

<http://blog.de.erste-am.com/2016/06/20/brexit-update/>

Brexit Update: Die Spannung steigt

Peter Szopo



Es ist weniger als eine Woche bis zum Referendum, in dem die britischen Wähler darüber abstimmen, ob das Land ein Mitglied der Europäischen Union bleibt (das „Bremain“-Szenario) oder diese verlässt („Brexit“). Vor zwei Monaten, als wir diesem Thema eine Reihe von Blogs widmeten ([hier](#), [hier](#), [hier](#) und [hier](#)) schien ein Brexit wenig wahrscheinlich, Märkte waren wenig beunruhigt, und die politische Debatte verlief so zivilisiert, wie man das in einer der reifsten europäischen Demokratien erwarten konnte. Im April und Mai ging die Brexit-Wahrscheinlichkeit sogar zurück, das britische Pfund gewann frühere Verluste teilweise zurück, und der europäische Volatilitätsindex (VSTOXX) halbierte sich nahezu.

Seit Ende Mai hat sich die Situation allerdings massiv geändert: Die Wahrscheinlichkeit des Brexit ist wieder gestiegen, Investoren sind nervös, und die politische Debatte in Großbritannien ist hässlich geworden. Was ist passiert?

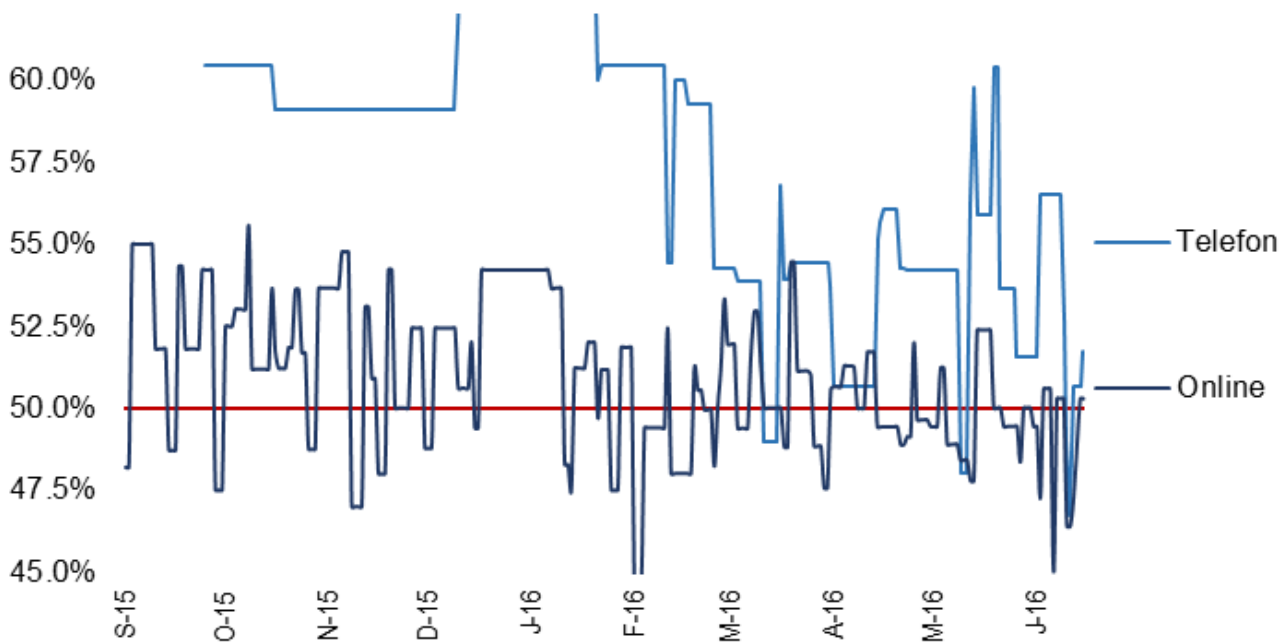
Umfragen und Wettquoten deuten auf eine steigende Brexit-Wahrscheinlichkeit

Online-Umfragen zeigten schon seit geraumer Zeit eine Mehrheit für Brexit, aber seit kurzem schwindet auch die Mehrheit für Bremain in den Telefonumfragen. Darüber hinaus stieg auch in den Wettmärkten die Wahrscheinlichkeit des Brexit zeitweise auf bis zu 40%, bevor sie nach dem Mord an einer britischen Pro-EU-Politikerin wieder auf 30% zurückfiel.

Während diese Entwicklungen signalisieren, dass die Entscheidung des Referendums knapp sein könnte, ist das Bremain-Szenario immer noch wahrscheinlicher. Wahlforscher betonen, dass in der Regel mehr als 20% von Wählern ihre Entscheidung erst in den letzten Tagen vor der Abstimmung treffen, und dass diejenigen, die sich spät entscheiden, eher für den Status quo stimmen. Von Vergleichsfällen (Quebec, Schottland) ist bekannt, dass der finale Umschwung in Richtung Status quo 5-6 Prozentpunkte betragen könnte.

Ein entscheidender Faktor wird die Wahlbeteiligung sein. Da die Brexit-Anhänger als entschlossener gelten, herrscht die Meinung dass die Wahlbeteiligung mindestens 55-60% sein muss, damit Bremain eine Gewinnchance bekommt.

Meinungsumfragen: Stimmen für "Verbleib"



Quelle: <http://whatukthinks.org>, Erste Asset Management

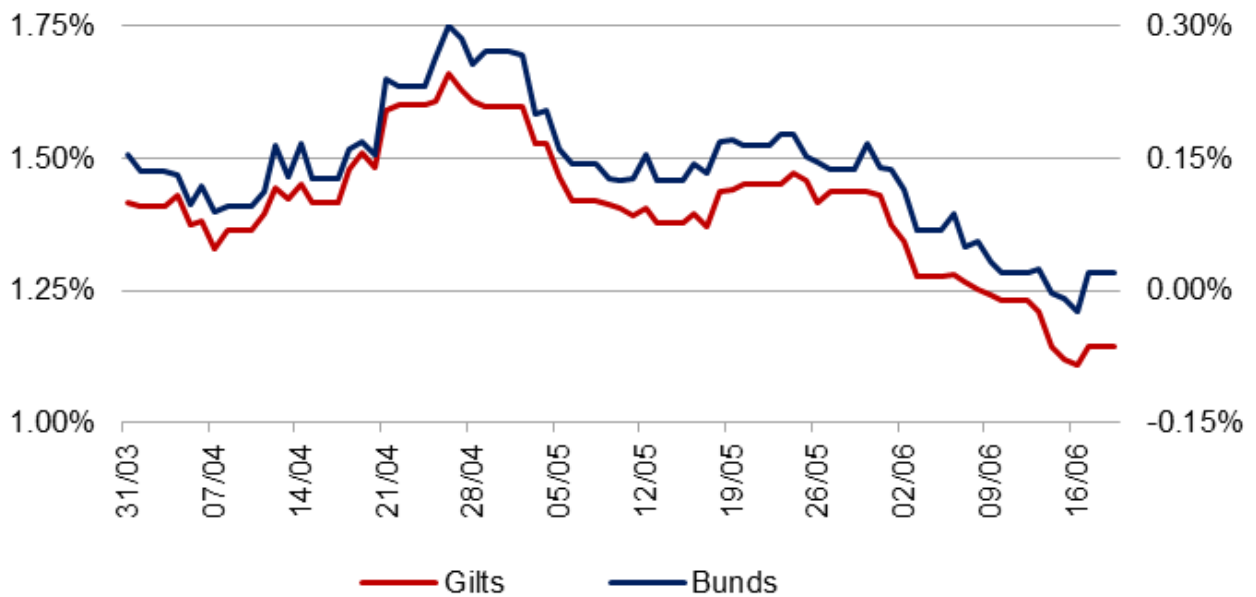
Märkte im Juni unter Druck

Während die Währungsmärkte schon im vierten Quartal letzten Jahres begannen, Brexit-Effekte zu diskontieren, schienen Aktien- und Anleiheninvestoren lange Zeit indifferent zu sein. Das änderte sich im Juni. Der Euro Stoxx Volatilitätsindikator kletterte auf 40 und sowohl der britische als auch der europäische Aktienmarkt verzeichneten einen deutlichen Einbruch, mit Indexkorrekturen um 5-7% in der ersten Monatshälfte.

Vor dem Hintergrund des erhöhten Risikos wurde auch klar, welche Anlagen die Investoren als sichere Häfen ansehen, um den Brexit-Risiken zu entgehen:

- Die Renditen deutscher, britischer und US-amerikanischer Staatsanleihen nahmen ihre Talfahrt wieder auf, wobei die deutschen Renditen erstmals die Nulllinie unterschritt, die britische Renditen auf den tiefsten Wert seit Jahrzehnten fielen, und die US-amerikanischen Renditen ein Vierjahrestief erreichten.
- Der Schweizer Franken wertete um 3% gegenüber dem Euro auf, und der japanische Yen legte mehr als 5% zu. Überraschenderweise blieb der US-Dollar schwach, der üblicherweise zu den sicheren Währungshäfen zählt. Es scheint, dass momentan die Zinsabsichten der US-Zentralbank der Haupttreiber der amerikanischen Währung sind, nicht Brexit-Risiken. Allerdings wird die Dollarstärke wahrscheinlich zurückkehren, falls die Federal Reserve Bank ihren Kurs der monetären Restriktion wieder aufnimmt.
- Auch Gold, das im Mai einen Rückschlag verzeichnete, konnte im Juni wieder zulegen und kratzte an der Marke von USD1.300 je Feinunze.

Renditen auf Staatsanleihen (10J)

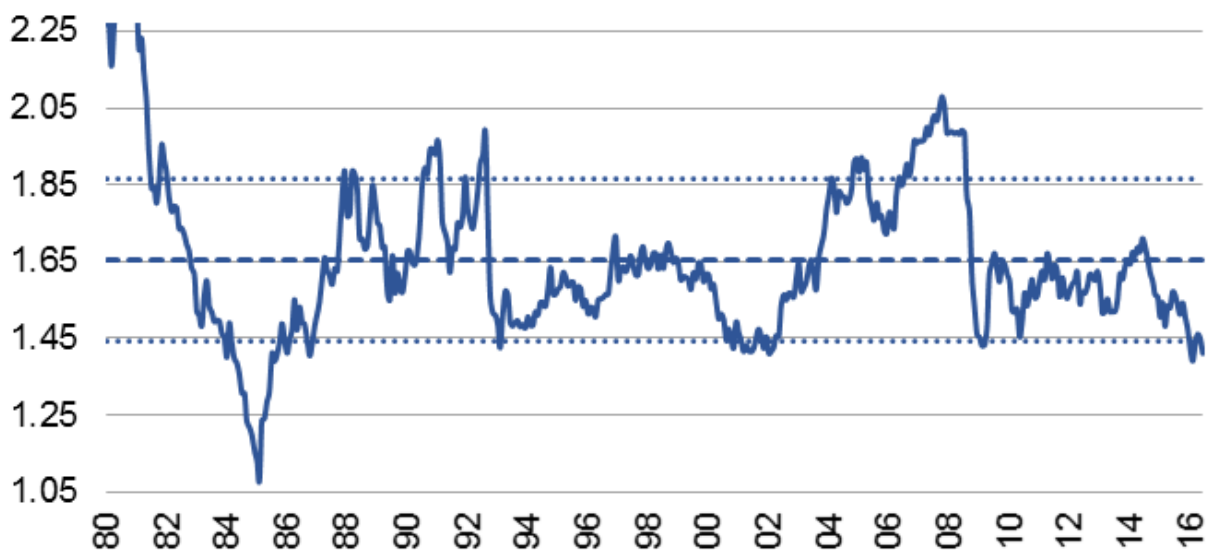


Quelle: Bloomberg; Erste Asset Management

... aber Brexit nicht voll eingepreist

Gegeben die derzeitigen Umfrageergebnisse und Wettquoten, ist ein Brexit mit Sicherheit nicht das Basis-Szenario, von dem Investoren ausgehen. Die jüngsten Marktturbulenzen signalisierten in welche Richtung sich einzelne Anlageklassen im Falle eine Brexit bewegen würden, aber naturgemäß reflektieren sie nicht den Gesamteffekt dieses Schrittes. Der Währungsoptionsmarkt impliziert zuletzt eine Abwertung des britischen Pfund gegenüber dem Euro von 7,5% bzw. von 8,3% gegenüber dem US Dollar (Quelle; Bloomberg). Dies würde den GBP/USD-Kurs auf knapp über 1,30 absinken lassen, ein Niveau, das wir seit den frühen 1980er Jahren nicht gesehen haben. (Nach meinem eigenen Dafürhalten ist die im Markt implizierte Abwertung des Euro gegenüber dem Dollar von unter 1% im Fall des Brexit zu moderat. Darin kommt zum Ausdruck, dass der USD derzeit durch die Zinspolitik der Fed bestimmt wird, aber wenn Brexit tatsächlich stattfindet, sollte der Dollar gewinnen, unabhängig von den Absichten der Zentralbank).

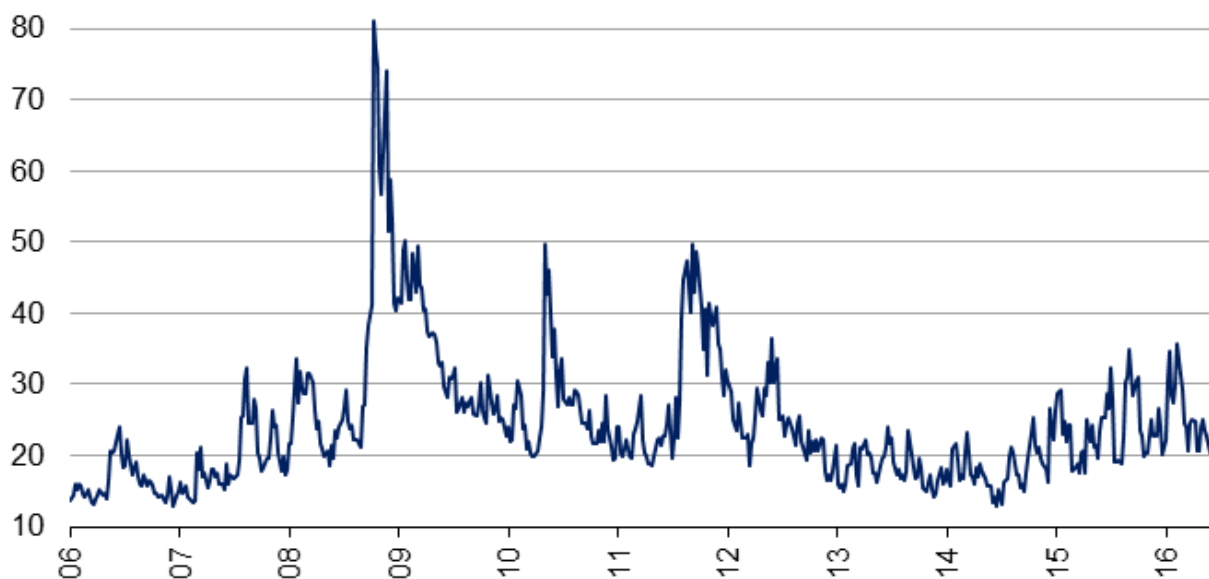
GBP/USD seit 1980



Quelle: Bloomberg; Erste Asset Management

Allerdings: Der Druck auf die Märkte, falls es zum Brexit kommt, wird nicht auf die Währungen beschränkt bleiben. Wenn der Sprung der Brexit-Wahrscheinlichkeit von 25% Ende Mai auf 40% Mitte Juni die Volatilität des europäischen Aktienmarktes auf 40 (VSTOXX) hinauftrieb, ist es leicht vorstellbar, dass der Volatilitätsindikator im Fall des Brexit ein Niveau von 50-55 erreicht oder überschreitet - Werte, die zuletzt 2011 im Zuge des zweiten Rettungsprogramms für Griechenland erreicht wurden.

Euro Stoxx 600 - Implizite Volatilität

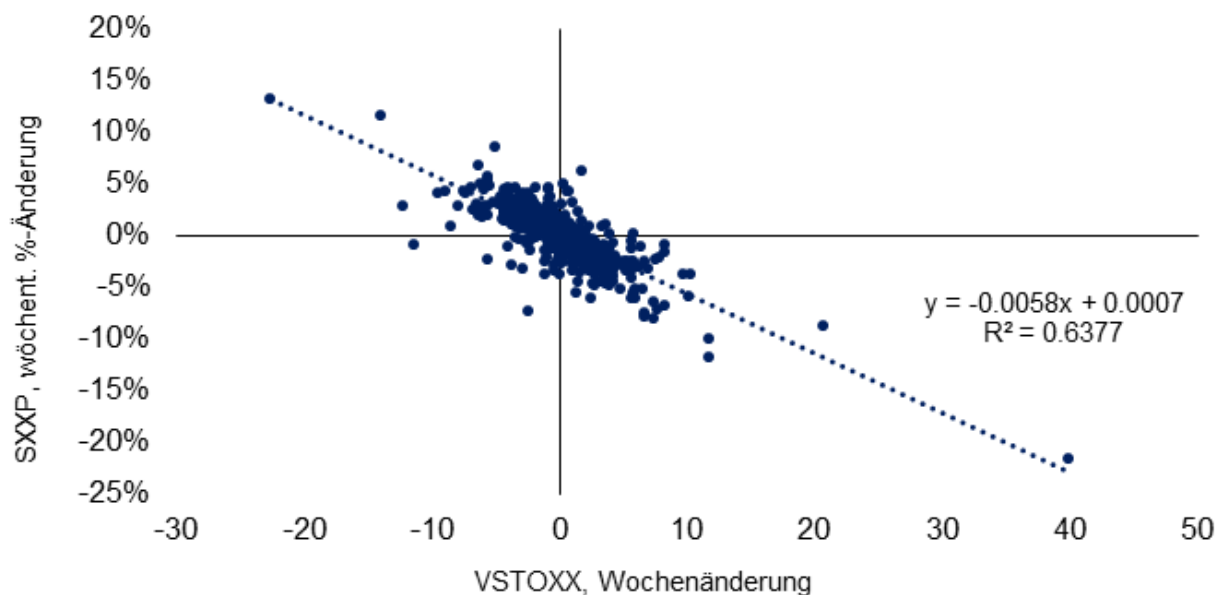


Quelle: Bloomberg; Erste Asset Management

Sowohl der Euro Stoxx 600 als auch der FTSE 350 haben bereits 7% gegenüber ihren Höchstständen im 2. Quartal verloren. Falls das Referendum für den Brexit ausgeht, werden beide Indizes noch einmal deutlich nachgeben. Bemerkenswert (aber letztlich nicht überraschend) ist, dass das Brexit-Risiko die europäischen und die britischen Aktienmärkte in einem ähnlichen Ausmaß zu treffen scheint.

Während der vergangenen zehn Jahre war ein Anstieg des Volatilitätsindex von 10 Punkten innerhalb einer Woche durchschnittlich mit einem Fall des Euro Stoxx 600 von 5,8% verbunden. Nimmt man daher an, dass die erwartete Volatilität im Brexit-Fall von den aktuellen 38 (17. Juni) auf 55 steigt (immer noch konservativ, wie mir scheint), würde das bedeuten, dass der Euro Stoxx 600 kurzfristig weitere 10% zurückgeht.

Euro Stoxx 600: Volatilität vs. Performance



Quelle: Bloomberg; Erste Asset Management

Asymmetrische Risiken

Selbstverständlich ist im Falle, dass sich im Referendum Breain durchsetzt, mit einer Erholungsrallye zu rechnen. Märkte werden in einen „risk-on“-Modus wechseln und Aktien sowie andere riskante Anlagen werden sich erholen, die Volatilität wird fallen und das britische Pfund die Verluste der letzten Monate aufholen. Das Pfund kann leicht auf 1,50 zum Dollar zurückkehren, und könnte mittelfristig wahrscheinlich sogar auf 1,55 klettern, falls das Referendum den Verbleib des Vereinigten Königreichs in der EU bestätigt.

Aber anzumerken ist, dass wohl das Ereignis – das Referendum selbst – ein binäres Ergebnis hat, das aber nicht für die Auswirkungen auf die Finanzmärkte gilt. Die Verteilung der erwarteten Erträge ist schief, d.h. nach unten verzerrt.

Dafür gibt es zwei Gründe: Erstens ist die Unsicherheit im Falle des Brexit wesentlich größer als der Sicherheitsgewinn im Falle von Breain. Während die Entscheidung für einen Austritt sowohl für Großbritannien als auch die EU – Politiker, die Wirtschaft, Investoren, eigentlich jeden – ein komplett neues Szenario bedeutet, im dem auch die Zukunft der EU auf dem Spiel steht, bringt Breain lediglich die Sicherheit des Status quo ante zurück. Das heißt Märkte werden – wie gehabt – durch globale Wachstumsrisiken, Chinas Makroaussichten, die Politik der Fed und durch die Gewinnerwartungen bestimmt. Negative Entwicklungen in irgendeinem dieser Bereiche können einer Breain-induzierten Erholungsrallye rasch ein Ende setzen.

Zweitens: Ein knappes Ergebnis, sogar wenn es zugunsten von Breain ausfällt, würde nicht die große ideologische Kluft innerhalb der britischen Konservativen abbauen, und könnte eine Regierungskrise auslösen. Und noch wichtiger: Ein knappes Ergebnis würde die Unsicherheiten über die Zukunft der EU nicht beseitigen. Es würde die EU-Bewegung in Großbritannien selbst nicht beruhigen und es würde andere Sezessionsbewegungen in Europa ermutigen, ähnliche Abstimmungen über die EU-Mitgliedschaft anzustreben.

Die Zeiten für uns Europäer werden interessant bleiben – und das ist ein Fluch, kein Segen, wie wir von den Chinesen wissen.

Wichtige rechtliche Hinweise

Hierbei handelt es sich um eine Werbemitteilung. Sofern nicht anders angegeben, Datenquelle ERSTE-SPARINVEST Kapitalanlagegesellschaft m.b.H., Erste Asset Management GmbH, RINGTURM Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. und ERSTE Immobilien Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. Unsere Kommunikationssprachen sind Deutsch und Englisch.

Der Prospekt für OGAW-Fonds (sowie dessen allfällige Änderungen) wird entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 idGF erstellt und im „Amtsblatt zur Wiener Zeitung“ veröffentlicht. Der vereinfachte Prospekt der ERSTE Immobilien Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. wird entsprechend den Bestimmungen des ImmoInvFG 2003 idGF erstellt und im „Amtsblatt zur Wiener Zeitung“ veröffentlicht. Für die von der ERSTE-SPARINVEST Kapitalanlagegesellschaft m.b.H., Erste Asset Management GmbH, RINGTURM Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. und ERSTE Immobilien Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. verwalteten Alternative Investment Fonds (AIF) werden entsprechend den Bestimmungen des AIFMG iVm InvFG 2011 „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ erstellt.

Der Prospekt, die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“, der vereinfachte Prospekt sowie die Wesentliche Anlegerinformation/KID sind in der jeweils aktuell gültigen Fassung auf der Homepage www.erste-am.com bzw. www.ersteimmobilien.at abrufbar und stehen dem interessierten Anleger kostenlos am Sitz der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft sowie am Sitz der jeweiligen Depotbank zur Verfügung. Das genaue Datum der jeweils letzten Veröffentlichung des Prospekts bzw. des vereinfachten Prospekts, die Sprachen, in denen die Wesentliche Anlegerinformation/KID erhältlich ist sowie allfällige weitere Abholstellen der Dokumente sind auf der Homepage www.erste-am.com bzw. www.ersteimmobilien.at ersichtlich.

Diese Unterlage dient als zusätzliche Information für unsere Anleger und basiert auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Personen zum Redaktionsschluss. Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Bedürfnisse unserer Anleger hinsichtlich des Ertrags, steuerlicher Situation oder Risikobereitschaft. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu.

Da es sich hierbei um einen Blog handelt, werden die in den jeweiligen Einträgen angegebenen Daten und Fakten sowie Hinweise nicht aktualisiert. Diese entsprechen dem Redaktionsstand zum oben angeführten Datum. Die jeweils aktuellen Daten und Hinweise in Bezug auf Fonds entnehmen Sie bitte den Angaben unter dem Menüpunkt „Fondssuche“ auf www.erste-am.at.



Peter Szopo

Peter Szopo ist seit März 2015 Chief Equity Strategist der Erste Asset Management. Zuvor war er bereits als Berater für das Aktienfondsmanagement der Erste Asset Management für Zentral- und Osteuropäische Aktienmärkte tätig. Von November 2009 bis April 2013 war er Leiter der Researchabteilung der Alfa-Bank in Moskau.

Nach seiner Research-Arbeit im WIFO (Austrian Institute of Economic Research) von 1978 bis 1990 arbeitete er als Wertpapierspezialist in verschiedenen leitenden Funktionen bei international renommierten Investmentbanken. Die Funktion „Head of Research“ hatte er während dieser Zeit beispielsweise bei der Creditanstalt Investmentbank, UniCredit Bank Austria, bei Robert Fleming Securities und bei Bank Sal. Oppenheim inne.

Neben seiner Analysetätigkeit war er von 1997 bis 2000 bei der Eastfund Management als Fondsmanager für Zentral- und Osteuropa Aktien tätig.