

## Einschätzung zum BREXIT

28. Juni 2016  
Do Investment AG

*Dieser Marktkommentar ist ausschließlich für Ihren persönlichen Gebrauch vorgesehen. Weder der Marktkommentar noch Teile daraus dürfen ohne vorherige Erlaubnis reproduziert oder veröffentlicht werden. Alle Informationen beruhen auf Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Sie dienen lediglich der Information und begründen keinerlei Haftungsobligo.*

## Einschätzung zum BREXIT

München, den 28. Juni 2016

Es ist amtlich: Am 23. Juni 2016 stimmten die Briten in einem Referendum mit einer hauchdünnen Mehrheit von 52% für den sogenannten BREXIT, den Austritt aus der Europäischen Union (EU). Dieses knappe Ergebnis spiegelt eine breite Spaltung des Vereinigten Königreiches wider. Schottland und Nordirland stimmten mit 62% und 56% für einen Verbleib ihres Landes in der EU – in England und Wales waren es nur 47% und 48%. In Großbritannien offenbart das Referendum neben der regionalen Spaltung zudem einen massiven Riss in der Gesellschaft: nach Alter und sozialen Klassen. Jüngere Briten stimmten mehrheitlich für den EU-Verbleib (z.B. 18- bis 24-Jährige mit 73%-Mehrheit versus nur 40% bei Wählern im Alter von mind. 65), genauso wie Briten der Mittelklasse und gehobenen Mittelklasse mit 57% lieber in der EU bleiben wollen (Arbeiter und Geringverdiener: 36%).

**Schockwellen an den Finanzmärkten am „BREXIT-Freitag“**

Die Quoten der Wettbüros in den Tagen vor der Abstimmung deuteten auf einen Verbleib Großbritanniens in der EU hin. Auch die meisten Marktteilnehmer rechneten nicht mit einem BREXIT. Dennoch war die Nervosität im Vorfeld des Referendums groß – unter anderem ablesbar an Kosten für Absicherungsmaßnahmen (hohe implizite Volatilitäten von Verkaufsoptionen). Die Bekanntgabe des BREXIT-Votums am frühen Morgen des 24. Juni („BREXIT-Freitag“) löste reflexartige Schockwellen an den globalen Finanzmärkten aus. Der DAX eröffnete den Handel mit einem Minus von 10%, konnte dann aber im Laufe des Tages einen Teil der Verluste wettmachen und schloss den Tag mit -7% ab. Mit einem Indexstand von ca. 9.500 Punkten stand der DAX schlussendlich nicht tiefer als noch vor wenigen Handelstagen Mitte Juni. Schlimmer traf es griechische Aktien (-13%), aber auch italienische und spanische Aktien (je -12%). Der Index der 100 wichtigsten in UK gelisteten Unternehmen, der FTSE 100, beendete den „BREXIT-Freitag“ am Ende zwar nur mit -3% (in Lokalwährung, d.h. Britischen Pfund), aber durch den Kursabsturz des Britischen Pfund ergibt sich in Euro gerechnet ein Verlust von -9%. Besonders hart traf es europäische Bankaktien (z.B. Unicredit: -24%, Barclays: -18%, Deutsche Bank: -14%, Commerzbank: -13%). Als BREXIT-Opfer erwies sich das britische Pfund. Dieses verlor gegenüber dem Euro 6%, gegenüber dem US-Dollar sogar 8% seines Wertes. Hier hatten einige noch deutlich größere Verluste für den Fall des BREXIT prognostiziert. Ein Crash wie bei Ausscheiden des Pfund aus dem Europäischen Währungssystem, am 16. September 1992 verlor das Pfund gegenüber dem US-Dollar knapp 30% seines Wertes, blieb aber aus.

**Fluchthäfen am „BREXIT-Freitag“**

Als Spiegelbild zu den panikartigen Verkäufen erwiesen sich klassische sichere Häfen als Gewinner. Auf der Währungsseite stieg der Japanische Yen gegenüber dem Euro um 6%, der US-Dollar um 2% und der Schweizer Franken um 1%. Der Goldpreis stieg um 4% auf ein Zwei-Jahres-Hoch. Auch Aktien von Goldminen erwiesen erneut eine Versicherungsfunktion im Portfolio. Der US-amerikanische Goldminenindex HUI legte um 6% zu. Während in der Eurozone praktisch kaum eine Aktie am Ende des Tages im Plus notierte, schafften es in London gleich mehrere Titel. Multinationale Konzerne, die zwar an der Londoner Börse notiert sind, aber einen Großteil ihrer Umsätze im Ausland erzielen, trotzten dem Sturm (z.B. GlaxoSmithKline: +4%, AstraZeneca: +3%, British American Tobacco: +3%, Unilever: +2%). Die im britischen Aktienindex FTSE 100 zusammengefassten Unternehmen machen 80 % ihres Umsatzes in Übersee. Die Kurse von 10-jährigen Bundesanleihen legten um etwa 1% zu, 30-jährige Bundesanleihen gewannen sogar fast 6% an Wert. Die zehnjährige deutsche Rendite stürzte zwischenzeitlich bis auf das neue Rekordtief von -0,17% ab. Am Ende des „BREXIT-Freitags“ stand sie bei -0,05 % (Vortag: +0,09 %).

## **Scheidungsverhandlungen**

Formal gesehen ändert das Referendum zunächst nichts am Status Quo. Ein Referendum ist nicht rechtlich bindend, so dass Großbritannien zunächst Mitglied in der EU bleibt. Das Land muss nun offiziell den Austritt nach Artikel 50 des EU-Vertrags erklären. Noch am „BREXIT-Freitag“ trat der britische Premierminister, David Cameron, zurück. Dies ist eine logische Folge, denn wie soll Cameron als EU-Verfechter ein Land führen, das den Austritt wählte. Damit hat die fünftgrößte Industrienation der Welt keine politische Spitze mehr. Es ist nun fraglich, wann und wer den Austritt der Briten offiziell verkündet. Cameron hat bei seinem Rücktritt am „BREXIT-Freitag“ erklärt, der Austrittsgesuch komme erst im Oktober, weil die Conservative and Unionist Party, umgangssprachlich Tories, nun erst auf einem Parteitag einen Nachfolger bestimmen muss. Sobald das Austrittsgesuch erfolgt ist, greift eine Zwei-Jahres-Frist. Binnen dieser Zeit müssen die Einzelheiten des Austritts geklärt werden. Scheidungsprozesse verlaufen in den wenigsten Fällen problemlos und schnell. Präzedenzfälle gibt es nicht, wenn man den Fall des Austritts Grönlands aus der damaligen Europäischen Gemeinschaft außen vor lässt (die Verhandlungen dauerten damals drei Jahre). Jedenfalls sind viele Reibungen zwischen beiden Parteien vorprogrammiert.

## **„Unvereinigtes Königreich“ und „Kleinbritannien“?**

Großbritannien, offiziell Vereinigtes Königreich genannt, besteht aus den ehemals unabhängigen Ländern England, Wales und Schottland sowie dem Gebiet Nordirland. Der BREXIT setzt nun jedoch die Einheit Großbritanniens aufs Spiel und das Land wirkt nach dem BREXIT-Referendum unvereinigt. Die schottische Ministerpräsidentin Nicola Sturgeon erklärte als Reaktion ihr Vorhaben, ein zweites Unabhängigkeitsreferendum anzustreben. Im ersten Referendum im September 2014 stimmten noch 55% gegen den Austritt aus Großbritannien. Schottland sieht jedoch laut dem Referendum letzte Woche seine Zukunft in der EU (62% der Schotten stimmten für „Bremain“, also dem Verbleib von Großbritannien in der EU). Ähnliche Bestrebungen könnte Nordirland hegen. Die Hälfte der Importe und Exporte Nordirlands gehen in die EU und die Region erhält jährlich circa 320 Millionen Euro Agrarsubventionen von der EU. Würde Großbritannien sowohl Schottland als auch Nordirland verlieren, hätte das Land „Kleinbritannien“ 38% weniger Fläche und 14% weniger Einwohner.

## **Was sind die allgemeinen Folgen des BREXIT?**

Soviel ist sicher: Das BREXIT wird weitreichende Konsequenzen mit sich bringen – sowohl für Menschen innerhalb als auch außerhalb der EU. Man kann nach diesem Ereignis nicht einfach zur Tagesordnung übergehen. Derzeit gibt es mehr Fragen als Antworten: Erhalten die Fliehkräfte gegen das Projekt Europa weiteren Auftrieb? Ist das Fortbestehen des Euro in Gefahr? Wie beeinflusst der BREXIT die im nächsten Jahr anstehenden Wahlen in Frankreich und Deutschland? Welches Signal sendet das BREXIT Referendum an andere EU austrittswillige politische Lager? Wann tritt Großbritannien aus der EU aus? Treten die Schotten und Nordiren jetzt aus dem Königreich aus? Wie sieht der neue Modus Vivendi zwischen Großbritannien und der EU aus? Wackelt der bedeutende Finanzstandort London? Gewinnt damit Frankfurt am Main, Finanzstandort Nr. 1 in Deutschland, an Bedeutung? Findet die Fusion der Börsen Frankfurt und London jetzt noch statt? Wenden sich internationale Anleger von Europa ab – verliert Europa auf der Weltkarte an Einfluss? Was passiert mit den extrem hohen Immobilienpreisen in London? Müssen die mehr als 13.000 in Berlin gemeldeten Briten jetzt zurück in ihr Heimatland? Wir sind offen: Wir können diese Fragen nicht beantworten und hier nur Vermutungen anstellen. Was denken wir? Unabhängig von der politischen Dimension dürfte die BREXIT-Entscheidung konjunkturelle Bremsspuren hinterlassen. Die Unsicherheit über die weitere Zukunft des Vereinigten Königreichs, aber vor allem von Europa, dürfte sowohl Investitionen seitens der Unternehmen als auch Konsumausgaben seitens der Privathaushalte bremsen. Geplante ausländische Direktinvestitionen in die UK dürften auf die lange Bank geschoben werden. Viele Unternehmen werden wohl auch Neueinstellungen zurückstellen. Knapp die Hälfte der britischen Exporte gehen an die restliche EU und umgekehrte nur 7% der kontinentaleuropäischen EU-Exporte

nach Großbritannien. Wir erwarten einen deutlich negativen Bremseffekt für Großbritannien, ggf. sogar eine Rezession in der zweiten Jahreshälfte und 2017, sowie eine gewisse Belastung der Wachstumsraten in der Eurozone.

## **Wie geht es an den Finanzmärkten weiter?**

Das britische Leistungsbilanzdefizit, mit 5,2% des BIP im Jahr 2015 das größte Defizit seit Aufzeichnungen, könnte sich als Achillesferse für das Britische Pfund erweisen. Die Währung könnte nun längere Zeit unter Abwertungsdruck stehen. Multinationale in London gelistete Unternehmen, die ihre Gewinne vor allem im Ausland erwirtschaften, dürften von positiven Währungsumrechnungsgewinnen profitieren. Binnenorientierte britische Unternehmen dürften zu den Verlierern gehören, ebenso Unternehmen, die Waren oder Dienstleistungen aus der EU importieren. Auf europäische Finanzunternehmen mit einem Hauptquartier in London, dürften erhebliche Kosten zukommen, was deren Kursentwicklung belasten dürfte.

An den Finanzmärkten führt die Psychologie häufig zu kurzfristig erratischen Schwankungen. Dabei sollte dennoch stets ein kühler Kopf bewahrt werden. Der Euro verlor gegenüber dem US-Dollar am „BREXIT“-Freitag etwa 2% seines Wertes. Dennoch beträgt die Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar seit Jahresanfang immer noch knapp 3%. Der DAX stand am Ende des „BREXIT“-Freitag kaum verändert gegenüber seinem Stand vor einer Woche. Von einem Aktiencrash kann hier also nicht gesprochen werden. Es stellt sich auch stets die Frage, was der Markt bereits einpreist. Die Aktienbewertung auf Basis des Kurs-Gewinn-Verhältnisses liegt für den DAX bei etwa 12, beim Euro Stoxx 50 (Europa) bei etwa 13. Diese Werte entsprechen in etwa dem fünfjährigen Durchschnitt. Anders sieht das US-Bild aus: Der S&P 500 weist ein KGV von 17 auf und steht damit eher am oberen Rand des Bewertungsbandes der letzten fünf Jahre. Auf relativer Basis sind deutsche Aktien aktuell fast ein Drittel preiswerter als ihre US-amerikanischen Pendanten.

## **Wie haben wir zuletzt im Do Aktien Global und im Do Absolute Return auf die BREXIT-Herausforderungen reagiert?**

Keinesfalls wollen wir jemals panisch reagieren. Wir präferieren es zu agieren, anstatt zu reagieren. Wir haben im Vorfeld zum Referendum unser Risiko auf Gesamtfondsebene reduziert.

Mit Blick auf die jüngsten Veränderungen im **Do Aktien Global** haben wir bereits im Vorfeld des Referendums per 23. Juni die Aktienquote über unser antizyklisches Overlay-Programm leicht reduziert. Ebenso nutzten wir Marktverwerfungen Mitte des Monats, um über Discountstrategien antizyklisch attraktive Renditen zu sichern. Ferner identifizierten wir einen global investierenden Emerging-Market Fonds der im Segment Small/Mid-Caps agiert. Dementsprechend haben wir mit Ruhe und Bedacht agiert und weisen derzeit eine konservative Positionierung aus. So beträgt die Kassenquote derzeit 17%. Darüber hinaus ist das Portfolio zu 10% mit Goldminen, Gold direkt sowie einem auf Volatilitätsstrategien spezialisiertem Manager bestückt, um in eben diesen Krisenfällen abgesichert zu sein. Am verhängnisvollen 24. Juni erzielten diese Sicherungsblöcke ausnahmslos Gewinne.

Im **Do Absolute Return** veräußerten wir unsere einzige Anleihe in Britischen Pfund vor dem BREXIT-Votum. In die Kursrallye bis zu Referendum hinein reduzierten wir zudem unsere Aktienquote. Aktuell befinden sich keine erhöhten Klumpenrisiken im Fonds. Lediglich 0,8% des gesamten Fonds sind in zwei in London und damit in Britischen Pfund notierten Aktien investiert (Vodafone und Rio Tinto). Ein GBP-Kontobestand liegt nicht vor. Wir halten keine Bankaktien, aber auch keine anderen Finanzwerte.

Unsere defensive Investitionspolitik hat sich in den vergangenen Jahren, insbesondere in Krisenzeiten, sehr bewährt. Größere Verluste an den Kapitalmärkten konnten wir durch eine breite Diversifikation und eine konservative Anlagepolitik in unseren Portfolios stets abfedern. Wir werden an unserer defensiven Ausrichtung in den kommenden Wochen festhalten. Sollten die Verwerfungen an den Kapitalmärkten größer werden, werden wir die Chancen, die sich zum Einstieg bieten, nutzen.

**Rechtlicher Hinweis:**

Die in diesem Marktkommentar zusammengefassten Börsen- und Wirtschaftsinformationen, Kurse, Indices, Preise, Nachrichten und allgemeine Marktdaten sowie angezeigte Ergebnisse dienen zur Information und stellen keine Anlageberatung, keine steuerliche Beratung, kein Angebot, keine Empfehlung und keine Aufforderung zum Treffen von Anlageentscheidungen oder zum Tätigen von Geschäften in Finanzinstrumenten, wie zum Beispiel den Erwerb oder die Veräußerung von Investmentanteilen oder sonstige Empfehlung dar. Insbesondere ersetzen diese Informationen nicht eine für die Tätigkeit von Investitionen geeignete anleger- und produktbezogene Beratung. Die Informationen, die für diesen Bericht verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann.