



Partisan Strategie Fonds (CHF)

Strategiesitzung 3. Quartal 2014:

Politische Risiken in der Ukraine; Mindestkurs CHF/EUR

Wir haben uns schwerpunktmässig mit der Krise in der Ukraine befasst. Diskutiert wurde ausserdem – einmal mehr - der von der Schweizerischen Nationalbank festgelegte CHF/EUR Mindestkurs und dessen Implikationen für die Anlagestrategie.

Krise in der Ukraine

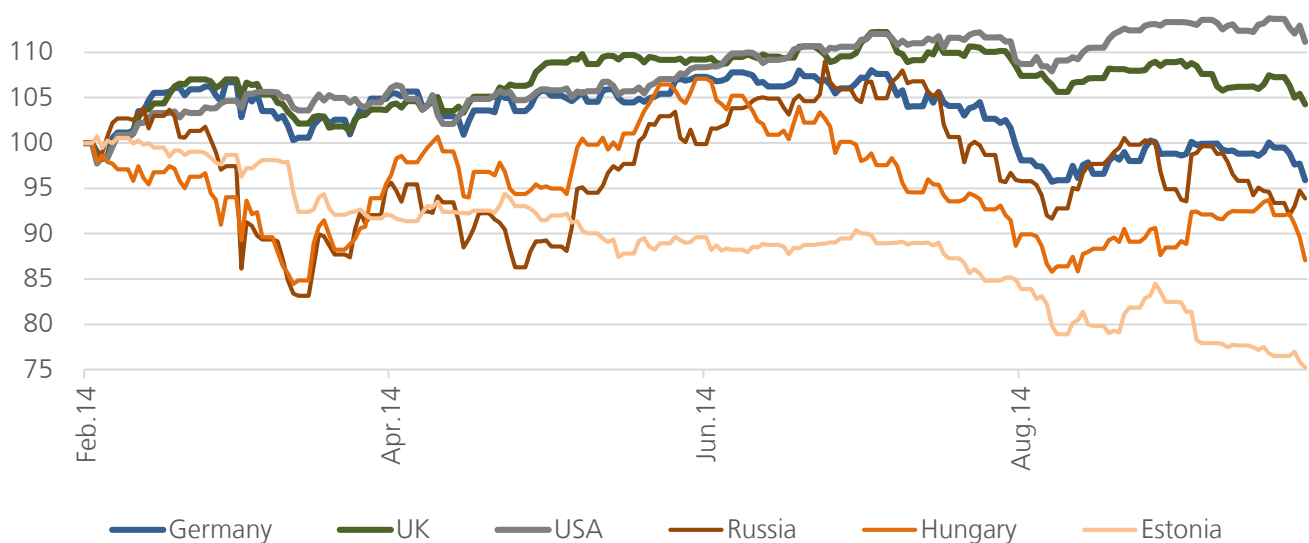
Die Annexion der Krim durch Russland hat die Ära nach dem kalten Krieg beendet. Praktisch über Nacht, und von kaum jemandem erahnt.

Glücklicherweise gehört die Ukraine seit 1994 nicht mehr zu den Atommächten. Nichtsdestoweniger handelt es sich indirekt um einen Zusammenstoss von Grossmächten, Russland auf der einen Seite, EU und NATO auf der anderen. Eine potentiell gefährliche Situation.

Wie wird sich die Lage entwickeln? Unterschiedlichste Szenarien sind denkbar und werden in den Medien diskutiert: handelt es sich bei der Annexion der Ukraine um eine einmalige „Tat“, die - wie so vieles - von der Weltöffentlichkeit bald wieder vergessen sein wird und später als Fussnote in den Geschichtsbüchern steht? Oder stehen wir vor einer Renaissance des kalten Kriegs? Plant Putin den Einfluss Russlands mit militärischen Mitteln auf weitere Staaten mit hohem russischem Bevölkerungsanteil auszudehnen? An vorderster Stelle stünde hier das Baltikum. Kleine Staaten zwar, aber Mitglieder des nordatlantischen Verteidigungspaktes. Wie würde die Nato in einem solchen Fall reagieren? Über all dies können wir nur spekulieren. Sicher ist jedoch: die Gefahr einer weiteren Eskalation ist real. Und sie wird auch nicht in absehbarer Zeit wieder aus der Welt zu verschwinden. Dafür ist auf beiden Seiten zu viel Vertrauen zerstört, welches nicht in kurzer Zeit wieder aufgebaut werden kann.

Diese Konfliktgefahr sollte deshalb auch für langfristige Anlageentscheide in Betracht gezogen werden. Was könnte eine Eskalation aus wirtschaftlicher Sicht bedeuten? Und wie kann man sich dagegen schützen?

Während deutsche Aktien parallel zu den meisten osteuropäischen Märkten starke Verluste erlitten, war Grossbritannien deutlich weniger betroffen. Auf die amerikanischen und asiatischen Aktienmärkte hatte die Krise zumindest bisher kaum einen merklichen Einfluss.

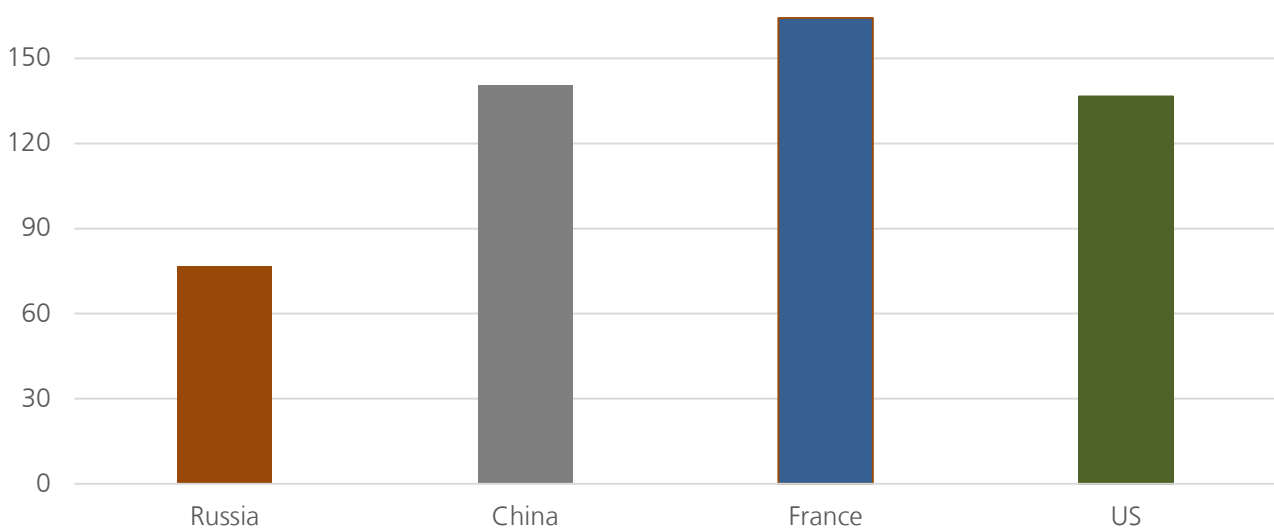


Quelle: MSCI

Ausgewählte Aktienmärkte (MSCI TR Indices in USD) seit Ausbruch der Krimkrise im Februar 2014

Die wirtschaftlichen Auswirkungen hängen offensichtlich vor allem mit der geographische Nähe zum Krisenzentrum zusammen, welche mit einer starken und rasch wachsenden wirtschaftlichen Verflechtung einhergeht. Die folgenden

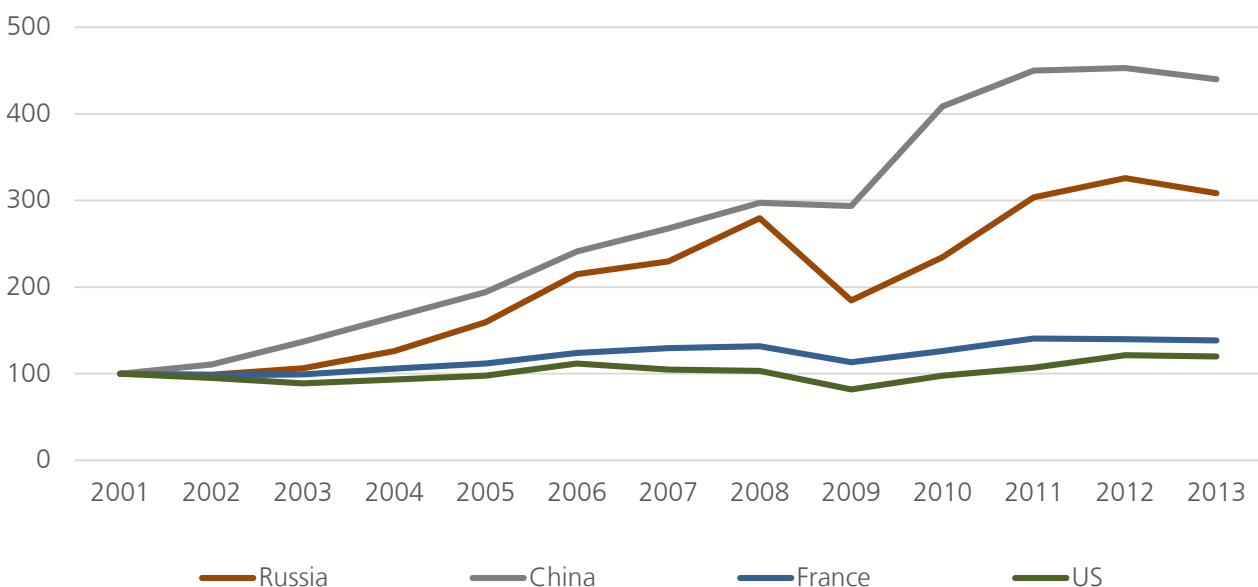
Grafiken zeigen beispielhaft Volumen und Entwicklung der Handelbeziehungen Deutschlands mit ausgewählten Staaten:



Quelle: <http://de.statista.com>

Importe + Exporte nach, bzw. aus Deutschland für 2013 in Mrd. EUR

Der Handel Deutschlands mit Russland ist mit einem Volumen von 76 Mrd. EUR (Importe + Exporte) zwar noch verhältnismässig gering. Für die Entwicklung der Aktienmärkte sind jedoch die Erwartungen entscheidend: Die Extrapolation des Handelsvolumens über die letzten Jahre lässt erahnen, welchen Stellenwert Russland in absehbarer Zukunft bekommen könnte, bzw. welches Handelspotential durch eine Eskalation des Konfliktes beeinträchtigt werden könnte. Aus diesem Grund ist die sensible Reaktion der deutschen (und anderer mittel- und osteuropäischer) Aktienmärkte wenig überraschend.



Quelle: <http://de.statista.com>

Importe + Exporte nach, bzw. aus Deutschland: Entwicklung seit 2001

Konsequenzen für die Partisan Anlagestrategie

Was ist zu tun? Einmal mehr zeigt die Tatsache, dass niemand diesen Konflikt vorhergesehen hatte, wie entscheidend eine gute Diversifikation in einer unsicheren und immer wieder von Überraschungen geprägten Welt ist. Wer sein Vermögen im konkreten Fall zu grossen Teilen in Ost- und Mitteleuropa investiert hatte, musste erhebliche Verluste erleiden. Wer die Anlagen weltweit gestreut hatte, kam zumindest bis anhin mit marginalen Einbussen davon.

Die erhöhte Konfliktwahrscheinlichkeit induziert unseres Erachtens eine graduelle Anpassung in der regionalen Gewichtung. Für das Szenario einer weiteren Eskalation erachten wir das Risiko weiterer grosser Verluste auf deutschen Aktien als gross. Aus diesem Grund haben wir das Aktiengewicht innerhalb Europas mit einer Umlagerung von Deutschland (-2%) nach UK (+2%) tendenziell vom geographischen Krisenzentrum nach Westen verschoben.

Zudem haben wir das Fremdwährungsexposure um 3% in Richtung USD verschoben. Wir glauben, dass der USD bei einer Konflikteskalation als „sicherer Hafen“ dienen würde und deshalb eine gewisse Versicherungsfunktion wahrnimmt. Die Verschiebung wird zu Lasten von EUR finanziert, was wir mit dem Mindestkurs gegenüber dem EUR und der aktuellen Situation der Schweizerischen Nationalbank begründen.

Entwicklung an der CHF-Währungsfront

Im September 2011 hat die Schweizerische Nationalbank den Wechselkurs gegenüber dem EUR auf ein Minimum von 1.20 CHF/EUR festgesetzt. Zur Durchsetzung ist sie bereit, unbeschränkt Devisen zu kaufen¹. Diese weitreichende Massnahme erfolgte unter dem Eindruck einer vorangehenden starken Aufwertung des Schweizer Frankens in Zusammenhang mit der Krise im Euroraum, welche die schweizerische Exportindustrie unter Druck setzte. Die SNB ging damals gemäss von der Annahme einer „massiven Überbewertung des Schweizerfrankens“ aus.

Inzwischen hat sich der EUR jedoch nicht wie erhofft erholt, im Gegenteil hat er insbesondere gegenüber dem USD weiter abgewertet. Um den Mindestkurs zum EUR unter diesen Umständen halten zu können, musste die SNB grosse Devisenkäufe tätigen. Per Ende Aug. 2014 wies sie deshalb massiv erhöhte Fremdwährungsreserven im Gegenwert von knapp 500 Mrd. CHF aus².

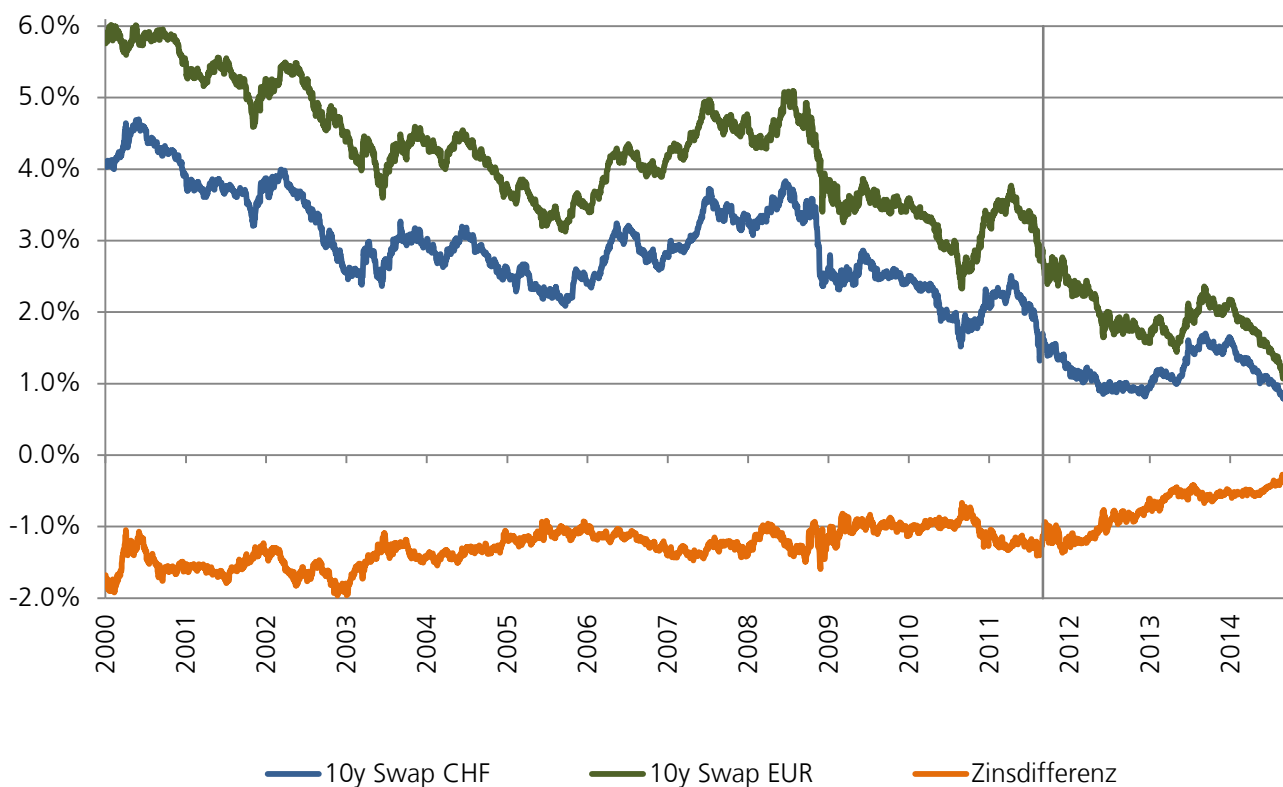
In den letzten Monaten hat sich der EUR – und somit auch der CHF - gegenüber dem USD erneut deutlich abgewertet. Wir gehen davon aus, dass die Aufhebung des 1.20 Mindestkurses in einer unmittelbaren und starken Aufwertung des CHF resultieren würde. Damit verbunden wären nicht nur enorme Verluste auf den grossen Währungsreserven, sondern erneut auch ein grosser Druck seitens der Exportindustrie auf die SNB. Wir bezweifeln, dass sich die SNB unter diesen Umständen noch zur Freigabe des Wechselkurses durchringen kann; sie ist zur Gefangenen ihrer eigenen Politik geworden.

Dies wird auch durch die Entwicklung an den Kapitalmärkten bestätigt, insbesondere durch die starke Konvergenz der langfristigen Zinsen für EUR und CHF: die Renditedifferenz zwischen 10-jährigen Schweizer und Deutschen Staatsanleihen liegt bei gerade noch 0.4%.

¹ Medienmitteilung der Schweizerischen Nationalbank vom 6. September 2011

² Schweizerischen Nationalbank: Bilanzpositionen der SNB per Ende August 2014.

Per 30. Juni wurde die Währungsallokation zu 46% EUR, 27% USD und 27% andere Währungen ausgewiesen (Schweizerischen Nationalbank: Devisenanlagen und Frankenleihen, Ende 2. Quartal 2014)



Quelle: Telekurs

Die Konvergenz der langen Zinsen (hier 10-jahres Swap-Sätze) seit Einführung des Mindestkurses (senkrechte Linie) ist ein deutliches Indiz für eine langfristige Annäherung des CHF an den EUR.

Der EUR hat seine Diversifikationseffekte aus CHF-Sicht damit weitgehend verloren. Und die geringe Zinsdifferenz entschädigt u.E. auch aus Renditesicht nicht mehr für die – wenn auch unwahrscheinliche - Möglichkeit der Aufhebung des Mindestkurses und damit einer starken Aufwertung des CHF gegenüber dem EUR. Wir reduzieren deswegen das EUR Exposure auf 0.

Weiterführende Literatur für Interessierte

Zur Krise in der Ukraine und ihren Folgen:

Hoover Digest, 2014, No. 3, Summer, Seiten 9-35:

Mehrere beleuchtende Artikel zu den Hintergründen

<http://de.scribd.com/doc/232009106/Hoover-Digest-2014-No-3-Summer>

Notenstein Gespräch:

General Stanley McChrystal, Welt aus dem Gleichgewicht?

<https://www.nostenstein.ch/de/news/dialogo-con-notenstein/general-stanley-mcchrysal-welt-aus-dem-gleichgewicht>