

# Konjunktur

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

## "No deal": Die Folgen eines ungeordneten Brexits

- » Bei einem „No deal“-Brexits wären „über Nacht“ Zölle auf zwei Drittel des britischen Außenhandels fällig; Bremseffekte durch Grenzkontrollen.
- » Die Inflation würde in Richtung fünf Prozent steigen, weil das britische Pfund um 10 bis 15 Prozent abwerten dürfte.
- » Die britische Wirtschaft müsste Abschläge von rund 3 ½ Prozent gegenüber dem Wachstum bei einem geregelten Austritt verkraften.

### Zusammenfassung

Sollte das Vereinigte Königreich die EU ohne Abkommen verlassen, wären quasi „über Nacht“ im Handel mit den anderen EU-Ländern Zölle fällig und Grenzkontrollen notwendig. Vor allem aufgrund der ungewohnten Formalitäten an den wenigen Grenzübergängen Großbritanniens dürfte der britische Außenhandel in den Wochen nach dem Austritt kräftig einbrechen. Die internationalen Lieferketten, in die die britische Industrie eng eingebunden ist, würden ins Stocken geraten und selbst Versorgungsengpässe bei der Bevölkerung sind nicht ausgeschlossen. Das Pfund Sterling würde vermutlich um 10 bis 15 Prozent abwerten, die Inflation in Richtung 5 Prozent steigen und den privaten Konsum ausbremsen. Eine Desinvestitionswelle dürfte einsetzen, wenn Unternehmen Geschäftsbereiche ins EU-Ausland verlagern. Die Arbeitslosenquote würde sich von aktuell 4 auf 6 Prozent erhöhen.

Die britische Wirtschaft müsste einen abrupten Wachstumseinbruch verkraften und würde förmlich „über eine Klippe stürzen“. Verglichen mit der Entwicklung eines geregelten Austritts würden sich die Wachstumsabschläge bis Ende nächsten Jahres wohl auf insgesamt rund 3 ½ Prozent summieren. Käme es zu Verwerfungen an den Finanzmärkten und die Bank of England sähe sich gezwungen, von einer akkomodierenden Geldpolitik Abstand zu nehmen, könnte der Wachstumseinbruch auch heftiger ausfallen.

Mit den jüngsten Verschiebungsplänen für den Austritt ist die Gefahr eines „Chaos“-Brexits Ende März zwar beträchtlich gesunken. Vom Tisch ist der „No deal“-Brexits damit jedoch mitnichten – weder in vier Wochen noch in (möglicherweise) vier Monaten. Weiterhin besteht die Gefahr, dass ein „No deal“-Brexits, obwohl ihn fast alle Seiten ablehnen, Ende März quasi „aus Versehen“ eintritt, weil niemand rechtzeitig bereit war, ausreichend Zugeständnisse zu machen. Und auch wenn es zu einer Verschiebung des Austrittsdatums kommt, wären die Probleme, die aktuell einer Einigung im Weg stehen, damit nicht gelöst. Nicht ausgeschlossen, dass sich die Situation einen Monat vor dem neuen Austrittstermin kaum anders darstellt als momentan.

## VOLKSWIRTSCHAFT

Fertiggestellt:  
28.2.2019 14:25 Uhr

### INHALT

Das Risiko eines "No deal"-Brexits ist gesunken, aber nicht vom Tisch	2
Ungeordneter Austritt hinterlässe große Schäden in britischer Wirtschaft	2
Eine Rezession wäre wohl kaum zu vermeiden	5
Die Gefahren eines „No deal“-Brexits sollten ernst genommen werden	6

I. IMPRESSUM	7
--------------	---

Ersteller/in:  
Monika Boven, CFA, Economist

## Das Risiko eines "No deal"-Brexit ist gesunken, aber nicht vom Tisch

Rund vier Wochen vor dem regulären Austrittstermin Großbritanniens aus der Europäischen Union (EU) ist das Austrittsabkommen als Garant für einen geordneten Ausstieg einschließlich knapp zweijähriger Übergangsfrist nach wie vor alles andere als unter Dach und Fach. Zuletzt ist allerdings Bewegung in den Prozess gekommen. Mitte März soll das Parlament über eine – vermutlich dreimonatige – Verschiebung des Austrittsdatums abstimmen. Der Antrag dürfte gute Chancen haben, angenommen zu werden. Gleichzeitig beginnen auch die Brexit-Hardliner in May's eigenen Reihen, von ihrer bisherigen Blockadehaltung abzurücken. Offenbar fürchten die Verfechter eines möglichst harten Bruchs mit der EU, dass sich während der Verlängerung parlamentarische Mehrheiten für einen weicheren Brexit oder sogar ein zweites Referendum finden, womit der Austritt dann gänzlich in Frage gestellt würde.

Mit diesen jüngsten Wendungen ist das akute Risiko, dass Großbritannien Ende März ohne Abkommen aus der EU „stolpert“, sicherlich entscheidend gesunken. Völlig vom Tisch ist es jedoch mitnichten. Weder ist klar, ob die Premierministerin in den Nachverhandlungen mit der EU ausreichende Änderungen an der sog. „backstop“-Regelung erzielt, damit die Brexit-Hardliner tatsächlich dem dann modifizierten Abkommen zustimmen. Noch ist gesichert, dass alle Beteiligten einer Verschiebung des Austritts ohne Weiteres zustimmen. Hier könnte sich der Zeitpunkt des neuen Austrittstermins als Hürde erweisen.

Wir sehen deshalb nach wie vor die Gefahr, dass ein „No deal“-Brexit, obwohl ihn fast alle Seiten ablehnen, Ende März quasi „aus Versehen“ eintritt, weil niemand rechtzeitig bereit war, ausreichend Zugeständnisse zu machen. Und auch wenn es zu einer Verschiebung des Austrittsdatums kommt, wären die Probleme, die aktuell einer Einigung im Weg stehen, damit nicht gelöst. Nicht ausgeschlossen, dass sich die Situation einen Monat vor dem neuen Austrittstermin kaum anders darstellt als momentan. Wir halten es deshalb für wichtig, noch einmal auf die gravierenden Konsequenzen hinzuweisen, die ein ungeordneter Brexit für die britische Wirtschaft nach sich ziehen dürfte und haben die Auswirkungen im Folgenden skizziert.

### Ungeregelter Austritt hinterlasse große Schäden in britischer Wirtschaft

Ohne Austrittsvertrag und vor allem ohne die vereinbarte Übergangsfrist, in der die ökonomischen Rahmenbedingungen unverändert bleiben, würde Großbritannien Ende März für die übrigen EU-Länder praktisch von einem Tag auf den anderen zum Drittland. Dasselbe gilt auch gegenüber zahlreichen anderen Volkswirtschaften, mit denen die EU Freihandelsabkommen abgeschlossen hat, die dann für die Briten nicht mehr gelten würden. Quasi „über Nacht“ wären im Außenhandel Zölle nach den Regeln der Welthandelsorganisation (WTO) fällig. Hinzu kämen Zollformalitäten und Grenzkontrollen, die an den wenigen Grenzübergängen des Vereinigten Königreichs zu massiven Engpässen führen würden, auch ein Kollaps ist nicht ausgeschlossen.

An den Finanzmärkten, insbesondere am Devisenmarkt, ist das Ereignis „No deal“-Brexit aus unserer Sicht noch völlig unzureichend berücksichtigt. Die Reaktionen auf diesen Schock dürften dementsprechend heftig ausfallen. Wir rechnen mit einer abrupten Abwertung des Pfund Sterlings um 10 bis 15 Prozent.

### Außenhandel würde schlagartig ausgebremst

Die Beeinträchtigungen durch einen „No deal“-Brexit dürften im britischen Außenhandel am stärksten ausfallen. Rund die Hälfte aller britischen Warenexporte geht in die EU, weitere 13 Prozent in Länder mit Freihandelsabkommen. Bei den Importen

**Eine Verschiebung des Austrittstermins zeichnet sich ab, auch die Blockade der Brexit-Hardliner bröckelt**

**Der "No deal"-Brexit ist damit aber nicht vom Tisch – viele Punkte sind nach wie vor nicht geklärt**

**Aufgeschoben ist nicht aufgehoben: Kurz vor dem neuen Austrittstermin könnte sich eine ähnliche Blockade ergeben**

**„No deal“: Von einem Tag auf den anderen wären Zölle und Grenzkontrollen fällig**

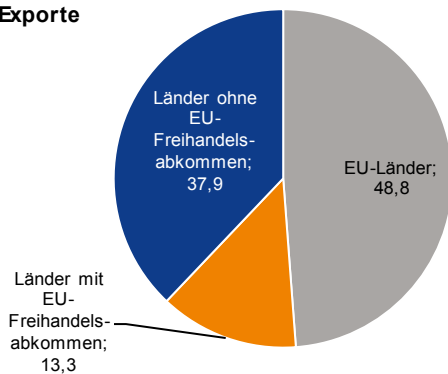
**Das Pfund würde kräftig abwerten**

**Plötzlich Zölle auf rund zwei Drittel des britischen Außenhandels**

bezieht Großbritannien sogar mehr als die Hälfte aller Waren aus der EU und etwa 12 Prozent aus Ländern mit Freihandelsabkommen. Bei einem „No deal“-Brexit würden also bei rund zwei Drittel des Warenaustauschs, der zuvor zollfrei ablief, plötzlich wieder Zölle anfallen. Die EU erhebt im Schnitt einen Zollsatz von 5 Prozent. Für Großbritannien unterstellen wir einen ähnlich hohen Zollsatz, grundsätzlich bliebe die Festsetzung aber den Briten überlassen.

#### RUND ZWEI DRITTEL DES BRITISCHEN AUßENHANDELS...

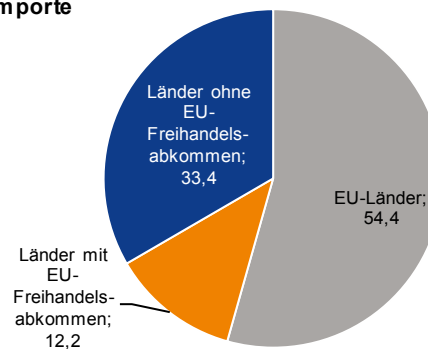
##### Exporte



Britische Exporte nach Zielländern, Anteile in %;  
Quelle: Office for National Statistics (ONS), DZ BANK

#### ...ERFOLGT AKTUELL NOCH ZOLLFREI

##### Importe



Britische Importe nach Herkunftsländern, Anteile in %;  
Quelle: Office for National Statistics (ONS), DZ BANK

Dabei dürften sich die Exporte Großbritanniens dank der unterstellten Pfund-Abwertung für die Abnehmer im Ausland sogar erst einmal kaum verteuern. Der Wertverlust der Währung würde den Zolleffekt für die meisten Waren mehr als ausgleichen. Trotzdem dürften die Warenausfuhren deutlich sinken, weil sich die Abwicklungskapazität an den Grenzübergängen durch die Kontrollen, die Brüssel unmittelbar nach dem EU-Austritt der Briten wiedereinführen dürfte, schlagartig reduzieren würde. Darüber hinaus droht den Dienstleistungsexporten, die in Großbritannien fast genauso hoch sind wie die Güterexporte, durch den abrupten Verlust des Binnenmarktzugangs ebenfalls kräftiger Gegenwind. Wir rechnen aufgrund dieser Beeinträchtigungen mit einem Einbruch der Gesamtexporte um 10 Prozent in den Wochen nach dem Austritt. Auch in den Folgequartalen ist das Erholungspotenzial gering. Viele Abnehmer britischer Produkte dürften sich vor dem Hintergrund der dann zeitaufwändigeren Grenzabwicklung und kostspieliger Zollformalitäten auf Dauer Lieferanten in anderen EU-Ländern suchen.

Bei den Importen wäre der Teuerungseffekt dagegen hoch. Zu den Zöllen, mit denen London die Einfuhren belegen könnte, käme die Teuerung durch die Pfund-Abwertung. Vermutlich würden die Briten die Nachfrage nach Importen trotz der höheren Preise aber gar nicht so stark einschränken. Der hohe Anteil von Importen aus der EU begrenzt die Möglichkeiten, auf andere Anbieter auszuweichen. Dass die Importe nach dem Austritt trotzdem wohl stark einknicken würden, hinge mit Verzögerungen bei der Grenzabfertigung zusammen, die den Warenstrom nach Großbritannien deutlich schmälern und sogar zu Versorgungsengpässen führen könnten. Auch die internationalen Liefer- und Fertigungsketten, in die die britische Industrie eng eingebunden ist, könnten daraufhin empfindlich ins Stocken geraten.

#### Inflationsschub würde den Konsum stark belasten

Schon die Entwicklung im Nachgang des Referendums von 2016 hat gezeigt, welche Wirkung eine abrupte zehnprozentige Pfund-Abwertung auf die britischen Verbrau-

**Exporte: Abwertung gleicht Zölle erst einmal aus, aber die Grenzkontrollen bremsen**

**Wir rechnen mit einem 10-%-igen Einbruch der Exporte in den Wochen nach dem unregulierten Austritt**

**Zölle und Abwertung verteuern Importe deutlich, Gefahr von Versorgungsengpässen**

cherpreise haben kann. Gut ein Jahr später lag die Inflationsrate etwa eineinhalb Prozentpunkte höher als es wohl ohne Abwertung der Fall gewesen wäre. Im „No deal“-Szenario gehen wir aufgrund des zusätzlichen Zolleffekts von einem noch stärkeren Teuerungsschub aus. Die Inflationsrate könnte in der Spitze, etwa nach drei bis vier Quartalen, an die Fünf-Prozent-Marke heranreichen und damit rund zweieinhalb Prozentpunkte höher als in unserem Basisszenario ausfallen, das von einem geregelten Austritt im März mit Übergangsphase ausgeht.

2016 hat der Wertverlust des britischen Pfunds die Kaufkraft der privaten Haushalte derart geschmälert, dass sich der für die britische Wirtschaft wichtige Wachstumsbeitrag des privaten Verbrauchs innerhalb von gut einem Jahr halbiert hat. Bei Inflationsraten oberhalb von vier Prozent, wie wir sie für dieses und das nächste Jahr im Falle eines „No deal“-Brexits unterstellen, sowie steigender Arbeitslosigkeit (s.u.), dürfte das Wachstum des Konsums schließlich vollständig zum Erliegen kommen.

### **Deutlicher Rückgang der Investitionstätigkeit**

Für die Investitionsneigung der Unternehmen ist die Brexit-Unsicherheit Gift. Bereits im zurückliegenden Jahr hat die Investitionstätigkeit lediglich stagniert, die Ausrüstungsinvestitionen sind sogar deutlich gesunken. Die Ungewissheit, die das Chaos eines „No deal“-Brexits mit sich brächte, würde diesen Bremseffekt wohl noch deutlich verschärfen. Auch würden sich mit einem ungeordneten Austritt schlagartig wesentliche Standortfaktoren für die Unternehmen ändern, wie der plötzliche Verlust des Binnenmarktzugangs, mit dem aktuell allenfalls Ende 2020, also zum Ende der Übergangsfrist, kalkuliert wird. Vor allem viele der zahlreichen ausländischen Unternehmen, die sich in den vergangenen Jahrzehnten in Großbritannien angesiedelt haben, dürften Teile ihrer britischen Firmensitze in andere EU-Länder verlagern. Eine Desinvestitionsphase dürfte einsetzen und über mehrere Jahre anhalten.

Auch die bis zuletzt noch sehr robuste Baukonjunktur würde durch den „No deal“-Brexit wohl kräftig unter Druck geraten. Nicht nur, dass die Nachfrage nach Bürogebäuden und Produktionsstätten deutlich sinken würde. Auch der Wohnungsmarkt sähe sich angesichts höherer Arbeitslosigkeit und niedrigerer Zuwanderung (s.u.) mit einer Nachfrageschwäche konfrontiert. Preisrückgänge bei Wohnimmobilien von jeweils rund 10 Prozent 2019 und 2020 wären dann möglich, wodurch nicht nur die Wohnungsbautätigkeit deutlich schrumpfen dürfte, sondern sich auch negative Rückwirkungen auf den privaten Konsum ergeben würden.

### **Auswanderungswelle würde negative Arbeitsmarkteffekte dämpfen**

Durch den Einbruch wesentlicher Wachstumsträger wie der Exporte, der Investitionen und des Konsums, würden wohl in allen Bereichen der britischen Wirtschaft tausende von Arbeitsplätzen wegfallen. Viele kleinere Dienstleister dürften in Mitleidenschaft gezogen werden, wenn große Konzerne ganze Geschäftszweige aus Großbritannien abziehen. Wir rechnen in der Spitze mit einer Arbeitslosenquote von 6 Prozent – das wäre gegenüber dem aktuellen Niveau ein Anstieg um zwei Prozentpunkte, jedoch lediglich rund ein Prozentpunkt höher als wir ohnehin bei einem geordneten EU-Austritt Großbritanniens für Ende 2020 erwarten. Die Arbeitslosigkeit dürfte damit deutlich unter dem Niveau der letzten Rezession von 2009 bleiben.

Einen wesentlichen Grund für den moderaten Anstieg der Arbeitslosigkeit sehen wir in der Auswanderung von EU-Bürgern. Bereits jetzt zieht es mehr osteuropäische Zuwanderer wieder zurück in die Heimat als neue Einwanderer nach Großbritannien kommen. Im Falle eines „No deal“-Brexits dürfte sich auch für alle EU-Bürger der Wanderungssaldo ins Minus wenden. Deren wegfallende Arbeitsplätze würden in der Arbeitslosenstatistik nicht auftauchen.

**Inflation dürfte Richtung 5 Prozent steigen...**

**...und das Wachstum des privaten Konsums zum Erliegen bringen**

**Eine Desinvestitionsphase dürfte einsetzen**

**Die Preise für Wohnimmobilien würden deutlich sinken**

**Arbeitslosenquote dürfte auf 6 Prozent steigen – weit unter den Niveaus der letzten Rezession**

**EU-Bürger würden wohl mehrheitlich aus Großbritannien abwandern**

### Rekordausgaben des Staates, aber auch zusätzliche Einnahmen

In dieser prekären konjunkturellen Lage fiele der Wirtschaftspolitik zweifellos die Rolle des Wachstumsimpulsgebers zu. Aus unserer Sicht dürfte die öffentliche Hand im Falle eines „No deal“-Brexit die realen Konsumausgaben so stark steigern wie seit Mitte des vergangenen Jahrzehnts nicht mehr. Dabei stünden dem Schatzkanzler aber auch zusätzliche finanzielle Mittel zur Verfügung. Die neuen Zolleinnahmen dürften rund 24 Mrd. Pfund mehr in die Staatskasse spülen – 2 Prozent der gesamten Staatseinnahmen. Und auf der Ausgabenseite würde London die jährlichen Beitragszahlungen nach Brüssel und damit ebenfalls ein knappes Prozent der Gesamtausgaben einsparen. Konjunkturell dürften die Steuereinnahmen zwar sinken. Das staatliche Budgetdefizit dürfte sich insgesamt jedoch nur moderat ausweiten und höchstens leicht über die 3-Prozent-Grenze klettern.

**Rezession würde Steuereinnahmen dämpfen, aber 2 Prozent Mehreinnahmen durch Zölle**

### Eine Rezession wäre wohl kaum zu vermeiden

Ein „No deal“-Brexit würde fast alle Bereiche des Wirtschaftslebens in Großbritannien abrupt beeinträchtigen, die Wirtschaft würde wohl förmlich „über eine Klippe stürzen“. Wir rechnen mit einem scharfen Wachstumseinbruch in den Monaten unmittelbar nach einem unregelmäßigen Ausscheiden der Briten aus der EU – unabhängig davon, ob dies nun am 29. März oder ein paar Monate später geschehen würde. Die Effekte dürften sich dann lediglich zeitlich etwas verschieben.

**Die Wirtschaft würde förmlich „über eine Klippe stürzen“**

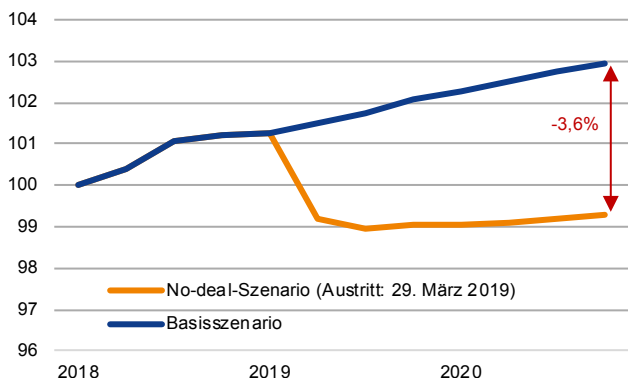
### Bis Ende 2020 drohen Wachstumsabschläge von mehr als dreieinhalb Prozent

Schnell würde die britische Wirtschaft den Wachstumseinbruch nicht überwinden, sondern erst einmal in eine längere Rezession sinken. Bis weit ins Jahr 2020 hinein dürfte die Wirtschaftsleistung bestenfalls stagnieren. Statt mit einem moderaten Wachstum von einem Prozent bei einem geregelten Austritt, wäre bei einem „No deal“-Brexit 2019 mit einem Schrumpfen der Wirtschaft um ein Prozent zu rechnen. Auch 2020 stünde wohl noch ein Minus von einem halben Prozent zu Buche. Damit würden sich die Wachstumseinbußen gegenüber dem Basisszenario bis Ende 2020 auf gut 3 ½ Prozent summieren. Bei den Investitionen lägen sie sogar bei rund 9 und im Außenhandel bei weit über 10 Prozent.

**Eine längere Rezession würde drohen**

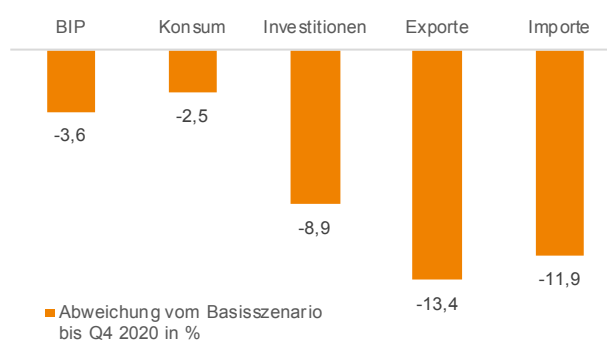
Auch wenn es im Falle einer mehrmonatigen Verschiebung des Austrittstermins trotzdem zu einem unregelmäßigen Austritt, etwa im Juni dieses Jahres, käme, wären die Wachstumsabschläge wohl ähnlich hoch. Zwar fiele das Minus beim Wirtschaftswachstum in diesem Fall im laufenden Kalenderjahr mit rund ½ Prozent

„NO DEAL“ WÜRDEN ZU HOHEN WACHSTUMSABSCHLÄGEN BEI DER...



Reales Bruttoinlandsprodukt (BIP), Q1 2018 = 100; Quelle: DZ BANK

...WIRTSCHAFTSLEISTUNG FÜHREN



Quelle: DZ BANK

etwas geringer aus als oben skizziert. Dafür gäbe es im kommenden Jahr wohl einen wesentlich größeren Rückgang des Bruttoinlandsprodukts um gut ein Prozent.

### **„Hard-but-smart“-Strategie nur kurzfristig erfolgversprechend**

Alles in allem wäre eine Rezession im Nachgang eines ungeordneten Brexits wohl kaum zu vermeiden. Allerdings gäbe es für den britischen Staat Möglichkeiten, einige gravierende Effekte abzumildern. So könnte London vollständig auf die Verzollung von EU-Importen verzichten, solange auch alle anderen WTO-Länder ihre Waren zollfrei nach Großbritannien liefern dürfen. Auch über Kontrollen an den Grenzübergängen könnte das Land vollständig souverän entscheiden. Mit einem einseitigen Verzicht auf Zölle und Grenzkontrollen ließe sich der Teuerungsschub und dessen Bremswirkung auf den privaten Konsum begrenzen. Außerdem könnten Importengpässe, die in der Industrie auch zu Produktionsverzögerungen führen würden, reduziert werden. Die Wachstumseinbußen ließen sich laut einer ifo-Studie, die den Ansatz als „Hard-but-smart“-Strategie bezeichnet, so beträchtlich verringern.<sup>1</sup>

Vermutlich wird Großbritannien in den ersten Wochen nach einem unregulierten Austritt ohnehin nichts Anderes übrigbleiben, als Warenlieferungen an den Grenzübergängen „durchzuwinken“, vor allem, um größeren Versorgungsempfängen in der Bevölkerung vorzubeugen. Als längerfristige Strategie, die über ein paar Monate hinausgeht, birgt der Ansatz jedoch entscheidende Risiken, die der britischen Wirtschaft auf Dauer womöglich mehr schaden als nutzen würden. So müsste London auch Billigprodukte, beispielsweise aus China, zollfrei ins Land lassen, und die fehlenden Grenzkontrollen wären sicherlich eine Einladung für illegale Geschäfte. Auch ginge weiterhin ein bedeutender Teuerungsschub von der Pfund-Abwertung aus.

### **Finanzmarkturbulenzen könnten die Rezession sogar noch vertiefen**

Die hier skizzierten Folgen eines „No-deal“-Brexits stellen sicherlich noch keinen „worst case“ dar. Der wirtschaftliche Schaden könnte durchaus dramatischer ausfallen, wenn es zu Verwerfungen an den Finanzmärkten, beispielsweise zu massivem Kapitalabzug und stark steigenden Risikoprämien kommt. Die Bank of England (BoE) hätte dann womöglich keinen Spielraum mehr, um die Wirtschaft mit einer akomodierenden Geldpolitik zu unterstützen, sondern müsste, wie sie selbst in einer Risikoeinschätzung unterstellt, die Geldpolitik zum Schutz der Finanzstabilität straffen. Die Folgen für die Konjunktur wären dann wohl ungleich heftiger.

### **Die Gefahren eines „No deal“-Brexits sollten ernst genommen werden**

Auch wenn die wirtschaftlichen Folgen eines „No deal“-Brexits für Großbritannien sicherlich nicht verheerend wären, gravierend dürften sie allemal ausfallen. Und gebannt ist das Risiko eines unregulierten Austritts auch nach den neuesten Verschiebungsplänen nicht. Wir sehen einen „Chaos“-Brexit zwar nach wie vor nicht als die wahrscheinlichste Entwicklung. Es wäre jedoch fatal, ihn für gänzlich ausgeschlossen oder harmlos zu halten.

Genau diese Meinung scheint bei vielen Privatpersonen und kleineren Unternehmen in Großbritannien jedoch immer noch vorzuherrschen. Während die britische Regierung in den vergangenen Monaten diverse Vorkehrungen getroffen hat, um die größten Engpässe im Wirtschaftsablauf im Falle eines „No deal“-Brexits zu vermeiden – vereinzelte Handelsabkommen, beispielsweise, oder Übergangsregelungen für den Flugverkehr und für Expeditionen – scheinen die Notmaßnahmen vieler Briten bislang völlig unzureichend zu sein, wie die Regierung selbst beklagt. Damit drohen abrupte Bremseffekte im Falle eines „No deal“-Brexits erst recht heftig auszufallen.

**Einseitiger Verzicht auf Zölle und Grenzkontrollen könnte Teuerungsschub begrenzen**

**Kurzfristig wird London wohl gar nichts anderes übrigbleiben – längerfristig überwiegen die Nachteile**

**Wenn die BoE die Finanzstabilität mit einer geldpolitischen Straffung stützen muss, wären die konjunkturellen Auswirkungen heftiger**

**Es wäre fatal, den „No deal“-Brexit für ausgeschlossen oder harmlos zu halten**

**Viele Briten sind auf diesen Ernstfall aber nicht vorbereitet**

<sup>1</sup> G. Felbermayr: „Brexit: Eine „Hard-but-Smart“-Strategie und ihre Folgen“, in: ifo Schnelldienst 4/2019 vom 21. Februar 2019

## 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](http://www.dzbank.de)

**E-Mail:** [mail@dzbank.de](mailto:mail@dzbank.de)

**Vertreten durch den Vorstand:** Uwe Fröhlich (Co-Vorstandsvorsitzender), Dr. Cornelius Riese (Co-Vorstandsvorsitzender), Uwe Berghaus, Dr.Christian Brauckmann, Ulrike Brouzi, Wolfgang Köhler, Michael Speth, Thomas Ullrich

**Aufsichtsratsvorsitzender:** Henning Deneke-Jöhrens

**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](http://www.bvr-institutssicherung.de)

[www.bvr.de/SE](http://www.bvr.de/SE)

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

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2019 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](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben).

### 2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

– **Europäische Zentralbank** - [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.

– **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht** - [www.bafin.de](http://www.bafin.de)

Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60439 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**.

**4.3** Auch aus Gründen der Einhaltung aufsichtsrechtlicher Pflichten können im Einzelfall Aktualisierungen Sonstiger Research-Informationen **vorübergehend** und **unangekündigt unterbleiben**.

**4.4** 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](http://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 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, 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.  
Finanzanalysen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.  
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 weitergegeben, 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 Kurserwartungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte angegeben 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 Umsatzziele, 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 Wertpapiererbedienstleistungen.  
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.**