

**Mexiko steuert  
auf volatile Zeiten  
zu**

**Unternehmens-  
finanzierung wird  
2019 schwieriger**

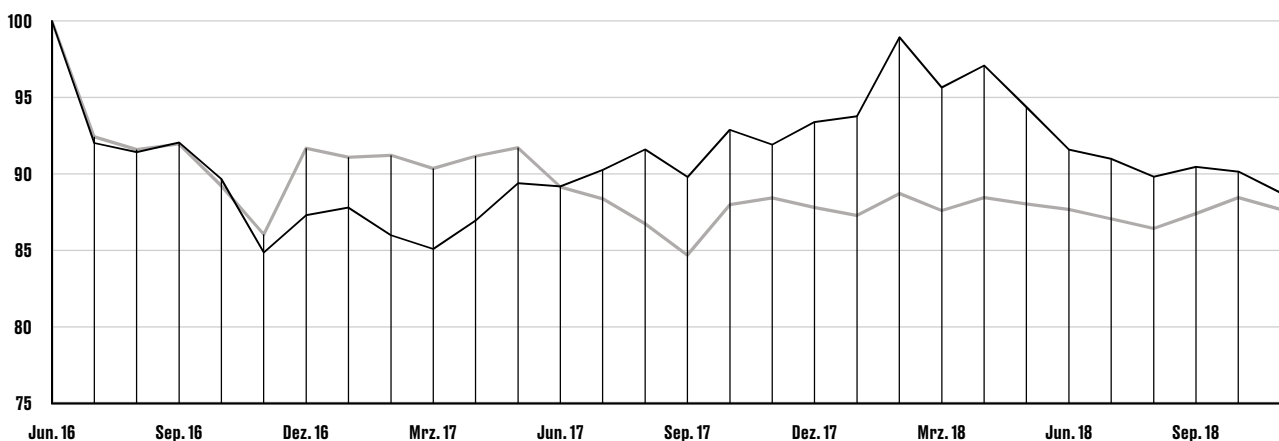
## Risiko eines no-deal Brexit durch Ver- schiebung der Unter- hausabstimmung noch gesteigert

Und so ist es sogar noch chaotischer geworden als von uns antizipiert, ganz im Gegensatz zu so vielen Kommentatoren, die noch bis vor Kurzem fest damit rechneten, dass Theresa Mays Brexit-Deal durch das Unterhaus gehen werde, schlicht wegen des Mangels an Alternativen. Stattdessen hat die Premierministerin die Abstimmung auf den letzten Drücker abgesetzt, weil ihre Niederlage absolut sicher war, und musste sich einer Kampfabstimmung um den Parteivorsitz und damit Ihr Amt erwehren. Wie um Himmels Willen geht es also nun weiter? Und was werden die Konsequenzen sein? In der letzten Sonderausgabe dieses monatlichen Infobriefs haben wir Ihnen eine detaillierte Analyse des wahrscheinlichsten, weiteren Entwicklungspfad gegeben, der bereits das nach wie vor enorme Risiko eines no-deal Brexits herausgestrichen wie auch die nach wie vor winzige Wahrscheinlichkeit eines zweiten Referendums. Moment mal, winzig? Ja. Trotz der turbulenten Ereignisse im Unterhaus zwischen diesem und letztem Dienstag bleiben wir bei unserer Analyse dass ein zweites Referendum, wiewohl etwas wahrscheinlicher

als zuvor, nach wie vor das Außenseiter-Szenario bleibt. Zugestanden, Labour bewegt sich immer näher an ein solches Referendum, nachdem der Schattenkanzler es als „unausweichlich“ beschrieben hat für den Fall, dass es nicht möglich sein sollte Neuwahlen zu erzwingen. Dieser letzte Punkt allerdings ist just der erste Grund, warum wir die Aussicht auf ein zweites Referendum so stark anzweifeln: Die letzten fünf Tage im Unterhaus haben gezeigt, wie stark die Konservativen mittlerweile ihre nordirischen Verbündeten, die DUP verärgert haben, die eine faktische Minderheitsregierung am Leben erhält. Ihre Abgeordneten jedoch zählten zu jenen, die besonders wütend auf die Premierministerin wegen der verschobenen Abstimmung waren, und ihr Anführer im Unterhaus, Nigel Dodds sagte sogar, dass seine Partei Neuwahlen begrüßen würde. Mit anderen Worten: Es ist zunehmend wahrscheinlich, dass die Regierung ein Misstrauensvotum, das wir nun jede Woche erwarten, verlieren wird (obwohl Dodds sich beeilte zu erklären, dass die DUP ihren Pakt nicht mit Theresa May oder der Regierung, sondern mit der Konservativen Partei geschlossen habe). Dies würde den Weg für Neuwahlen freimachen, da jede Partei mit Ausnahme der Konservativen (und hier noch

■ GBP/USD ■ GBP/EUR

Wechselkurse GBP [1.6.2016 = 100]



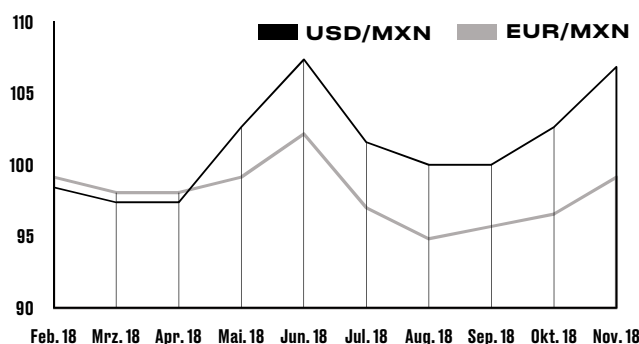
nicht mal aller ihrer Abgeordneten) wohl dafür stimmen dürfte. Mit anderen Worten: Sogar nach der überstandenen Kampf-abstimmung innerhalb ihrer eigenen Partei ist die Premierministerin noch nicht auf der sicheren Seite. Ein neuer Premierminister jedoch könnte angesichts der schieren Zeitnot dann nichts anderes tun, als einen Antrag auf Verlängerung der Frist nach Art. 50 zu stellen. Das wiederum bringt uns zurück auf den Entwicklungspfad, den wir in der November-Sonderausgabe beschrieben haben, und damit zum zweiten Grund unserer Skepsis in Bezug auf ein zweites Referendum: Nur nach Neuwahlen und (!) einem parteiüber-greifenden Antrag auf Fristverlängerung nach Art. 50 der EU-Verträge in Brüssel (in umgekehrter chronologischer Reihenfolge) ist ein solches Referendum überhaupt denkbar. Was sind jedenfalls die ökonomischen Konsequenzen, die vor diesem Hintergrund erwartet werden müssen? Zuallererst kann gesichert festgehalten werden, dass sich die Unsicherheit noch weit bis nach 2019 hinein verlängern wird, womöglich sogar bis in den Spätsommer. Sollte das Parlament tatsächlich für einen Antrag auf Fristverlängerung nach Art. 50 stimmen, dem dann seitens der EU statt-gegeben wird, und sollte nach erfolgten Neuwahlen die neue Regierung tatsächlich versuchen, den Brexit-Deal vor einem evtl. zweiten Referendum noch mal neu zu verhandeln, wird Klarheit frühestens dann bestehen, wenn die Blätter im nächsten Jahr schon wieder fallen. Die zentrale Bedeutung einer Fristverlängerung nach Art. 50 tritt damit wieder in den Vordergrund, wie schon in der Sonderausgabe ausgearbeitet: Ohne sie – oder eine einseitige, vorübergehende Rücknahme von Art. 50 durch das Vereinigte Königreich, wie das just vom Europäischen Gerichtshof als eine weitere mögliche Option bestätigt worden ist – ist alles andere nur noch von akademischem Belang. Das Parlament kann einen no-deal Brexit nicht im Alleingang stoppen, schlicht weil das eine juristische Gewissheit ist, solange das Vereinigte Königreich und die EU sich bis zum 29. März 2019 nicht aktiv auf etwas anderes verständigen. Und mit der Vertagung der entscheidenden Abstimmung im Unterhaus auf den Januar wird die Zeit immer knapper. Nun gäbe es ja noch den oft erwähnten „Plan B“ einer Lösung im Stile Norwegens, um die Blockade im Unterhaus zu brechen, und sie wäre zweifellos die wirtschaftsfreundlichste. Wie sind also ihre Chancen? Schlecht, befürchten wir. Das liegt

schlicht daran, dass zwar eine Mehrheit der Abgeordneten einen no-deal Brexit verhindern wollen, allzu viele von ihnen jedoch aus Wahlkreisen stammen, die mit großen Mehrheiten jedenfalls für einen Brexit gestimmt haben, der mindestens die Niederlassungsfreiheit für EU-Bürger verhindert. Jede Option à la Norwegen würde jedoch nicht nur gegen dieses Mandat krass verstoßen, sondern obendrein auch noch die Fortsetzung britischer Zahlungen in den EU-Haushalt erforderlich machen. Die Blockade im Parlament ist deshalb absolut festgefahren; und nur Neuwahlen können sie jetzt noch rechtzeitig auflösen.

### **Ausgestopp-ter Flughafen erzählt die Geschichte wachsender politischer Unsicherheit in Mexiko**

Es war ein weiterer politischer Aufreger in den zurückliegenden, turbulenten Jahren: In seinem dritten Anlauf wurde der selbst-stilisierte Volkstribun der mexikanischen Linken, Andrés Manuel López Obrador am 1. Juli dieses Jahres mit einem Erdrutschsieg zum Präsidenten des Landes gewählt. Zweifellos ist „AMLO“ kein zweiter Hugo Chávez, noch ist er ein unversöhnlicher Gegner Amerikas. Als Bürgermeister von Mexico City (2000-2005), eine der Megacities Latein-amerikas, pflegte er einen guten Umgang mit Wirtschaft und Investoren, baute Straßen und führte insgesamt eine relativ effiziente Regierung. Und in seiner jüngsten Präsidentschaftskampagne gab er schließlich auch seine langjährige Opposition gegen die Öffnung des heimischen Ölsektors aus 2014 auf. Dennoch ist der vormalige Bürgermeister, der es nach zwölf Jahren Dauerwahlkampf endlich in den Präsidentenpalast geschafft hat darauf erpicht,

**Wechselkurs Mexikanischer Peso**  
(Monatsdurchschnitte, Jan 2018 = 100)



Quelle: comdirect

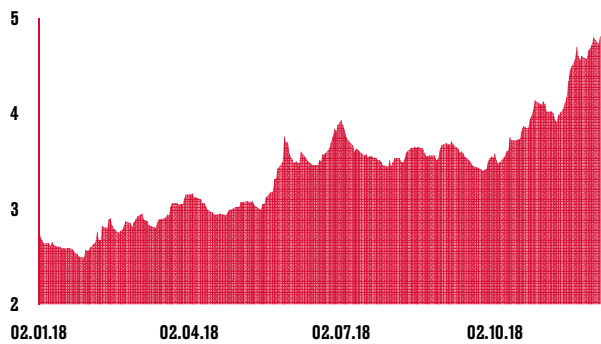
seine linksinterventionistische Agenda nun auch durchzusetzen. Seine Neigung, die Gewaltentrennung und den Rechtsstaat zu verhöhnern zählt zu seinen beunruhigenden Charakterzügen, und seine offene Verachtung für staatliche Institutionen droht seine Absicht, die Korruption „eliminieren“ zu wollen, zu untergraben: Obrador hat angekündigt, größtenteils via Volksbefragungen regieren zu wollen, vorbei an den Verfassungsorganen also. Da hilft es, dass seine Partei Morena, sein eigenes Geschöpf ganz so wie En Marche es von Emmanuel Macron ist, die Mehrheit in beiden Kammern des Kongresses gewonnen hat. Das erste dieser Referenden ist bereits abgehalten worden, und hat prompt die Befürchtungen der Investoren mit Blick auf diesen interventionistischen Präsidenten bestätigt: In einer Abstimmung, an der sich gerade einmal ein Prozent der Wahlbevölkerung beteiligte, wurde der bereits zu einem Drittel fertiggestellte neue Flughafen für Mexico City abgelehnt, und AMLO verkündete prompt die Einstellung des Projekts. Das verspricht einige Schwierigkeiten bei der Finanzierung seiner eigenen Infrastrukturprojekte mit sich zu bringen, da die Investoren eine Wiederholung der Geschichte fürchten und der Peso folglich bereits stark unter Druck geraten ist (s. Abbildung). Unter diesen Projekten sind zum Beispiel zwei Raffinerien (mittlerweile auf eine runtergedampft), um den Anteil des Landes an der Wertschöpfungskette von Rohöl zu erhöhen. Sowohl die Raffinerie als auch die meisten der übrigen Infrastrukturprojekte werden allerdings ebenfalls in Referenden zur Abstimmung gestellt werden. Noch weniger vielversprechend sind dirigistische Programme wie jenes zur „food self-sufficiency“, das darauf abzielt, Preisgarantien für die Erzeugnisse von Bauern im überwiegend ländlichen (und daher relativ ärmeren) Süden des Landes einzuführen. Vielleicht einer der wichtigsten Aspekte von Obradors Amtszeit allerdings wird seine Pflege (oder aber Zerstörung) der Beziehungen zu Präsident Trump und damit den Vereinigten Staaten sein, Mexikos bei weitem wichtigster Handelspartner. Wie bereits erwähnt, zählt AMLO nicht zu den „Yankee-Bashern“, sondern kann eher als ein nach innen gerichteter Populist charakterisiert werden, der sehr stark von seiner innenpolitischen Agenda angetrieben wird. Das sollte das Dynamit aus einer Beziehung zweier Alpha-Tiere nehmen, die ansonsten nahezu mit Sicherheit zu einigem Feuerwerk führen

würde; tatsächlich hat Obrador auch bereits seine Bereitschaft bekundet, mit dem US-Präsidenten klar kommen zu wollen. Und so sehr der Deal auch als ein Nötigung der amerikanischen Handelspartner in eine einseitige Revision von NAFTA kritisiert worden ist, so sehr hat der USMCA-Vertrag doch die verlässliche neue Grundlage für den Handel zwischen den USA und Mexiko bereits gelegt (vorausgesetzt, er wird von den Parlamenten auf beiden Seiten des Rio Grande ratifiziert). Die Investoren allerdings bleiben erst noch zu überzeugen: Zu tief sitzt der Schock über den willkürliche Abbruch des Flughafenprojekts, der durch ein Scheinreferendum ‚legitimiert‘ wurde; ein Schema, dessen Wiederholung in den kommenden Jahren Viele befürchten. Die politische Unsicherheit für mexikanische sowohl als auch internationale Unternehmen legt somit stark zu, sogar falls Obrador in wenigen Tagen einen soliden Budgetentwurf vorlegen und sein Versprechen einhalten sollte, die Lizenzen ausländischer Ölkonzerne nicht anzutasten. Beobachten Sie dieses Experiment des Regierens per Volksabstimmung genau, denn Mexiko muss die starken Institutionen erst noch hervorbringen, die es bräuchte, um im Bedarfsfall einzuschreiten.

### **Unternehmenskredite in Europa werden sich trotz niedriger Leitzinsen erheblich verteuern**

Nachdem die Finanzmärkte weltweit seit dem „Roten Oktober“ stark ins Rutschen geraten sind, trifft es ein spezifisches Segment mit weitreichenden Auswirkungen jenseits der Märkte ebenfalls stark: Unternehmensanleihen und hier besonders der zugehörige Markt in der Eurozone. Sogar bereits vor dem Ausverkauf an den Börsen in den zurück-liegenden Wochen sind die Spreads von Unternehmensanleihen auch im nahezu sicheren „Investment grade“-Segment stark angestiegen, und haben diesen Anstieg jüngst noch beschleunigt. Mit anderen Worten: Sogar Großkonzerne müssen Investoren immer mehr Zinsen bieten, um ihre Anleihen noch andienen zu können, ganz zu schweigen von kleineren Unternehmen unterhalb des Investment grade-Segments (s. Chart), und das obwohl die EZB noch weit davon entfernt ist, die Zinsen zu erhöhen. Ein Teil der Erklärung ist das späte Stadium des Kreditzyklus: Mit dem Beginn einer restriktiveren Geldpolitik durch die Fed und

**Euro-Unternehmensanleihen High Yield-Spread**



Quelle: BofAML Euro High Yield Index (option adjusted), bloomberg

nach einer enormen Welle von Unternehmensanleihen, die in Zeiten ultraniedriger Renditen platziert wurden, haben die Kreditmärkte ihren Höhepunkt überschritten. In den USA wird die Fed aller Wahrscheinlichkeit nach damit fortfahren den Leitzins zu erhöhen, wenn auch mit vermindertem Tempo (s. den zugehörigen Beitrag im „Konjunkturticker“ auf unserer Webseite). In der Eurozone dagegen sind es nicht so sehr steigende Leitzinsen, die noch immer in weiter Ferne liegen, als vielmehr das dräuende Ende der Anleihekäufe durch die EZB. Besonders relevant für das Segment der Unternehmensanleihen ist dabei die Beendigung des diesbezüglichen Programms der Zentralbank, das sogenannte Corporate Sector Purchase Programme (CSPP). Im Rahmen des CSPP hat die EZB seit 2016 rd. 175 Mrd. Euro an Investment grade-Papieren gekauft; insgesamt hält die Notenbank damit ungefähr ein Fünftel des Gesamtbestands an Unternehmensanleihen in der Eurozone. Mit dem Jahreswechsel werden nun zunächst nur noch auslaufende Anleihen ersetzt, und das Programm dann schließlich gänzlich auslaufen. Damit wird zu einem kritischen Zeitpunkt, an dem die Nachfrage nach Unternehmensanleihen ohnehin gedämpft ausfällt, einer der zuverlässigsten Käufer den Markt verlassen: Nachdem die EZB meist die unkritischste Bieterin bei Neuemissionen gewesen ist, werden die Fremdfinanzierungskosten für Unternehmensemittenten nächstes Jahr deutlich in die Höhe gehen – und wir sprechen von mündelsicheren Emittenten. Der Ausblick für den übrigen Markt ist folglich sogar noch schlechter. Diese Entwicklung wird sich unweigerlich in die Finanzierungskosten von Unternehmen aller Größen fortpflanzen, wenn die Banken damit beginnen werden, mehr Sicherheiten zu verlangen und/oder die Zinsen für Unternehmenskredite zu erhöhen,

da ihre eigenen Refinanzierungskosten am Kapitalmarkt anziehen. Damit wird sogar ohne dass die EZB tatsächlich mit ersten Zinssteigerungen beginnt die Fremdkapitalfinanzierung für europäische Firmen erheblich teurer werden – ein weiteres Warnzeichen dafür, dass sich die ökonomische Aktivität in den kommenden Monaten weiter verlangsamen dürfte. Zugleich wird aber auch die Finanzierung via Eigenkapital schwieriger werden, blickt man auf die Volatilität an den Börsen, die dieses Jahr scharf angestiegen ist und dort nach unserer Einschätzung auch mit ziemlicher Sicherheit verharren wird. Es ist beinahe wie die klassische Beschreibung des Wendepunkts im keynesianischen Konjunkturzyklus (jajwohl, der Mann hatte noch einige beeindruckendere Ideen als lediglich staatliche Ausgabenprogramme) wenn die Finanzierungskosten von Unternehmen zu steigen beginnen während die erwarteten Erträge aus neuen Investitionen sich verschlechtern: Die Diskussion über eine bevorstehende Rezession ist daher gar nicht mal so weit ab vom Schuss wie das von vielen Analyten und Ökonomen dargestellt wird. Und es gibt sogar das Potential für eine weitere Schuldenkrise: In den USA weisen die ersten Börsenhändler, Analyten und Maklerfirmen auf eine riesige Unternehmenskreditblase hin, die nur darauf wartet zu platzen, sollten die Anleihenmärkte sich chaotisch auf die neuen Rahmenbedingungen einer weiterhin restriktiven Fed einstellen. Sollte das geschehen, würde nicht nur die Finanzierung neuer Projekte eintrocknen, sondern die bereits existierenden Schulden würden einmal mehr schwer auf den Bilanzen der Unternehmen lasten – dieses Mal allerdings nicht so sehr der Banken als vielmehr aller übrigen Branchen. Stellen Sie sich auf eines raues Jahr 2019 ein.

## Statistisches Bulletin

### PMI Dienstleistungen (Nov., Pkt.)

**Schweden:** 62,2 ↑ Trotz der aktuellen, ungewohnten politischen Instabilität bleibt die schwedische Ökonomie im Boom-Modus – nicht zuletzt, da wie von uns antizipiert (s. Ausgabe 12/17 dieses Berichts) die Riksbank ihre ultra-expansive Geldpolitik vorläufig beibehalten hat.

**Italien:** 50,3 → Wiewohl wieder oberhalb der neutralen 50-Punkte Schwelle, ist Italiens Dienstleistungssektor doch ebenso wie die gesamte Wirtschaft stark verunsichert durch die Konfrontation zwischen der populistischen Regierung und der EU. Solange diese nicht aufgelöst wird, wird sich die Stimmungslage kaum aufhellen.

### Verbraucherausgaben (Q3, q/q, real, lok. Währung)

**Kanada:** +7,2% ↑ Kanadas Verbraucher sind weiterhin äußerst spendierfreudig – und das sogar mit zunehmender Intensität. Die Einkaufstour ruht allerdings auf tönernen Füßen, da die kanadischen Haushalte schon eine ganze Weile stark auf Pump leben (s. Ausgabe 6/18 dieses Berichts).

**Hongkong:** -3,1% ↓ Die Hongkonger haben ihre Ausgaben zuletzt deutlich gekürzt; dies nicht zuletzt wegen der wachsenden Unruhe rund um die Situation der Bürgerrechte in der ehemaligen Kolonie, angesichts von immer stärker intervenierenden chinesischen Behörden.

### Komposit-PMI (Pkt.)

**Neuseeland:** 54,50 ↑ Neuseeland rangiert nach einiger Pause wieder an der Spitze der ökonomisch führenden Wachstumsländer des Commonwealth. Das Geschäftsklima der Wirtschaft hat sich von seinem Schock nach den Wahlen im vergangenen Jahr erholt, als die erste Labour-Regierung in Jahren an die Macht kam.

**Italien:** 49,30 ↓ Hier zeigt sich das Nervositätslevel der italienischen Wirtschaft in Gänze. Obwohl der Dienstleistungssektor (s.o.) aktuell wieder in halbwegs stabiler Verfassung ist, bleibt das Geschäftsklima insgesamt doch sehr belastet.

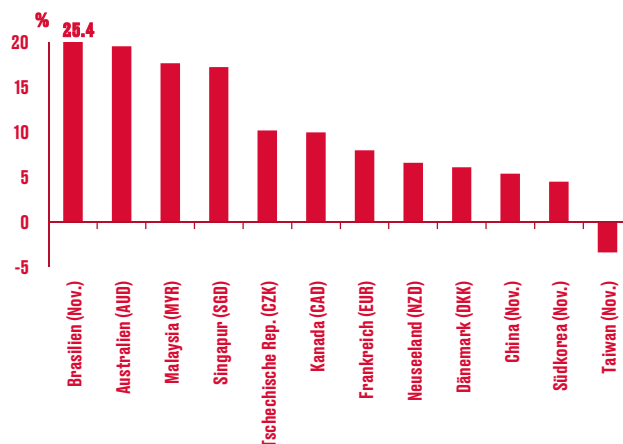
### Kapitalzu-/abflüsse

**Brasilien (Okt.):** +453.3 Mio. USD → Die Kapitalzuflüsse nach Brasilien haben ihr jüngst ordentliches Niveau vorläufig halten können, nicht zuletzt infolge der Wahl von Präsident Bolsonaro, von dem mehr Wirtschaftsfreundlichkeit als von seinen VorgängerInnen erwartet wird. Soweit allerdings sind die Zuflüsse noch relative bescheiden, verglichen mit den Hochtagen der BRICS-Manie.

**China (Q3):** -16 Mrd. USD ↓ Die Kapitalabflüsse aus China zählen zu den Warnindikatoren, die aktuell dunkelgelb aufleuchten. Obwohl das Ausmaß noch nicht besorgniserregend ist, ist der Trend mittlerweile klar negative – und wird es auch bleiben, vorbehaltlich einer Einigung im Sino-Amerikanischen Handelsdisput.

### Exporte (Okt., y/y, nom., USD)

Brasilien führt zur Zeit auch in Sachen Exportwachstum. Mit einem Plus von ganzen 25% erholen sich die Verkäufe des Landes in die Welt deutlich von ihren Tiefs. Australien und Malaysia weisen ebenfalls noch äußerst kräftige Zahlen auf und demonstrieren damit, dass die Rückkoppelungen des Handelsstreits zwischen China und den USA in den meisten Ländern sich erst noch manifestieren müssen. Taiwan allerdings scheint zu den ersten dieser Opfer zu zählen, als einziges industrialisiertes Land mit schrumpfenden Exporten im Jahresvergleich, die überwiegend Vorprodukte für chinesische Fabriken sind. China selbst rangiert am Ende der Liste, wiewohl noch mit positiven Werten.



Quellen: Trading Economics, bloomberg, comdirect, eigene Berechnungen

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.

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.

Herausgegeben von:  
J.S. Research KG, vertreten durch  
den Geschäftsführer Jakob Steffen  
Dohlenweg 10, 42115 Wuppertal  
Tel. 0202 - 27 25 86 53  
office@j-s-research.org