



Aquila & Co. AG | 13. August 2017

Weder südkoreanische Aktien noch der Won preisen die erhöhten Risiken ein

Die geopolitischen Risiken auf der koreanischen Halbinsel sind sehr hoch, aber noch nicht entsprechend gepreist. Die Märkte gehen davon aus, dass dem Krieg der Worte eine diplomatische Entspannung folgt und nichts Schlimmeres passiert. Die Auswirkungen der Koreakrise auf die Weltaktienmärkte sind insbesondere deshalb so problematisch, weil diese deutlich überbewertet sind, insbesondere die US-Märkte. Für eine Korrektur hätte es somit keine Koreakrise benötigt.

Sehr hohe geopolitische Risiken

Die „Koreakrise“ hat sich weiter zugespitzt. Der Tonfall der USA hat sich den martialischen Äusserungen aus Nordkorea angepasst. So sagte der US-Verteidigungsminister James Mattis, die Demokratische Volksrepublik sollte jeden Gedanken an Handlungen aufgeben, die zum Ende ihres Regimes und zur Vernichtung ihres Volkes führen würden. Die Situation ist von aussen prinzipiell unlösbar, da es technisch nicht möglich ist Nordkorea an der Entwicklung von Interkontinentalraketen zu hindern, es sei denn man „besetzt“ das ganze Land. Es ist somit nur eine Frage der Zeit, bis Nordkorea über einsatzbereite Interkontinentalraketen verfügt.

Ein beschränkter militärischer Angriff, selbst wenn er „erfolgreich“ wäre, würde das Problem nur um einige Jahre verzögern. Eine militärische Besetzung wäre zudem vermutlich politischer Selbstmord für Präsident Trump.

Es gibt somit eigentlich keine zufriedenstellende Lösung „von aussen“. Eine „innere Lösung“, das heisst ein Machtwechsel in Nordkorea ist ebenfalls nicht in Sicht. Das zeitliche Auftreten ist prinzipiell genauso unprognostizierbar, wie der Fall der Mauer und der Zusammenbruch allen kommunistischen Systems mit Ausnahme von Kuba, Venezuela, und eben Nordkorea.

Wie weiter?

Die UN-Sanktionen werden weitgehend wirkungslos verpuffen. Am wahrscheinlichsten scheint, dass Nordkorea weiter provozieren wird und die Androhung, Raketen über Japan in das Meer vor Guam zu schiessen, in den nächsten Wochen umsetzen wird. Hierbei handelt es sich um einen Angriff auf „Wasser“, es sei denn man träfe „aus Versehen etwas Anderes“, und das ist das eigentlich Gefährliche. Solange nur „Wasser“ beschossen wird, dürfte ein grösserer Konflikt ausbleiben, da beiden Seiten klar ist, dass jeder, auch nur begrenzte Konflikt selbstmörderisch ist, insbesondere für Südkorea, weniger für die USA selber. Es ist sehr wahrscheinlich, dass die USA ebenfalls Raketen in nordkoreanisches Wasser schiessen werden. Am wahrscheinlichsten ist, dass diese gegenseitigen Provokationen weiter gehen, bis es einer der beiden Seiten zu langweilig wird. Es ist möglich und wahrscheinlich, dass der Konflikt dann einschläft und aus den Schlagzeilen gerät, ohne dass sich etwas fundamental geändert hat. Als leidenschaftlicher Taucher verurteile ich die sinnlosen Angriffe auf friedliche Fische und Meeressäuger sowie die Meeresvermüllung durch Raketenschrott, begrüesse jedoch das geringere Übel.

Trotz der hohen Wahrscheinlichkeit, dass der Konflikt nicht scharf wird, muss dem Ernstfall eine vergleichsweise hohe Wahrscheinlichkeit zugeordnet werden. Diese kann natürlich nicht quantifiziert werden, dürfte jedoch vermutlich eher im Bereich 5%-10%, als im Bereich 0-1% oder im Bereich >20% liegen. Damit ist die Ausgangsaussage, dass die geopolitischen Risiken weit überdurchschnittlich hoch sind, sicherlich richtig.

Gemäss der Washington Post geht das Pentagon davon aus, dass Nordkorea bereits im nächsten Jahr im Besitz von einigen einsatzfähigen Interkontinentalraketen sein wird. Die Welt müsste dann für immer mit dieser Bedrohung leben. Nur ein Machtwechsel in Nordkorea könnte die Bedrohung dann noch beenden.

Wie marktrelevant ist die Nordkoreakrise?

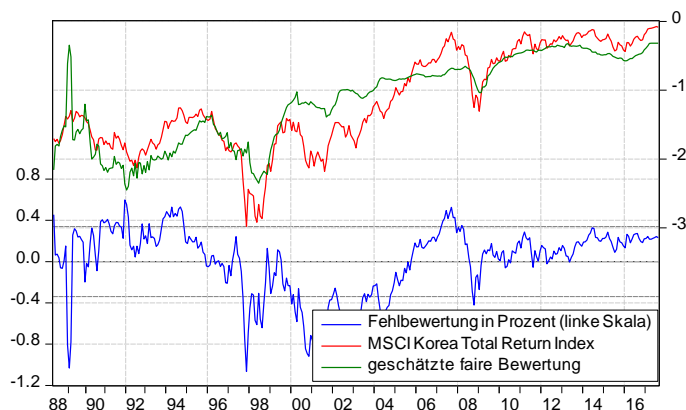
Seit Jahrzehnten war die Strategie „kaufen wenn die Säbel rasseln“ richtig. Investoren wurden in der Vergangenheit regelmässig dafür belohnt, auf ein Aufflammen der Krise mit Käufen zu reagieren, und die Sache einfach auszusitzen. Die Investoren sind seit Jahrzehnten gewöhnt, dass die Diplomatie Schlimmeres verhindern konnte. Was ist davon zu halten?

Die Sache wäre zumindest einen Gedanken wert, falls südkoreanische Assets mit einem „vollen Krisenabschlag“ günstig gekauft werden könnten. Ist dies derzeit der Fall?

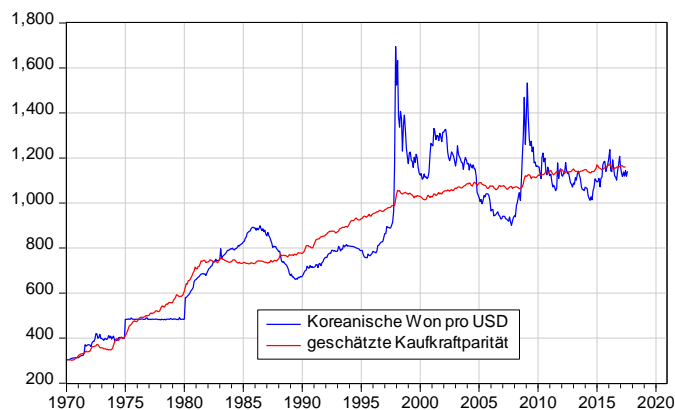
Grafik 1 zeigt die geschätzte Fehlbewertung des südkoreanischen Aktienmarktes (MSCI Südkorea). Grafik 2 zeigt den geschätzten fairen Wechselkurs des Won gegenüber dem US-Dollar.

Der MSCI Korea Index notiert nicht weit von den Allzeithochständen entfernt. Die geschätzte Überbewertung beträgt derzeit rund 23%. Damit ist der Markt unattraktiv, die Risiken sind nicht entsprechend gepreist. Der jüngste Kursrückgang koreanischer Aktien kann durch andere Faktoren erklärt werden (Korea hat die Steuern erhöht und den Mindestlohn erhöht).

Grafik 1: Bewertung des MSCI Korea



Grafik 2: Fairer WON / USD



Die Finanzmärkte preisen die erhöhten Risiken auf der koreanischen Halbinsel nicht adäquat ein. Dies gilt insbesondere für den Südkoreanischen Aktienmarkt (und den WON).

Und die sonstigen Märkte?

Da die meisten sonstigen Aktienmärkte ebenfalls sportlich bewertet sind, empfiehlt es sich generell, „nicht mehr mit Vollgas unterwegs zu sein“. Für die Finanzmärkte dürfte nicht Nordkorea, sondern die drohende Normalisierung der Geldpolitik die grössere Bedrohung sein. Es sei denn, es käme zu einem nuklearen Schlagabtausch...

Kontakt: Thomas Härter, Investment Office
Tel.: +41 58 680 60 44