

»Update: *Russland & Türkei*

Aktuelle Markteinschätzung 10. August 2018

„Die Entwicklung in Russland und der Türkei muss gesondert betrachtet werden. Es handelt sich nicht um den ‚EM-Ansteckungs-Effekt‘ alter Tage, sondern vielmehr um eine Reihe länderspezifischer Herausforderungen.“ (Meno Stroemer, 2018)

Russland

Die Credit Spreads Russlands sind auf dem Niveau der Benchmark in das Jahr 2018 gestartet. Mit der Einführung gezielter Sanktionen der USA gegenüber russischen Einzelpersonen und Unternehmen weiteten sich die Spreads im April massiv aus. Im Folgenden kam es von Mai bis Juni zu einer deutlichen Erholung, wobei Russland den Markt substanziell outperformed hat. Dieser positive Trend wurde schliesslich durch die Ankündigung der USA, neue Sanktionen einzuführen, vor wenigen Tagen gebrochen.

Chart 1: YTD Credit Spreads Russland (orange) vs. Benchmark (weiss)



Quelle Bloomberg, August 2018

Die neuen Sanktionen sind grösstenteils eine Reaktion auf den angeblichen Einsatz biologischer Waffen gegen einen ehemaligen russischen Spion in Grossbritannien. Wie auch ein Blick auf die Spread-Entwicklung zeigt, wurden diese Sanktionen vom Markt bereits seit einigen Wochen erwartet. Selbige betreffen hauptsächlich High-Tech-Exporte nach Russland, die unserer Meinung nach weniger starke Auswirkungen auf die Wirtschaft des Landes haben sollten. Vielmehr geht es den USA darum, eine „klare Botschaft“ an die Russen zu senden. Weit aus besorgniserregender ist die Tatsache, dass die USA die Türe für weitere, den russischen Bankensektor betreffende, Sanktionen offen gelassen hat. Die USA wollen damit Druck auf Putin aufbauen und die russische Regierung zu einer Einkehr zwingen. Da die russische Regierung auch schon in der Vergangenheit keine Reaktion auf derartige Massnahmen gezeigt hat, kann davon ausgegangen werden, dass auch diesmal weitere Sanktionen folgen werden.

Positionierung

Die aktuelle Positionierung in Russland zeigt in beiden Strategien eine defensive Sektorallokation (keine Bankanleihen) und eine höhere Kreditqualität. Die Untergewichtung Russlands in unserer Fisch EM Opportunistic Strategie führt zu einer Outperformance der Benchmark um 4 Bps. In unserer reinen Investment-Grade-Strategie (Fisch EM Defensive) haben wir in Bezug auf das gewichtete Kreditexposure eine neutrale Gewichtung gegenüber der Benchmark. Unser Fokus auf liquide Titel wie Gazprom, Lukoil oder Severstal erlaubt es uns allerdings je nach Marktlage und Entwicklung schnell reagieren zu können, sollte es notwendig werden.

Chart 2: Aktuelles Russland Exposure in unseren EM Publikumsfonds

Country - Returns and Exposures	Returns			Variation			Weights	
	Total Return PF (Local)	Total Return BM (Local)	Variation Cont. To Return (Local)	Effective Duration PF/BM	Credit Exposure PF/BM	Contr. Credit Exposure PF/BM	Weight PF	Weight BM
Opp								
Russia	-0.94	-1.60	0.04	128	69	54	3.9	5.0
Def								
Russia	-1.07	-1.27	0.00	99	89	99	4.0	3.6

Quelle: Factset, August 2018

Fazit

Die aktuellen Entwicklungen sind definitiv als negativ zu bewerten. Nichtsdestotrotz sind wir der Ansicht, dass die geopolitischen Realitäten Herrn Trump und Putin gleichermaßen einen Anreiz geben, die Situation zu entspannen. Gespräche über mögliche gegenseitige Staatsbesuche spiegeln die Tatsache wider, dass beide Seiten mehr zu verlieren als zu gewinnen haben und ein gewisses Mass an Kompromissbereitschaft besteht. Während diese die Annexion der Krim durch Russland wahrscheinlich nicht umfasst, gibt es andere bedeutende Themen, die dem US-Kongress einen Grund geben könnten, mit der Implementierung weiterer Sanktionen zu warten.

Türkei

Die Entwicklung der türkischen Credit Spreads im Jahresverlauf zeigt seit Anfang Mai nahezu eine Verdoppelung.

Chart 3: YTD Credit Spread Türkei (blau) vs. Benchmark (weiss)



Quelle: Bloomberg, August 2018

Auch hier beruht der Anstieg auf mehreren Faktoren, die allerdings einen gemeinsamen Nenner haben: Präsident Erdogan. Der türkische Präsident arbeitet an einer Machtkonzentration zu seinen Gunsten. Die vorgezogenen Wahlen im Mai festigten seine Machtbasis. Seither ist die türkische Geldpolitik nicht mehr unabhängig von den Wünschen Erdogans. Die jüngste Entscheidung der Zentralbank (CBT), die Zinsen angesichts des schnell ansteigenden Inflationsdrucks nicht zu erhöhen (Hinweis: Erdogan bevorzugt niedrigere Zinsen), bestätigte lediglich die mangelnde Unabhängigkeit der CBT.

Dazu kommt, dass andere Aktionen Erdogans (wie der Kauf eines russischen Flugabwehrraketen-systems, die Verhaftung eines US-Pastors in der Türkei usw.) zu tiefgreifenden Sanktionen der USA gegen die Türkei führen könnten. Dies würde, angesichts der Tatsache, dass es sich um zwei NATO-Partner handelt, eine Eskalation mit extrem negativen Auswirkungen auf die Kapitalmärkte darstellen.

Auch die Devisenmärkte waren davon schwer betroffen und die türkische Lira verlor fast die Hälfte ihres Wertes gegenüber dem US-Dollar.

Chart 4: YTD Entwicklung Türkische Lira



Quelle Bloomberg, August 2018

Aufgrund der Grösse ihrer Aussenhandelsdefizite, die zum grossen Teil in Hartwährung finanziert werden müssen, reagiert die Türkei nicht nur sensibel auf die US-Zinsen, sondern auch auf die Entwicklung des US-Dollar und des Euro. Besonders betroffen ist der türkische Bankensektor, da das Verhältnis von Krediten zu Einlagen 100% übersteigt. Dies wiederum erfordert, dass Banken einen Teil ihrer Bilanzen über die Ausgabe von Anleihen in Hartwährung auf den globalen Märkten finanzieren.

In der jetzigen Situation ist es für türkische Banken, den Staat und Unternehmen sehr schwierig, Geld an den globalen Anleihemärkten aufzunehmen. Selbst wenn es gelingen sollte Geldgeber zu finden, stellt die Finanzierung umgerechnet in Lira für die Schuldner eine sehr grosse Belastung dar. Auch die Qualität der Aktiva des türkischen Bankensektors verschlechtert sich, aufgrund eines raschen Anstiegs notleidender Kredite, fortlaufend.

Dies spiegelt sich in den Handelsvolumina der türkischen Sub-Debt-Bank-Schuldtitel wider, die bei einer Rendite von 15% stehen – die gleichen Anleihen notierten zu Beginn des Jahres bei einer Rendite von 6,5%.

Fazit

Wir empfinden die jetzige Situation in der Türkei als nicht nachhaltig. Sollte es zusätzlich zur schwachen Währung zu US-Sanktionen kommen, steigt das Risiko von Ausfällen oder erzwungenen Restrukturierungen im Bankensektor rasant an. Während wir der Ansicht sind, dass ein Staatsbankrott in absehbarer Zeit kein realistisches Szenario ist, ist eine mögliche Unterstützung durch den IWF im Falle einer Liquiditätskrise auch ohne wesentliche politische Anpassungen unwahrscheinlich.

Wir haben in unserer EM Defensive Strategie kein Türkei-Risiko. In unserer opportunistischen EM Strategie sind wir untergewichtet.

Disclaimer

Die vorliegende Dokumentation dient lediglich zur Information und richtet sich ausschliesslich an institutionelle Anleger. Nicht institutionelle Anleger, die in Besitz dieser Dokumentation gelangen, werden gebeten, sie zu vernichten oder dem Absender zu retournieren. Dieses Dokument ist kein Emissionsprospekt und stellt weder eine Offerte noch ein Angebot zum Kauf von Finanzprodukten dar.

Bei der vorliegenden Dokumentation handelt es sich um eine Marketingunterlage und nicht um eine Finanzanalyse. Sie ist nicht in Einklang mit Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt worden und unterliegt auch keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

DIE HISTORISCHE PERFORMANCE IST KEINE GARANTIE FÜR DIE ZUKÜNFTIGE ENTWICKLUNG.

Investitionen in Finanzprodukte sind mit Risiken verbunden. Potenziell droht ein Verlust des gesamten investierten Kapitals. Bezüglich der individuellen Risiken einer Anlage sei auf die jeweils gültigen Produktunterlagen verwiesen.

Soweit die im Dokument enthaltenen Informationen aus externen Quellen stammen, kann Fisch Asset Management AG nicht garantieren, dass die Informationen richtig, vollständig und aktuell sind.

Aussagen über zukünftige Entwicklungen und Schätzungen basieren auf Annahmen, die möglicherweise falsch sind, sich ändern können oder auf vereinfachten Modellen beruhen. Fisch weiss nicht, ob ihre Aussagen über zukünftige Entwicklungen eintreffen. Es ist auch möglich, dass Fisch ihre Meinung über eine zukünftige Entwicklung ändert. In diesem Fall wird Fisch niemanden über die Meinungsänderung informieren.

Fisch weist ausdrücklich darauf hin, dass dieses Dokument nicht für private Anleger bestimmt ist und empfiehlt institutionellen Anlegern, sich vorgängig von Finanz-, Rechts- und Steuerexperten beraten zu lassen, die ihre individuelle Situation und das Produkt kennen.

Dieses Dokument richtet sich insbesondere nicht an US-Personen (private oder institutionelle) im Sinne der FATCA-Gesetzgebung oder gemäss der SEC-Definition. US-Personen dürfen in keinen Anlagefonds investieren, der von Fisch verwaltet wird und Fisch ist auch nicht berechtigt, Mandate von US-Personen zu verwalten. Erfährt Fisch, dass eine US-Person in ein von ihr verwaltetes Produkt investiert ist, wird sie die Fondsleitung und gegebenenfalls weitere Personen informieren, verbunden mit der Aufforderung, dass die US-Person das Produkt verkauft.

Fisch hat die Lagerung und Archivierung von Firmendaten an eine spezialisierte Drittfirma übertragen. Das Outsourcing beschränkt sich auf die Lagerung und Archivierung von Daten und erfolgt im Ausland. Die Bearbeitung der Daten bleibt firmenintern und wird nicht ausgelagert. Die Tätigkeit der spezialisierten IT-Firma umfasst im Wesentlichen die Aufsetzung und den Unterhalt der entsprechenden Server. Aufsichtsbehörde und Prüfgesellschaft sind von Fisch über die Auslagerung informiert worden und die datenschutz- und aufsichtsrechtlichen Anforderungen werden erfüllt.

Fisch lehnt jede Haftung ab für Schäden, die direkt oder indirekt aus diesem Dokument abgeleitet werden.