



Danske Invest

EU-Referendum in Großbritannien

2016

Investor brief



Chefanalyst: So beurteilen wir einen möglichen Brexit

Das bevorstehende EU-Referendum in Großbritannien am 23. Juni ist einer der Gründe, warum wir vor Kurzem die Aktiengewichtung in unseren Mischfonds etwas reduziert haben, darunter nicht zuletzt europäische Aktien.

- * Ein Brexit ist 2016 ein erhebliches politisches Risiko
- * Europäische Aktien wären davon am stärksten betroffen
- * Wir haben Aktien weiterhin leicht übergewichtet



Chefanalyst: So beurteilen wir einen möglichen Brexit

Das bevorstehende EU-Referendum in Großbritannien am 23. Juni ist einer der Gründe, warum wir vor Kurzem die Aktiengewichtung in unseren Mischfonds etwas reduziert haben, darunter nicht zuletzt europäische Aktien. Um unsere Ansichten im Hinblick auf die Abstimmung und die möglichen Konsequenzen zu verstehen, bedarf es eines Einblicks in den Investmentprozess von Danske Invest und unsere übergeordneten gesamtwirtschaftlichen Erwartungen.



Von Bo Bejstrup Christensen,
Chefanalyst bei
Danske Invest

Wenn ich mitgezählt hätte, wie oft ich schon darum gebeten wurde, ein politisches Ereignis und

Zu den bedeutendsten Ereignissen in meiner Karriere zählen die Konflikte zwischen Nord- und Südkorea, Russland und der Ukraine, China und Taiwan sowie die Unruhen im Nahen Osten und zuletzt die Flüchtlingskrise in Europa. Dazu kommt noch der laufende Strom an Wahlen mit der amerikanischen Präsidentschaftswahl an der Spitze. Auch wenn ich diese Zuversicht schätze, dass meine Kollegen und ich nahezu alle Fragen beantworten können, ist das von Natur aus fast unmöglich. Wir haben weder einen heißen Draht nach Washington noch nach Peking oder Moskau, und wir können bestimmt nicht die Zukunft vorhersagen, wenn eine Wahl ansteht.

Jetzt ist das bevorstehende Referendum über den Verbleib Großbritanniens in der Europäischen Union an der Reihe, im Volksmund auch „Brexit“-Referendum genannt. Und jetzt laufen die Telefonleitungen wieder heiß. Was ist unsere Einstellung?

Was bedeutet das? Was sollen wir als Anleger tun?

Es kommt auf den Investmentprozess an

Bevor wir versuchen, auf diese Fragen eine qualifizierte Antwort zu geben, gehen wir einen Schritt zurück. Auf ganz fundamentaler Ebene erlauben wir uns zu fragen (vielleicht etwas provokant): Ist die aktuelle Situation viel schlimmer als in den 1960er, 1970er und 1980er Jahren? Wir scheinen zu vergessen, dass die Welt so gut wie immer mit großen politischen Ereignissen und Strömungen konfrontiert wurde. Die Kubakrise, der Kalte Krieg und der Zerfall der Sowjetunion sind nur einige Beispiele. Es ist richtig, dass Europa den größten Herausforderungen seit vielen Jahren gegenübersteht, aber als Anleger sollten wir uns daran erinnern, dass die Aktienmärkte trotz all dieser großen historischen Begebenheiten Renditen generiert haben. Lektion Nummer 1 ist also, dass langfristige Anleger in erster Linie Ruhe bewahren sollen.

Diese Ereignisse sorgen aber nach wie vor für Schlagzeilen und somit häufig für Marktschwankungen. Wenn Anleger die Sache etwas kurzfristiger betrachten, können sie Erträge erzielen, wenn sie es schaffen, diese Ereignisrisiken erfolgreich zu umschiffen. Aber ehrlich gesagt: Wer ist dazu in der Lage? Die wenigsten Anleger können faktische Ergebnisse und Konsequenzen vorhersagen, und noch weniger schaffen es, sich richtig zu positionieren.



Wenn Großbritannien für einen Austritt aus der EU stimmt, geht die Welt nicht unter. Stattdessen käme es zu einer langwierigen politischen Unsicherheitsphase, die das Wachstum belasten würde.

Was das bevorstehende EU-Referendum betrifft, ist es interessant zu sehen, dass britische Aktien im Hinblick auf die Rendite in lokaler Währung trotz des offensichtlichen politischen Risikos zu den besten großen Aktienmärkten in diesem Jahr zählen. Das bezeugt Lektion Nummer 2: Zu einem gegebenen Zeitpunkt sind viele Faktoren im Spiel, weshalb man als Anleger riskiert, vom Weg abzukommen, wenn man nicht das Gesamtbild betrachtet.

Gute Zeiten bedeuten weniger Ereignisrisiken
Damit kommen wir zu Lektion Nummer 3 und unserer vielleicht wichtigsten Botschaft: „Vergessen“ Sie das politische Risiko - und halten Sie ▶▶

▶▶ sich an Ihren Investmentprozess. Wenn wir versuchen, für unsere Kunden eine Mehrrendite zu erzielen, indem wir fortlaufend das Risiko in unseren Portfolios anpassen, folgen wir einem stringenten Prozess. In diesen Prozess fließen z.B. die Bewertungen, unsere Einschätzung der Geldpolitik sowie der Zustand der Weltwirtschaft ein, nur um einige Faktoren zu nennen. Wenn Aktien günstig bewertet sind, sind bereits viele Risiken eingepreist. Ganz entscheidend ist für uns jedoch die globale Wachstumsdynamik, das heißt, ob das Wirtschaftswachstum zu- oder abnimmt.

Historisch gesehen erzielen traditionelle riskante Vermögenswerte wie Aktien und Unternehmensanleihen den Großteil ihrer Rendite bei steigendem Wachstum.

Wenn wir beispielsweise davon ausgehen, dass das Wachstum in den USA in den kommenden Monaten steigt, spielen Ereignisrisiken in unserer Einschätzung eine geringere Rolle als das künftige Risiko-Rendite-Potenzial. Es kann gut sein, dass Donald Trump oder Hillary Clinton morgen etwas Aufsehenerregendes von sich geben oder Putin übermorgen mit den

Säbeln rasselt, aber eine Woche später kommt eine positive Wirtschaftszahl aus den USA. Und eine weitere. Und noch eine. Das übertönt tendenziell die Begebenheiten, die unterwegs unvermeidlich auftauchen – auch weil sich die Welt irgendwann an die neue Situation gewöhnt. Der Ukraine Konflikt sorgte anfangs für große Schlagzeilen, ist jetzt aber in den Hintergrund getreten. Nicht weil er gelöst ist, sondern weil wir uns an ihn gewöhnt haben.

Dagegen wird immer eine neue Wirtschaftszahl veröffentlicht – und solange sie positiv ist, konzentrieren sich die Märkte schnell auf sie und vergessen die großen Ereignisse. Im Frühjahr 2015 waren wir zum Beispiel trotz der Griechenlandkrise stark auf europäische Aktien ausgerichtet.

Die wenigsten Ereignisse haben einen bleibenden Effekt

Das führt uns zu Lektion Nummer 4: Sind die einzelnen Ereignisse für das Wirtschaftsumfeld von Bedeutung? Das ist gleich viel schwerer zu beantworten, weil die Ereignisse selbst schwer vorherzusehen sind. Aber auch hier treffen wir häufig auf falsche Annahmen. Die meisten Ereignis-

se haben keine dauerhafte Bedeutung für das Niveau des Wirtschaftswachstums. Ein Beispiel ist der Ukraine Konflikt. Als die EU Sanktionen gegenüber Russland einführte, hatte das wirtschaftliche Auswirkungen, und wir haben damals selbst unterschätzt, die stark die Sanktionen den deutschen Export belasten würden. Entscheidend ist aber, dass das nur mittelfristige Auswirkungen auf das Wachstum hat.

Stellen Sie sich vor, dass Mercedes 100 Autos nach Russland exportiert. Dann kommen die Sanktionen. Der Absatz in Russland geht auf null zurück. Mercedes muss seine Produktion um 100 Autos drosseln. Das belastet das Wachstum. ABER: Auch wenn die Sanktionen nicht aufgehoben werden, passt sich Mercedes dieser neuen Wirklichkeit an. Wenn die Produktion um 100 Autos gedrosselt wurde, ist alles überstanden. Dann kehrt das Wachstum zurück und wird z.B. von anderen Märkten vorangetrieben, auch wenn in Russland kein Umsatz gemacht wird.

Diese Einsicht ist für das Verständnis unseres Investmentprozesses entscheidend. Weil wir (und der Markt) uns auf Wachstumsver- ▶▶

SCHWACHES PFUND STERLING

Abb. 01

Das britische Pfund (GBP) hat seit November 2015 gegenüber dem Euro (EUR) um gute 10% abgewertet.

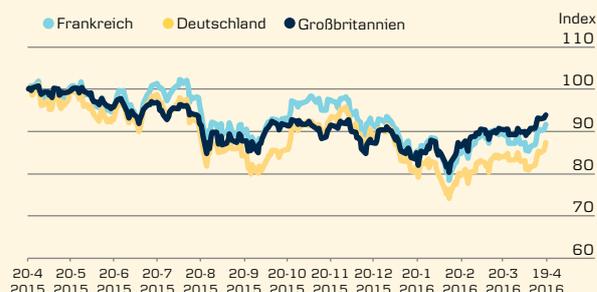


QUELLE: Bloomberg, GBP/EUR für den Zeitraum vom 20.04.2015 bis 19.04.2016.

ROBUSTE BRITISCHE AKTIEN

Abb. 02

Trotz der Unsicherheit rund um einen möglichen Brexit haben sich britische Aktien in lokaler Währung besser entwickelt als deutsche und französische Aktien.



QUELLE: MSCI Index, Bruttozahlen in lokaler Währung für den Zeitraum vom 20.04.2015 (= Index 100) bis 19.04.2016. Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Erträge, und es können Verluste entstehen.

►► änderungen konzentrieren, bekommen politische Ereignisse oft einen mittelfristigen Charakter. Nach kurzer Zeit richten die Märkte ihr Augenmerk wieder auf Dinge, die wirklich etwas bedeuten: Gewinnwachstum und Bewertungen.



Ein möglicher Brexit ist einer der Gründe, warum wir unsere Gewichtung in Aktien reduziert haben – primär in Europa, um das asymmetrische Risiko einer potenziellen neuen politischen Wirklichkeit widerzuspiegeln.“

Zum Schluss fügen wir Lektion Nummer 5 hinzu: Wir haben viele unterschiedliche Kunden und somit viele unterschiedliche Präferenzen. Auch wenn wir ein Hauptszenario mit z.B. steigendem weltweitem Wachstum haben, besteht immer einerseits das Risiko, dass wir falsch liegen, und andererseits das Risiko, dass die Ereignisse die Wirtschaftszahlen ganz einfach übertönen. Deshalb ist unsere Einschätzung einer bevorstehenden Situation immer eine Kombination aus unseren Erwartungen an die Weltwirtschaft und dem Risiko, das das Hauptszenario umgibt. Für die Kunden, bei denen Kapitalerhalt im Vordergrund steht, verfolgen wir im Hinblick auf große Ereignisse deshalb in der Regel eine defensivere Anlagestrategie.

Brexit: Ein erhebliches politisches Risiko 2016

Zurück zur Realität – und zu heute. Wir können das Ergebnis des bevorstehenden Referendums in Großbritannien nicht vorhersehen, aber wir können stattdessen die Szenarien bewerten. Bevor wir den Brexit jetzt aber genauer unter die Lupe nehmen, ist es wichtig klarzustellen, warum Großbritannien abstimmt. Viele sagen, dass das der verbreiteten EU-Skepsis



geschuldet ist. Aber das ist ja nichts Neues. Der Zeitpunkt der Abstimmung beruht nicht zuletzt auf dem Versprechen Camerons an seine Parteikollegen, dass sie eine Abstimmung bekommen werden, wenn er Premierminister wird. Das tat er, um Stabilität innerhalb der konservativen Partei und Unterstützung für seine Führung sicherzustellen – und es hat funktioniert: Cameron wurde Premierminister in einer rein konservativen Regierung.

Aber jetzt muss er seine Schuld begleichen, und die EU-Skeptiker innerhalb der Partei lecken Blut. Prominente konservative Politiker haben sich dem Lager, das einen Austritt befürwortet, angeschlossen, darunter der charismatische Londoner Bürgermeister Boris Johnson. Wenn Cameron die Abstimmung verliert, bleibt er im schlechtesten Fall als geschwächter Parteichef zurück, in dessen Partei die EU-Kritiker die Überhand haben. Aber eine direkte Regierungskrise wäre auch eine Möglichkeit. Die britische Seite wird in den nachfolgenden Verhandlungen mit der EU über die weitere Zusammenarbeit also gespalten und in einem

potenziellen Konflikt dastehen. Die Haltung der EU ist dagegen schwer vorherzusagen, aber wir glauben nicht, dass die EU den Briten einen Speisezettel für die künftige Zusammenarbeit anbieten wird, den sie je nach Belieben ankreuzen können. Dazu kommt Schottlands Wunsch, in der EU zu verbleiben. Kurz gesagt erwarten wir eine längere Phase mit großer politischer Unsicherheit, nicht zuletzt in Europa.

Die Welt dreht sich weiter, aber die Unsicherheit kann zunehmen

Das bedeutet aber nicht, dass die Welt untergeht – und damit wären wir zurück bei Lektion Nummer 1. Es handelt sich nicht um eine systemische Krise, bei der das europäische Bankensystem von jetzt auf gleich zusammenbricht oder der Handel zwischen Großbritannien und den anderen Ländern aufhört. Stattdessen müssen wir Stufe 2, 3 und 4 erklimmen und das große Bild betrachten. Die Unsicherheit hat zweifellos negative Auswirkungen auf das britische Wachstum, und die Bank von England wird alles dafür tun, um das Wachstum und die finanzielle Stabilität zu stüt- ►►

►► zen. Das bedeutet niedrige Zinsen und ausreichende Liquidität über einen langen Zeitraum.

In Kombination mit dem britischen Handelsdefizit in Höhe von 40 Mrd. Pfund über die letzten zwölf Monate deutet das darauf hin, dass das britische Pfund im Falle eines Austritts weiter abwerten wird. Auf britischer Seite wird es somit Gewinner und Verlierer geben, was wiederum eine Erklärung dafür ist, warum sich der britische Aktienmarkt bisher recht gut geschlagen hat. Auf globaler Ebene dürften die Auswirkungen auf das Wachstum äußerst moderat sein.

Nichtsdestotrotz haben wir uns vor Kurzem dazu entschlossen, unsere Gewichtung in Aktien zu reduzieren – und ein möglicher Brexit ist einer der Gründe für diese Entscheidung. Globale Aktien sind nicht mehr so attraktiv bewertet wie zu unserem Kaufzeitpunkt im Januar. Aber vor allem gehen wir davon aus, dass sich das chinesische Wachstum seinem Höhepunkt nähert und im Anschluss allmählich zurückgehen wird. Gleichzeitig sollte die Stärke der US-Wirtschaft unserer Ansicht nach an-

dauern, weshalb die amerikanische Zentralbank ihre Zinserhöhungen fortsetzen wird. Da der Markt im Gegensatz zu unseren Erwartungen von zwei Erhöhungen (und weiteren im Jahr 2017) lediglich eine Anhebung in diesem Jahr erwartet, ist die Kombination aus einem rückläufigen chinesischen Wachstum und höheren US-Zinsen unseres Erachtens für globale Aktien eine größere Herausforderung.

Ereignisrisiken können künftig zu höheren Schwankungen führen

In einem Umfeld mit chinesischen Wachstumsproblemen und einer Neuausrichtung der amerikanischen Geldpolitik können Ereignisrisiken wie das Brexit-Referendum im Juni und die amerikanische Präsidentschaftswahl gegen Jahresende möglicherweise zu höheren Marktschwankungen führen. Deshalb verschlechtert sich das Risiko-Rendite-Verhältnis, weshalb wir speziell unsere Gewichtung in europäischen Aktien reduziert haben. Hier kommt die fünfte Stufe zum Tragen. Wenn es schief geht und sich Großbritannien für einen Austritt

aus der EU entscheidet, werden europäische Aktien kurzfristig vermutlich am stärksten leiden, und sowohl das Pfund Sterling als auch der Euro werden gegenüber anderen globalen Währungen vermutlich abwerten.

Lassen Sie uns also alles summieren und die am häufigsten gestellten Fragen beantworten: Wir kennen den Ausgang des Referendums nicht, aber wenn sich die Briten für einen EU-Austritt aussprechen, geht die Welt nicht unter. Stattdessen käme es zu einer langwierigen politischen Unsicherheitsphase, die das Wachstum belasten würde. Das würde niedrigere Zinsen und schwache Währungen in Europa in einem schwierigeren globalen Wirtschaftsumfeld bedeuten. Deshalb ist ein möglicher Brexit einer der Gründe, warum wir unsere Gewichtung in Aktien reduziert haben – primär in Europa, um das asymmetrische Risiko einer potenziellen neuen politischen Wirklichkeit widerzuspiegeln. Insgesamt haben wir Aktien aber immer noch leicht übergewichtet, was unsere grundlegende positive Sicht auf die Weltwirtschaft widerspiegelt.

Haftungsausschluss

Danske Invest hat dieses Dokument zur allgemeinen Information erstellt. Es stellt keine Anlageberatung dar. Bitte besprechen Sie eventuelle Anlagewünsche, die auf Basis dieses Dokuments entstehen, mit Ihrem Anlageberater.