

# Zur Weltkonjunktur – 11/17



Der monatliche Kurzbericht zum Brexit und der Lage der Weltwirtschaft  
aus dem Hause J.S. Research KG

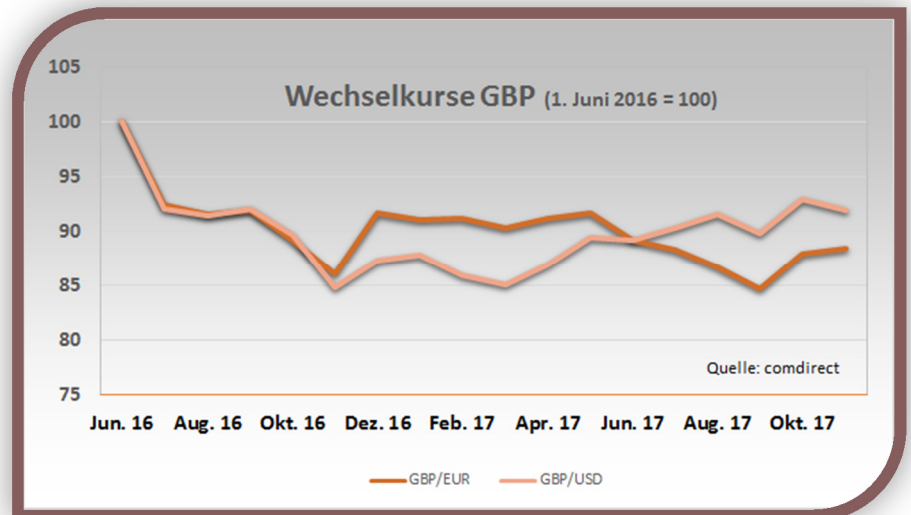
Autor: Jakob Steffen  
[steffen@j-s-research.org](mailto:steffen@j-s-research.org)

## Kein Fortschritt in Brüssel und Chaos in Westminster – der Brexit am Scheideweg

Und es kam der entscheidende Gipfel – und die EU beschied Britannien, dass für eine Erweiterung der Brexit-Verhandlungen auf die Themen Übergang und Handel bislang kein ausreichender Fortschritt erzielt worden sei. Theresa May hatte gehofft, dass ihre Florenz-Rede genügend Konzessionen gemacht habe, um die Verhandlungen auf die nächste Ebene zu heben. Doch speziell Deutschland und Frankreich stellten unverblümt klar, dass Großbritanniens Angebot nicht mehr als ein Eröffnungsgebot sein könne. Und obwohl Angela Merkel am Ende der britischen Premier-

ministerin noch einen Rettungsring zuwarf, indem sie nahezu versprach, die Gespräche zumindest im Dezember in die nächste Phase starten lassen zu können, sind die Prioritäten der deutschen Bundeskanzlerin doch vermutlich die größte Fehleinschätzung, der die britische Regierung bislang aufgesessen ist. Angela Merkel hat nie einen Zweifel an ihrer emotionalen Bindung an den europäischen Einigungsgedanken gelassen;

indem sie sich buchstäblich bis zur letzten Minute daran geklammert hatten, dass die deutsche Kanzlerin am Ende doch noch ‚rumkommen‘ würde, um deutsche Geschäftsinteressen im Vereinigten Königreich zu schützen, sind Theresa May und ihr Team in eine selbstgestellte Falle gelaufen. Natürlich hat Angela Merkel keinerlei Interesse an einem „no-deal“ Brexit; doch es ist die britische Seite des Verhandlungstischs, die nun Kurs auf dieses schlechteste aller Brexit-Szenarios genommen zu haben scheint, sollten keine Anstrengungen zu dessen Verhinderung unternommen werden. Es steht symptomatisch für die mentale Blockade auf beiden Seiten dass die EU27 Britannien unterstellt, insgeheim ein no-deal Szenario billigend in Kauf zu nehmen, während sich das Vereinigte Königreich geradezu in diese Richtung genötigt fühlt. Sogar der führende Befürworter eines weichen Brexits, Schatzkanzler Philip Hammond verfiel in die unglückliche Bezeichnung der EU als „Feind“ – ein Freud’scher Versprecher, für den er sich zu entschuldigen beeilte. Aufgrund der Dynamiken in der britischen Parteienpolitik haben wir stets seit den verunfallten Neuwahlen vom Juni prognostiziert, dass ein no-deal Brexit nunmehr zum Basisszenario geworden ist, das es aktiv zu verhindern gilt. Nachdem die Premierministerin mittlerweile von der Notwendigkeit einer zweijährigen Übergangsphase überzeugt ist, fürchten die Brexiteers nun um ihr Projekt: Die EU hat klargestellt, dass es sich bei einer etwaigen Übergangsphase jedenfalls nur um die einfache Verlängerung des status quo handeln könne – ohne Stimmrecht für Großbritannien, natürlich. Doch mittels der Verlängerung dieser Übergangsphase Jahr um Jahr könnte der Brexit dann praktisch außer Kraft gesetzt werden. So haben sich die Brexiteers nun, wie von uns antizipiert, in Harnisch geworfen und die Premierministerin aufgerufen, die Verhandlungen in Brüssel abzubrechen. In der Zwischenzeit verfolgt Labour den gewieften Plan, die „Remainer“ im Unterhaus bei einer Handvoll von Änderungsanträgen gezielt zu unterstützen, die die harten Kanten der Great Repeal Bill der Regierung (s. Ausgabe 09/17 dieses Berichts) abschleifen sollen. Sollte eine substantielle Zahl dieser Änderungsanträge gegen die Regierung verabschiedet werden, sind die Tage von Theresa May in Number 10 gezählt – und Jeremy Corbyn wird die Downing Street an der Spitze einer weiteren Minderheitsregierung betreten, bevor es dann höchstwahrscheinlich eine weitere Neuwahl im Lauf von 2018 geben wird.



## Die neue vier-Parteien-Regierung in den Niederlanden: Wird sie von Dauer sein? – US-Konzerne verzerren Anleihemarkt mit ungewöhnlichen Käufen – Interessen von US-Bundesstaaten und Donald Trump kollidieren über NAFTA

Am Ende ist nach monatelangen Verhandlungen zur Bildung einer **neuen niederländischen Regierung** doch noch eine Vereinbarung zu Stande gekommen – doch zu Bedingungen, die mindestens ebenso zweifelhaft sind, wie sie eine Minderheitsregierung mit sich gebracht hätte. Wiewohl unsere Prognose der letzteren damit widerlegt worden ist, geschah dies doch auf der Grundlage der knappsten aller Mehrheiten: Die Koalition aus Ministerpräsident Mark Ruttes VVD, der D66, dem CDA und der Christen Unie kontrolliert genau 76 der 150 Sitze in der Tweede Kamer. Ihre Intentionen sind bemerkenswert wirtschaftsfreundlich: Die neue Regierung beabsichtigt beispielsweise die Senkung der Unternehmenssteuern auf Kosten drastischer Kürzungen im Gesundheitswesen. Doch es ist das politische Minenfeld der Einwanderungspolitik, die im Besonderen den Bestand dieser prekären Allianz bedroht. Historisch hat die Christen Unie stets den äußerst liberalen Ansatz von GroenLinks geteilt, eine Ansammlung von Umweltaktivisten, Sozialisten und sogar Kommunisten; doch wurde die kleine calvinistische Partei von ihren neuen Koalitionspartnern auf einen eher diffusen Kompromiss zum Thema Migration eingeschworen. Die Antwort der Opposition ließ nicht lange auf sich warten: Jesse Klaver, der junge Shooting-Star-Vorsitzende von GroenLinks, der eine Regierungsbeteiligung zuvor abgelehnt hatte, nannte die Koalitionsvereinbarung „nicht rechts, sondern ultra-rechts“. Sollte im Rahmen einer denkbar merkwürdigen Kombination seine Partei nun im Wechsel mit Geert Wilders' Freiheitspartei die Regierung im Parlament von zwei entgegengesetzten Seiten unter Feuer nehmen, wird dies Risse im Panzer der Koalition hinterlassen und deren hauchdünne Ein-Sitz-Mehrheit gefährden. Die vielsagendste Bewertung der neuen Regierung allerdings kam von ihren Parteivorsitzenden selbst: Mit Ausnahme von Rutte haben die Herren Buma, Pechtold und Segers für CDA, D66 bzw. Christen Unie bekanntgegeben, dass sie nicht in das Kabinett eintreten, sondern ihren jeweiligen Fraktionsvorsitz beibehalten wollten – das ist nichts Anderes als das Regieren mit einem Bein im nächsten Wahlkampf. Zusammengenommen ist dies alles lediglich erneuter Ausdruck eines grundlegenden, besorgniserregenden Wandels in der niederländischen Politik: Die für das Land typische Zersplitterung der Parteienlandschaft hat sich in den letzten Jahren noch zusätzlich verstärkt, während größere, moderate Parteien, die die Führung pragmatischer Regierungen übernehmen könnten, nahezu verschwunden sind. Zweifellos sind die Niederlande in eine Ära politischer Instabilität eingetreten; ein Prozess, der bereits rund um den Jahrtausendwechsel durch den Zusammenbruch des vormaligen kompromissbetonten – wie sich gezeigt hat, zugleich mitunter aber auch erstickenden – „Polder-Modells“ ausgelöst worden ist. Das ist auch der Grund, warum wir angesichts unserer falsifizierten Prognose einer Minderheitsregierung gleichwohl an der Prognose von Neuwahlen während der zweiten Hälfte des kommenden Jahres oder im Verlauf von 2019 festhalten: Die niederländische Politik muss ihren neuen Ruhepunkt relativer Stabilität erst noch finden.

Die Weltfinanzmärkte werden von Jahr zu Jahr obskurer: Die Financial Times hat enthüllt, dass die **30 größten US-Konzerne rd. 400 Mrd. \$ an Unternehmensanleihen** auf dem US-Markt aufgekauft haben; das entspricht etwa 5% des Gesamtvolumens. Und dies, wohlgemerkt, lediglich zusätzlich zu ihrem gleichfalls großen Bestand an Staatsanleihen. In der Konsequenz verhalten sich die Financer dieser Konzerne zunehmend wie die großen Vermögensverwalter und Investmentfonds, die ihre Rendite in einem Umfeld niedriger Volatilität und ebenso niedriger Zinsen zu optimieren versuchen – und dies ist exakt, wo das neue, zusätzliche Risiko aus diesem ungewöhnlichen Verhalten entsteht. Denn im Gegensatz zu den traditionell verstreuten und vergleichsweise eher kleinen Nicht-Banken-Anleihekäufern werden die neuen, riesigen Gläubiger à la Microsoft, Alphabet & Co. zum Ausgang stürmen müssen, sobald die Zinsen unvermeidlich (weiter) steigen und damit die

Anleihekurse fallen werden. Doch der Anleihemarkt, mit Ausnahme des gut geölten für US-Staatsanleihen, ist stets nicht mal annähernd so liquide wie die Märkte für Aktien, geschweige denn Devisen gewesen. Zudem sind gerade die Märkte für Unternehmensanleihen infolge von Regulierungen nach der Finanzkrise von 2008, die die Marktmacheraktivitäten von Investmentbanken stark beschnitten haben, noch zusätzlich ausgetrocknet. Mit anderen Worten: Ein Markt, der besonders unfähig ist, größere Batzen an Angebot auf einmal zu verarbeiten, wird schon bald genau dazu genötigt werden, sobald die Verkaufswelle der Konzerne einsetzt – Und man benötigt keinen Abschluss in Wirtschaftswissenschaften, um die Folgen für die Anleihekurse zu antizipieren. Ein Crash auf den Anleihemärkten würde natürlich explodierende Renditen und damit Zinsen nach sich ziehen, was wiederum den Todesstoß für all jene Zombie-Unternehmen bedeutete, die seit der Finanzkrise durch die ultra-laxe Geldpolitik künstlich am Leben gehalten worden sind. Zugleich werden all jene passiven Investoren, die angenommen hatten, ihre Anleihe-ETFs jederzeit zu Marktpreisen verkaufen zu können, ein böses Erwachen erleben; denn die Emittenten dieser ETFs werden ebenso Mühe haben wie alle anderen Verkäufer auch, auf dem dann verstopften Markt ihre Anleihen loszuschlagen. Es ist diese Kombination von Konzernen, die zu Vermögensverwaltern mutiert sind, und einer ETF-Manie, die längst außer Kontrolle geraten ist, die eine komplett neue Bedrohung erzeugt hat: Die nächste Finanzkrise wird von den Anleihemärkten ausgehen, sowie die relevanten Zentralbanken auch nur einmal von den Erwartungen der Märkte in Bezug auf die Reduzierung der monetären Expansion zu stark abweichen.

Es war einer der Eckpfeiler von Donald Trumps Wahlkampagne: sein Versprechen, den angeblich für die US-Volkswirtschaft und insbesondere ihre Arbeitsplätze schädlichen Freihandel zu beenden. Insbesondere erklärte der Präsidentschaftskandidat, das nordamerikanische

**Freihandelsabkommen NAFTA** im Detail zu prüfen, neu zu verhandeln und – sollte es dazu kommen – ggf. sogar einseitig die USA aus dem Abkommen herauszulösen. Tatsächlich schien dies eines der Versprechen zu sein, dass der 45. Präsident relativ schnell würde in die Tat umsetzen können, denn obwohl nur der Kongress neue Handelsabkommen schließen kann, steht es der Exekutive frei, bestehende Abkommen aufzukündigen, wie der Präzedenzfall Andrew Johnsons in den 1860er Jahren zeigt. Oder doch nicht? Rechtsexperten, Akademiker und Mitglieder beider Kammern des Kongresses befassen sich zunehmend mit der Frage, ob der Präsident tatsächlich einseitig bestehende Handelsverträge aufkündigen kann, und falls ja, mit welcher genauen Wirkung. Denn mittlerweile erscheint es ganz so, als ob Donald Trump sowohl pragmatisch als auch rechtlich in eine selbstgestellte Falle liefe. Erstens bedeutet die Möglichkeit, dass der Präsident die USA aus NAFTA herauslöst nicht, dass der Kongress Habachtstellung annimmt und applaudiert – ganz im Gegenteil. Nach Berichten formiert sich eine lautstarke pro-Freihandel Gruppe – vor allem unter den Republikanern – im Kongress, die ihre Optionen abwägt, dem Präsidenten Fesseln anzulegen. Denn Donald Trumps Paradeprojekt im ersten Jahr seiner Amtszeit, für das er definitiv die Mitwirkung des Kongresses benötigt, ist seine Steuerreform; die Stimmen dafür jedoch könnten in der Schwebe hängen, falls pro-Freihandel (und zumeist überdies fiskalkonservative) Kongressmitglieder aus handelsabhängigen Staaten im Mittelwesten und Süden dem Präsidenten in einem quid-pro-quo die Unterstützung verweigerten: Einer der prononcierten Effekte von NAFTA – abgesehen von einem drastischen Anstieg der US-Agrarexporte – war die bedeutende Verbilligung von Zwischenprodukten und Halbwaren, und zwar so bedeutend, dass eine Reihe von Bundesstaaten deutlich mehr als die Hälfte dieser Erzeugnisse aus Kanada und/oder Mexiko importieren (s. Tabelle). Und zweitens wird immer mehr deutlich, dass obwohl der Präsident theoretisch NAFTA

#### Import von Zwischenprodukten nach Bundesstaat, 2015









State	Share of imports from NAFTA
Montana	92,6%
Wyoming	85,2%
Vermont	82,7%
North Dakota	75,5%
South Dakota	70,9%
Maine	70,1%
Oklahoma	63,3%
Michigan	60,9%
Minnesota	60,6%
Utah	52,9%

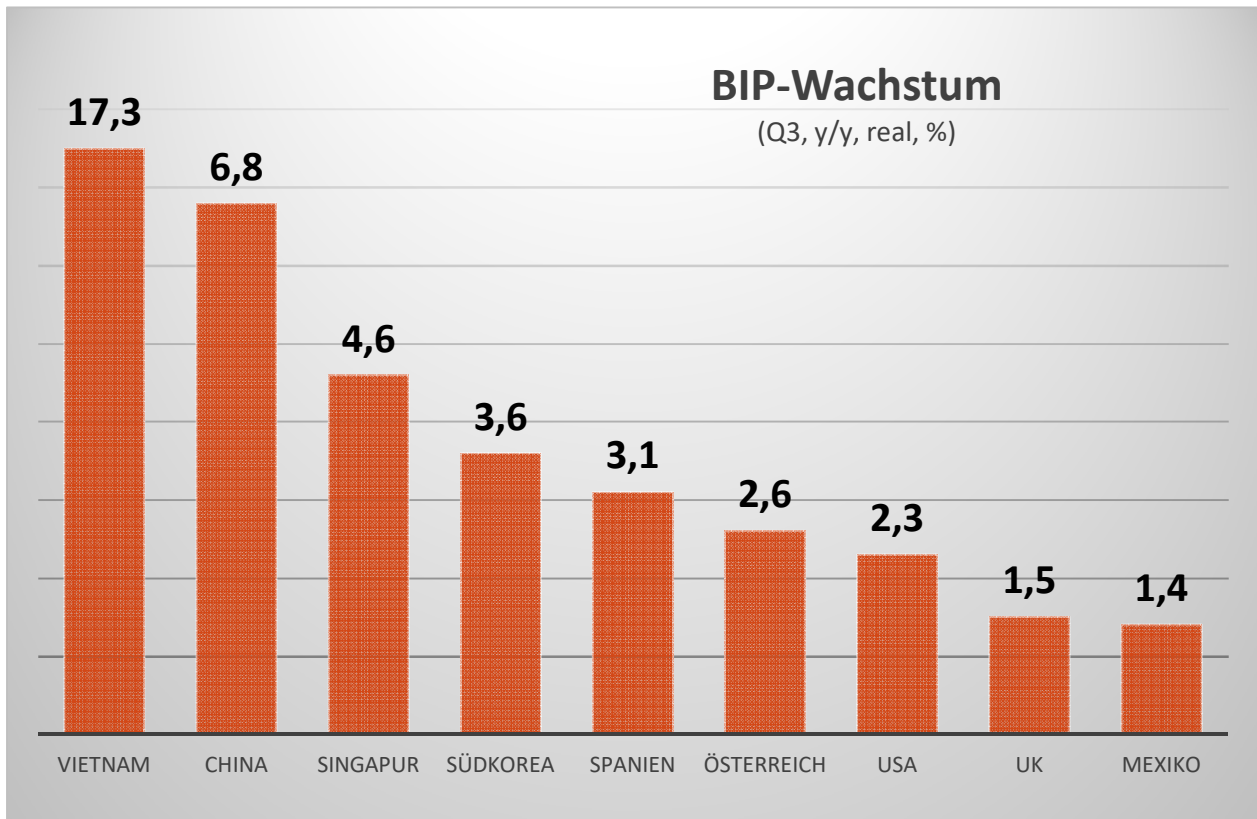
Quelle: Brookings Institution

aufkündigen könnte, der Kongress trotzdem über die praktischen Auswirkungen in Bezug auf Zölle und andere Handelsbeschränkungen zu entscheiden hätte; Capitol Hill könnte so die Intentionen des Präsidenten unterlaufen und seine Entscheidung als leere Hülle enden lassen. Der Punkt ist: Wie wir bereits wiederholt kommentiert haben, hat der Präsident die Kunst der konsequente Anfeindung seiner eigenen ParteikollegInnen zur Meisterschaft entwickelt. Sollte er über die Köpfe des Kongresses hinweg die USA aus NAFTA herauslösen, könnte dies genau der Tropfen sein, der das Fass zum Überlaufen brächte. Wir prognostizieren daher keine regelrechte Aufkündigung von NAFTA, sondern eine beiderseitig gesichtswahrende Neuverhandlung – anderenfalls fände sich ein zunehmend isolierter Präsident vollends in der Wildnis wieder.

## Statistisches Bulletin – Daten & Zahlen

--- Das **Geschäftsklima** in Kanada hat seinen jüngsten, fröhlichen Aufschwung fortgesetzt. Tatsächlich tendiert der Indikator nun seit seinem Sturz Anfang 2016 kontinuierlich aufwärts. Das ganze Gegenteil in Neuseeland: Dort hat die Regierungsbildung der bei den jüngsten Wahlen eigentlich unterlegenen Labour-Partei in einer Koalition mit der populistischen New Zealand First das Geschäftsklima empfindlich getroffen. --- Die **Produktion des Verarbeitenden Gewerbes** in China hat ihr kräftiges Wachstum ohne geringste Ermüdungserscheinungen fortgesetzt, wenn mittlerweile auch auf anhaltend einstelligem Prozentniveau. In Portugal konsolidierte die Rate nach ihrem zuletzt scharfen Anstieg auf immer noch solide 2,4%. --- Die **Inflation** in Thailand hat sich in den vergangenen Monaten kaum bewegt, schwankte um die Nulllinie. Immerhin dürfte das Verharren des Landes in einem milden Deflationsumfeld angesichts global wieder steigender Preisniveaus nun Geschichte sein. In Äthiopien jedoch droht die Inflation außer Kontrolle zu geraten: Ihr jüngster Anstieg auf eine zweistellige Rate ist nun schon die fünfte Beschleunigung des Preisaufriffs in Folge. --- Indiens **Importe** sind weiter mit schäumenden, zweistelligen Raten (in US-Dollar gerechnet) gewachsen und haben dabei über die letzten Monate noch an Dynamik zugelegt. Down Under scheinen die Importe von ihrer grundsoliden, kontinuierlichen Wachstumsrate stets seit der Finanzkrise niemals abzuweichen, und laufen, und laufen, und laufen. ---

Geschäftsklima (Okt., Pkt.)	Prod. Verarb. Gewerbe (Sep., y/y, real)	Inflation (Okt., y/y)	Importe (Sep., y/y, USD)
<ul style="list-style-type: none"> <li>•Kanada: 63,8 </li> <li>•Neuseeland: -10,1 </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•China (nom.): +8,1% </li> <li>•Portugal: +2,4% </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Thailand: 0,9% </li> <li>•Äthiopien: 12,2% </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Indien: +18,1% </li> <li>•Australien: +3,3% </li> </ul>



Quelle: Trading Economics, bloomberg, comdirect, eigene Berechnungen

#### Disclaimer

Für die Richtigkeit der in dieser Publikation gemachten statistischen Angaben kann keine Gewähr übernommen werden. Die J.S. Research KG haftet darüber hinaus nicht für Handlungen, die auf der Grundlage der hier angebotenen Informationen vorgenommen werden. Dies erfasst insbesondere eine Haftung für entgangenen Gewinn, mittelbare Schäden, Folgeschäden, sonstige entgangene finanzielle Vorteile oder andere finanzielle Einbußen oder Vermögensschäden.

#### Urheberrecht

Diese Publikation und alle ihre Teile unterliegen dem deutschen Urheberrecht. Die Vervielfältigung, Bearbeitung, Verbreitung und jede Art der Verwertung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes bedürfen der schriftlichen Zustimmung der J.S. Research KG. Soweit Inhalte in dieser Publikation nicht von der J.S. Research KG erstellt werden, werden die Urheberrechte Dritter beachtet; insbesondere werden Inhalte Dritter als solche gekennzeichnet. Sollten Sie trotzdem auf eine Urheberrechtsverletzung aufmerksam werden, bitten wir um einen entsprechenden Hinweis. Bei Bekanntwerden von Rechtsverletzungen werden wir uns umgehend um Abstimmung mit dem Rechteinhaber bemühen.

Impressum:  
J.S. Research KG  
Vertreten durch den Geschäftsführer Jakob Steffen  
Dohlenweg 10, 42115 Wuppertal  
Tel. 0202-27258653  
office@j-s-research.org