

# «Ad-hoc-Info» der Finanzanalyse

24.06.2016

## **Grossbritanniens Austritt aus der EU («Brexit»): Einschätzung und Handlungsempfehlung**

---

### **1. Das wichtigste in Kürze**

#### **1.1 Ausgangslage**

Grossbritannien hat sich im Rahmen der gestrigen Volksabstimmung für einen Austritt aus der Europäischen Union (EU) ausgesprochen. Premierminister Cameron erhält damit den Auftrag, den Austritt bei der EU zu notifizieren. Die beiden Parteien haben danach zwei Jahre Zeit, die Austrittsbedingungen und einen allfälligen neuen institutionellen Rahmen der Zusammenarbeit auszuhandeln.

#### **1.2 Marktreaktion**

Das Votum wurde von den Finanzmärkten negativ aufgenommen. Die Aktienmärkte haben deutlich nachgegeben. An den Devisenmärkten sind sichere Häfen wie der CHF, USD und JPY gesucht, während das GBP massive Einbussen hinnehmen musste. Auch der EUR ist unter Druck geraten.

#### **1.3 Interpretation/Ausblick**

- Für Grossbritanniens Wirtschaft werden die negativen Folgen kurz- und mittelfristig überwiegen. Der langfristige Ausblick hängt von der zukünftigen Wirtschaftspolitik und den Verhandlungserfolgen bei internationalen Handelsverträgen ab.
- Die Planungsunsicherheit und die schwächere Nachfrage aus Grossbritannien werden auch die Konjunktur in der EU und in der Schweiz beeinträchtigen. Eine Rezession erwarten wir indessen nicht.
- Sowohl die EU als auch Grossbritannien haben ein Interesse, gute Übergangsbedingungen und eine möglichst starke Einbindung in den EU-Binnenmarkt im Sinne eines «Schweizer Wegs» auszuhandeln. Wir erwarten deshalb, dass der wirtschaftliche Schaden während der zweijährigen Übergangsfrist eingedämmt werden kann. Dies dürfte mittelfristig auch den Aktienmärkten wieder Auftrieb verleihen.
- Die Bank of England wird ihre Geldpolitik wohl erheblich lockern, wodurch das GBP dauerhaft unter Druck bleiben wird. Die EZB wird vorerst zuwarten. Weitere Lockerungsschritte der EZB scheinen jedoch nur eine Frage der Zeit. Sichere Häfen wie der CHF, der JPY und der USD dürften in den kommenden Wochen gesucht bleiben. Der EUR wird vorerst zur Schwäche neigen. Die SNB wird am Devisenmarkt aktiv bleiben und falls nötig auch das Libor-Zielband senken. Wir gehen jedoch davon aus, dass sich die Situation in den kommenden Monaten allmählich entspannt.

#### **1.4 Empfehlungen**

Wir haben die neue Ausgangslage heute Morgen analysiert und Folgendes entschieden:

- 1) **Aktuell keine Änderung der Positionierung** (teilweise illiquide Märkte v.a. im Bondbereich), ie. wir empfehlen, bestehende Positionen einstweilen zu halten.
- 2) **Wir empfehlen, vorerst auf ein Wiederaufstocken zu verzichten** (betrachten dies aber als Handlungsoption im Verlauf der kommenden Wochen); entsprechende Beschlüsse werden wir zeitnahe kommunizieren.
- 3) **Generelle Änderung der taktischen Allokation im Rahmen der Anlagepolitik Q3 2016 werden wir allenfalls in einer dritten Phase in Betracht ziehen.**

## 2. Weiterführende Hintergrundinformationen

### 2.1. Die wichtigsten Fakten zum Abstimmungsergebnis

Grossbritannien hat sich für einen Austritt aus der EU entschieden. Nach der Auszählung aller Wahlkreise zeigt das vorläufige Endergebnis mit 51.9 % der abgegebenen Stimmen einen klaren Vorsprung der Brexit-Befürworter. Bei einer Wahlbeteiligung von 72.1 % haben sich rund 16.8 Millionen Briten für den Brexit und rund 15.7 Millionen dagegen entschieden. Das Stimmverhalten war in den verschiedenen Regionen unterschiedlich. London, Nordirland und Schottland sprachen sich mehrheitlich für einen Verbleib in der EU aus.

### 2.2 Marktreaktionen

Asiens Aktienmärkte notieren zwischen 1 % und 8 % im Minus. Wir erwarten, dass Europas Aktienmärkte einen ähnlichen Tagesverlust erleiden werden.

An den Devisenmärkten sind der JPY, der USD und der CHF als sichere Häfen gesucht. Das GBP verzeichnete indessen einen massiven Wertverlust. Auch der EUR geriet unter Druck.

Aktienmärkte Asien	Tagesveränderung
Japan: Topix Index	-7.3 %
Hong Kong: Hang Seng Index	-4.4 %
China Mainland: CSI 300 Index	-1.2 %

Aktienmärkte Europa	Indikative Tagesveränderung
Grossbritannien: FTSE 100 Index	-8.5 %
Eurozone: Euro Stoxx 50	-7.3 %
Schweiz: SMI	-7.0 %

Devisenmärkte	Tagesveränderung
GBPCHF	-6.5 %
EURCHF	-1.2 %
USDCHF	+1.7 %
JPYCHF	+5.7 %
EURUSD	-2.8 %

### 2.3 Interpretation/Ausblick

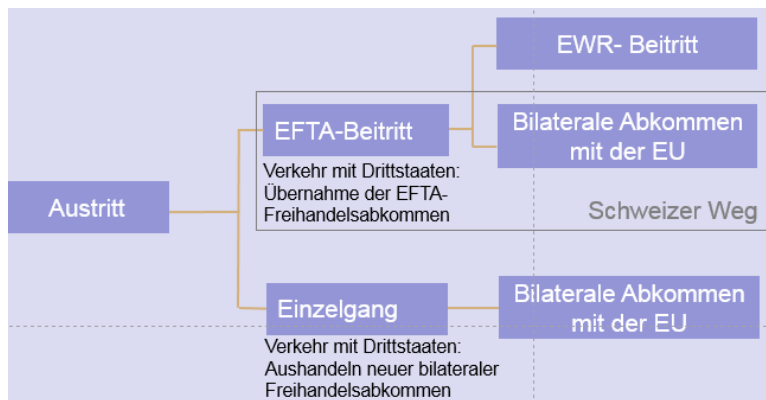
#### *Wie wird der «Brexit» ablaufen?*

Premier David Cameron wird der EU gestützt auf Artikel 50 des Lissaboner Vertrags den Austritt bei der EU notifizieren. Danach haben beide Parteien zwei Jahre Zeit, den Austritt und eine allfällige institutionelle Folgelösung staatsvertraglich zu regeln. Die Frist kann wenn nötig verlängert werden.

Erschwert werden die Verhandlungen durch den Umstand, dass die Interessenlage weder auf Seiten des Vereinigten Königreichs, noch innerhalb der EU homogen ist. Die EU dürfte zudem ein allzu vorteilhaftes Verhandlungsergebnis vermeiden wollen, um allfälligen Folgebestrebungen anderer EU-Mitgliedern keinen Vorschub zu leisten.

#### *Wirtschaftliche Konsequenzen*

Die wirtschaftlichen Konsequenzen werden erst quantifizierbar, wenn sich abzeichnet, welchen Weg Grossbritannien künftig einschlägt (EFTA-EWR, EFTA-bilaterale Verträge mit der EU oder Alleingang).



Die Grundtendenzen sind jedoch bereits abschätzbar:

- **Folgen für Grossbritannien:** Kurz- bis mittelfristig werden die negativen Auswirkungen des EU-Austritts deutlich überwiegen. Grossbritannien ist v.a. über den Aussenhandel, die Standortattraktivität und den verschlechterten Marktzugang für Banken in der EU negativ betroffen. Langfristig kann der EU-Austritt für Grossbritannien jedoch auch eine positive Wirkung haben, sofern mit der EU ein möglichst umfassender Marktzugang ausgehandelt werden kann. Dies insbesondere, wenn Grossbritannien betreffend Wachstumspolitik grössere Fortschritte erzielt als die EU (arbeitgeberfreundliche Arbeitsmarktpolitik, ein gutes Netz an Freihandelsverträgen, attraktive steuerliche Rahmenbedingungen, innovationsfreundliche Standortpolitik, Reduktion der administrativen Hürden).
- **Folgen für die EU und die Schweiz:** Auch die EU und die Schweiz sind negativ tangiert. Die Auswirkungen sind jedoch weniger gravierend als für Grossbritannien.

In unserem Szenario unterstellen wir, dass die EU und Grossbritannien während der zweijährigen Übergangsfrist eine gute Einbindung in den EU-Binnenmarkt aushandeln werden und die negativen Effekte allmählich abklingen:

#### **BIP-Szenario für Grossbritannien**

Das BIP-Wachstum Grossbritanniens wird in den ersten Jahren nach dem Austrittsentscheid deutlich geschmälert. Für die ersten fünf Jahre nach dem Austritt rechnen wir mit einer Einbusse beim BIP-Wachstum von durchschnittlichen 0.6 Prozentpunkten p.a. 2017 ist eine Rezession möglich. Die Entwicklung ab dem fünften Jahr hängt stark von der britischen Wirtschaftspolitik ab. Die negativen Effekte dürften sich allmählich abschwächen.

**Begründung:** Sowohl die EU als auch Grossbritannien haben ein grosses Interesse, gute Übergangsbedingungen und eine möglichst starke Einbindung Grossbritanniens in den Binnenmarkt im Sinne eines "Schweizer Wegs" der EU auszuhandeln. Die Beeinträchtigung des Handels mit der EU dürfte deshalb überschaubar bleiben. Die Planungsunsicherheit und die geringere Zuwanderung werden jedoch die Investitionstätigkeit und den Privatkonsum über mehrere Jahre hemmen. Die Abschwächung des GBP hat hingegen einen stabilisierenden Effekt beim Aussenhandel.

#### **BIP-Szenario für die EU**

Das BIP-Wachstum der EU dürfte in den ersten fünf Jahren nach dem Austritt Grossbritanniens durchschnittlich um ca. 0.2 Prozentpunkte p.a. geschmälert werden.

**Begründung:** Aufgrund der politischen Unsicherheit wird auch die EU als Investitionsstandort leiden. Staaten wie die Niederlande, Irland und Zypern, welche enge Finanzverbindungen mit Grossbritannien pflegen, wären besonders beeinträchtigt. Der Schaden für den Binnenmarkt wäre aufgrund der absehbaren Lösung mit einer engen Einbindung Grossbritanniens jedoch überschaubar.

#### **BIP-Szenario für die Schweiz**

Die Auswirkungen für die Schweiz dürften ähnlich ausfallen wie für die EU. Das Erstarren des CHF und die damit verbundene Eintrübung der Geschäftsaussichten könnten im weiteren Verlauf des Jahres jedoch zu einer etwas stärkeren Verlangsamung des Wachstums führen als in der EU.

### ***Tendenz für die Finanzmärkte***

- **Währungen:** Das GBP wird auch mittelfristig unter Druck bleiben, weil sich die wirtschaftlichen und geldpolitischen Rahmenbedingungen grundlegend verändern. Umgekehrt dürften Währungen wie der CHF, der JPY und der USD, die typischerweise als «sichere Häfen» gelten, gesucht bleiben.

- **Zinsen:** Die Suche nach Sicherheit könnte die ohnehin schon tiefen Renditeniveaus von Staatsanleihen weiter absinken lassen. In der Schweiz und in der Eurozone dürften die Zinsen aufgrund der verschlechterten Konjunkturperspektiven und der Aussicht auf weitere Lockerungsmassnahmen der Notenbanken dauerhaft tiefer notieren.
- **Aktien:** Mit der starken Reaktion der Aktienmärkte scheint die neue Ausgangslage weitgehend eingepreist. Aufgrund der erhöhten Unsicherheit bezüglich der institutionellen Stabilität der EU dürfte die Volatilität an den Aktienmärkten jedoch hoch bleiben. Für risikotragfähige Investoren können sich damit auch neue Einstiegschancen ergeben.
- **Gold** dürfte von der anhaltenden Verunsicherung vorerst profitieren.

**Kurz- bis mittelfristig** wird die Nervosität hoch bleiben. Die mit dem Brexit verbundenen Unwägbarkeiten dürften dazu führen, dass als riskant empfundene Anlagen abgebaut werden. Je nach Marktentwicklung kann es zu einer Kaskade von Folgereaktionen u.a. durch Massnahmen verschiedener Notenbanken kommen. EZB Chef Draghi hatte bereits im Vorfeld erklärt, er sei auf alle Eventualitäten vorbereitet. Sollte die EZB den Einlagesatz weiter in den negativen Bereich absenken, könnte sich auch die SNB zu einer erneuten Zinssenkung gezwungen sehen.

Es ist auch nicht ausgeschlossen, dass es im Vereinigten Königreich zu innenpolitischen Turbulenzen kommt und dass in der EU die Angst vor neuen Austrittskandidaten umgeht. Sezessionsbewegungen dürften mit Schottland und Nordirland nicht nur in Grossbritannien, sondern mit Katalonien auch in Spanien, wo bereits am 26. Juni Neuwahlen abgehalten werden, nochmals Auftrieb erhalten.

**Langfristig dürfte sich eine Entspannung abzeichnen**, weil die politische Unsicherheit in der EU und in Grossbritannien nachlassen sollte.

#### *Mögliche Reaktionen der Notenbanken*

Das geldpolitische Umfeld dürfte v.a. in Europa expansiver werden. Die Normalisierung der Geldpolitik der SNB verschiebt sich damit noch weiter in die Zukunft.

- Bank of England: Eine Leitzinssenkung erscheint angesichts der verschlechterten Rahmenbedingungen absehbar.
- SNB: Die SNB wird sich auf Interventionen am Devisenmarkt beschränken. Sollte dies nicht ausreichend sein, ist eine Senkung des Libor-Zielbands denkbar.
- EZB: Eine weitere geldpolitische Lockerung erscheint nur eine Frage der Zeit.
- Fed: Die erwartete Leitzinserhöhung wird vermutlich auf das kommende Jahr verschoben.

## **4 Empfehlungen**

Wir raten im gegenwärtigen Umfeld von Verkäufen ab, weil die Märkte in einer ersten Reaktion häufig überschossen. Mittelfristig könnte die aktuelle Marktkorrektur eine Gelegenheit für selektive neue Positionierungen bieten. Mit dem Austritts-Entscheid erhöht sich zwar die Konjunkturunsicherheit in Grossbritannien und dem restlichen Europa, eine unmittelbare Krise wird damit jedoch nicht ausgelöst. Die Unsicherheit bezüglich der institutionellen Weiterentwicklung der EU dürfte jedoch dauerhaft erhöht bleiben.

Wir haben die neue Ausgangslage heute Morgen analysiert und Folgendes entschieden:

- 1) **Aktuell keine Änderung der Positionierung** (teilweise illiquide Märkte v.a. im Bondbereich), d.h. wir empfehlen, bestehende Positionen einstweilen zu halten.
- 2) **Wir empfehlen, vorerst auf ein Wiederaufstocken zu verzichten** (betrachten dies aber als Handlungsoption im Verlauf der kommenden Wochen); entsprechende Beschlüsse werden wir zeitnahe kommunizieren.
- 3) **Generelle Änderung der taktischen Allokation im Rahmen der Anlagepolitik Q3 2016 werden wir allenfalls in einer dritten Phase in Betracht ziehen.**

Freundliche Grüsse

Arno Endres, Christoph Sax, 24. Juni 2016