



ZUGERBERG FINANZ
AKTIENGESELLSCHAFT



Wovon Russland nur träumen kann

25. April 2014

Die Wiederauferstehung an den Kapitalmärkten ist das bemerkenswerteste Ereignis in jüngster Zeit. Mit Griechenland und Portugal sind zwei Länder der Eurozone von Gläubige(r)n geradezu euphorisch empfangen worden. Beide schienen bis vor Kurzem bankrott und deren Anleihen wurden als Schrott bezeichnet. Sie galten als Hauptverantwortliche dafür, dass der Euro nie wirklich funktionieren und zwingend auseinanderbrechen würde. Heute können sich die entsprechenden Finanzminister kaum mehr derer er wehren, die alle Kapital zur Verfügung stellen wollen – beseelt von der rosigen Aussicht, wieder regelmässig Zinsen bezahlt und Schulden getilgt zu bekommen.

Hinsichtlich Griechenland muss man skeptisch bleiben, inwiefern die strukturelle und finanzielle Malaise nachhaltig überwunden werden kann. Überrascht hat mich jedoch insbesondere die 9-jährige portugiesische Staatsobligation, die zu nur 3,575 % verzinst wird. Der Staat hat lediglich 750 Millionen Euro aufgenommen; angeboten wurden ihm mehr als das Dreifache! Noch im Januar 2012 musste für das Kreditausfallrisiko, d.h. das Risiko, wonach Portugal die Zinsen nicht mehr bedienen könnte, 15,84 % p.a. Prämie bezahlt werden. In dieser Woche lag die Prämie bei 1,60 %. Das ist ein Zehntel der damaligen Rekordprämien. Es herrscht Zuversicht hinsichtlich einer dauerhaften Verbesserung der portugiesischen Wirtschaftsentwicklung. Das überträgt sich auf die gesamte Währung.



ZUGERBERG FINANZ
AKTIENGESELLSCHAFT

Der Euro wird gegenüber dem Dollar, Yen und Pfund inzwischen als krisenresistente Währung geschätzt und die dahinterstehenden Regierungen haben allesamt an Glaubwürdigkeit gewonnen – durch ihr Handeln, auch Schwachen Sorge zu tragen. Möglicherweise ist dabei der Grundsatz von Haftung und Kontrolle geritzt worden. Die Solidarität hat nicht zuletzt die starken Länder in der Eurozone weiter gestärkt. Das sind zentrale Lernerfahrungen in einem gemeinsamen Währungsraum, in dem es keine gemeinsame Finanz- und Wirtschaftspolitik gibt und unbequeme Entscheidungen von den einzelnen Staaten „autonom“ gefällt und umgesetzt werden müssen. Griechenland und Portugal sind immer noch mitten in einer tiefgreifenden Umstrukturierung. Offenkundig ist weder die Staatsverwaltung noch die Steuereintreibung substantiell verbessert worden, ebenso wenig die Wettbewerbsfähigkeit. Die Zugehörigkeit zu einer stabilen und starken politischen sowie wirtschaftlichen Kooperation von Staaten hat ihnen jedoch die Reintegration in das weltwirtschaftliche Leben ermöglicht.

Davon kann Russland nur träumen. Die Stresssymptome nach konfrontativen Ereignissen, deren Ausmass wir noch nicht einzuschätzen vermögen, mehren sich. Russische Unternehmen sind im Ausland mit 650 Milliarden Dollar verschuldet. Bei vielen handelt es sich um staatlich kontrollierte und damit implizit geschützte Unternehmen. Aber immer weniger westliche Investoren wollen oder dürfen ein Russlandrisiko eingehen. Dabei ist der Ruin in weiter Ferne. Die Staatsverschuldung ist geringer als in der Schweiz, und die Devisenreserven liegen bei über 470 Milliarden Dollar. Wer über die zweitgrössten Erdgasreserven und die achtgrössten Erdölvorkommen der Welt verfügt, hat einen langen Atem. Wie viele Nachbarstaaten sind auch wir in der Schweiz nicht bereit, auf russisches Erdgas zu verzichten. Schärfere Sanktionen, um Russland zu disziplinieren könnte sich als Bumerang für Westeuropa erweisen, weshalb beiden Seiten daran liegt, die Spannungen nicht eskalieren zu lassen.



Am Kapitalmarkt in Moskau sind die Akteure dennoch stark verunsichert. Unternehmensanleihen werden nicht mehr emittiert. Der Micex als Leitbarometer für in Rubel kotierte Aktien gab seit Jahresbeginn um fast 14 Prozent nach und der RTS-Index für in Dollar kotierte Aktien verlor gar 22 Prozent. Im ersten Quartal 2014 sind rund 64



ZUGERBERG FINANZ
AKTIENGESELLSCHAFT

Milliarden Dollar aus Russland abgeflossen, nach 63 Milliarden Dollar im Gesamtjahr 2013. Der Gebrauch des amerikanischen Kreditkartensystems, mit dem nach Daten der Zentralbank im letzten Jahr fast 740 Milliarden Dollar umgesetzt wurde, schwächt das Land zusätzlich. Präsident Wladimir Putin sucht dringendst nach einer nationalen Alternative zu Mastercard und Visa, die sich aufgrund der verhängten Sanktionen im Zuge der Ukraine-Krise zurückziehen.

Russlands Wirtschaft schwächelt, die Investitionen brechen ein und der Rubel ist stark gefallen, wodurch die Importpreise gestiegen sind. Auch ich verfüge nicht über die berühmte Kristallkugel, die einen Blick in die Zukunft erlaubt. Kurzfristig drängt sich nicht auf, eine russische Anlageopportunität zwingend zu nutzen. Auch nicht, wenn sie mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 3 oder 4 besonders günstig erscheint. Aber die Erfahrung lehrt, dass Russland früher oder später wieder auf einen Kurs der Kooperation mit den führenden Industrienationen (G7 respektive G20) zurückkehren wird. Mittel- und langfristig hat der russische Markt wieder Potenzial. Wer mit dem vorübergehenden Risiko umzugehen versteht, *kann* trotz der gegenwärtigen politischen und wirtschaftlichen Unsicherheit investieren – und dürfte mit hohen Renditen belohnt werden. Denn dereinst dürfte das Land auf den Kapitalmärkten wieder begrüsst werden. Dann rollt der Rubel wieder.

Herzlich,

Maurice Pedernana
Chefökonom und Geschäftsführender Partner