

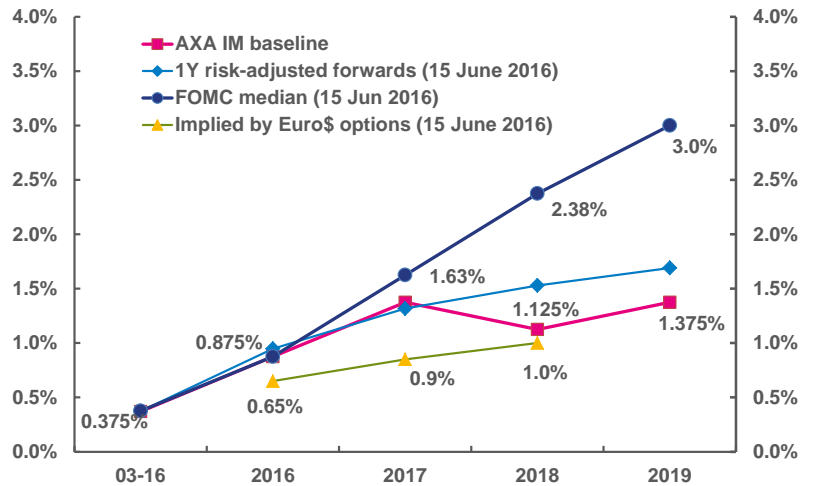
Unsicherheitsfaktor Brexit, Wachstum weiter instabil Risikoreiche Anlagen trotz Geldpolitik unter Druck

Im Überblick

- **Unveränderte Asset-Allokation:** Wegen der aktuellen Unsicherheit bleiben wir in Aktien untergewichtet, schätzen Unternehmensanleihen aber nach wie vor positiv ein. Wir raten weiterhin zu einer Absicherung gegen den Brexit. Er würde risikoreichen Anlagen schaden, aber weniger stark als die Finanzkrise. Hinzu kämen mögliche negative Rückwirkungen zwischen Märkten, Wirtschaft und Politik in Europa.
- Wir erwarten, dass die Briten für einen Verbleib in der EU stimmen und damit den Gilt-Renditen und – kurzfristig – den Aktien Auftrieb geben. Deren hohe Bewertungen begrenzen das Aufwärtspotenzial allerdings.
- Das Referendum hat in Europa die Büchse der Pandora geöffnet. Von Balkanisierung bis zu mehr Integration ist jetzt alles denkbar.
- Wir rechnen für 2016 weiter mit einem Weltwirtschaftswachstum von 2.8%. Das Wachstum bleibt aber instabil. Die Abkühlung in der US-Industrie wird durch eine leichte Beschleunigung im Euroraum und in Japan kompensiert.
- Wegen der wirtschaftlichen und politischen Unsicherheit warten die Zentralbanken derzeit ab. Das ist keine Überraschung. Bei einem Brexit dürften sie mit einer koordinierten Liquiditätszufuhr Markturbulenzen entgegenwirken. Bei einem Ja der Briten zur EU dürfte sich mit der Aussicht auf eine Zinserhöhung der Fed im Juli die Geldpolitik wieder auseinander entwickeln. Die EZB dürfte wegen der anhaltenden Niedriginflation im September ihr Wertpapierkaufprogramm verlängern. Die BoJ wird im Herbst vermutlich ein neues QQE auflegen.

Fed senkt langfristige Leitzinsprognose von 3.25 auf 3%

US Fed funds rates projections (end of year)



Quellen: Datastream und AXA IM Research

Empfehlungen für die Asset-Allokation

	kurzfristig (3-6 Monate)	mittelfristig (12-24 Monate)
Kasse	●	=
Aktien	●	●
Staatsanleihen	=	●
Unternehmensanleihen	●	=

▲ / ▼ Veränderung ggü. dem Vormonat

Quelle: AXA IM Research

Wegen der extremen Unsicherheit an den Finanzmärkten vor dem britischen Referendum fassen wir in dieser Ausgabe der Investmentstrategie unsere wichtigsten Brexit-Prognosen zusammen, statt das allgemeine Wirtschaftsumfeld und die Finanzmärkte zu analysieren.

Wir haben viel über die möglichen wirtschaftlichen Folgen des Brexit-Referendums für Großbritannien¹ und die EU² geschrieben. Auch die – unseres Erachtens wichtigeren – Konsequenzen für die Politik der EU³ haben wir erörtert. Außerdem haben wir untersucht, was das Referendum für die wichtigsten europäischen Assetklassen bedeutet.⁴ Wir fassen im Folgenden diese Analysen zusammen und bieten Ihnen Links zu den Studien.

Einbußen in Großbritannien: BIP minus 2-7%, Pfund minus 10%, Aktien minus 10-15%

Nach unserer volkswirtschaftlichen Analyse wäre bei einem EU-Austritt Großbritanniens bis 2030 mit einem um 2 bis 7% niedrigeren BIP zu rechnen.

Wie erwartet, waren die meisten britischen Assetklassen zuletzt von der Angst vor einem Brexit bestimmt. Das gilt vor allem für das Pfund. Es dürfte bei einem Brexit gegenüber dem US-Dollar um 10% abwerten, weil die Märkte dann eine noch expansivere Geldpolitik erwarten. An den Anleihemärkten waren zwei gegensätzliche Einflüsse zu beobachten: die Aussicht auf eine weitere Lockerung der Geldpolitik und das Risiko einer Kapitalflucht. Bei zehnjährigen Anleihen haben sich diese beiden Einflüsse in etwa neutralisiert.

Bei risikoreichen britischen Wertpapieren bleiben wir vorsichtig.⁵ Eine schwächere Binnenkonjunktur könnte Gewinnsorgen wecken, auch wenn die erwartete Pfund-Abwertung die Auslandsumsätze stärken würde. Bei einem EU-Austritt dürften britische Aktien um 10 bis 15% fallen und die Spreads in Pfund denominierter Investmentgrade-Anleihen um 50 Basispunkte steigen.

Begrenzte Auswirkungen auf das Wachstum im Euroraum

Der Ausgang des Referendums dürfte für die übrige EU nicht ohne Folgen bleiben. Nach unserer Schätzung wird ein Brexit das BIP-Wachstum im Euroraum über mehrere Jahre verteilt um etwa 0.5% verlangsamen.

Für wesentlich spannender und weitreichender halten wir aber die Auswirkungen auf Politik und Ausrichtung der EU. Sie ist in unseren Augen zurzeit institutionell schwach – unfähig, die Konjunktur wieder zu beleben, die Globalisierung zu beeinflussen oder die Migrationsprobleme zu lösen. Beide möglichen Ergebnisse des Referendums bringen daher für die EU sowohl Chancen als auch Risiken mit sich, wie das Risiko von Redenominierungen oder einer Verkleinerung des Euroraums.

¹ Page, D., „[Brexit](#)“, AXA IM Research, 19. Februar 2016

² Alimi, M., „[The economic impact of Brexit on the EU](#)“, AXA IM Research, 31. Mai 2016

³ Alimi, M., „[Europe after the UK referendum](#)“, AXA IM Research, 1. Juni 2016

⁴ Wenzel, F., „[Brexit impact on European asset markets](#)“, and Venizelos, G., „[Brexit and credit](#)“, AXA IM Research, 10. Juni 2016

⁵ Page, D., „[Brexit impact on UK asset markets](#)“, AXA IM Research, 25. Mai 2016

Die genaue Ausgestaltung der Handelsverträge nach einem Brexit wäre für den Handel des Euroraums mit Großbritannien, der 5% des BIP ausmacht, entscheidend. Weniger Wachstum in Großbritannien und ein deutlich schwächeres Pfund würden den Handelsbilanzüberschuss des Euroraums sinken lassen. Andererseits würde eine eventuelle Rückverlagerung von Finanzdienstleistungen die Importe aus Großbritannien verringern. Nach einem Brexit könnte eine Neuordnung von Aktivitäten wie Finanzdienstleistungen dazu führen, dass ausländische Direktinvestitionen nicht mehr wie bisher vor allem nach Großbritannien, sondern verstärkt in den Euroraum fließen. Dagegen sprechen allerdings – zumindest kurzfristig – allgemeine Sorgen um den Euroraum nach einem Brexit. Das Vertrauen in die Volkswirtschaften der EU könnte sinken, je nachdem, wie die EU und vor allem der Euroraum auf einen Brexit reagieren.

0.3 bis 0.9% weniger Wachstum in den MOEL

Ein Brexit würde sich auch direkt auf die mittel- und osteuropäischen Länder (MOEL) auswirken⁶, und zwar hauptsächlich über den Handel, ausländische Direktinvestitionen, EU-Subventionen und Übertragungen. Beispielsweise würden ein geringeres BIP-Wachstum in Großbritannien und ein schwächeres Pfund die Handelsbilanzüberschüsse der MOEL sinken lassen. Tschechien, Polen und Ungarn haben gegenüber Großbritannien Handelsbilanzüberschüsse von 2%, 1% bzw. 1% des BIP. Die ausländischen Direktinvestitionen von Großbritannien in die MOEL liegen (von der Slowakei abgesehen) zwischen 2 und 10% (Ungarn) des BIP. Eine schwächere Konjunktur in Großbritannien könnte diese Zuflüsse bremsen oder es könnte zu Abflüssen kommen, vor allem, wenn es sich im Wesentlichen um Portfolioinvestitionen handelt, wie es bei Ungarn und Bulgarien der Fall ist. Ein Brexit hätte einen kleineren EU-Haushalt zur Folge, zu dem Großbritannien derzeit 10% beisteuert. Das könnte zu geringeren Subventionen für die größeren MOEL führen, die zurzeit EU-Gelder in Höhe von 2 bis 6% des BIP erhalten. Schließlich könnten die Übertragungen von Großbritannien in die MOEL konjunkturbedingt geringfügig sinken. Insgesamt würden diese Faktoren das BIP der größeren MOEL möglicherweise um 0.3 bis 0.9% schmälern.

Die MOEL sind auch ein großes Risiko für die Stabilität des gemeinsamen Markts. Die Beziehungen zwischen der EU und wichtigen MOEL wie Polen und Ungarn haben sich in den letzten Jahren verschlechtert. Manche dieser Länder könnten dem britischen Beispiel folgen, länderspezifische Reformen fordern und Referenden abhalten. Die Reaktion der EU wäre dann entscheidend. Wie bei Großbritannien dürfte die EU an ihren Grundprinzipien festhalten und keine weitere Schwächung demokratischer Institutionen zulassen. Bei einem Referendum müssten die MOEL auch berücksichtigen, dass sie mit einem EU-Austritt an wirtschaftspolitischer Stabilität verlieren würden und zunehmend unter den Einfluss

⁶ Davradakis, M., „[Brexit and Central Easter Europe](#)“, AXA IM Research, 10. Juni 2016

Russlands geraten könnten – ein vielleicht zu hoher Preis für sie. Interessant sind auch aktuelle Umfragen in Polen und Ungarn, wonach fast 40% der Befragten ein Referendum befürworten, aber nur 22 bzw. 29% für einen Austritt sind.

Die politische Unsicherheit nach einem Brexit würde die Konjunktur schwächen und die Finanzmärkte destabilisieren. In diesem Umfeld könnten sich die Finanzierungsbedingungen deutlich verschärfen, was das Wachstum in der EU weiter bremsen würde. Daher dürften EU und Euroraum nach einem Brexit umgehend die Einheit und Integration Europas bekräftigen und Maßnahmen zur Verbesserung der kurz- und langfristigen Aussichten der EU diskutieren. Eine solche Verbesserung wäre aber nicht einfach zu erreichen.

EU-Märkte: Flucht in „sichere Häfen“, 10-15% Verlust am Aktienmarkt, deutlich negative Bundesanleiherenditen

Für risikoreichere Wertpapiere aus dem Euroraum wäre ein Brexit schlecht. Er würde sich zwar nur begrenzt auf die Gewinne der Euroraum-Unternehmen auswirken, da diese weniger als 5% ihrer Umsätze in Großbritannien

erzielen, aber die starke Korrelation zwischen den beiden Märkten und die politischen Bedenken rechtfertigen das hohe Beta (1.1) von Euroraum-Aktien gegenüber britischen Aktien. Unserer Einschätzung nach würden Euroraum-Aktien bei einem Brexit um 10 bis 15% fallen. An den Unternehmensanleihenmärkten des Euroraums käme es zu einer deutlichen Spreadausweitung, die das Unternehmensanleihekaufprogramm (CSPP) der EZB allerdings dämpfen würde. Insgesamt dürften die Spreads Euro-denominierter Investmentgrade-Anleihen um 10-20 Basispunkte steigen, mit einer Bandbreite von 5-10 Basispunkten bei CSPP-fähigen Industriefinanzierungen und bis zu 30-40 Basispunkten bei nachrangigen Finanzierungen. US-Unternehmensanleihen wären wegen der Flucht in die Qualität wohl nur begrenzt von einem Brexit betroffen.

Die Staatsanleiherenditen der Euroraum-Kernländer dürften bei einem Brexit sinken, da die Anleger in „sichere Häfen“ flüchten und eine noch expansivere Geldpolitik erwarten würden. Dadurch könnte die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen um 25 Basispunkte fallen.

AXA IM Research gibt es auch online: <http://www.axa-im.com/en/research>



hier erhältlich:



WICHTIGE HINWEISE

Die Informationen, Finanzdaten und Empfehlungen von AXA Investment Managers stellen weder ein Angebot für den Erwerb bzw. den Verkauf von Finanzinstrumenten / Investmentfonds noch eine Anlageberatungsdienstleistung dar. Bitte beachten Sie, dass in diesem Dokument teilweise öffentliche Daten offizieller Herausgeber von Wirtschafts- und Marktstatistikunternehmen verwendet wurden. AXA Investment Managers haftet weder für die Richtigkeit noch Vollständigkeit dieser Angaben. Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass dieses Dokument infolge vereinfachter Darstellung und der Erstellung auf Basis von Daten und Prognosen nicht sämtliche Informationen darzustellen vermag und subjektiv sein kann. AXA Investment Managers lehnt jegliche Haftung für die Verwendung dieser Informationen und daraus resultierende Folgen ab.

Die in diesem Dokument enthaltenen Wertentwicklungsdaten, Prognosen sowie Meinungsäußerungen und unsere Markteinschätzung bieten keine Gewähr und sind kein Indikator für die Zukunft. Wert und Rendite einer Investmentanlage in Fonds können steigen und fallen und werden nicht garantiert, die Grundlagen unserer Markteinschätzung können sich jederzeit ändern.

Mit dem Erhalt dieses Dokuments erklärt der Empfänger, dass er die in diesem Dokument enthaltenen Angaben zu reinen Informationszwecken verwenden und auf diesen Informationen basierend keine Investmententscheidung tätigen will. Reproduktionen, Kopien, Duplikate sowie die Weitergabe jeglicher Art von Teilen bzw. der Gesamtheit der von AXA Investment Managers bereitgestellten Informationen, Finanzdaten und Empfehlungen sind ohne vorherige schriftliche Zustimmung der AXA Investment Managers strengstens untersagt.

Die oben angegebenen Analysen und Empfehlungen stellen die globale Strategie von AXA Investment Managers dar. Diese Strategie wird gezielt an das jeweilige Portfolio bzw. an die jeweiligen Managementvorgaben angepasst. Abschließend wird darauf hingewiesen, dass die in diesem Dokument enthaltenen Meinungsäußerungen unsere aktuelle Einschätzung zum Zeitpunkt der Erstellung wiedergeben, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern kann.