunion" mit Übergangsphase

Brüssel und London einigen sich auf ein Abkommen für den Warenhandel, das den Regeln einer Zollunion sehr nahekommt. Der Handel innerhalb einer Zollunion ist weitgehend von Zöllen und anderen Handelshemmnissen befreit, wovon vor allem die Industrie profitiert. Die britische Industrie wäre in diesem Fall gegenüber dem „status quo“ kaum schlechter gestellt, die komplexen Lieferketten innerhalb der EU könnten erhalten bleiben. Internationale Konzerne, beispielsweise aus der Automobil- oder Pharmaindustrie, könnten den EU-Binnenmarkt weiter von Großbritannien aus beliefern und würden ihre Produktionsstätten wohl nicht in andere EU-Länder verlagern. Auch für viele EU-Staaten wäre es von Vorteil, wenn die industriellen Fertigungsketten nicht beschädigt und im Warenhandel keine Zölle wiedereingeführt würden. Aus britischer Sicht wäre zudem attraktiv, dass Brüssel in diesem Rahmen weder Beitragszahlungen noch die Akzeptanz der Personenfreizügigkeit einfordert.

Im Gegenzug zur Zollfreiheit im Inneren formulieren die Länder einer Zollunion allerdings eine gemeinsame Handelspolitik gegenüber Drittstaaten. Damit ist der Ab-

Großbritannien sagt den Austritt ab**Wahrscheinlich Neuwahlen und/oder zweites Referendum****Kein Brexit****„Modell Norwegen“ ist nahezu identisch mit dem Verbleib in der EU****London könnte so gesichtswahrend am Austritt festhalten****„Sehr weicher Brexit“****Nachteil: Kein Mitspracherecht****Zollfreiheit im Warenhandel: Nicht nur die britische Industrie würde profitieren, auch viele andere EU-Mitgliedsstaaten****Keine EU-Beiträge, keine Personenfreizügigkeit...****...aber auch keine eigenständigen Freihandelsabkommen vorgesehen**

schluss eigenständiger Freihandelsabkommen für den kleineren Partner – in diesem Fall Großbritannien – eigentlich ausgeschlossen. Hier müssten die Vertragspartner eine Sonderregelung finden, damit London sich auf dieses Arrangement einlässt.

Darüber hinaus wäre der Austritt aus dem Binnenmarkt für den britischen Dienstleistungssektor von Nachteil, da alle Vorzüge der Mitgliedschaft, ähnlich wie im „worst case“, verloren gingen. Ohne Übergangsfrist wären die Anpassungsfriktionen für den Service-Bereich und damit auch für die gesamte Wirtschaft enorm. Schließlich wird rund 80 Prozent der Wirtschaftsleistung in den Dienstleistungsbranchen erwirtschaftet, davon rund ein Drittel in der Finanzindustrie einschließlich angegliederter Sektoren, wie Wirtschaftsprüfer, Anwälte und Berater. Ein Großteil der Wirtschaft drohte dann doch mit dem Austritt im Frühjahr 2019 „über die Klippe zu stürzen“.

Wir gehen allerdings davon aus, dass es keine Schwierigkeiten bereiten wird, sich auch auf eine Übergangsfrist zu einigen, wenn es den beiden Verhandlungspartnern bereits gelungen ist, sich auf ein Abkommen für den zollfreien Warenhandel zu verständigen. Der Anpassungsdruck insbesondere für den Bankensektor wäre dann zwar weiterhin gegeben, könnte aber über die zeitliche Streckung abgemildert werden. Wir halten diese Variante für die vernünftigste und plausibelste, da sie beiden Verhandlungspartnern angemessene Vorteile bringt. Sie ist deshalb unser Hauptszenario – ein **„weicher Brexit“**.

4. Nebenszenario: „WTO“ mit Übergangsphase

Die Verhandlungspartner haben zwar Einigung über das Austrittsabkommen erzielt, es gelingt aber nicht, ein Abkommen über die künftigen Handelsbeziehungen zu besiegeln. Dies könnte mehrere Ursachen haben: ein unvereinbarer Dissens, der Zeitrahmen ist zu knapp, um die Verhandlungen zu einem zufriedenstellenden Ergebnis zu führen, oder aber der notwendige Ratifizierungsprozess in den nationalen Parlamenten der EU-Staaten stockt, möglicherweise, weil ein Land dem neuen Vertrag nicht zustimmen will.

Für Großbritannien wäre das Ergebnis dann kaum anders als im Falle des „no deal“-Szenarios. Für den Warenhandel würden die WTO-Regeln gelten, der Binnenmarktzugang ginge im März 2019 verloren, die Änderung der Rahmenbedingungen erfolgte abrupt und völlig übergangslos. Die Risiken für die gesamte Wirtschaft wären enorm. Es ist fraglich, ob die Briten die Verhandlungen in so einem Fall dann nicht direkt ganz platzen lassen würden. Warum sollten sie sich auf ein Austrittsabkommen einlassen, das ihnen die größeren Zugeständnisse abverlangt, ohne sonstige wirtschaftliche Vorteile?

Vorstellbar ist jedoch, dass mit dem Austrittsabkommen gleichzeitig auch eine Übergangsphase vereinbart wird, die der britischen Wirtschaft zugutekäme, um sich an die neuen Rahmenbedingungen anzupassen. Wenn Großbritannien darüber hinaus gewährt wird, während der Übergangsphase bereits Verhandlungen über Freihandelsabkommen mit Drittstaaten aufzunehmen, hätte dieses Arrangement durchaus seine Vorteile. Es wäre zwar ein „harter“, aber ein **„verzögerter harter Brexit“**.

Nicht unwahrscheinlich ist schließlich, dass Großbritannien in diesem Fall dann auch mit Brüssel Gespräche über ein Freihandelsabkommen beginnt – womöglich aber auch einfach nur fortsetzt. Dass die Verhandlungspartner innerhalb der zweijährigen Verhandlungsfrist ein umfassendes Freihandelsabkommen erzielen, ist so gut wie ausgeschlossen. Nicht abwegig ist jedoch, dass es nach weiteren zwei Jahren Verhandlungszeit gelingt, den Abschluss eines solchen Freihandelsabkommens zu besiegeln, möglicherweise auch, weil Brüssel keinen größeren politischen Schaden

Der britische Servicesektor, insbesondere die Finanzindustrie, verliert den Binnenmarktzugang und droht, „über die Klippe zu stürzen“

Einigung auf Übergangsphase ist aber wahrscheinlich, Anpassungsdruck kann abgemildert werden

„Weicher Brexit“

Nur ein Austrittsabkommen wird besiegelt

Kaum Unterschiede zum „no deal“-Szenario...

...es sei denn, eine Übergangsphase wird vereinbart

„Verzögerter harter Brexit“

Verhandlungen über ein umfassendes Freihandelsabkommen könnten während der Übergangsphase begonnen oder fortgesetzt werden

mehr fürchten muss, wenn es London Zugeständnisse macht. Je nachdem, wie umfassend ein solches Freihandelsabkommen ausfällt, könnte es für die britische Wirtschaft sehr positiv sein. Das Risiko ist jedoch hoch, dass auch nach der Übergangsfrist gar kein Handelsabkommen steht. Im Brexit-Jahr 2019 zumindest dürfte die Unsicherheit darüber hoch bleiben. In Kombination mit der Variante des „verzögerten harten Brexit“ ist dies ein Nebenszenario, dem wir eine durchaus nennenswerte Wahrscheinlichkeit zusprechen.

Unsicherheit bliebe dann jedoch hoch

FOLGEN FÜR DIE BRITISCHE WIRTSCHAFT

Je nachdem, in welche Richtung sich der Brexit in den kommenden Monaten nach und nach entwickelt, ergeben sich auch völlig unterschiedliche Implikationen für die britische Wirtschaft und den Konjunkturverlauf. Der Einfachheit halber unterstellen wir bei allen vier Szenarien, dass das Ergebnis der Verhandlungen etwa bis Mitte nächsten Jahres völlig offenbleibt und der Konjunkturverlauf bis dahin identisch ausfällt. Nach den Vorstellungen Brüssels sollten die Brexit-Verhandlungen bis spätestens Herbst kommenden Jahres zu einem Ergebnis gelangt sein, damit den EU-Staaten bis Ende März 2019 noch genügend Zeit bleibt, um das neue Abkommen jeweils in ihren nationalen Parlamenten abzusegnen. Wir gehen deshalb davon aus, dass erst im Herbst 2018 klar sein wird, ob sich die Verhandlungspartner auf ein Abkommen einigen konnten und wenn ja, wie dieses Abkommen im Einzelnen aussehen wird. Ab diesem Zeitpunkt weicht dann auch die Konjunktorentwicklung der einzelnen Szenarien stark voneinander ab.

Wir nehmen an, dass sich erst im Herbst 2018 die Richtung des Brexit-Verlaufs abzeichnet

Bis Mitte 2018 ist der Konjunkturverlauf deshalb in allen Szenarien identisch

Wir halten nicht alle Szenarien für gleichwahrscheinlich. Mit jeweils 20 Prozent sprechen wir den beiden Randszenarien, dem „best“ und dem „worst case“, jedoch eine relativ hohe Eintrittswahrscheinlichkeit zu. Unsere aktuelle Konjunkturprognose, die nun bis Ende 2019 reicht, basiert auf dem hier dargestellten Hauptszenario. Dessen Eintrittswahrscheinlichkeit können wir angesichts der enormen Unsicherheit jedoch nicht höher als mit 50 Prozent ansetzen.

Eintrittswahrscheinlichkeiten:
Hauptszenario 50 Prozent
Worst Case 20 Prozent
Best Case 20 Prozent
Nebenszenario 10 Prozent

1. "Worst-Case"-Szenario: „No deal“ (20 Prozent)

In diesem Szenario gehen wir davon aus, dass kein Kompromiss gefunden wird, der fristgerecht verabschiedet werden kann. Die Verhandlungen platzen vollständig.

Die Verhandlungen platzen

Das Pfund Sterling dürfte am schnellsten und kräftigsten auf die sich abzeichnende Perspektive eines ungeordneten Austritts Großbritanniens reagieren und bereits im Herbst vor allem gegenüber dem US-Dollar kräftig unter Druck geraten. Gegenüber dem Euro könnte die Parität in Reichweite kommen – zumindest dann, wenn die Bank of England zu einer wieder expansiveren Haltung zurückkehrt, was nicht unwahrscheinlich ist. Durch die erneute Abwertung dürfte der Inflationsdruck wieder zunehmen und die Inflationsrate der Verbraucherpreise bereits Anfang 2019 wieder auf 3 Prozent steigen. Für die erste Jahreshälfte 2018 unterstellen wir hingegen einen Rückgang der Inflationsrate bis auf 2,5 Prozent.

Starke Abwertung, steigende Inflation

Spätestens mit dem Platzen der Verhandlungen wird die Investitionstätigkeit wohl stark unter Druck geraten. Sofern bis dahin noch nicht geschehen, dürften viele Unternehmen, vor allem internationale Banken, ihre Anstrengungen beschleunigen, Geschäftsbereiche in andere EU-Staaten zu verlagern. Die Bautätigkeit dürfte besonders stark leiden.

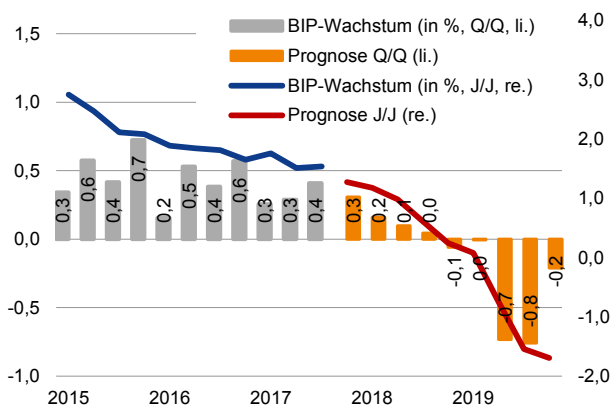
Die Investitionstätigkeit bricht ein

Mit der Wiedereinführung von Zöllen ab dem zweiten Quartal 2019 dürfte die Inflation einen weiteren Schub erhalten und Ende 2019 schließlich bei fast 4 Prozent stehen. Im Außenhandel könnte es vor Entstehung der neuen Handelshemmnisse zunächst zu deutlichen Vorzieheffekten kommen. Unmittelbar nach dem erfolgten Austritt Großbritanniens ist jedoch mit einer „Vollbremsung“ zu rechnen, schon allein aufgrund der Friktionen bei der Zollabwicklung. Wir rechnen deshalb für das Sommerhalbjahr 2019 mit deutlich negativen BIP-Wachstumsraten – die britische Wirtschaft rutscht in die Rezession. Die Arbeitslosigkeit dürfte deutlich steigen und Ende 2019 die 7-Prozent-Marke erreichen. Gebremst von der hohen Inflation und der sinkenden Beschäftigung wird wohl auch der private Konsum deutlich nachgeben und schließlich schrumpfen.

Wiedereinführung von Zöllen führt zu Vollbremsung im Außenhandel

Rezession

„NO DEAL“: BRITISCHE WIRTSCHAFT RUTSCHT IM ...



Quelle: ONS, DZ BANK AG

... WORST-CASE-SZENARIO IN DIE REZESSION

	2016	2017	2018	2019
BIP	1,8	1,5	0,7	-1,0
Konsum	2,8	1,7	1,2	-0,2
Staat	1,1	0,7	1,8	2,0
Investitionen	1,3	2,3	-0,9	-6,7
Exporte	1,1	4,4	1,3	-2,8
Importe	4,3	2,9	1,4	-2,4
Inflation	0,7	2,7	2,6	3,6
Arbeitslosenquote	4,9	4,5	5,0	6,4

Quelle: ONS, DZ BANK AG

2. „Best Case“-Szenario: „Exit vom Brexit“ oder „Norwegen“ (20 Prozent)

In diesem Szenario gehen wir von einem grundsätzlichen Sinneswandel in der britischen Politik und in der Bevölkerung aus, der schließlich im Verlauf der zweiten Jahreshälfte zu einer Absage des Brexit führt – sei es vollständig, indem der Austrittsantrag zurückgezogen wird (Variante a), oder de facto, wenn London sich mit Brüssel auf ein Handelsabkommen nach norwegischem Vorbild einigt (Variante b). Beide Varianten sollten jedoch zu sehr ähnlichen konjunkturellen Reaktionen führen.

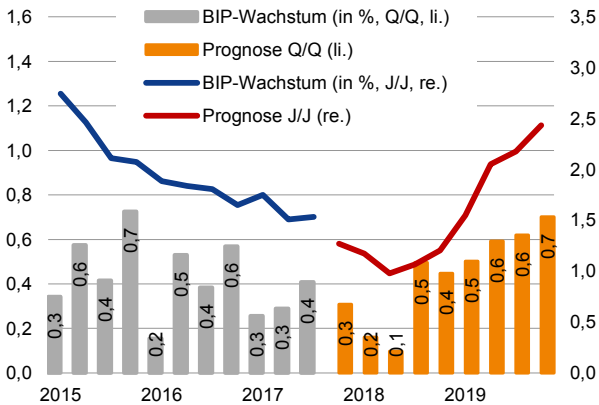
Der Brexit wird vollständig oder de facto abgesagt

Auch in diesem Szenario dürfte es wieder das Pfund Sterling sein, das am schnellsten und kräftigsten auf die Wendung reagiert. Eine relativ prompte Aufwertung um 10 Prozent ist nicht ausgeschlossen, die Währung dürfte schnell Kurs auf die Niveaus nehmen, wo sie vor dem Referendum notierte. Importierte Waren verbilligen sich deutlich und rasch und die Inflation bildet sich kräftig zurück. Die Unsicherheit bei den Unternehmen, die in der ersten Jahreshälfte noch deutlich zugenommen haben dürfte, sollte sich schnell verringern und Investitionsstaus beseitigt werden. Insbesondere in der Bauwirtschaft dürfte die Investitionsbereitschaft wieder steigen. Die zwischenzeitlich leicht gestiegene Arbeitslosigkeit dürfte recht schnell wieder sinken. Der Konsum sollte unter diesen günstigen Rahmenbedingungen bald wieder zu einem erhöhten Wachstum von 0,6 bis 0,7 Prozent pro Quartal zurückkehren. Dämpfend wirken dagegen wohl die von der lebhaften Binnennachfrage angeregten und wieder stark steigenden Importe. Das Wirtschaftswachstum erreicht im Verlauf des Jahres 2019 wieder Potenzialniveau.

Aufwertung und Inflationsrückgang

Investitionsstau wird beseitigt

EXIT VOM BREXIT ODER NORWEGEN: ABSAGE DES BREXIT ...



Quelle: ONS, DZ BANK AG

... FÜHRT IM BEST-CASE-SZENARIO ZU AUFHOLEFFEKTEN

	2016	2017	2018	2019
BIP	1,8	1,5	1,1	2,1
Konsum	2,8	1,7	1,5	2,4
Staat	1,1	0,7	1,7	0,9
Investitionen	1,3	2,3	0,0	2,4
Exporte	1,1	4,4	1,5	2,4
Importe	4,3	2,9	1,9	3,9
Inflation	0,7	2,7	2,3	1,3
Arbeitslosenquote	4,9	4,5	4,9	4,8

Quelle: ONS, DZ BANK AG

3. Hauptszenario: Zollunion mit Übergangsfrist (50 Prozent)

Rechtzeitig, um den notwendigen Ratifizierungsprozess in den nationalen Parlamenten aller EU-Mitglieder bis März 2019 abzuschließen, wird im Herbst 2018 eine Kompromisslösung zwischen Brüssel und London vereinbart: Man einigt sich auf ein Abkommen für den Warenhandel, das einer Zollunion sehr nahekommt. Um die sofortigen Friktionen für die Wirtschaft durch den Austritt aus dem Binnenmarkt abzufedern, soll es zudem eine zweijährige Übergangsfrist geben, während dessen Großbritannien zwar kein Mitglied der Europäischen Union mehr ist, wohl aber dem Binnenmarkt angehört, beispielsweise über ein temporäres „Norwegen“-Abkommen.

In diesem Fall kann der Warenhandel mit der EU weitgehend reibungslos fortgeführt werden. Insbesondere die grenzübergreifenden Wertschöpfungsketten, die es vor allem in der Kfz-Industrie gibt, können aufrechterhalten werden. Dies ist positiv für die Industrie auf beiden Seiten des Ärmelkanals. Der Finanzsektor wird hingegen von den Geschäfts- und Personalverlagerungen internationaler Banken stark getroffen, ebenso finanzsektornaher Dienstleistungen. Dies dürfte auch am Londoner Immobilienmarkt deutlich zu spüren sein mit entsprechenden Rückwirkungen auf die Bautätigkeit, aber auch auf den privaten Konsum. Durch die vereinbarte Übergangsfrist lassen sich die notwendigen Anpassungen jedoch zeitlich strecken. Ein Einbruch der Wirtschaft sollte so vermieden werden.

Die Konjunktur dürfte Mitte 2018 ihren Tiefpunkt erreichen, belastet von der Unsicherheit über den künftigen Brexit-Kurs. Sobald der Kompromiss bekannt ist, sollten sich jedoch zunehmend die positiven Implikationen für die Industrie bemerkbar machen, beispielsweise, indem sich der Investitionsstau in der Industrie auflöst. Das Pfund Sterling dürfte sich stabil entwickeln. Im Service-Sektor wird die Investitionstätigkeit zwar nachlassen, jedoch nur ganz allmählich. Der moderate Anstieg der Arbeitslosigkeit, der in 2018 begonnen hat, dürfte sich im Jahr 2019 nur noch anfänglich fortsetzen. Der Inflationsdruck lässt langsam nach.

In diesem Umfeld dürfte sich der private Konsum allmählich wieder beleben. Auch der gesamtwirtschaftliche Konjunkturverlauf sollte eine Kehrtwende vollziehen. Ende 2019 dürfte die britische Wirtschaft wieder auf einem soliden Wachstumsniveau von 1,5 Prozent angelangt sein. Damit läge sie zwar immer noch unterhalb des bisherigen Potenzialwachstums von rund 2 Prozent. Es ist allerdings fraglich, ob das

Keine Zölle, der Bankensektor verliert aber den Binnenmarktzugang

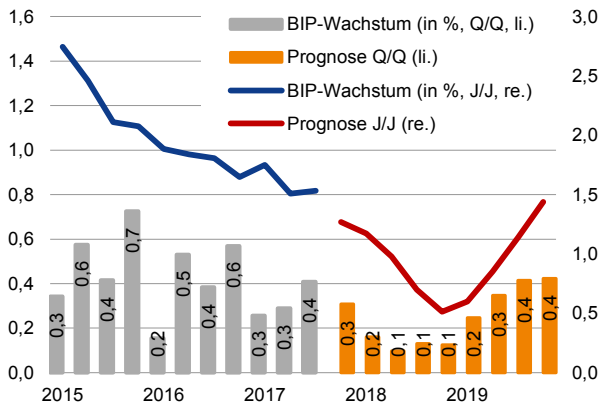
Der Warenhandel mit der EU kann reibungslos fortgeführt werden

Konjunktur erreicht Mitte 2018 ihren Tiefpunkt...

...erholt sich danach aber wieder

Wachstumspotenzial durch Verlust des Binnenmarktzugangs für den Sektorservice nicht ohnehin längerfristigen Schaden erleidet.

ZOLLUNION MIT ÜBERGANGSFRIST:



Quelle: ONS, DZ BANK AG

MODERATE KONJUNKTURERHOLUNG IM HAUPTSCENARIO

	2016	2017	2018	2019
BIP	1,8	1,5	0,8	1,0
Konsum	2,8	1,7	1,2	1,2
Staat	1,1	0,7	1,8	1,4
Investitionen	1,3	2,3	-0,8	-1,0
Exporte	1,1	4,4	1,5	2,1
Importe	4,3	2,9	1,6	2,0
Inflation	0,7	2,7	2,5	1,8
Arbeitslosenquote	4,9	4,5	5,0	5,3

Quelle: ONS, DZ BANK AG

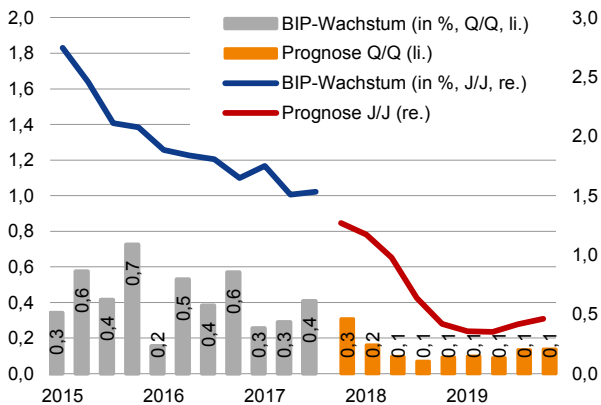
4. Nebenszenario: WTO mit Übergangsfrist (10 Prozent)

In diesem Szenario wird im Herbst 2018 klar, dass die Brexit-Verhandlungen zu keiner Übereinkunft für die Handelsbeziehungen nach dem EU-Austritt führen werden, die über WTO-Standards hinausreichen – zumindest nicht fristgerecht bis Herbst oder wenigstens Ende des Jahres 2018. Einigkeit herrscht hingegen darüber, dass die Folgen des Austritts durch eine Übergangsphase abgemildert werden sollen und auch bei den Austrittsmodalitäten hat man einen Konsens gefunden und womöglich auch bereits vertraglich festgezurr. Eine solche Übereinkunft würde einen Minimalkompromiss darstellen: Der Austritt läuft zwar doch auf einen „harten Brexit“ hinaus, dies jedoch mit Verzögerung.

**Minimalkompromiss:
Der harte Brexit kommt, wird jedoch zeitlich verzögert**

Es ist gut vorstellbar, dass die Verhandlungen über ein Freihandelsabkommen Großbritanniens mit der EU während der Übergangszeit fortgeführt werden sollen.

WTO MIT ÜBERGANGSPHASE: IM NEBENSZENARIO...



Quelle: ONS, DZ BANK AG

...TRITT DIE BRITISCHE WIRTSCHAFT NUR NOCH AUF DER STELLE

	2016	2017	2018	2019
BIP	1,8	1,5	0,8	0,4
Konsum	2,8	1,7	1,2	0,6
Staat	1,1	0,7	1,8	2,0
Investitionen	1,3	2,3	-0,8	-2,3
Exporte	1,1	4,4	1,5	2,2
Importe	4,3	2,9	1,6	1,8
Inflation	0,7	2,7	2,5	2,7
Arbeitslosenquote	4,9	4,5	5,0	5,5

Quelle: ONS, DZ BANK AG

Im Brexit-Jahr 2019 ist diese Perspektive jedoch nicht mehr als ein Hoffnungswert. Die Unsicherheit über den künftigen Rahmen der längerfristigen Handelsbeziehungen beider Partner miteinander bleibt damit groß.

Ein Freihandelsabkommen ist nicht mehr als ein Hoffnungswert

Unter diesen Annahmen sollte das Pfund in der zweiten Jahreshälfte 2018 wieder zur Schwäche tendieren und die Inflation erhöht bleiben. Der private Konsum dürfte weiter leiden. In der britischen Wirtschaft, im Sektorservice wie in der Industrie, werden die Vorbereitungen für Geschäftsverlagerungen ins Ausland fortgesetzt und forciert. Die Investitionen dürften sinken und die Arbeitslosigkeit ganz allmählich ansteigen. Dank der Abwertung dürfte die Entwicklung im Außenhandel stabil bleiben. Die Konjunktur dürfte fast vollständig an Schwung verlieren und die Wirtschaft kaum mehr als stagnieren. Eine Rezession sollte jedoch vermieden werden.

Die Wirtschaft bremst fast vollständig ab, bricht jedoch nicht ein

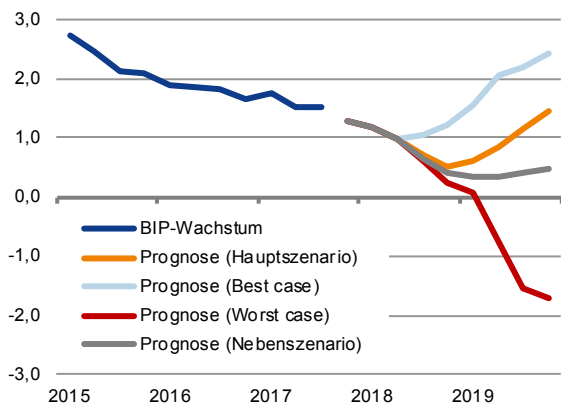
DIE POLITIK HAT EINE IMMENSE VERANTWORTUNG

Politische Entscheidung mehr denn je ausschlaggebend

Unsere Analyse zeigt nicht nur, dass der Ausblick für die Wirtschaftsentwicklung Großbritanniens in den kommenden beiden Jahren derzeit ungewöhnlich unsicher ist. Von einer kräftigen Erholung über ein verhaltenes Wachstum bis hin zur Rezession ist ein extrem breites Spektrum möglicher Konjunkturverläufe wahrscheinlich.

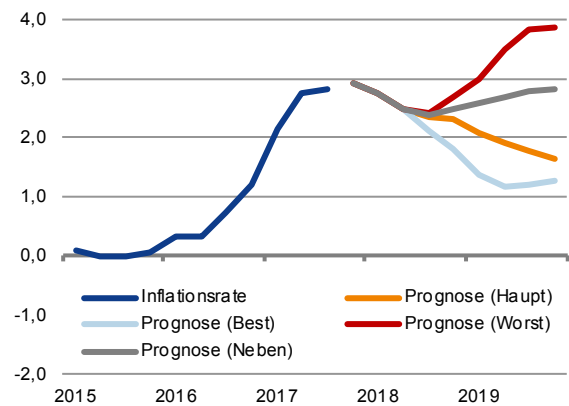
Ein extrem breites Spektrum möglicher Konjunkturverläufe...

DIE VIER SZENARIEN AUF EINEN BLICK: BIP-PROGNOSE...



In % ggü. Vorjahr; Quelle: ONS, Prognose: DZ BANK AG

...UND INFLATIONS-PROGNOSE



In % ggü. Vorjahr; Quelle: ONS, Prognose: DZ BANK AG

Die Ausführungen machen aber auch deutlich, welche ausschlaggebende Bedeutung die politischen Entscheidungen, die in den nächsten Monaten rund um den Brexit getroffen werden, für die britische Konjunkturentwicklung haben werden. Die Politik – sowohl in London als auch in Brüssel – hat deshalb eine immense Verantwortung.

Wohin also steuert Großbritannien im „Brexit-Jahr“ 2019? Noch ist der Ausgang der Verhandlungen zwischen Brüssel und London nahezu völlig offen. Passend zu den oben skizzierten Konjunkturvarianten liegt sowohl ein sehr weicher Brexit oder sogar die völlige Absage des Austritts, eine Kompromisslösung aber auch ein ungeordnetes Ausscheiden Großbritanniens aus der EU im Bereich des Möglichen. Angesichts der festgefahrenen Gespräche in Brüssel ist hier bislang keinerlei klare Richtung erkennbar.

...aufgrund der noch völlig ergebnislosen Brexit-Verhandlungen

Sicherlich hat die britische Seite mit ihrer anscheinend relativ dürftigen Vorbereitung auf die Gespräche sowie der bisweilen immer noch an Wunschdenken erinnernden Verhandlungshaltung entscheidend zu diesem Stillstand beigetragen. Die labile innenpolitische Lage – eine deutlich geschwächte Premierministerin, Machtkämpfe im Kabinett sowie die wiedererstartete Opposition – hat ein Übriges getan, die Handlungsfähigkeit der britischen Verhandlungsseite lahm zu legen. Aber auch die EU hat sich während der vergangenen Monate nicht „mit Ruhm bekleckert“: Das bislang kompromisslose und beinahe schon dogmatische Festhalten am zweistufigen Verhandlungsprozedere hat die Gespräche ebenfalls wesentlich blockiert. London stand dadurch schnell mit dem Rücken zur Wand, da es Zugeständnisse machen sollte, ohne selbst auf Entgegenkommen hoffen zu können. Die jüngste Zusage Theresa Mays, deutlich mehr finanzielle Mittel für die Brüsseler Abschlussrechnung zur Verfügung stellen zu wollen, könnte nun jedoch Bewegung in die Gespräche bringen. Es bleibt zu hoffen, dass EU-Verhandlungsführer Michel Barnier nun seinerseits einen Schritt auf die Briten zugeht und den Staats- und Regierungschefs auf dem EU-Gipfel Mitte Dezember empfiehlt, zu Stufe zwei der Gespräche überzugehen. Dann könnten bald erste Ergebnisse erzielt werden.

„Zollunion mit Übergangsfrist“ – ein Kompromiss der Vernunft

Beispielsweise könnten sich beide Verhandlungsseiten bereits in einem ersten Schritt ganz grundsätzlich auf eine Übergangsphase für die unmittelbare Zeit nach dem Austritt einigen – unabhängig von dem späteren Rahmenvertrag. Für eine Übergangsphase scheint ein relativ breiter Konsens zu bestehen. Nicht nur der britischen Wirtschaft würde eine bald besiegelte Übergangsphase jetzt deutlich mehr Planungssicherheit verschaffen, auch die anderen EU-Staaten würden profitieren. Außerdem würden dadurch vermutlich die Hürden für ein Platzen der Verhandlungen erhöht. Die Wahrscheinlichkeit, dass der „Worst Case“, der ungeordnete Brexit, eintritt, wäre dann wohl um einiges geringer einzustufen als momentan. Auch dies käme der EU deutlich entgegen, denn im Falle des „sehr harten Brexit“ wären die konjunkturellen Rückwirkungen für die anderen EU-Mitgliedsländer ebenfalls beträchtlich. Es wäre auf beiden Verhandlungsseiten ein vernünftiges Vorgehen.

Vernunftaspekte haben wir auch bei der Auswahl der Brexit-Variante „Zollunion“ als unser Hauptszenario zugrunde gelegt. Aus unserer Sicht könnten beide Verhandlungspartner im Rahmen dieser Lösung gleichzeitig möglichst viele ihrer Ziele umsetzen und so das „Gesicht wahren“: Großbritannien erhielte die Kontrolle über die Einwanderung zurück und müsste keine Beitragszahlungen mehr leisten. Durch die Zollfreiheit würde der Warenhandel kaum belastet. Damit bliebe auch der „status quo“ für die Industrie so gut wie erhalten – auf beiden Seiten des Ärmelkanals. Trotzdem kann auch die EU ihren Punkt machen, kein Rosinenpicken erlaubt zu haben, denn der Wegfall des EU-Bankenpasses wäre ein herber Verlust für die britische Finanzindustrie. Da man sich aber auf eine Übergangsphase verständigt hat, könnten krisenhafte Anpassungsreaktionen vermieden werden. Und schließlich bliebe durch das Modell „Zollunion“ auch die Grenze zwischen dem EU-Mitglied Irland und dem britischen Nordirland durchlässig – ein wesentlicher Aspekt des Austrittsvertrages, an dem sich die Verhandlungen aktuell gerade wieder entzünden. Zu Recht, denn die Wiedereinführung einer „harten“ EU-Außengrenze auf der irischen Insel könnte den schwierigen und ohnehin labilen Friedensprozess in der Region wieder ernsthaft gefährden.

Ob Brüssel und London sich letztlich auf diese Variante einigen können, also von Vernunftüberlegungen leiten lassen, ist allerdings schwer vorherzusagen, weshalb wir auch unserem Hauptszenario nur eine Wahrscheinlichkeit von 50 Prozent zusprechen. Aus unserer Sicht wäre sie jedoch eine vernünftige Kompromisslösung.

Beide Verhandlungspartner haben sich in den letzten Monaten wenig kompromissbereit gezeigt

Theresa May hat nun die Finanzzusagen erhöht – jetzt könnte die zweite Verhandlungsphase eingeleitet werden

Eine Übergangsphase für die Zeit nach dem Austritt könnte jetzt schon vereinbart werden, um für Planungssicherheit zu sorgen

Beide Verhandlungspartner können viele ihrer Ziele verwirklichen und das Gesicht wahren...

...die größten Belastungen für die Wirtschaft werden vermieden...

...und Risiken für den Friedensprozess in Nordirland abgewendet

Ein Kompromiss der Vernunft

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: + 49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

Vertreten durch den Vorstand: Wolfgang Kirsch (Vorstandsvorsitzender), Hans-Bernd Wolberg (stv. Vorsitzender), Uwe Berghaus, Dr.Christian Brauckmann, Wolfgang Köhler, Dr. Cornelius Riese, Michael Speth, Thomas Ullrich, Stefan Zeidler

Generalbevollmächtigter: Uwe Fröhlich

Aufsichtsratsvorsitzender: Helmut Gottschalk

Sitz der Gesellschaft: Eingetragen als Aktiengesellschaft in Frankfurt am Main, Amtsgericht Frankfurt am Main, Handelsregister HRB 45651

Aufsicht: Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main wird durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und die Europäische Zentralbank (EZB) beaufsichtigt.

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

Sicherungseinrichtungen: Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main ist der amtlich anerkannten BVR Institutssicherung GmbH und der zusätzlich freiwilligen Sicherungseinrichtung des Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e.V. angeschlossen:

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

Verantwortlich für den Inhalt: Stefan Bielmeier, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2017
Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

- 1.1** Diese **Sonstige Research-Information** wurde von der **DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main (DZ BANK)** als Wertpapierdienstleistungsunternehmen erstellt. **Sonstige Research-Informationen** sind **unabhängige Kundeninformationen**, die **keine Anlageempfehlungen für bestimmte Emittenten oder bestimmte Finanzinstrumente enthalten**. Sie berücksichtigen **keine** persönlichen Anlagekriterien.
- 1.2** Die **Pflichtangaben für Research-Publikationen** (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) sowie **weitere Hinweise, insbesondere zur Conflicts of Interest Policy des DZ BANK Research sowie zu Methoden und Verfahren** können **kostenfrei eingesehen und abgerufen** werden unter: www.dzbank.de/Pflichtangaben.

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw. Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:

- **Europäische Zentralbank** - www.ecb.europa.eu
Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.
- **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht** - www.bafin.de
Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60349 Frankfurt / Main

3. Unabhängigkeit der Analysten

- 3.1 Research-Publikationen** (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) der DZ BANK werden von ihren angestellten oder von ihr im Einzelfall beauftragten sachkundigen Analysten unabhängig und auf der Basis der verbindlichen **Conflicts of Interest Policy** erstellt.
- 3.2** Jeder Analyst, der in die Erstellung dieser Sonstigen Research-Publikation inhaltlich eingebunden ist, bestätigt, dass
- diese Research-Publikation seine unabhängige fachliche Bewertung des analysierten Objektes unter Beachtung der Conflicts of Interest Policy der DZ BANK wiedergibt sowie
 - seine Vergütung weder vollständig, noch teilweise, weder direkt, noch indirekt von einer in dieser Research-Publikation vertretenen Meinung abhängt.

4. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen

- 4.1** Die Häufigkeit der **Aktualisierung von Sonstigen Research-Informationen** hängt von den jeweiligen makroökonomischen Rahmenbedingungen, den aktuellen Entwicklungen der relevanten Märkte, von Maßnahmen der Emittenten, von dem Verhalten der Handelsteilnehmer, der zuständigen Aufsichtsbehörden und der relevanten Zentralbanken sowie von einer Vielzahl weiterer Parameter ab. Die nachfolgend genannten Zeiträume geben daher nur einen **unverbindlichen Anhalt** dafür, wann mit einer neuen Anlageempfehlung gerechnet werden kann.
- 4.2 Eine Pflicht zur Aktualisierung** Sonstiger Research-Informationen **besteht nicht**. Wird eine Sonstige Research-Information aktualisiert, **ersetzt** diese **Aktualisierung** die bisherige **Sonstige Research-Information mit sofortiger Wirkung**. Ohne Aktualisierung **enden / verfallen Bewertungen / Aussagen mit Ablauf von sechs Monaten**. Diese Frist **beginnt** mit dem **Tag der Publikation**. Auch aus Gründen der Einhaltung aufsichtsrechtlicher Pflichten können im Einzelfall Aktualisierungen Sonstiger Research-Informationen **vorübergehend und unangekündigt unterbleiben**.
- 4.3** Sofern Aktualisierungen **zukünftig unterbleiben**, weil ein Objekt / Aspekt nicht weiter analysiert werden soll, wird dies in der letzten Publikation mitgeteilt oder, falls eine abschließende Publikation unterbleibt, werden die Gründe für die Einstellung der Analyse gesondert mitgeteilt.

5. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

- 5.1** Das DZ BANK Research verfügt über eine verbindliche **Conflicts of Interest Policy**, die sicherstellt, dass relevante Interessenkonflikte der DZ BANK, der DZ BANK Gruppe, der Analysten und Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und der ihnen nahestehenden Personen vermieden werden oder, falls diese faktisch nicht vermeidbar sind, angemessen identifiziert, gemanagt, offengelegt und überwacht werden. Wesentliche Aspekte dieser Policy, die **kostenfrei** unter www.dzbank.de/Pflichtangaben eingesehen und **abgerufen** werden kann, werden nachfolgend zusammengefasst.
- 5.2** Die DZ BANK organisiert den Bereich Research und Volkswirtschaft als Vertraulichkeitsbereich und schützt ihn durch Chinese Walls gegenüber anderen Organisationseinheiten der DZ BANK und der DZ BANK Gruppe. Die Abteilungen und Teams des Bereichs, die Finanzanalysen erstellen, sind ebenfalls mittels Chinese Walls, räumlichen Trennungen sowie durch eine Closed Doors und Clean Desk Policy geschützt. Über die Grenzen dieser Vertraulichkeitsbereiche hinweg darf in beide Richtungen nur nach dem Need-to-Know-Prinzip kommuniziert werden.
- 5.3** Insbesondere durch die in **Absatz 5.2** bezeichneten und die weiteren in der Policy dargestellten Maßnahmen werden auch weitere, theoretisch denkbare informationsgestützte persönliche Interessenkonflikte von Mitarbeitern des Bereichs Research und Volkswirtschaft sowie der ihnen nahestehenden Personen vermieden.
- 5.4** Die Vergütung der Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft hängt weder insgesamt, noch in dem variablen Teil direkt oder wesentlich von Erträgen aus dem Investmentbanking, dem Handel mit Finanzinstrumenten, dem sonstigen Wertpapiergeschäft und / oder dem Handel mit Rohstoffen, Waren, Währungen und / oder von Indizes der DZ BANK oder der Unternehmen der DZ BANK Gruppe ab.
- 5.5** Die DZ BANK sowie Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittieren Finanzinstrumente für Handel, Hedging und sonstige Investitionszwecke, die als Basiswerte auch vom DZ BANK Research gecoverte Finanzinstrumente, Rohstoffe, Währungen, Benchmarks, Indizes und / oder andere Finanzkennzahlen in Bezug nehmen können. Diesbezügliche Interessenkonflikte werden im Bereich Research und Volkswirtschaft insbesondere durch die genannten organisatorischen Maßnahmen vermieden.

6. Adressaten und Informationsquellen

- 6.1 Adressaten**
Sonstige Research-Informationen der DZ BANK richten sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden**. Sie sind daher **nicht** geeignet, an **Privatkunden** weitergegeben zu werden, **es sei denn**, (i) eine Sonstige Research-Information wurde von der DZ BANK **ausdrücklich** als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet oder (ii) ihre ordnungsgemäße Weitergabe erfolgt durch ein in einem Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) oder der Schweiz zugelassenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen.

men an Privatkunden, die nachweisbar über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die relevanten Risiken der jeweiligen Sonstigen Research-Information verstehen und bewerten zu können.

Sonstige Research-Informationen werden von der DZ BANK für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum und der Schweiz** freigegeben.

Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika** (USA) verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

Die Weitergabe von Sonstigen Research Informationen in der **Republik Singapur** ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten.

6.2 Wesentliche Informationsquellen

Die DZ BANK nutzt für die Erstellung ihrer Research-Publikationen ausschließlich Informationsquellen, die sie selbst als zuverlässig betrachtet. Sie kann jedoch nicht alle diesen Quellen entnommene Tatsachen und sonstigen Informationen selbst in jedem Fall nachprüfen. Sofern die DZ BANK jedoch im konkreten Fall Zweifel an der Verlässlichkeit einer Quelle oder der Richtigkeit von Tatsachen und sonstigen Informationen hat, wird sie darauf in der Research-Publikation ausdrücklich hinweisen.

Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind: Informations- und Datendienste (z. B. Reuters, Bloomberg, VWD, FactSet, Markt), zugelassene Rating-Agenturen (z.B. Standard & Poors, Moody's, Fitch, DBRS), Fachpublikationen der Branchen, die Wirtschaftspresse, die zuständigen Aufsichtsbehörden, Informationen der Emittenten (z.B. Geschäftsberichte, Wertpapierprospekte, Ad-hoc-Mitteilungen, Presse- und Analysten-Konferenzen und sonstige Publikationen) sowie eigene fachliche, mikro- und makroökonomische Recherchen, Untersuchungen und Auswertungen.

III. RECHTLICHE HINWEISE

1. Dieses Dokument richtet sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden**. Es ist daher nicht geeignet, an **Privatkunden** weitergegeben zu werden, **es sei denn**, (a) es ist ausdrücklich als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet oder (b) die ordnungsgemäße Weitergabe erfolgt durch ein in Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) oder der Schweiz zugelassenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Privatkunden, die nachweisbar über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die relevanten Risiken der jeweiligen Bewertung und / oder Empfehlungen verstehen und einschätzen zu können.
Es wurde von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, Deutschland („DZ BANK“) erstellt und von der DZ BANK für die ausschließliche Weitergabe an die vorgenannten Adressaten in den **Mitgliedstaaten des EWR und der Schweiz** genehmigt.
Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **„Finanzanalyse“** bezeichnet, gelten für seine Verteilung gemäß den Nutzungsbeschränkungen in den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:
In die **Republik Singapur** darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapore Branch, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an „accredited investors“, and / oder „expert investors“ weitergegeben und von diesen genutzt werden.
In die **Vereinigten Staaten von Amerika** (USA) darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK und über Auerbach Grayson, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an „major U.S. institutional investors“ weitergegeben und von diesen genutzt werden. Auch diese Weitergabe ist nur erlaubt, sofern sich das Dokument nur auf Eigenkapitalinstrumente bezieht. Der DZ BANK ist es nicht erlaubt Transaktionen über Fremdkapitalinstrumente in den USA vorzunehmen.
Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **„Sonstige Research-Information“** bezeichnet, gelten für seine Verteilung nach den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:
Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika** (USA) verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.
Die Weitergabe von Sonstigen Research Informationen in der **Republik Singapur** ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten.
Dieses Dokument darf in allen zuvor genannten Ländern nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen.
2. Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf weder ganz noch teilweise vervielfältigt, noch an andere Personen weitergege-

ben, noch sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen und Online-Medien, verbleiben bei der DZ BANK.

Obwohl die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument genannten Unternehmen angeben kann, bedeutet dies nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite oder Daten, auf welche von dieser Seite aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder gewährleistet. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten, noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und / oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten.

3. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden.
Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kursbewertungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte abgegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten. Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder Eigentümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder Umsatzzielen, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genauen Informationen und / oder ein anderes später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen oder sonstige Prognosegrundlagen, auf die sich die DZ BANK stützt, nachteilig auswirken können. Die gegebenen Einschätzungen sollten immer im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten relevanten Dokumenten und Entwicklungen, welche sich auf das Investitionsobjekt sowie die für es relevanten Branchen und insbesondere Kapital- und Finanzmärkte beziehen, betrachtet und bewertet werden.
Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung dieses Dokuments. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Unternehmen informieren.
Die DZ BANK ist berechtigt, während des Geltungszeitraums einer Anlageempfehlung in einer Analyse eine weitere oder andere Analyse mit anderen, sachlich gerechtfertigten oder auch fehlenden Angaben über das Investitionsobjekt zu veröffentlichen.
4. Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die sie grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Sie hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend gibt die DZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.
Weder die DZ BANK noch ihre verbundenen Unternehmen übernehmen eine Haftung für Nachteile oder Verluste, die ihre Ursache in der Verteilung und / oder Verwendung dieses Dokuments haben und / oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.
5. Die DZ BANK, und ihre verbundenen Unternehmen sind berechtigt, Investmentbanking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem / den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind. Die Analysten der DZ BANK liefern im Rahmen des jeweils geltenden Aufsichtsrechts ferner Informationen für Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen.
Anleger sollten davon ausgehen, dass (a) die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen berechtigt sind oder sein werden, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung dieses Dokumentes beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können.
Die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder Investitionsobjekte halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.
6. Die Informationen und Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig.

Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der Analysten der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein. Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.

7. Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

Ergänzende Information von Markit Indices Limited

Weder Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter übernehmen ausdrücklich oder stillschweigend irgendeine Gewährleistung hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der hierin enthaltenen Daten sowie der von den Empfängern der Daten zu erzielenden Ergebnisse. Weder Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein Datenanbieter haften gegenüber dem Empfänger der Daten ungeachtet der jeweiligen Gründe in irgendeiner Weise für ungenaue, unrichtige oder unvollständige Informationen in den Markit-Daten oder für daraus entstehende (unmittelbare oder mittelbare) Schäden.

Seitens Markit besteht keine Verpflichtung zur Aktualisierung, Änderung oder Anpassung der Daten oder zur Benachrichtigung eines Empfängers derselben, falls darin enthaltene Sachverhalte sich ändern oder zu einem späteren Zeitpunkt unrichtig geworden sein sollten.

Ohne Einschränkung des Vorstehenden übernehmen weder Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter Ihnen gegenüber irgendeine Haftung - weder vertraglicher Art (einschließlich im Rahmen von Schadenersatz) noch aus unerlaubter Handlung (einschließlich Fahrlässigkeit), im Rahmen einer Gewährleistung, aufgrund gesetzlicher Bestimmungen oder sonstiger Art - hinsichtlich irgendwelcher Verluste oder Schäden, die Sie infolge von oder im Zusammenhang mit Meinungen, Empfehlungen, Prognosen, Beurteilungen oder sonstigen Schlussfolgerungen oder Handlungen Ihrerseits oder seitens Dritter erleiden, ungeachtet dessen, ob diese auf den hierin enthaltenen Angaben, Informationen oder Materialien beruhen oder nicht.

Dieses Dokument darf in der Bundesrepublik Deutschland an Privatkunden weitergegeben werden.