

# Brexit – Rückkehr zur alten Stärke oder Niedergang auf Raten?

Market Insights | 10. September 2020

Dr. Martin Weder, Senior Economist Europe | Norina Ferrari, Graduate Trainee

- In den Brexit-Verhandlungen zwischen Grossbritannien und der EU sind bisher kaum Fortschritte erzielt worden
- In unserem Basisszenario rechnen wir aber im Herbst mit einem minimalen Abkommen für den Güterverkehr
- Aus Anlegersicht bleibt Grossbritannien unabhängig vom Ausgang des Brexit-Dramas uninteressant

## Nach dem Brexit ist vor dem Brexit

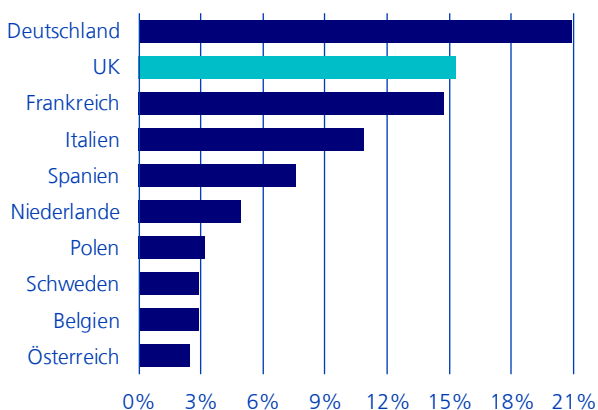
Grossbritannien ist am 31. Januar 2020 und über dreieinhalb Jahre nach dem Brexit-Referendum formell aus der Europäischen Union (EU) ausgetreten. Damit hat nicht nur die zweitgrösste europäische Volkswirtschaft die EU verlassen (*Grafik 1*), sondern es endete auch eine 47-jährige Mitgliedschaft, die sowohl innenpolitisch als auch auf europäischer Ebene immer wieder von Spannungen und heftigen Diskussionen geprägt war. Die Geschichte ist damit jedoch noch nicht zu Ende. Bis Ende 2020 gilt eine Übergangsphase, während der sich faktisch noch nicht viel ändert. Die britische Regierung möchte mit den übrigen EU-Ländern bis Ende Jahr die zukünftigen Beziehungen in Form eines umfassenden Freihandelsabkommens definieren. Dabei verzichtete sie bewusst auf die im Austrittsabkommen vereinbarte Möglichkeit einer einmaligen Fristverlängerung von maximal zwei Jahren. Mit der Coronapandemie ist der ohnehin ambitionierte Zeitplan noch unrealistischer geworden, zumal seit der Wiederaufnahme der Verhandlungen keine nennenswerten Fortschritte erzielt worden sind. Weil der legislative Prozess auf Regierungs- und Parlamentsebene in den verschiedenen Ländern

zusätzlich Zeit beansprucht, müsste aus Sicht der EU bereits bis Ende Oktober ein Verhandlungsergebnis vorliegen. Ohne Abkommen und Fristverlängerung droht Grossbritannien Ende Jahr ein harter EU-Austritt, der für verschiedene Wirtschaftsbereiche bedeutende negative Auswirkungen hätte und zu neuen Handelsbarrieren führen würde. Vor der turbulenten Phase im Herbst nutzen wir deshalb die Gelegenheit für eine Zwischenbilanz und wagen einen langfristigen ökonomischen Ausblick.

## Der starke Wunsch nach mehr Autonomie

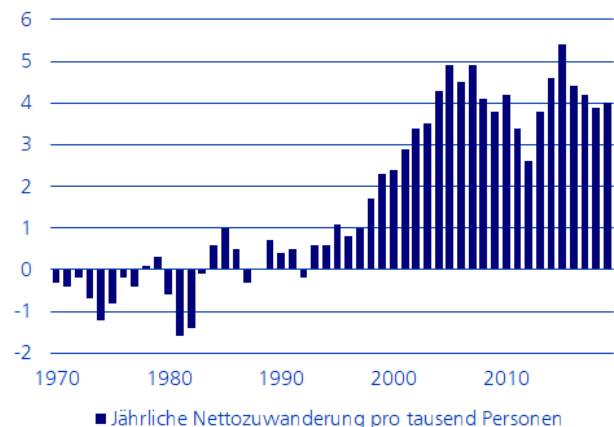
Der britische Premierminister Boris Johnson hat in verschiedenen Reden betont, dass Grossbritannien mit dem Brexit die wirtschaftliche und politische Unabhängigkeit von der EU anstrebe. Dies bedeute, dass man Ende 2020 sowohl den Europäischen Binnenmarkt als auch die Europäische Zollunion verlassen werde. Johnsons Chefunterhändler David Frost wählte noch deutlichere Worte: Forderungen, wonach Grossbritannien auch in Zukunft europäische Standards und Regeln einhalten müsse, zeigten, dass die EU immer noch nicht verstanden habe, was der Brexit bedeute. Dies sei keine

**Grafik 1: Anteil am BIP der EU im vergangenen Jahr in Prozent**



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Eurostat

**Grafik 2: Hohe Nettozuwanderung in den vergangenen Jahren**



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Frage von möglichen Verhandlungen, sondern der Hauptgrund, weshalb Grossbritannien aus der EU ausgetreten sei. Die britische Regierung strebt unter anderem in der Umwelt- und Subventionspolitik, im Wettbewerbsrecht sowie im öffentlichen Beschaffungswesen nach einer divergierenden Gesetzgebung. Ausserdem lehnt sie die Gerichtsbarkeit des Europäischen Gerichtshofs (EuGH) ab. Aufgrund der als zu hoch empfundenen Zuwanderung (Grafik 2) soll die Personenfreizügigkeit abgeschafft und durch ein Punktesystem ersetzt werden, wie es beispielsweise Australien und Kanada kennen. Berufliche Fähigkeiten und Salär sollen in Zukunft darüber entscheiden, wer sich für ein Arbeitsvisum bewerben kann. Damit soll insbesondere die Zuwanderung von Geringqualifizierten reduziert werden. Bei der Ausgestaltung der künftigen wirtschaftlichen Beziehungen mit der EU dient der Regierung Johnson das Freihandelsabkommen als Vorbild, das die EU mit Kanada abgeschlossen hat. Im Vordergrund steht der weitgehende Abbau von tarifären (z. B. Zölle) und nichttarifären (z. B. Importquoten) Handelshemmnissen sowie die Erleichterung des Marktzugangs für Dienstleistungen und Investitionen. Eine Rechtsharmonisierung strebt das Freihandelsabkommen jedoch explizit nicht an.

### Die Angst vor einem Präzedenzfall

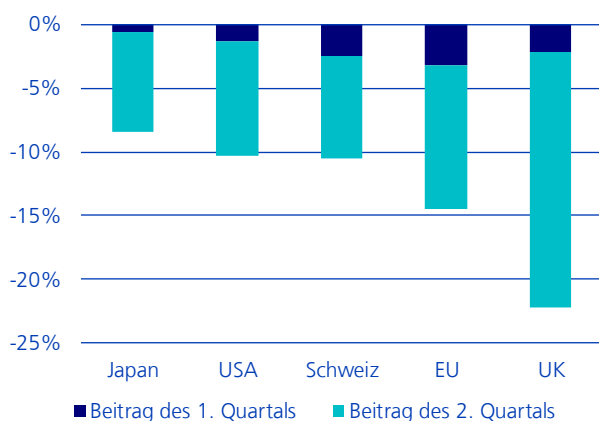
Auf europäischer Seite wird ein Abkommen, das sich am Vertrag zwischen der EU und Kanada orientiert, hingegen strikt abgelehnt. Michel Barnier, der Chefunterhändler der EU, hat wiederholt festgehalten, dass Grossbritannien aufgrund der geografischen Nähe und der gegenseitigen wirtschaftlichen Abhängigkeiten nicht die gleichen Bedingungen beim Marktzugang gewährt werden können. Die EU sei zwar bereit, einen zollfreien Warenaustausch ohne Kontingente anzubieten. Im Gegenzug fordere sie aber einen offenen und fairen Wettbewerb sowie ein Abkommen über die Fischerei und den Meereszugang. Unter einem fairen Wettbewerb versteht die EU die Einhaltung ihrer Standards in den Bereichen Umwelt, Klima, Soziales, Steuern, staatliche Subventionen und Arbeitsrecht. Für Grossbritannien sollen diese regulatorischen Standards der EU einen mit der Zeit

anzustrebenden Referenzpunkt darstellen. Als Konsequenz des Austrittes aus dem Binnenmarkt stellt die EU zudem weitere nichttarifäre Handelshemmnisse in Aussicht. So werden Waren neu auf gesundheitspolitische und pflanzenschutzrechtliche Anforderungen kontrolliert. Die EU will insgesamt verhindern, dass sich Grossbritannien mittels Deregulierung Wettbewerbsvorteile verschafft. Bei Streitigkeiten soll zudem weiter der EuGH zuständig sein. Die Forderungen der EU zeigen, dass es ihr um Grundsätzliches geht und damit um viel mehr als um Verhandlungen zwischen zwei wichtigen Handelspartnern. Die EU sieht sich nicht nur als Wirtschafts-, sondern auch als Rechts- und Wertegemeinschaft. Sie befürchtet daher einen Präzedenzfall und will ein Rosinenpicken der Briten verhindern. Wie zerrüttet das Vertrauen und wie symbolisch aufgeladen die Stimmung ist, zeigt der absurde Streit um die Fischereirechte. Die Fischerei nimmt in den Verhandlungen bisher ein hohes Gewicht ein, obschon sie auf beiden Seiten nur für 0.1% der Wirtschaftsleistung verantwortlich ist.

### Minimales Handelsabkommen als Basisszenario

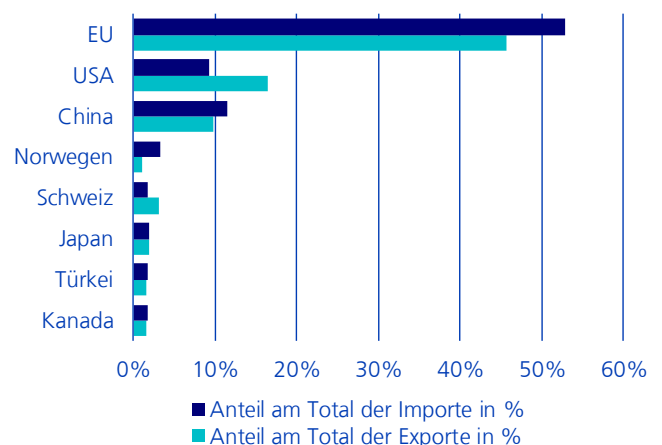
Auch nach mehreren Verhandlungsrunden bestehen in den Bereichen Wettbewerbsregeln und Fischereirechte grundsätzliche Meinungsverschiedenheiten und Maximalforderungen, die sich nicht miteinander vereinbaren lassen. Im Dilemma zwischen Unabhängigkeit und Zugang zum Europäischen Binnenmarkt wird die britische Regierung aber tendenziell der Unabhängigkeit den Vorzug geben. Im vergangenen Jahr gewann die konservative Partei um Boris Johnson mit dem Versprechen «Get Brexit done» eine klare Mehrheit im Parlament. Und im Juni 2016 wurde mit dem Slogan «Take back control» überraschend ein knappes Ja der Stimmberechtigten zum Brexit-Referendum erzielt. Ein EU-Austritt, der nur auf dem Papier stattfindet, in der Realität aber nicht viel ändert, widerspricht daher klar dem Willen der Brexit-Befürworter und könnte den Wählern auch nur schlecht verkauft werden. Es ist deshalb damit zu rechnen, dass Grossbritannien in der Einwanderungs-, Wirtschafts- und Handelspolitik künftig eigene Wege gehen wird.

Grafik 3: BIP-Rückgang im 1. Halbjahr 2020 in Prozent



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Grafik 4: Die EU ist der mit Abstand wichtigste Handelspartner



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Gleichzeitig haben aber beide Seiten kein Interesse daran, dass es Ende Jahr zu einem harten Brexit und zu Problemen im grenzüberschreitenden Güterverkehr kommt. Aufgrund der Coronapandemie und der mit ihr verbundenen Eindämmungsmassnahmen sind sowohl die EU wie auch Grossbritannien im 1. Halbjahr 2020 in die tiefste Rezession der Nachkriegszeit gefallen. Während die Wirtschaftsleistung der EU um 15% geschrumpft ist, nahm sie in Grossbritannien sogar um über 22% ab (Grafik 3). Vor diesem Hintergrund käme ein weiterer wirtschaftlicher Rückschlag höchst ungelegen, zumal die EU der mit Abstand wichtigste Handelspartner von Grossbritannien ist (Grafik 4) und viele wichtige Medikamente und Lebensmittel aus Europa importiert werden. Wir gehen deshalb davon aus, dass sich die beiden Seiten im Herbst annähern und letztendlich einigen werden. In unserem Basisszenario rechnen wir mit einem minimalen Abkommen für den Güterverkehr, sodass es nächstes Jahr zu keinen Zöllen und Importquoten kommen wird. Das bedeutet aber auch, dass die Verhandlungen über die komplexeren Streitpunkte im nächsten Jahr weitergehen werden und das Thema Brexit die Politik noch länger beschäftigen wird.

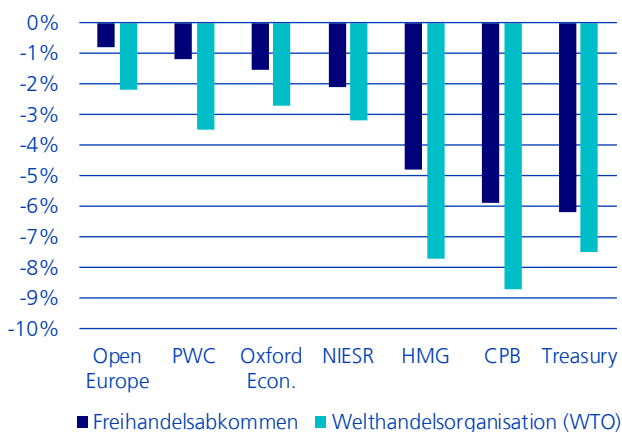
### Brexit bringt erhebliche wirtschaftliche Kosten mit sich

Das angestrebte Ziel der Briten nach mehr Selbstbestimmung und Unabhängigkeit ist somit mit gutem Willen und der notwendigen Portion Pragmatismus auf beiden Seiten zwar grundsätzlich erreichbar; der Weg dorthin ist jedoch noch weit und holprig. Aus wirtschaftlicher Perspektive ist allerdings klar, dass ein deutlicher Bruch mit der EU und den damit verbundenen Vertragswerken kurzfristig wie auch langfristig mit hohen Kosten verbunden ist. Darauf deuten zahlreiche Studien, die in den vergangenen Monaten publiziert worden sind (Grafik 5). Die unter Premierministerin May erstellte Analyse der britischen Regierung zu den langfristigen Auswirkungen zeigt beispielsweise, dass das BIP bei einem ungeordneten Austritt nach 15 Jahren bis zu 8% tiefer läge als bei einem Verbleib in der EU und dass selbst bei einem Freihandelsabkommen immer noch eine Einbusse von fast

5% resultieren würde. Andere Studien prognostizieren teilweise weniger dramatische Zahlen. So rechnen renommierte Institute wie das National Institute of Economic and Social Research (NIESR) und Oxford Economics bei einem umfassenden Freihandelsabkommen im Durchschnitt mit einem BIP-Rückgang von rund 2% im Jahr 2030. Die britische Wirtschaft wird demnach auch bei einem umfassenden Freihandelsabkommen einen flacheren Wachstumspfad einschlagen. Naturgemäss wären vor allem jene Branchen betroffen, bei denen die Verflechtungen mit der EU, die Bedeutung von Zöllen und nichttarifären Handelshemmnissen, die Regulierungsdichte und die Abhängigkeit von qualifizierten Arbeitskräften besonders gross sind. Das sind in der Industrie vor allem die Pharma- und die Chemiebranche sowie die Automobilindustrie. Im Dienstleistungsbereich sind vor allem der Finanzsektor und das Gesundheitswesen stark betroffen, die beide für einen hohen Anteil am Bruttoinlandsprodukt und an der Beschäftigung verantwortlich sind.

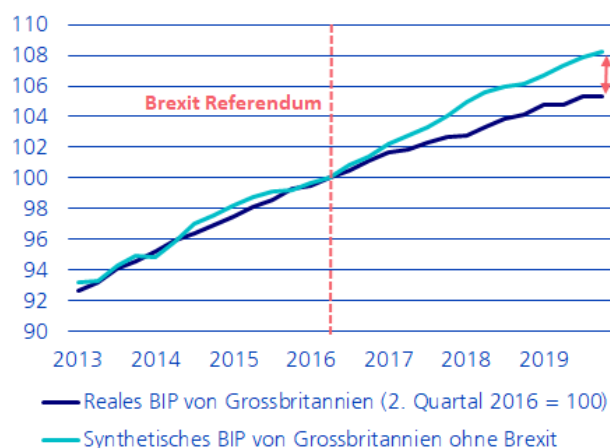
Während sich über Zukunftsszenarien und die darin unterstellten Annahmen immer streiten lässt, geht häufig vergessen, dass der Brexit bereits vor dem offiziellen Termin von Ende 2020 Kosten verursacht hat. Die von einigen Ökonomen prognostizierte Rezession ist zwar erst einmal ausgeblieben und dann erst mit der Coronapandemie Realität geworden. Die hohe politische Unsicherheit hat die wirtschaftlichen Aktivitäten in den vergangenen Jahren aber gelähmt, was sich vor allem auf die Firmeninvestitionen negativ ausgewirkt hat. Diese haben in den vergangenen vier Jahren nahezu stagniert. Das hatte zur Folge, dass das Wirtschaftswachstum in Grossbritannien deutlich tiefer ausfiel als in anderen Industrieländern mit ähnlichen Strukturen und Eigenschaften (Grafik 6). Die Einbusse belief sich bis Anfang 2020 bereits auf rund 3% des Bruttoinlandsprodukts, was einem entgangenen Einkommen von über GBP 900 pro Kopf entspricht.

Grafik 5: BIP-Auswirkungen bis 2030 im Vergleich zum Status quo



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Institute for Government

Grafik 6: Brexit-Kosten belaufen sich bereits auf rund 3% des BIP



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

### **Brexit ist ökonomisch gesehen keine Schicksalsfrage**

Das Thema Brexit hat Politik und Anleger in den vergangenen Jahren immer wieder stark beschäftigt und dürfte dies auch in den kommenden Monaten weiter tun. Mehr als vier Jahre nach dem Referendum ist nämlich immer noch nicht klar, was «Brexit» in der Praxis genau bedeutet. Die britische Regierung hat bis heute keine differenzierte und überzeugende Strategie präsentiert, weshalb zumindest kurzfristig die Risiken überwiegen und wirtschaftliche Einbussen unvermeidbar sind. Aus einer langfristigen Perspektive dürfte die Bedeutung des EU-Austritts von den meisten jedoch überschätzt werden. Grossbritannien wird sich weder zu einem Singapur an der Themse – das heisst zu einem Wirtschaftsstandort mit wenig Regulierung, tiefen Steuern und einem starken Finanzzentrum – entwickeln, noch zu einem verarmten und bedeutungslosen europäischen Land absteigen. Für den langfristigen Wohlstand eines Landes sind vor allem seine Institutionen und Strukturen entscheidend. Diesbezüglich hält Grossbritannien mit seinen Universitäten, seiner eher wirtschaftsfreundlichen Regulierung, seinem Rechtssystem und London als zweitgrösstem Finanzzentrum der Welt einige Trümpfe in der Hand. Auf der anderen Seite stellen die starke politische Polarisierung, die hohe Verschuldung, das anhaltende Leistungsbilanzdefizit und die grosse Einkommens- und Vermögensungleichheit bedeutende Risiken dar. Grossbritannien ist gegenwärtig aber immer noch die sechstgrösste Volkswirtschaft der Welt und gehört zu den zehn wettbewerbsfähigsten und innovativsten Ländern der Welt. Im europäischen Vergleich ist das Pro-Kopf-Einkommen zudem hoch und die Arbeitslosigkeit sehr tief.

### **Grossbritannien für Anleger uninteressant**

Welche Schlussfolgerungen ergeben sich daraus für die Anleger? Aus unserer Sicht ist Grossbritannien für Anleger nicht besonders interessant. Britische Aktien sind im internationalen und im historischen Vergleich zwar niedrig bewertet. Aber Firmen aus dem Finanz-, Energie- und Rohstoffsektor, die im Zeitalter der tiefen Zinsen und des Klimawandels mit erheblichen strukturellen Herausforderungen und tiefem Wachstum kämpfen, haben ein vergleichsweise hohes Gewicht. Bei den Anleihen ist mit der Coronapandemie der klassische Renditevorteil gegenüber anderen Industrieländern verschwunden, und der Staatshaushalt befindet sich in grosser Schieflage. Dazu kommt die hohe Volatilität des britischen Pfundes, das den Kapriolen der Politik und den Brexit-Nachrichten ausgesetzt ist und damit den Reiz der attraktiven Bewertung stark relativiert. Selbst wenn die Brexit-Saga doch noch zu einem Happy End kommen sollte, dürfte sich ein stärkeres Engagement in Grossbritannien für Anleger deshalb kaum lohnen.

## Kontakt



Dr. Martin Weder, Senior Economist Europe  
Investment Strategy & Economic Research  
Zürcher Kantonalbank, Telefon: +41 44 292 35 61

## Zürcher Kantonalbank

Die Zürcher Kantonalbank ist eine führende Universalbank im Wirtschaftsraum Zürich mit nationaler Verankerung und internationaler Ausstrahlung. Sie ist eine selbständige öffentlich-rechtliche Anstalt des Kantons Zürich und wird von den Ratingagenturen Standard & Poor's, Moody's und Fitch mit der Bestnote (AAA bzw. Aaa) eingestuft. Mit über 5000 Mitarbeitenden bietet die Zürcher Kantonalbank ihren Kundinnen und Kunden eine umfassende Produkt- und Dienstleistungspalette. Zu den Kerngeschäften der Bank zählen das Finanzierungsgeschäft, das Vermögensverwaltungsgeschäft, der Handel und der Kapitalmarkt sowie das Passiv-, das Zahlungsverkehrs- und das Kartengeschäft. Die Zürcher Kantonalbank bietet ihren Kundinnen und Kunden sowie ihren Vertriebspartnern umfassende Produkte und Dienstleistungen im Anlage- und Vorsorgebereich an.

### Rechtliche Hinweise

Diese Publikation dient Informations- und Werbezwecken. Sie stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Erwerb, Halten oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zum Bezug von Bankdienstleistungen dar, noch bildet sie Grundlage für einen Vertrag oder Verpflichtungen irgendwelcher Art. Bei der Publikation handelt es sich nicht um einen Prospekt oder ein Basisinformationsblatt.

Aufgrund rechtlicher, regulatorischer oder steuerlicher Bestimmungen kann die Verfügbarkeit von Produkten und Dienstleistungen für bestimmte Personen Einschränkungen unterliegen, die sich namentlich aufgrund des Wohnsitzes bzw. Sitzes, der Nationalität oder der Kundensegmentierung ergeben können. Einschränkungen bestehen insbesondere für US-Personen gemäss den einschlägigen Regulierungen.

Diese Publikation enthält allgemeine Informationen und berücksichtigt weder persönliche Anlageziele noch die finanzielle Situation oder besonderen Bedürfnisse eines spezifischen Empfängers. Der Empfänger sollte die Informationen vor einer Anlageentscheid sorgfältig auf ihre Vereinbarkeit mit seinen persönlichen Verhältnissen überprüfen. Für die Einschätzung rechtlicher, regulatorischer, steuerlicher und anderer Auswirkungen wird dem Empfänger empfohlen, sich durch Fachpersonen beraten zu lassen.

Die Publikation wurde von der Zürcher Kantonalbank mit geschäftsüblicher Sorgfalt erstellt. Die Zürcher Kantonalbank bietet jedoch keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der darin enthaltenen Informationen und lehnt jede Haftung für Schäden ab, die sich aus der Verwendung der Publikation ergeben.

Diese Publikation wurde nicht unter Einhaltung der «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» der Schweizerischen Bankiervereinigung erstellt. Mit jeder Investition sind Risiken, insbesondere diejenigen von Wert- und Ertragsschwankungen, verbunden. Wertentwicklungen und Renditen der Vergangenheit sind keine Garantie für den zukünftigen Anlageerfolg. Investitionen in Fremdwährungen unterliegen Wechselkursschwankungen.

© 2020 Zürcher Kantonalbank. Alle Rechte vorbehalten.