Confidence must be earned

Amundi ASSET MANAGEMENT

Mai 2018

Russland: Die „Story“ ist fundamental intakt, aber die Sanktionen bedeuten Abwärtsrisiken.

INVESTMENT TALKS

Alessia Berardi
Senior Economist

Debora Delbo‘
Emerging Markets-Stratege

Gon Abhishek
Emerging Markets-Stratege

Karine Herve
Senior Economist, PhD

Yerlan Syzdykov
Head of Emerging Markets

„Gegenwärtig bleiben wir hinsichtlich der Aussichten für Russland zuversichtlich, da wir noch einige unterstützende Faktoren wie den Ölpreis und die geringe externe Verwundbarkeit sehen.“

- ***Die makroökonomischen Aussichten:*** *Die Aussichten für die russische Wirtschaft sind positiv und werden durch eine expansive Geldpolitik, einen robusten Welthandel und steigende Ölpreise unterstützt, auch wenn sich der aktuelle Kontext vor dem Hintergrund der letzten Sanktionsrunde verschlechtert hat. Die außenwirtschaftliche Position Russlands macht die Wirtschaft gegenüber externen Erschütterungen widerstandsfähig. Das größte Risiko besteht in einem Rückgang des Ölpreises, obwohl die jüngste Verabschiedung neuer Haushaltsregeln den russischen Staatshaushalt weniger anfällig gegenüber Ölpreisschwankungen macht.*
- ***Rubel:*** *Wir gehen davon aus, dass der Rubel angesichts der Risiken extremer Marktereignisse, die durch die jüngste Runde der US-Sanktionen entstanden sind, weiterhin ein Schockabsorber sein wird. Aus Bewertungssicht zeigt unser Modell jedoch, dass die faire Bewertung von USD/RUB bei 61 bis 62 liegt, da der Ölpreis weiterhin unterstützt wird. Wir gehen nicht davon aus, dass die russische Zentralbank (CBR) die Zinsen kurzfristig erhöhen wird, aber die CBR könnte im ersten Halbjahr 2018 eine Pause von ihrer derzeitigen Lockerungspolitik einlegen und sie wieder etablieren, sobald sich der „Staub“ gelegt hat.*
- ***Aktien****: Wir bleiben in Bezug auf russische Aktien konstruktiv, die Risiken hinsichtlich der Aufnahme weiterer Unternehmen oder Geschäftsleute in die Sanktionsliste bleiben jedoch hoch. Der russische Aktienindex scheint recht günstig zu sein. Unserer Meinung nach wird es entscheidend sein, die Aktientitel und Sektoren auszuwählen, die weniger anfällig für Kettenreaktionen sind und eher vor möglichen zukünftigen Sanktionen geschützt sind.*
- ***Anleihen****: Wir sehen den russischen Anleihenmarkt weiterhin zuversichtlich und bevorzugen staatliche, quasi-staatliche Emittenten und Finanztitel. Wir sehen begrenztes Risiko einer breiten Ansteckung für andere Schwellenländer, wobei Russland sich den üblichen Maßstäben entzieht.*

Wie sehen Sie die russische Wirtschaft angesichts der jüngsten Sanktionen der USA?

KH: Nach zwei Jahren der Rezession wurde im vergangenen Jahr wieder ein BIP-Wachstum von 1,5 % erreicht. In dieser Phase bleiben wir hinsichtlich der Aussichten zuversichtlich: Die Inflation hat sich verlangsamt (die CBR bleibt bei Bedarf mit der Option einer gelockerten Geldpolitik ausgestattet), der Welthandel ist trotz der Spannungen im Handel robust geblieben, und die Ölpreise sind zuletzt aufgrund geopolitischer Spannungen im Nahen Osten gestiegen. Die Auswirkungen von Sanktionen auf das reale BIP-Wachstum sind schwer abzuschätzen, da die Auswirkungen direkte und indirekte Faktoren umfassen können. Während die direkten Auswirkungen begrenzt sein sollten, könnten die indirekten Auswirkungen, insbesondere aufgrund einer Verschärfung der finanziellen Bedingungen für die gesamte Wirtschaft, umso negativer sein: Erstens könnten Ungewissheit und neuer Druck auf den Rubel dazu führen, dass die CBR ihre Lockerungspolitik unterbricht. Zweitens könnten Investitionen aus dem Ausland abgeschreckt werden und Abflüsse könnten sowohl Direkt- als auch Portfolioinvestitionen beeinträchtigen. Derzeit halten Ausländer rund ein Drittel der russischen Staatsanleihen. Sofern keine weitere Eskalation der Wirtschaftssanktionen gegen Russland eintritt, würden wir davon ausgehen, dass die negativen Auswirkungen des derzeitigen Sanktionsregimes auf das BIP-Wachstum auf Sicht von einem Jahr irgendwo zwischen 0,2 % und 1,0 % liegen könnten. Dies könnte durch eine positive Entwicklung der „Terms of Trade“ (= Verhältnis Exportpreise zu Importpreise) und anhaltende finanzpolitische Impulse aufgrund des Infrastrukturprogramms im Zusammenhang mit der Fußballweltmeisterschaft ausgeglichen werden, für die Russland in diesem Sommer Gastgeber sein wird. Längerfristige

Auswirkungen von Sanktionen hängen von der Entwicklung der Beziehungen Russlands zum Westen ab.

Hat sich die Widerstandsfähigkeit Russlands gegenüber externen Schocks in den vergangenen Jahren verbessert?

AB: Russland wurde in unserem externen Verwundbarkeits-Ranking normalerweise ziemlich hoch angesetzt, was bedeutet, dass es eine geringe externe Verwundbarkeit aufweist. Die Leistungsbilanz (in % des BIP) verzeichnete einen Überschuss von 2,6 % im 4. Quartal 2017, was zwar kein historischer Höchststand ist, aber der höchste Stand seit dem 2. Quartal 2016. Die Auslandsverschuldung (in % des BIP) liegt zum 4. Quartal 2017 mit 33 % unter dem Durchschnitt von 49 % für die Schwellenländer. Insbesondere der kurzfristige Anteil mit rund 11 % der gesamten Auslandsschulden ist sehr überschaubar. Darüber hinaus haben die Kennzahlen der Devisenreserven gezeigt, dass eine gewisse Fähigkeit besteht, die Währung durch die Notenbank zu verteidigen. Auf dieser Grundlage muss die Rubelabwertung nicht als eine Folge der Verwundbarkeit gesehen werden, sondern letztlich als Schockabsorber, um das Gleichgewicht der Leistungsbilanz wieder herzustellen (obwohl dies potenziell auf Kosten einer höheren Inflation geht, die derzeit auf historischen Tiefständen ist). Der größte „externe“ Schock für Russland wäre ein deutlicher Rückgang des Ölpreises.

Die russische Wirtschaft hängt stark vom Ölpreis ab: Was treibt derzeit die Ölpreise an? Welche Risiken bestehen bei einem Rückgang?

„Die Sensibilität Russlands gegenüber dem Ölpreis hat sich verringert, aber im Hinblick auf die finanzpolitische Reform sind weitere Fortschritte erforderlich, um den Staatshaushalt des Landes zu schützen.“

AB: Russlands Wohlstand ist immer noch an den Ölpreis gebunden. Trotz eines günstigeren Umfelds für höhere Ölpreise sind weitere Fortschritte bei der finanzpolitischen Reform zum Schutz des Staatshaushaltes des Landes erforderlich. Wir sehen einen fairen Wert des Ölpreises auf Basis der Fundamentaldaten (Angebots- und Nachfragedynamik) zwischen 60 und 70 USD je Barrel . Allerdings dürften die geopolitischen Ereignisse derzeit den Ölpreis in die Höhe treiben und er könnte kurzfristig weiter steigen.

Was Russland betrifft, so hat die jüngste Verabschiedung einer neuen Haushaltsregel den Staatshaushalt des Landes weniger anfällig für Ölpreisrückgänge gemacht als in der Vergangenheit. Die Schwelle für das Budget des laufenden Jahres liegt bei 40 USD je Barrel , was beim aktuellen Ölpreis den Aufbau eines erheblichen finanziellen Puffers ermöglicht. Dieser Schwellenwert war bereits sehr zurückhaltend, als er definiert wurde und ist jetzt umso vorsichtiger. Er kann bei der nächsten Haushaltsdiskussion erhöht werden. Allerdings sollte, aus unserer Sicht, eine umfassendere finanzpolitische Reform zur Verringerung der Ineffizienz auf der Ausgabenseite beschlossen werden, um den Staatshaushalt des Landes für die Zukunft zu schützen.

Wie sehen Sie den Rubel?

„Die CBR hat bestätigt, dass sie in diesem Jahr nach wie vor an einer neutralen Geldpolitik festhalten möchte: Wir erwarten, dass die Zinssenkungen im 2. Halbjahr 2018 wieder aufgenommen werden.“

AG: Die jüngste Runde der Sanktionen gegen Russland war sowohl für den Markt als auch für die politischen Entscheidungsträger eine negative Überraschung. Infolgedessen haben die politischen Entscheidungsträger den Rubel frei floaten lassen, um als Schockabsorber für die russische Wirtschaft zu fungieren. Wir gehen davon aus, dass der Rubel weiterhin unter Druck stehen wird, da die jüngsten US-Sanktionen und das erhöhte Risiko der Rückführung von ausländischem Kapital das Risiko des Eintretens von Extremereignissen mit sich bringen. Aus Bewertungssicht zeigt unser Modell jedoch, dass eine faire Bewertung des Rubel im Bereich von 61 bis 62 liegt, da der Ölpreis weiterhin widerstandsfähig bleibt.

Würden Sie erwarten, dass die Zentralbank die Zinssätze anhebt, um die Abwertung des Rubels abzuschwächen, und dadurch von ihrer derzeitigen Lockerungspolitik abweicht?

AG: Wir erwarten nicht, dass die CBR kurzfristig die Zinsen erhöht, aber sie könnte für einige Monate von ihrer derzeitigen Lockerungspolitik Abstand nehmen. Da die Inflationsrate derzeit deutlich unter dem Zielwert der CBR (4 %) liegt, wird die jüngste Abschwächung des Rubels vor dem Hintergrund geopolitischer Spannungen das Tempo in Richtung des Inflationsziels

Amundi
ASSET MANAGEMENT

beschleunigen. Laut der CBR entstehen jedoch keine Risiken, dass die Inflation über das Ziel hinausgeht. Darüber hinaus hat die CBR ausdrücklich erklärt, dass sich die Schätzung des neutralen Zinssatzes aufgrund eines Anstiegs der russischen Risikoprämie und höherer Zinsen in den Industrieländern näher an die Obergrenze der Spanne von 6-7 % bewegt. Die CBR hat bestätigt, dass sie in diesem Jahr nach wie vor an einer neutralen Geldpolitik festhalten möchte. Bei einem nominalen Leitzins von derzeit 7,25 % erwarten wir in der zweiten Jahreshälfte Zinssenkungen um 75 Basispunkte, sobald sich der „Staub" gelegt hat. Die CBR hat sich dafür ausgesprochen, die Volatilität der Währungen zu begrenzen, hat aber in letzter Zeit keine nennenswerte Besorgnis gezeigt. Unter den Maßnahmen, die die CBR bisher angewendet hat, sehen wir:

a. Eine Pause beim Kaufprogramm der Regierung für Fremdwährungen: Der Umfang der Devisenkäufe wird hauptsächlich durch den Ölpreis bestimmt. Als Teil der „Haushaltsregel" der Regierung werden Devisenkäufe getätigt, wenn der Preis des Uralen Rohöls 40 USD je Barrel übersteigt, vorbehaltlich einer Aufwärtskorrektur von 2 % pro Jahr.
b. Verbale Intervention durch das Aufzeigen der Bereitschaft, ein breiteres Spektrum von Instrumenten zur Eindämmung potenzieller Risiken einzusetzen. Dies enthält den Stopp oder sogar die Umkehr des Zinssenkungszyklus, die Begrenzung von Fremdwährungskrediten und die Stresstests der Banken.

Wenn das Risiko des Eintretens von Extremereignissen jedoch über einen längeren Zeitraum hoch bleibt, könnten sich Kapitalabflüsse aus russischen Vermögenswerten deutlich beleben (da der ausländische Besitz von russischen Anleihen bei nahezu 30 % liegt). In diesem Szenario muss die CBR möglicherweise mehr tun als ihre derzeitige Haltung zeigt, was unserer Meinung nach zum gegenwärtigen Zeitpunkt unwahrscheinlich ist.

Politische und wirtschaftliche Risiken sind nach der jüngsten Entscheidung von Präsident Trump, mehr Sanktionen zu verhängen, gestiegen. Sehen Sie noch Chancen auf dem Aktienmarkt?

„Wir sind aufgrund der Fundamentaldaten und der Bewertung weiterhin zuversichtlich für russische Aktien, aber angesichts der aktuellen Risiken wird die Auswahl von entscheidender Bedeutung sein."

DD: Die Volatilität an der Moskauer Börse ist seit dem 6. April stark angestiegen, als Washington Sanktionen gegen große russische Firmen und einige der prominentesten Geschäftsleute des Landes verhängt hat.
Wir bleiben jedoch zuversichtlich für russische Aktien, da es Anzeichen für eine Deeskalation gibt. Das Risiko, dass neue Unternehmen oder Geschäftsleute in die Liste der Sanktionen aufgenommen werden, bleibt jedoch bestehen, außer, wir erleben einen signifikanten Durchbruch zwischen Russland und den USA, was in naher Zukunft eher unwahrscheinlich ist. Darüber hinaus bleibt Syrien ein Streitpunkt. Der russische Aktienindex erscheint derzeit recht günstig. Wir prognostizieren für Russland nach wie vor ein zweistelliges Gewinnwachstum im Jahr 2018, unterstützt durch den Ölpreis. Allerdings könnten die jüngsten Sanktionen die makroökonomischen Aussichten etwas negativ beeinflussen und das Risiko erhöhen, dass viele Unternehmen die erwarteten Ergebnisse nicht erreichen. Darüber hinaus könnte die Unsicherheit die Risikostimmung verschlechtern. Die von Russland vorgeschlagenen Gegensanktionen umfassen Folgendes: 1) Verbote von Importen von US-Lebensmitteln, Pharmazeutika, Alkohol und Tabakprodukten; 2) Verbot von US-Beratungs-, Wirtschaftsprüfungs- und Anwaltskanzleien, die russischen staatlichen Unternehmen Dienstleistungen anbieten; und 3) Beschränkungen der Zusammenarbeit im Bereich der Kernenergie und der Ausfuhr von Titan (das in der Flugzeugtechnik eingesetzt wird) in die USA. Vor allem könnten sich die potenziellen Verbote von Arzneimitteln und von Eingaben der Luftfahrtindustrie unserer Ansicht nach als Bumerang erweisen und die Russen stärker treffen als Unternehmen und Einzelpersonen in den Importländern. Wo sehen wir Chancen in diesem Umfeld? 1) bei Unternehmen, die weniger anfällig für Unterbrechungen der Lieferketten sind, weil Betrieb und Rohstoffe in Russland liegen (diese Unternehmen können auch von Sanktionen profitieren, die ihren Mitbewerbern auferlegt werden); und 2) bei mit dem Ölsektor verbundenen Unternehmen, die in dieser Phase eines steigenden Ölpreises und eines niedrigeren Rubels (gut für Exporte) die beste Widerstandsfähigkeit in Bezug auf Risiko/Ertrag aufweisen. Das Potenzial für Ölsanktionen ist aus unserer Sicht derzeit sehr gering.

Amundi
ASSET MANAGEMENT

„Wir bleiben am russischen Anleihenmarkt zuversichtlich und bevorzugen staatliche, quasi-staatliche Emittenten und Finanzwerte.“

Wie könnten die Auswirkungen auf Anleihen aussehen? Sehen Sie Ansteckungsgefahren für andere Schwellenländer?

YS: Wir bleiben am russischen Anleihenmarkt zuversichtlich und bevorzugen auf der Kreditseite staatliche und quasi-staatliche Emittenten sowie Finanzwerte. Wir würden ein geringeres Engagement in den Basisindustrien für alle Sektoren vorschlagen. Die Fundamentaldaten sehen solide aus und der Markt hat wahrscheinlich aufgrund einer allgemein übergewichteten Position auf die Sanktionen überreagiert. Wir sehen die Ansteckungsgefahren für andere Schwellenländer als sehr begrenzt an, da der Grund für den Ausverkauf russischer Vermögenswerte extern zu finden ist und die Anleger wahrscheinlich zwischen Russland den Situationen in anderen Ländern unterscheiden werden. Das Potenzial für Angebotsungleichgewichte auf den Metallmärkten, die durch die Verhängung von Sanktionen verursacht werden, ist weiterhin gegeben und verbunden mit entsprechenden Auswirkungen auf andere Metallproduzenten.

Wichtige Informationen

Sofern nicht anders angegeben, stammen alle in diesem Dokument enthaltenen Informationen von Amundi Asset Management und entsprechen dem Stand vom 30. April 2018.
Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anteilen eines Investmentfonds oder zum Bezug einer Dienstleistung dar. Die geäußerten Ansichten bezüglich der Markt- und Wirtschaftstrends sind die des Autors und nicht notwendigerweise von Amundi Asset Management und können sich jederzeit aufgrund von Markt- und anderen Bedingungen ohne Verständigung ändern. Die Informationen, Einschätzungen oder Feststellungen in diesem Dokument wurden auf Basis von Informationen aus Quellen erstellt oder getroffen, die nach bestem Wissen als verlässlich eingestuft wurden. Es kann nicht garantiert werden, dass Länder, Märkte oder Sektoren sich wie erwartet entwickeln. Diese Ansichten sollten nicht als Anlageberatung, Wertpapierempfehlungen, Finanzanalyse oder als Hinweis auf den Handel für ein Produkt von Amundi Asset Management angesehen werden. Investitionen bergen gewisse Risiken, darunter politische Risiken und Währungsrisiken. Die Anlagerendite und der Wert des investierten Kapitals können sowohl sinken als auch steigen und auch den Verlust des gesamten investierten Kapitals zur Folge haben. Es wird weder ausdrücklich noch implizit eine Aussage oder Zusicherung über die Richtigkeit oder Vollständigkeit der hierin enthaltenen Informationen abgegeben. Amundi Asset Management übernimmt keine Haftung für jeglichen Verlust, der direkt oder indirekt aus der Verwertung jeglicher in diesem Dokument enthaltenen Information entsteht.

Datum der erstmaligen Verwendung: 2. Mai 2018.

AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS UNIT

Die Amundi Investment Insights Unit (AIIU) zielt darauf ab, unser CIO-Know-How und Amundis umfassendes Anlagewissen in umsetzbare Erkenntnisse und Werkzeuge zu verwandeln, die auf die Bedürfnisse der Anleger zugeschnitten sind. In einer Welt, in der Anleger Informationen aus verschiedenen Quellen ausgesetzt sind, möchten wir der bevorzugte Partner für die Bereitstellung von regelmäßigen, eindeutigen, zeitnahen, ansprechenden und relevanten Erkenntnissen sein, die unseren Kunden helfen können, fundierte Anlageentscheidungen zu treffen.

Entdecken Sie Amundi Investment Insights auf der Amundi Website

www.amundi.com

Amundi
ASSET MANAGEMENT