

<https://blog.de.erste-am.com/brexit-inselloesung-statt-gemeinschaftsprojekt-teil-iv/>

Brexit: Insellösung statt Gemeinschaftsprojekt? – Teil IV

Peter Szopo



© © iStock.com

Aktienmärkte zeigen sich – bisher – unbeeindruckt

Die Debatte um den möglichen Brexit wird intensiver ([erst gestern veröffentlichte das britische Finanzministerium eine ernste Warnung](#)) und das britische Pfund handelt nahe historischen Tiefstständen, aber der britische Aktienmarkt zeigt bisher kaum Anzeichen von Stress. Seine Bewertungsprämie gegenüber dem Euro Stoxx 600 (auf Basis des Forward-KGV) ist unverändert, während sein Abschlag zu US-Aktien auf dem geringsten Wert seit Jahren ist, wie wir auch schon in unserem [vorigen Blog-Beitrag](#) ausführten.

Im Verlauf des Jahres (d.h. bis Mitte April) konnte der FTSE 100, der wichtigste Aktienindex des Marktes, 1,6% in Lokalwährung zulegen. Dies entsprach in etwa der Performance des Dow-Jones Industrial (+2,7%) und stellte gleichzeitig eine deutliche Outperformance gegenüber dem Euro Stoxx 50 dar, der im gleichen Zeitraum 6,5% einbüßte. Darüber entwickelte sich die implizite Volatilität des FTSE 100 praktisch im Gleichschritt mit dem VIX, was zeigt, dass britische Aktien von den selben globalen Faktoren beeinflusst wurden und nicht von idiosynkratischen, heimatmarktspezifischen Risiken.

FTSE 100 (implizite Volatilität) vs. VIX

1

Investoren: Unsicher, in welche Richtung es geht

Für Investoren ist schwierig, auf die Richtung zu setzen, die der britische Aktienmarkt relativ zu anderen Märkten vermutlich einschlagen wird. Dies zeigt sich beispielsweise anhand der regelmäßigen Investorenfrage von Barclays (siehe dazu unserem [letzten Blog-Beitrag](#)). Aus ihr geht hervor, dass der Anteil jener Investoren, die von einer Outperformance britischer Aktien ausgehen, beinahe gleich groß ist wie der Anteil jener, die eine unterdurchschnittliche Entwicklung erwarten. Diese Unsicherheit ist darauf zurückzuführen, dass der Brexit zahlreiche konterkarierende Effekte zur Folge hätte. Das Absinken des BIP, steigende Unsicherheit und die Produktivitätseffekte eines schwächeren Außenhandels hätten negative Auswirkungen auf britische Aktien, während vor allem die Pfundschwäche Unternehmensgewinne stützen würde. Zusätzlich könnte eine Deregulierung langfristig die Kosten der Bürokratie verringern und die Flexibilität im Unternehmenssektor erhöhen (wobei dieser Effekt nicht überschätzt werden sollte). Der Nettoeffekt ist ungewiss, obwohl wir im Gegensatz zu den von Barclays befragten Anlegern dazu tendieren, die Abwärtsrisiken des Brexit stärker zu gewichten als die Aufwärtsrisiken.

Während die Richtung, in die sich der Aktienmarkt im Falle eines Brexit bewegen würde, schwieriger prognostizierbar ist, sind Aussagen auf Sektorebene einfacher. Sektoren mit vorrangig inländischem Geschäft werden sich anders verhalten als jene, die international aufgestellt sind. Der FTSE 100 beinhaltet eine Reihe von Unternehmen, vor allem in den Bereichen Energie und Rohstoffe, die global operieren. Die Auswirkungen eines Brexit auf die britische Wirtschaft – schwächerer Konsum und niedrigere Investitionen – würden insbesondere Sektoren und Unternehmen mit Inlandsfokus treffen, während Unternehmen mit globaler Ausrichtung relativ immun sein sollten. Die nachfolgende Tabelle stellt schematisch die Faktoren dar, die unserer Ansicht nach die einheimischen und globalen Sektoren und Unternehmen unterschiedlich beeinflussen.

2

Zur Modellierung dieser Effekte teilten wir den FTSE 100 in zwei Segmente auf – eines mit Unternehmen, die vorrangig am Heimmarkt tätig sind, und ein zweites mit Unternehmen mit globaler Ausrichtung – und berechneten deren relative Aktienperformance (relativ zum jeweiligen Industriesektor). Falls Investoren beginnen, den Brexit für wahrscheinlicher zu halten, sollte das globale Segment besser abschneiden als das auf den Heimmarkt fokussierte Segment.

Ein ähnlicher Zugang besteht darin, die relative Performance des FTSE 100 (welcher von globalen Unternehmen dominiert wird) und des FTSE 250, der größtenteils aus Midcaps mit einheimischem Geschäft besteht, zu berechnen.

In der Tat signalisieren beide Indikatoren, dass in den letzten Monaten eine Sektor-Rotation im britischen Aktienmarkt stattgefunden hat, weg von Unternehmen, die vornehmlich in der einheimischen Wirtschaft operieren zu global orientierten Unternehmen. Dies könnte darauf hindeuten, dass Investoren begonnen haben, einen möglichen EU-Austritt Großbritanniens als realistische Möglichkeit zu sehen. Es ist wahrscheinlich, dass sich die Umschichtung aus „einheimischen“ Aktien heraus beschleunigen würde, falls es tatsächlich zum Brexit kommt.

Europäische Aktien: Ruhe vor dem Sturm?

Die europäischen Aktienmärkte verzeichneten einen schwachen Start ins Jahr 2016. Im Durchschnitt wurde die Performance der entwickelten Märkte um beinahe sieben Prozentpunkte verfehlt (Euro Stoxx 600 vs. MSCI Developed Markets). Allerdings spielte der Brexit dabei vermutlich eine untergeordnete Rolle. Hauptverantwortlich waren eine schwache Berichtssaison im Verbund mit gedämpften Gewinnaussichten, EU-interne Spannungen im Zusammenhang mit dem Migrationsproblem, sowie sich verschlechternde makroökonomische Daten am Jahresanfang. Zuletzt (seit Mitte Februar) konnten sich europäische Aktien, wie auch die globalen Märkte, wieder erholen, und der Volatilitätsindex fiel auf 20 Punkte.

Sollten die Brexit-Risiken allerdings im Vorlauf zum Referendum ansteigen, so könnten wir uns auf eine Wiederholung der Situation vor einem Jahr im Rahmen der Griechenland-Krise einstellen, als die Volatilität rapide anstieg und der Euro Stoxx 600 hinter Vergleichsindizes zurückfiel. Vor einem Jahr, als ein Grexit zur Debatte stand, stieg der Index der impliziten Volatilität auf 30 Punkte, und der Euro Stoxx 600 verlor mehr als 5% gegenüber den globalen Märkten. Es käme überraschend, wenn die Reaktion der Märkte in Anbetracht der weitaus breiter angelegten Konsequenzen eines Brexit im Vergleich zu jenen eines Grexit dieses Mal nicht deutlicher ausfiele.

Zusammenfassung

Dies ist der letzte von vier Blog-Beiträgen, in denen wir den Versuch unternommen haben, eine Zusammenfassung der Implikationen des Brexit darzustellen. Die Situation ist in Fluss und bleibt unsicher. Entwicklungen in Europa (z.B. die Migrationsproblematik) und in Großbritannien (Inlandsthemen politischer und wirtschaftliche Natur) können das Pendel in beide Richtungen anstoßen. Trotzdem legt die Vielzahl an empirischen Daten, Kommentaren und Studien einige vorläufige Schlüsse nahe:

- Ein Brexit ist nicht das wahrscheinlichste Ergebnis, und seine Eintrittswahrscheinlichkeit ist in den letzten Monaten nur moderat gestiegen. Allerdings ist er auch nicht vollkommen auszuschließen und bleibt daher ein ernstzunehmendes Tail-Risiko für die globalen Finanzmärkte.
- Die Mehrzahl der verfügbaren Analysen legt die Vermutung nahe, dass die britische Wirtschaft unter dem Austritt leiden würde. Die Hoffnung, wonach ein freundschaftliches Ausscheiden aus der EU die negativen Konsequenzen (vor allem hinsichtlich der Handelsbeziehungen) in Grenzen halten könnte, scheint ein wenig naiv. Scheidungen verlaufen oft chaotisch, vor allem dann, wenn es um komplexe wirtschaftliche Sachverhalte geht.
- Europa würde ebenso leiden – wirtschaftlich, aber noch mehr politisch, wie [einige Kolumnisten jüngst](#) in der Financial Times besprochen. Zwar könnten einige Politiker der Hoffnung verfallen, dass es in einer Europäischen Union ohne Großbritannien einfacher sei, den Integrationsprozess zu vertiefen und institutionelle Reformen voranzutreiben, doch scheint hier der Wunsch Vater des Gedankens zu sein. Die Differenzen bezüglich Sparpolitik, Niedrigzinspolitik, Griechenland, Migration und anderen Themen waren in den letzten Jahren nicht zwischen Großbritannien und dem Rest der EU zu finden.
- Mit Ausnahme der Währungsmärkte haben die Finanzmärkte bisher nicht wirklich auf die Risiken eines Brexit reagiert. Jegliches Anzeichen einer steigenden Brexit-Wahrscheinlichkeit würde vermutlich die Volatilität bei Risikoanlagen erhöhen und die Finanzmärkte in einen Risk-off-Modus („raus aus dem Risiko“) versetzen.

Wichtige rechtliche Hinweise

Hierbei handelt es sich um eine Werbemitteilung. Sofern nicht anders angegeben, Datenquelle Erste Asset Management GmbH. Die Kommunikationssprache der Vertriebsstellen ist Deutsch und jene der Verwaltungsgesellschaft zusätzlich auch Englisch.

Der Prospekt für OGAW-Fonds (sowie dessen allfällige Änderungen) wird entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 idgF erstellt und veröffentlicht. Für die von der Erste Asset Management GmbH 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“ sowie das Basisinformationsblatt sind in der jeweils aktuell gültigen Fassung auf der Homepage www.erste-am.com jeweils in der Rubrik Pflichtveröffentlichungen abrufbar und stehen dem/der interessierten Anleger:in kostenlos am Sitz der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft sowie am Sitz der jeweiligen Depotbank zur Verfügung. Das genaue Datum der jeweils letzten Veröffentlichung des Prospekts, die Sprachen, in denen das Basisinformationsblatt erhältlich ist, sowie allfällige weitere Abholstellen der Dokumente, sind auf der Homepage www.erste-am.com ersichtlich. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte ist in deutscher und englischer Sprache auf der Homepage www.erste-am.com/investor-rights abrufbar sowie bei der Verwaltungsgesellschaft erhältlich.

Die Verwaltungsgesellschaft kann beschließen, die Vorkehrungen, die sie für den Vertrieb von Anteilscheinen im Ausland getroffen hat, unter Berücksichtigung der regulatorischen Vorgaben wieder aufzuheben.

Hinweis: Sie sind im Begriff, ein Produkt zu erwerben, das schwer zu verstehen sein kann. Bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen, empfehlen wir Ihnen, die erwähnten Fondsdokumente zu lesen. Diese Unterlagen erhalten Sie zusätzlich zu den oben angeführten Stellen kostenlos am jeweiligen Sitz der vermittelnden Sparkasse und der Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG. Sie können die Unterlagen auch elektronisch abrufen unter www.erste-am.com.

Wichtig: Die im Basisinformationsblatt angeführten Performance-Szenarien beruhen auf einer Berechnungsmethodik, die in einer EU-Verordnung vorgegeben ist. Die künftige Marktentwicklung lässt sich nicht genau vorhersagen. Die dargestellten Performance-Szenarien zeigen nur mögliche Erträge auf, basieren dabei aber auf den Erträgen in der jüngeren Vergangenheit. Die tatsächlichen Erträge könnten niedriger ausfallen als angegeben.

Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Merkmale unserer Anleger:innen hinsichtlich des Ertrags, der steuerlicher Situation, Erfahrungen und Kenntnisse, des Anlageziels, der finanziellen Verhältnisse, der Verlustfähigkeit oder Risikotoleranz.

Bitte beachten Sie: Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu. Eine Veranlagung in Wertpapieren birgt neben den geschilderten Chancen auch Risiken. Der Wert von Anteilen und deren Ertrag können sowohl steigen als auch fallen. Auch Wechselkursänderungen können den Wert einer Anlage sowohl positiv als auch negativ beeinflussen. Es besteht daher die Möglichkeit, dass Sie bei der Rückgabe Ihrer Anteile weniger als den ursprünglich angelegten Betrag zurückerhalten. Personen, die am Erwerb von Investmentfondsanteilen interessiert sind, sollten vor einer etwaigen Investition den/die aktuelle(n) Prospekt(e) bzw. die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“, insbesondere die darin enthaltenen Risikohinweise, lesen. Ist die Fondswährung eine andere Währung als die Heimatwährung des/der Anleger:in, so können Änderungen des entsprechenden Wechselkurses den Wert der Anlage sowie die Höhe der im Fonds anfallenden Kosten - umgerechnet in die Heimatwährung - positiv oder negativ beeinflussen.

Wir dürfen dieses Finanzprodukt weder direkt noch indirekt natürlichen bzw. juristischen Personen anbieten, verkaufen, weiterverkaufen oder liefern, die ihren Wohnsitz bzw. Unternehmenssitz in einem Land haben, in dem dies gesetzlich verboten ist. Wir dürfen in diesem Fall auch keine Produktinformationen anbieten.

Zu den Beschränkungen des Vertriebs des Fonds an amerikanische oder russische Staatsbürger entnehmen Sie die entsprechenden Hinweise dem Prospekt bzw. den „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“.

In dieser Mitteilung wird ausdrücklich keine Anlageempfehlung erteilt, sondern lediglich die aktuelle Marktmeinung wiedergegeben. Diese Mitteilung ersetzt somit keine Anlageberatung und berücksichtigt weder die Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen, noch unterliegt sie dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Die Unterlage stellt keine Vertriebsaktivität der Verwaltungsgesellschaft dar und darf somit nicht als Angebot zum Erwerb oder Verkauf von Finanz- oder Anlageinstrumenten verstanden werden.

Die Erste Asset Management GmbH ist mit den vermittelnden Sparkassen und der Erste Bank verbunden.

Beachten Sie auch die „Informationen über uns und unsere Wertpapierdienstleistungen“ Ihres Bankinstituts.

Druckfehler und Irrtümer vorbehalten.



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.