



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER JULI 2016



Unterschleißheim, den 07. Juli 2016

Liebe Leserinnen und Leser,

nun ist es also tatsächlich passiert: die Bürgerinnen und Bürger des Vereinten Königreiches haben für den Austritt aus der EU – dem Brexit – gestimmt. Die Chancen standen ca. 50:50, aber wirklich damit gerechnet hat kaum jemand. Was bedeutet diese Entscheidung nun für Europa, die Kapitalmärkte und letztendlich für die Anlageentscheidungen? Unser Newsletter wird Sie in gewohnter Weise darüber informieren, wie das Portfoliomanagement von SKALIS FUNDS den Unwägbarkeiten an den Kapitalmärkten begegnet ist.

Viel Spaß beim Lesen wünscht das Team von SKALIS FUNDS

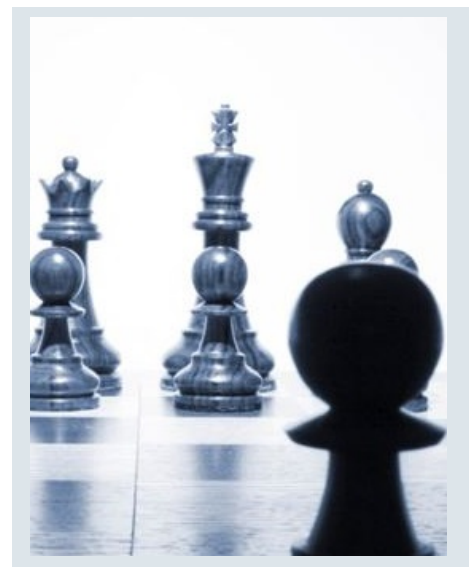
MARKTKOMMENTAR

Brexit

Das alles bestimmende Ereignis im Juni war die Volksabstimmung in Großbritannien bezüglich des weiteren Verbleibs in der Europäischen Union. Durch sich ändernde Umfragewerte und Repositionierungen von Marktteilnehmern nahmen die Schwankungen an den Kapitalmärkten zu, je näher die Abstimmung rückte. Noch am Vorabend wurde ein Brexit de facto an den Märkten ausgepreist. Umso heftiger fiel die Reaktion aus, als Gewissheit eintrat, dass die Bevölkerung Großbritanniens sich tatsächlich für einen Austritt entschieden hatte. Wieder einmal waren die Volatilitäten heftig: Der Dax schloss den Monat deutlich im negativen Terrain mit ca. -5,7 Prozent. Allerdings bewegte sich der Index in einer beeindruckenden Schwankungsbreite von knapp 10 Prozent – und dies an einem Tag. Der EuroStoxx beendete den Monat mit ca. -6,5 Prozent.

Die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe fiel im Monatsverlauf weiter von ca. 0,14% auf -0,13% und damit auf ein neues Allzeittief, erstmals im negativen Bereich. Die Renditeaufschläge bei Staatsanleihen der europäischen Peripherie weiteten sich unter heftigen Schwankungen teils deutlich aus. Inflationsindexierte Anleihen entwickelten sich schwächer als vergleichbare Nominalanleihen. Die Risikoprämien von Unternehmensanleihen stiegen im Berichtsmonat unter nochmals deutlich erhöhter Volatilität an, stützend

AKTUELLES





SKALIS FUNDS

NEWSLETTER JULI 2016

wirkte jedoch bei Investment Grade Anleihen der Beginn des Credit-Ankaufprogramms (CSPP), in welchem die EZB bis dato die hohen Erwartungen hinsichtlich der Kaufvolumina erfüllt hat.

Der US-Dollar notierte im Monatsverlauf zum Euro fast unverändert, jedoch ebenfalls unter erhöhter Volatilität. Gegenüber Schwellenländer-Währungen gab der Euro tendenziell ab.

ENTWICKLUNG DER SKALIS FUNDS

Zügige Absicherung

Das Fondsmanagement positionierte sich im Vorfeld des britischen Referendums tendenziell für einen Verbleib. Somit konnten sich die Fonds der heftigen Korrektur nach der Entscheidung für einen Brexit auch nicht entziehen. Allerdings wurde sehr schnell auf die neue Ausgangslage reagiert und die kurze deutliche Gegenbewegung zur Absicherung von Risikopositionen genutzt. Für das Portfoliomanagement hat sich mit dem Votum für den Brexit und den damit verbundenen negativen wirtschaftlichen Auswirkungen – vor allem für Europa – das gesamtwirtschaftliche Bild deutlich verschlechtert. Dies sollte sich in einer Neubewertung von Risikoprämien niederschlagen und damit beispielsweise am europäischen Aktienmarkt für ein nochmaliges Antesten der Jahrestiefstände sorgen. Diese Niveaus könnten dann jedoch für einen erneuten Aufbau von Risikopositionen sinnvoll sein.

Auf der Rentenseite ergaben sich keine großen Veränderungen in der –eher moderaten– Duration, jedoch wurde verstärkt auf eine flachere Zinsstrukturkurve gesetzt. Bereits vor dem Referendum wurden Peripherie-Positionen abgebaut. Die Short-Positionierung in US-Staatsanleihen blieb unverändert. Darüber hinaus erfolgte in die Stärke vor dem Brexit ein selektiver Abbau von Bankanleihen und Covered Bonds mit schwächerer Bonität.

Auf der Währungsseite generierte die Übergewichtung von US-Dollar gegenüber Euro keinen nennenswerten Wertbeitrag. Das Portfoliomanagement geht weiterhin davon aus, dass die Dollar-Stärke noch anhalten sollte. Die Positionierungen bei Schwellenländerwährungen wurden nicht verändert.



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER JULI 2016

WERTENTWICKLUNG SKALIS EVOLUTION FLEX per 30.06.2016

R-Tranche		I-Tranche		S-Tranche	
ISIN: DE000A1W9AA8		ISIN: DE000A1W9AZ5		ISIN: DE000A1W9A00	
seit Auflage	lfd. Jahr	seit Auflage	lfd. Jahr	seit Auflage	lfd. Jahr
-1,07 %	-6,43 %	0,39 %	-6,03 %	1,69 %	-5,86 %

MONATSPERFORMANCE SKALIS EVOLUTION FLEX IN 2016

	Januar	Feb.	März	April	Mai	Juni	Juli	August	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.
R-Tranche	-3,13 %	-2,19 %	+1,16 %	-0,25 %	-0,23 %	-1,90 %						
I-Tranche	-3,02 %	-2,12 %	+1,20 %	-0,19 %	-0,17 %	-1,83 %						
S-Tranche	-3,00 %	-2,08 %	+1,24 %	-0,16 %	-0,14 %	-1,80 %						

WERTENTWICKLUNG SKALIS EVOLUTION DEFENSIVE per 30.06.2016

R-Tranche		I-Tranche	
ISIN: DE000A12BPG3		ISIN: DE000A12BPH1	
seit Auflage	lfd. Jahr	seit Auflage	lfd. Jahr
-3,81 %	-4,07 %	-3,21 %	-3,76 %

MONATSPERFORMANCE SKALIS EVOLUTION DEFENSIVE IN 2016

	Januar	Feb.	März	April	Mai	Juni	Juli	August	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.
R-Tranche	-2,01 %	-1,21 %	+0,58 %	-0,35 %	-0,04 %	-1,08 %						
I-Tranche	-1,90 %	-1,17 %	+0,62 %	-0,31 %	0,00 %	-1,05 %						



Thema: **Brexit-Schock – Was nun?**

Dr. Jens Bies
SKALIS FUNDS

Guten Tag!

In der Mai-Kolumne habe ich auf das hohe Brexit-Risiko hingewiesen und die potentiellen Folgen eines solchen Schrittes thematisiert. Nun ist es amtlich: Die Bevölkerung in UK hat mehrheitlich für den Austritt aus der EU gestimmt. An den Kapitalmärkten hat das Votum Schockwellen ausgelöst. In Japan wurde der Handel nach einem Minus des Nikkei um rund 8% ausgesetzt, ebenso wie der S&P 500 in den Vereinigten Staaten nach 5%. Der europäische Aktienindex Eurostoxx 50 eröffnete mehr als 10% im Minus und war nach der Brexit-Entscheidung in der Spitze sogar um 13% gefallen. Am Rentenmarkt fiel die Rendite für 10jährige US-Treasuries um rund 30 Basispunkte auf gut 1,4%, die 10jährige Bundrendite markierte ein neues Allzeittief bei -0,17% und Peripherie-Spreads weiteten sich deutlich aus. Der Goldpreis wurde seinem Ruf als sicherer Hafen gerecht und legte um fast 5% zu. An den Devisenmärkten war logischerweise das Pfund der große Verlierer, mit einem historischen Minus von in der Spitze 8% zum EUR und 12% zum USD. Auch der EUR verlor deutlich an Wert gegenüber den Hauptwährungen, was hauptsächlich mit der Sorge um den mittelfristigen Zusammenhalt der EU zu tun hatte. So gab z.B. der EURUSD-Kurs von 1,14 auf unter 1,10 USD nach. Im Verlauf des Tages erholten sich die risikobehafteten Assets wieder, mussten am Tagesende aber immer noch deutliche Verluste hinnehmen. Die Frage, die sich nun stellt, ist, ob der Abverkauf der risikobehafteten Assets weiter geht? Oder anders ausgedrückt: Wie groß wird nun der Einfluss der Brexit-

Entscheidung für die weitere Kapitalmarktentwicklung sein? Um diese Frage zu beantworten, ist es zunächst einmal wichtig, die Brexit-Wahl näher zu beleuchten bzw. die ersten politischen Reaktionen in Perspektive zu setzen.

In gut zwei Drittel der 382 Wahlbezirke wurde für einen Austritt Großbritanniens aus der EU gestimmt. Am Ende sprachen sich mithin knapp 52 % der Briten für einen Austritt aus, so dass das Brexit-Lager am Ende ca. 1,3 Mio. Stimmen Vorsprung hatte. Die knappe Entscheidung gegen die EU wurde durch eine respektable Wahlbeteiligung i.H.v. 72 % dokumentiert, auch wenn gerade in den Regionen, die mehrheitlich für einen Verbleib stimmten (Schottland, Nordirland oder Großraum London), die Wahlbeteiligung eher schwach ausfiel und letztendlich den EU-Befürwortern den Sieg gekostet hat. Je höher die Wahlbeteiligung, so die Annahme, desto größer die Chance, dass die Briten sich für „Remain“ entscheiden. Diese Annahme hat sich nicht erfüllt. Letzte Umfragen am Tag des Referendums, die die Brexit-Gegner im Vorteil sahen, könnten dazu beigetragen haben, dass manche Brexit-Gegner sich zu sicher fühlten und deshalb in letzter Minute doch nicht zur Wahl gingen.

Bei der Wahl wurde deutlich, dass besonders jüngere und höher Gebildete tendenziell für den EU-Verbleib gestimmt haben. Während die Wahlbeteiligung bei den Jüngeren eher verhalten ausfiel, waren letztendlich gerade ältere, eher euroskeptischere Briten dafür verantwortlich, dass das Pendel in Richtung Brexit ausschlug. Meinungsforscher erklären dies damit, dass die Älteren „ihr Land“ aus der „guten alten Zeit“



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER JULI 2016

zurückhaben wollen, in der die Dinge noch unilateraler und v.a. überschaubarer schienen. Die jüngeren Briten hingegen, die nur die Zeit der Globalisierung und des zusammenwachsenden Europas kennen, können sich ein Leben mit Grenzen längst nicht mehr vorstellen. Eine weitere Erkenntnis der Wahl ist, dass speziell Arbeiter mit geringerem Einkommen aus der EU austreten wollen. Je qualifizierter der Berufsabschluss und je höher der soziale Status, desto stärker ist auch die Bindung an die EU. Auch das könnte sich dadurch erklären, dass höher qualifizierte die Vorteile einer globalisierten Welt eher für sich zu nutzen bereit sind und damit auch die Mitgliedschaft Großbritanniens in der EU als Vorteil ansehen. Arbeiter, die in ihrem Berufsumfeld seltener mit der EU konfrontiert sind, sehen in der Mitgliedschaft hingegen eher eine bürokratische Bürde, die die Souveränität ihres Landes einschränkt.

Großbritannien ist aufgrund dieser Entscheidung tief gespalten, nicht nur bei Jung vs. Alt oder Bildungstum vs. Proletariat, sondern auch innerhalb der Länder des Vereinigten Königreichs. Das Referendum dürfte somit die separatistischen Bestrebungen im UK verstärken. Dass Nordirland eher für den Verbleib in der EU stimmte, weil man dort besonders negative Folgen eines Brexits für die Wirtschaft befürchtet, dürfte die schon jetzt vorhandenen Stimmen noch befeuern, sich über kurz oder lang von Großbritannien loszusagen. Die irisch-republikanische Partei Sinn Fein hat das Ergebnis des Referendums zum Anlass genommen, erneut die Vereinigung des britischen Nordirland mit dem eigenständigen Süden zu fordern. Auch Schottland ist traditionell europafreundlich, hier stimmten die Wähler mit fast zwei Drittel Mehrheit für einen EU-Verbleib. Die Gedankenspiele, nach dem gescheiterten Referendum 2014 jetzt ein weiteres anzustreben, um sich vom UK loszusagen, sind im Anschluss bereits durch die schottische Regierung in Aussicht gestellt worden.

Auch innenpolitisch führt die Brexit-Entscheidung zu sehr viel Unsicherheit. Premierminister Cameron hat als Konsequenz des Ergebnisses des Referendums seinen Rücktritt innerhalb der nächsten drei Monate (bis zum kommenden

Parteitag der Konservativen Partei Anfang Oktober) angekündigt. Eine logische Konsequenz, wenn man bedenkt, dass er sich als EU-Befürworter gegen eine Brexit-Mehrheit seiner eigenen Partei gestellt hat. Er bekräftigte zwar seine Absicht, den eingeschlagenen Reformkurs bis dahin fortzusetzen, die Initiierung des Artikel 50 des EU-Vertrags und somit den Austrittsprozess wird Cameron allerdings seinem Nachfolger überlassen. Nach dem Rücktritt von Boris Johnson wird als Nachfolger die wie Cameron dem „Remain“-Lager zugehörige Politikerin Theresa May gehandelt. Interessant wird in diesem Zusammenhang sein, inwiefern das britische Parlament versuchen wird, das Verhandlungsmandat der Regierung mit Blick auf die Beziehungen zur EU dahingehend zu beschränken, dass der Freihandelsgrad möglichst hoch bleibt. Bei einem nicht auflösenden Konflikt zwischen Parlament und Regierung wären Neuwahlen dann nicht auszuschließen. Die überwiegende Mehrheit der Tory-Abgeordneten (auch jene die gegen den Brexit waren) werden den Wunsch des Volkes aber respektieren und eine „Leave-Regierung“ unterstützen. Von daher ist der Brexit aus meiner Sicht gesetzt. Auch dann, wenn die Austrittspläne der Regierung aufgrund des Beharrens auf die komplette Kontrolle der Zuwanderung deutliche Einschnitte bei den Handelsbeziehungen mit der EU mit sich brächten (uneingeschränkter Zugang zum Binnenmarkt wird UK ohne gleichzeitige Personenfreizügigkeit nicht zugestanden werden). Sollte es zu anhaltenden Turbulenzen an den Finanzmärkten und einem längeren Wirtschaftseinbruch in Großbritannien kommen, wäre es aber durchaus möglich, dass der Austrittsprozess wieder gestoppt wird (-> „Exit“ vom Brexit).

Die Brexit-Befürworter haben sich die Unzufriedenheit der Briten mit der Politik zunutze gemacht. Das Votum ist nicht nur eines gegen die EU, sondern auch gegen die Regierung Cameron. Eine Mehrheit der Briten hat das Gefühl, dass die EU ihnen alles vorschreibe. Allen voran die angeblich unkontrollierte Zuwanderung veranlasste viele, einen Austritt zu befürworten. Die Brexit-Kampagne machte sich diese fremdenfeindlich Stimmung geschickt zunutze und versprach den Bürgern eine



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER JULI 2016

neue Souveränität. "Wir übernehmen wieder die Kontrolle über unsere Grenzen", versprachen der Parteivorsitzende Farage von der europakritischen Partei UKIP und der konservative Chef der "Leave"-Kampagne Johnson. Beides im Übrigen Politiker, die aktuell die Brexit-Suppe nicht auslöffeln wollen. Farage trat ebenso wie Johnson wenige Tage danach zurück, was darauf schließen lässt, dass sie wohl nicht aus Überzeugung, sondern aus dem Gefühl heraus gehandelt haben. Keine zwei Wochen nach dem Brexit-Referendum in Großbritannien sind also die Parteien, die bei den Unterhauswahlen von 2015 die meisten Stimmen bekommen hatten, mehr oder weniger ohne Führung. Die EU-Befürworter hingegen schafften es nicht, ein positives Bild von der EU zu zeichnen. Ihre Kampagne beruhte fast ausschließlich auf der Warnung vor wirtschaftlichen Nachteilen, die Großbritannien bei einem Ausstieg drohten. Das reichte augenscheinlich nicht aus.

Auf Seiten der EU hat EU-Ratspräsident Tusk die Geschlossenheit der 27 übrigen Mitgliedsstaaten betont. Er hoffe, dass die EU aus diesem Prozess gestärkt herausgehe. Allerdings haben sich bereits heute in wichtigen Mitgliedsländern EU- und eurokritische Parteien zu Wort gemeldet und jeweils ebenfalls Referenden über die EU-Mitgliedschaft in ihren Ländern gefordert. Hierzu zählen neben dem Front National in Frankreich auch die Lega Nord in Italien und die rechtspopulistische Partei von Geert Wilders in den Niederlanden. Es dürfte für die EU schwierig werden, eine gemeinsame Verhandlungsstrategie gegenüber dem Vereinigten Königreich zu finden. Problematisch ist vor allem, dass europakritische Kräfte das Ergebnis nutzen dürften, um Druck auf die jeweiligen Regierungen auszuüben. Im Fokus stehen hier zunächst die Niederlande, Italien, Frankreich, Schweden und Dänemark. Vor allem ein weiteres Erstarren des Front National in Frankreich vor den Präsidentschaftswahlen im April 2017 ist ein großes Risiko für die Zukunft der EU. Umso wichtiger ist daher die politische Reaktion der EU und der nationalen Regierungen in den kommenden Tagen und Wochen. Sollte es den Entscheidern nicht gelingen, die Märkte von einem einheitlichen Vorgehen zu überzeugen, dürften die politischen Risikoprämien in

Europa weiter ansteigen.

Trotz der derzeitigen Turbulenzen in UK kann man also davon ausgehen, dass das Land entgegen der Resthoffnungen vieler Marktteilnehmer in den kommenden Monaten, frühestens jedoch im Oktober diesen Jahres, das Austrittsverfahren einleiten wird (Artikel 50 des EU-Vertrags). Da die Details für das zukünftige Verhältnis zwischen der EU und dem UK noch nicht feststehen und dem britischen Parlament zumindest bis September eine handlungsfähige Mehrheit fehlt, ist in naher Zukunft nicht damit zu rechnen, dass die politische Unsicherheit abnehmen wird. Aus diesem Grund dürfte die sowieso schon angeschlagene Stimmungslage aufgrund der zugenommenen politischen Risiken zunehmend negativer werden. Die Angst um die Zukunft der EU und die Sorge des Auseinanderbrechens der Wirtschaftsunion könnte nach der europäischen Schuldenkrise 2010-11 wieder auf die Agenda treten und dieses Mal, so scheint es, müssen v.a. die Staaten sich Lösungen einfallen lassen, um den europakritischen Parteien den Wind aus den Segeln zu nehmen. Die Art, wie sich die EU weiterentwickelt, wird allen voran davon abhängen, wie die Politiker mit der gestiegenen Ungleichheit und Unzufriedenheit der Bürger umgehen werden. Dieses Problem wird besonders angeheizt durch die systematische Schwachstelle der EU-Architektur, dass die Mitgliedsstaaten bei einer fehlenden politischen Union (oder zumindest eine Fiskalunion innerhalb der Eurozonen-Länder) große ökonomische Unterschiede aufweisen. Selbst wenn Zentralbanken sämtliche geldpolitische Mittel einsetzen, werden die strukturellen Probleme und die damit verbundenen Unsicherheiten irgendwann zu einer bedeutenden Krise heranreifen.

Mittelfristig hängt für Großbritannien vieles davon ab, welches Abkommen man innerhalb der Zwei-Jahresfrist nach Ziehen des Artikels 50 des EU-Vertrags erzielen kann. Würde kein Abkommen erzielt, was ja nicht ganz auszuschließen, aber aus jetziger Sicht eher unwahrscheinlich ist, würde UK den freien Zugang zum EU-Binnenmarkt aufgeben. Um diesen zu sichern, könnte das Vereinigte Königreich beispielsweise dem Europäischen Wirtschaftsraum (EWR), dem auch die



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER JULI 2016

Nicht-EU-Länder Island, Liechtenstein und Norwegen angehören, beitreten. Für den Binnenmarkt gelten im EWR jedoch die gleichen Rechte und Pflichten wie in der EU. In diesem Konstrukt müssen die Briten aber wiederum milliardenschwere Zahlungen leisten, ohne bei der Ausgestaltung der Regeln für den Binnenmarkt abstimmen zu können. Dies können nur EU-Mitglieder. Zudem würden die Briten damit die Freizügigkeit für EU-Arbeitnehmer akzeptieren, die aufgrund der hohen Einwanderung aus Osteuropa einer der Hauptantriebe an dem EU-Verbleib war. Eine andere Variante könnten bilaterale Abkommen sein, wie sie die EU mit der Schweiz hat. Diese haben zwar den Vorteil, dass einzelne Aspekte ausgenommen werden können, sie sind jedoch zeitaufwendiger und bürokratischer. Auch in diesem Fall sind Mitbestimmungsrechte bezüglich der Regeln ausgeschlossen.

Nachdem nun besprochen wurde, wie die Politikoptionen aussehen, sollten wir uns nun den Auswirkungen an den Kapitalmärkten widmen. Zunächst dürfte der Ausgang des Referendums aller Voraussicht nach eine Geldpolitikreaktion seitens der Bank of England (BoE) auslösen. Darüber hinaus möchte ich nicht ausschließen, dass auch andere Zentralbanken, wie z.B. eine EZB die Notwendigkeit zu weiteren Maßnahmen erkennen.

Zusätzliche Liquiditätsmaßnahmen, wie die Aktivierung der Swaplinien mit anderen Zentralbanken und die Bereitstellung von langfristigem Funding für UK Banken, wurden bereits angestoßen. Darüber hinaus sind weitere Mittel zur Liquiditätsstützung i.H.v. 250 Mrd. GBP bereitgestellt. Auch Devisenmarktinterventionen sind einzukalkulieren. Ich ist sogar durchaus möglich, dass je nach weiterer Entwicklung der UK Assetpreise die BoE bereits im nächsten Meeting am 14. Juli wieder zu dem Mittel der quantitativen Lockerung greift. Dabei ist mit dem Kauf von Unternehmensanleihen mit einem ähnlichen Programm zu rechnen, wie es die EZB seit Juni 2016 bereits ausführt. Darüber hinaus wird sicherlich zeitnah auch das „Funding for Lending“-Programm als Reaktion auf gestiegene Refinanzierungskosten der UK Banken verlängert bzw. erweitert. Auch eine

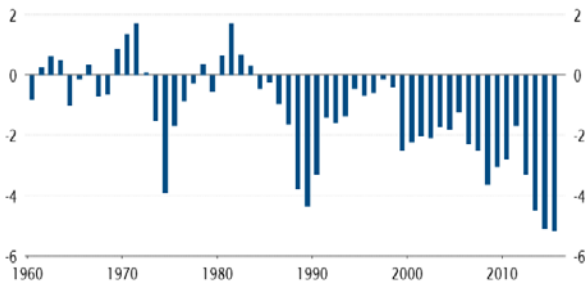
Zinssenkung von mind. 0,25% ist nicht auszuschließen und wird vom Markt bereits mit einer hohen Wahrscheinlichkeit eingepreist.

Auch wenn die Folgen des Brexit weltwirtschaftlich von eher untergeordneter Bedeutung sind, führt die Unsicherheit, die sich innen- wie außenpolitisch aus dem Referendum ergibt, bei den Unternehmen zu einer Zurückhaltung bei Investitionen und bei den Ländern zu weiteren separatistischen Bestrebungen. Diese Unsicherheit wird britische, aber auch europäische risikobehaftete Anlageformen belasten. Zudem wird der Brexit Auswirkungen auf das gesamte makroökonomische Umfeld haben, allen voran das Wachstum in Großbritannien, aber auch innerhalb der EU. Nach einiger Zeit werden zusätzliche Effekte zu beobachten sein, wie z.B. ein adverser realer Wechselkurseffekt, der sich aus gestiegenen Exportkosten sowie einem erschwerten Zugang zu einstigen Exportpartnern ergibt. Zudem könnten engere Finanzierungsbedingungen durch gestiegene Risikoprämien die Investments im Vereinigten Königreich erschweren bzw. dafür sorgen, dass speziell am Kapitalmarkt strategische Gelder abgezogen werden.

Das Leistungsbilanzdefizit des Vereinigten Königreichs belief sich im Jahr 2015 auf 5,2 % des BIP. Nach Angaben des Statistikamtes ONS war dies der höchste Fehlbetrag seit Beginn der Aufzeichnungen im Jahr 1948 (siehe Diagramm 1). Ohne den Überschuss der Untergruppe Finanzdienstleistungen innerhalb der Dienstleistungsbilanz wäre das Leistungsbilanzdefizit noch deutlich höher ausgefallen. Großbritannien ist unter der Gruppe der Industriestaaten nach den USA der attraktivste Standort für Direktinvestitionen. Es ist nun aber mehr als fraglich, ob diese Direktinvestitionen nach dem drohenden Verlust des EU-Marktzuganges weiterhin so reichlich fließen werden. Ein abrupter Abbruch des Kapitalzustroms könnte eine Zahlungsbilanzkrise auslösen, in deren Zuge das GBP noch kräftiger abwerten dürfte als bereits geschehen. Auch die Risikoprämien für den EUR sollten aufgrund der ungelösten Probleme innerhalb der EU noch deutlich ansteigen und somit tendenziell zu weiteren Abwertungen führen.



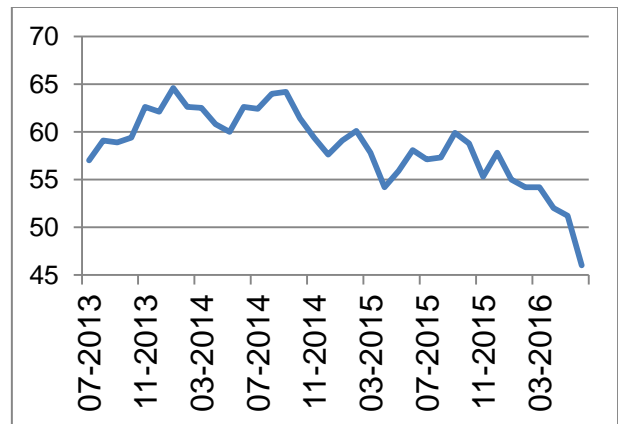
Diagramm 1: UK-Leistungsbilanzsaldo seit 1948 [% vom BIP]



Quelle: LBBW Research - Kapitalmarktkompass, S.21; Stand: 31.12.2015 (Jahresdaten).

Der Immobilienmarkt im UK ist meines Erachtens besonders gefährdet, da die aktuellen Häuserpreise knapp 25% über dem Hochpunkt vor der Finanzkrise liegen. Sowohl die Bewertungskennzahl Hauspreise zu Einkommen als auch die Bewertungskennzahl Hauspreise zu Mieten, jeweils gemessen an der eigenen Historie, zeigen an, dass der britische Wohnimmobilienmarkt hoch bewertet ist. Zudem scheint die politische Unsicherheit die Stimmung der Unternehmen v.a. im Bausektor spürbar zu trüben. Hierauf deutet zumindest die Entwicklung des Markt-Einkaufsmanagerindex für das Baugewerbe hin. Der Index stürzte von 51,2 Punkten im Mai auf 46,0 Punkte im Juni ab und verzeichnete damit seinen tiefsten Stand seit sieben Jahren (siehe Diagramm 2). Nach Angaben von Markt gingen 80 % der Umfrageantworten vor dem Brexit ein, was darauf schließen lässt, dass der Wert im nächsten Monat noch niedriger sein dürfte. Ein beunruhigende Entwicklung. Ebenfalls beunruhigend ist die Tatsache, dass einige Tage nach dem Brexit bekannt wurde, dass eine Vielzahl von Immobilienfonds ihre Fonds geschlossen haben aus Angst in dieser Phase Immobilien verkaufen zu müssen, um die Abflüsse ihrer Kunden bedienen zu können.

Diagramm 2: Markt-Einkaufsmanagerindex für das Baugewerbe seit Mitte 2013



Quelle: Bloomberg, Stand: 30.06.2016 (Monatsdaten).

Der Finanzsektor ist sicherlich von größter Bedeutung für das UK. Viele Banken haben sich über eine Filiale in London sogenannte „Passporting Rights“ gesichert. Sie beinhalten das Recht, von London aus Finanzprodukte in ganz Europa zu verkaufen. Durch den Brexit haben bereits viele Banken angekündigt, dass sie ihre Geschäfte teilweise oder ganz in andere EU-Länder verlagern werden. Der britische Bankenverband „TheCity“ warnt, Europas Finanzplatz Nummer eins könnte in mehrere Teile zerbrechen und sich überall über den Kontinent verteilen. Frankfurt und Dublin könnten bei diesen Abwanderungen übrigens sinnvolle Destinationen sein. Bislang hat Großbritannien den größten Anteil an Finanzdienstleistungen in der EU. Generell sind Banken die Hauptleidtragenden des Brexit. Geringe bzw. negative Renditen implizieren ein schwaches Wachstum bzw. kaum Inflation, was für zyklisch ausgerichtete Unternehmen wie Banken unvorteilhaft ist. Zudem können sie in diesem Umfeld kaum Depositen gewinnen und eine recht flache Renditestrukturkurve verhindert die Vereinnahmung hoher Zinsmargen. In diesem Zusammenhang sind aktuell wieder die italienischen Banken ins Gespräch gekommen, die immer noch eine hohe Anzahl fauler Kredite in ihren Büchern haben, die allesamt nicht zu Marktwerten wertberichtigt wurden. Die Peripherie-Banken werden allesamt Probleme bekommen, wenn zudem noch die Risikoaufschläge für Peripherie-Staatsanleihen als Folge einer gestiegenen EU-Unsicherheit und verschiedenster, zeitnah anstehender politischer Entscheidungen (z.B. Italien-Referendum zur



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER JULI 2016

Senatsreform) höher bewertet werden. Auch wenn die EZB mit ihrem Rückkaufprogramm alles versuchen wird, dies zu verhindern, löst es nicht das Problem der mangelnden Profitabilität. Nichtsdestotrotz werden Peripherie-Risikoaufschläge volatil bleiben, aber voraussichtlich in naher Zukunft nicht komplett Neubewertet werden. Die EZB kann immer noch weitere Stabilisierungsmaßnahmen beschließen (z.B. Anpassung des Ankaufsschlüssels zu mehr Peripherieanleihen) und im Gegensatz zum Anfang der Krise werden die Staatsschulden vermehrt von heimischen Investoren gehalten.

Insgesamt ist ein Abgleiten der britischen Wirtschaft in die Rezession mehr als wahrscheinlich. Auch der Euroraum sollte darunter leiden. In dieser Phase sind Anleihen aus Kernländern und auch Gold (speziell gegen EUR oder GBP gemessen) als sicherer Hafen gesucht. Dagegen sollten risikobehaftete Wertpapiere, allen voran europäische Aktien, die Neubewertung der Risikoprämien deutlich zu spüren bekommen. Weiteres Abwärtspotential ist somit vorhanden. Im Detail müssten UK-Unternehmen mit einer hohen Abhängigkeit zum heimischen Markt vermehrt unter Druck geraten. Ebenso europäische Unternehmen mit hohen UK-Risiken und einem hohen Beta ihrer Erträge zum UK BIP. Dass diese Unternehmen deutlich schärfer an Boden verlieren sieht man auch an der relativen Outperformance des FTSE 100 (UK-Leitindex; vermehrt Internationale Unternehmen aus UK mit hoher Abhängigkeit zum ausländischen Markt) gegenüber dem FTSE 250 (UK-Nebenindex; vermehrt in UK operierende Unternehmen). Trotz des weiteren Abwärtspotentials europäischer Aktien sollten extreme Abverkäufe in einer Negativzinswelt und einem Mangel von hochliquiden Anlageformen nicht von Dauer sein. Dafür sprechen trotz der Wachstumsabschwächung in Europa in Folge des Brexit auch das insgesamt stabile Wachstum der Weltwirtschaft, das moderate absolute und attraktive relative Bewertungsniveau sowie die anhaltend ultralockere Geldpolitik der großen Notenbanken.

Für Großbritannien werden die Folgen dramatisch sein, aus Sicht der 27 verbleibenden EU-Mitgliedsstaaten bietet der britische Austritt aber auch Vorteile. Der Brexit könnte Nachahmer abschrecken; allen voran wegen der Wellen an schlechten Nachrichten, die in den kommenden Wochen und Monaten von der britischen Insel auf den Kontinent schwappen: der Fall des GBP, die Rezession nach dem Abzug der Konzernzentralen aus London, etc. Auch beim Abkommen werden die Briten unter der Voraussetzung, dass die Verhandler auf Seiten der EU London gegenüber

so hart auftreten, wie sie es versprochen haben, keine Optimallösung herstellen können. Sie werden deutliche Kompromisse eingehen müssen und ob das für andere Länder die Attraktivität eines Austritts erhöht, darf bezweifelt werden. Darüber hinaus gibt es im Entscheidungsprozess für EU-Beschlüsse keine Blockadepolitik der Briten mehr. Die Wirtschaftsunion muss endlich so vollendet werden, dass nationale Entscheidungen nicht mehr die gemeinsame Währung gefährden können. Letzten Endes braucht es, wie schon so oft vorgeschlagen, eine gemeinsame Wirtschaftsregierung und einen europäischen Finanzminister mit eigenen Ressourcen. Dasselbe gilt für die Außen- und Sicherheitspolitik. Die Flüchtlingskrise hat zudem gezeigt, dass es einen echten europäischen Grenzschutz geben muss, ein einheitliches Asylrecht und eine gerechte Verteilung von Flüchtlingen.

Fazit:

Großbritannien steht vor einer Regierungs- und einer Wirtschaftskrise. Die Unsicherheit wird in Europa eine Anpassung der Risikoprämien nach sich ziehen, sowohl bei Peripherie-Anleihen als auch bei den Aktienmärkten. Als Konsequenz wird sich ein turbulentes Umfeld ergeben, indem weitere politische Entscheidungen anstehen, die für Zündstoff sorgen könnten (u.a. Referendum zur Senatsreform in Italien). Besonders problematisch sind die Auswirkungen für die Märkte in Großbritannien, wo u.a. der Immobilienmarkt, aber auch der Bankensektor erhebliche Schwierigkeiten bekommen könnten. Auch die negativen Auswirkungen auf das Investitionsklima wird die britische Wirtschaft in Bedrängnis bringen. Nicht nur, dass Rezessionsängste wieder auf der Agenda sind, sondern bei vermehrtem Abzug von Kapital droht aufgrund des hohen Leistungsbilanzdefizits eine Zahlungsbilanzkrise, die das britische Pfund vermehrt unter Druck bringen könnte.

Für die EU ist der Brexit zunächst zwar ein Schock und v.a. für risikobehaftete Wertpapiere nachteilig, jedoch kann die EU auch als Gewinner aus dieser Krise hervorgehen. Mit Großbritannien verliert die EU zwar einen wichtigen strategischen Partner, allerdings kann das den Zusammenhalt der EU auch stärken, indem andere Länder aufgrund der negativen Brexit-Folgen für das UK abgeschreckt werden und die Briten zukünftige Beschlüsse nicht mehr blockieren können.

Hinweis: Diese Kolumne enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der SKALIS Asset Management AG. Die Informationen, die für diese Kolumne verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann.



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER JULI 2016



Unser nächster Newsletter erscheint voraussichtlich in KW 31 2016.

Mit freundlichen Grüßen,
Ihr SKALIS TEAM

Wenn Sie keine weiteren SKALIS FUNDS Newsletter erhalten wollen, senden Sie uns bitte eine E-Mail an info@skalisfunds.com, um sich aus dem Newsletter Versand auszutragen.

Name und Sitz der Gesellschaft
SKALIS Asset Management AG
Weihenstephaner Straße 4
D-85716 Unterschleißheim
Geschäftsführung: Dr. Jens Bies, Marc Decker,
Ingmar Przewlocka

Amtsgericht München, HRB 139761, Steuernummer 143/101/63180
[SKALIS FUNDS](#) | [Rechtliche Hinweise](#) | [Datenschutz](#) | [Kontakt](#) | [Impressum](#)

Copyright © 2016 SKALIS Asset Management AG. Alle Rechte vorbehalten.

DISCLAIMER

Die in diesem Dokument wiedergegebenen Informationen wurden von uns sorgfältig zusammengestellt und beruhen zum Teil auf allgemein zugänglichen Quellen und Daten Dritter, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir keine Gewähr übernehmen können. Dieser Newsletter ist eine Werbeunterlage und dient ausschließlich Informations- und Marketingzwecken. Sie stellt weder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen dar noch ist sie Anlageberatung, oder eine Anlageempfehlung. Sie stellt keine Finanzanalyse i.S. des § 34b WpHG dar und genügt deshalb nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen und unterliegt nicht dem Verbot des Handelns vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen. Auf Grund der Zusammensetzung und Anlagepolitik des Fonds besteht die Möglichkeit erhöhter Volatilität, d.h. in kurzen Zeiträumen nach oben oder unten stark schwankender Anteilspreise. Anlageentscheidungen sollten nur auf der Grundlage der aktuellen Verkaufsunterlagen (Verkaufprospekt, Wesentliche Anlegerinformationen, Jahres- und Halbjahresberichte) getroffen werden, die auch die allein maßgeblichen Anlagebedingungen enthalten. Die Verkaufsunterlagen sind seit dem Auflegedatum bei der Verwahrstelle, der Kapitalverwaltungsgesellschaft und den Vertriebspartnern zur kostenlosen Ausgabe bereitgehalten. Die Verkaufsunterlagen sind zudem im Internet unter: www.universal-investment.de erhältlich. Es wird keine Gewähr für die Geeignetheit und Angemessenheit der dargestellten Finanzinstrumente sowie für die wirtschaftlichen und steuerlichen Konsequenzen einer Anlage in den dargestellten Finanzinstrumenten und für deren zukünftige Wertentwicklung übernommen. Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Bitte beachten Sie, dass Aussagen über zukünftige wirtschaftliche Entwicklungen grundsätzlich auf Annahmen und Einschätzungen basieren, die sich im Zeitablauf als nicht zutreffend erweisen können. Es wird daher dringend geraten, unabhängigen Rat von Anlage- und Steuerberatern einzuholen. Durch die Zurverfügungstellung dieser Informationen wird der Empfänger weder zum Kunden der SKALIS Asset Management AG, noch entstehen der SKALIS Asset Management AG dadurch irgendwelche Verpflichtungen und Verantwortlichkeiten dem Empfänger gegenüber, insbesondere kommt kein Auskunftsvertrag zwischen der SKALIS Asset Management AG und dem Empfänger dieser Informationen zustande. Die in dem Dokument zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Universal-Investment noch die SKALIS Asset Management AG oder deren Kooperationspartner übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieses Dokuments oder dessen Inhalt. Der Versand oder die Vervielfältigung dieses Dokuments ist ohne die vorherige schriftliche Zustimmung der SKALIS Asset Management AG nicht gestattet.