

CIO View

Prof. Dr. Jan Viebig
Chief Investment Officer ODDO BHF AG



04. März 2022

WENN DIE KANONEN DONNERN

Kaufen, wenn die Kanonen donnern? Letzte Woche haben wir die Frage angesichts des Krieges in der Ukraine mit einem Nein beantwortet. Und wir bleiben dabei: Es ist noch zu früh zu kaufen angesichts der hohen Unsicherheit. Bereits am 14.02.2022 – zehn Tage vor Ausbruch des Krieges – haben wir uns im Global Investment Committee der ODDO BHF Bank entschieden, die Aktienquoten zu reduzieren. Für die Entscheidung, die Aktienquoten zu reduzieren, waren zwei Punkte entscheidend. Russland hatte Militär an der Grenze zusammengezogen und die diplomatischen Gespräche blieben erfolglos. Wir haben damals geschrieben, dass die Situation an das Buch „Schlafwandler“ von Christopher Clark erinnert, da Militär aufmarschiert, die Rhetorik sich verhärtete und Europa in einen Konflikt schlittern könnte. Es kam schlimmer: Putin hat das Völkerrecht gebrochen und einen Krieg begonnen, der unendliches menschliches Leid auslöst, um seine Machtambitionen in der Ukraine durchzusetzen.

Der zweite Punkt für unsere vorsichtigeren Haltung war der Anstieg der Inflation. Die Inflation ist derzeit in den USA und in Europa so hoch wie zuletzt in den 1980er Jahren. Der Krieg führt nun zu einem Angebotsschock. Die Preise von Öl und Erdgas steigen. Dies führt zu einer noch höheren Inflation und könnte die Zentralbanken dazu veranlassen, die Zinsen zu erhöhen. In den USA werden die Zinsen in diesem Jahr wahrscheinlich mindestens vier Mal angehoben werden. Vermutlich werden wir bis zum Frühjahr 2024 einen Zinsanstieg von 2% in den USA sehen. Ein Zinsanstieg bedeutet, dass die zukünftigen Gewinne und Cashflows von Unternehmen mit einem höheren Abzinsungsfaktor diskontiert werden müssen und daher der intrinsische oder faire Wert von Aktien fällt.

Schlimmer als erwartet

Vor ein paar Wochen konnten sich nur wenige eine großangelegte Invasion der Ukraine durch Russland mit ca. 200.000 Soldaten vorstellen. Die Befürchtungen sind leider traurige Realität geworden. Aus russischer Sicht verläuft die Militäroperation bisher schleppend. Russland verstärkt seinen Artilleriebeschuss und nimmt zunehmend zivile Einrichtungen wie Wohngebäude ins Visier. Heute wurde von einem Beschuss eines Kernkraftwerks in den Medien berichtet. Die Zahl der gefallenen Soldaten und Zivilisten steigt auf beiden Seiten merklich an. Die härtesten Wochen stehen dem ukrainischen Volk wohl noch bevor.

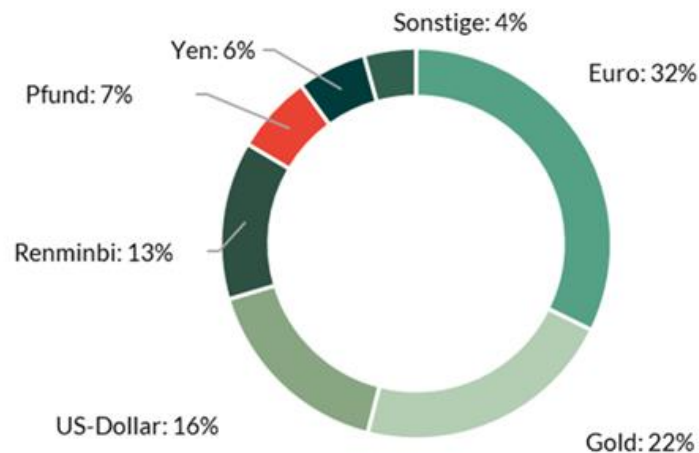
Die Einheit des Westens

Die Antwort der westlichen Staaten auf die russische Invasion war schnell und bestimmt. Vier Tage Krieg haben Nord Stream 2 gestoppt und zu einer 180 Grad Wende in der deutschen Außenpolitik geführt. Der Bundeswehr werden in einem Sondervermögen 100 Mrd. EUR für modernes Einsatzgerät zur Verfügung gestellt. In den nächsten Jahren soll der NATO-Referenzwert für Verteidigungsausgaben von 2% des BIP übererfüllt werden. Nach langem Zögern liefert Deutschland nun doch Panzerfäuste und Boden-Luft-Raketen.¹⁾ Die Geschlossenheit der westlichen Staaten ist auch in der Härte der verhängten Sanktionen spürbar. Diese zielen vor allem auf die Isolierung Russlands vom internationalen Finanzsystem. Die zwei schärfsten Schwerter sind SWIFT und das Einfrieren der Devisenreserven. Der Ausschluss zahlreicher russischer Banken aus SWIFT (Kommunikationsnetzwerk für Finanztransaktionen) macht grenzüberschreitende Zahlungen zwischen Banken unsicherer und aufwändig. Ein merklicher Rückgang des russischen Außenhandels und Arbeitsplatzverluste in der Exportindustrie sind die wahrscheinlichen Folgen. Öl- und Erdgaslieferungen sind von den Sanktionen bisher nicht betroffen.

Somit sind etwa 50% der russischen Exporte weiterhin über SWIFT abwickelbar. Warum? Weil die europäischen Staaten stark von den Energielieferungen Russlands abhängig sind und insbesondere beim Erdgas kurzfristig kaum alternative Bezugsquellen erschlossen werden können.

Der zweite Sanktionsknüppel ist das Einfrieren der Devisenreserven der Bank of Russia. Ende Januar 2022 beliefen sich diese auf stattliche 630 Mrd. USD, die zur Finanzierung des Krieges in der Ukraine und zur Stabilisierung des Wechselkurses hätten verwendet werden können.²⁾ Mehr als 60% der Devisenreserven sind eingefroren, da diese in Euro, US-Dollar, Pfund und Yen gehalten werden (siehe Abb.1).

Abb. 1: Devisenreserven nach Währung



Quelle: Bank of Russia; Stand: 30.06.2021

Der große Rest wird in Gold und Renminbi gehalten. Damit könnten Waren aus China weiterhin bezahlt werden. Kurzfristig hohe Volumina an Gold über die internationalen Finanzmärkte zu veräußern, ist jedoch schwierig. Der Mangel an noch veräußerbaren Devisenreserven ist der Grund für den verheerenden Absturz des Rubels, der seit Jahresbeginn 56% seines Werts gegenüber dem US-Dollar verloren hat (siehe Abb. 2). Der Versuch der Bank of Russia, mit einem Zinsanhebungsschok von 9,5% auf 20% den Wechselkurs zu stabilisieren, war vergeblich (siehe Abb. 3).

Abb. 2: USD/RUB-Wechselkurs

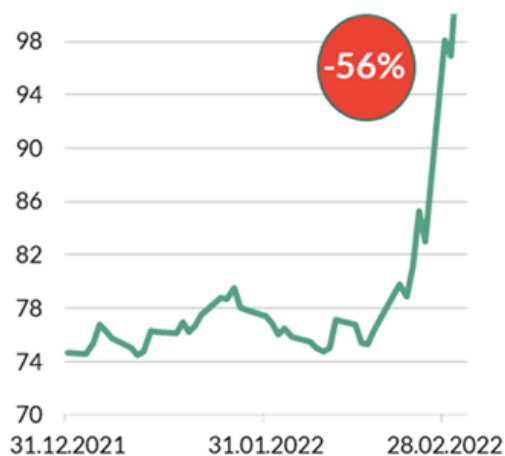
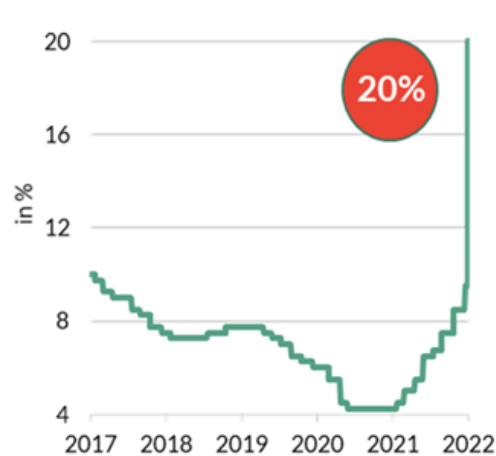


Abb. 3: Russischer Leitzins



Quelle: Bloomberg; Zeitraum links: 31.12.2021-03.03.2022; Zeitraum rechts: 03.03.2017-03.03.2022

Die Sanktionen gegen die Bank of Russia haben, wie sich bereits jetzt abzeichnet, vermutlich weitreichende Folgen für die ohnehin wachstumsschwache russische Wirtschaft. Die Abwertung des Rubels verteuert die Importe und kann zu steigender Inflation führen. Gleichzeitig senkt der Leitzins von 20% die Kreditvergabe und wirkt somit dämpfend auf Investitionen und Wachstum.

Die Zukunft ist ungewiss

Wie geht es denn nun langfristig weiter in der Ukraine? Verschiedene Szenarien sind vorstellbar. Die Situation ist jedoch so unsicher, dass man derzeit keine verlässlichen Wahrscheinlichkeiten für die einzelnen Szenarien festlegen kann.

Konventionelle Eskalation des Krieges:

Russland lässt den Konflikt weiter eskalieren. Dies ist unseres Erachtens leider das wahrscheinlichste Szenario, da Russland massiv Truppen aufmarschieren lässt. Putin scheint bereit, den Krieg weiter eskalieren zu lassen, um die Ukraine zu einem Vasallenstaat Russlands zu machen. Wir befürchten, dass Russland ein Blutbad in Kiew in Kauf nehmen wird, um die demokratisch gewählte Regierung in der Ukraine völkerrechtswidrig zu stürzen und ein Moskau höriges Regime in der Ukraine zu installieren.

Friedensschluss:

Ein Friedensschluss ist derzeit nicht absehbar, da die Verhandlungspositionen zu weit auseinander liegen. Putin fordert die Anerkennung der Krim als russisches Staatsgebiet, die Unabhängigkeit der Regionen Luhansk und Donezk und die Entmilitarisierung der restlichen Ukraine. Die Ukraine besteht zurecht auf der Souveränität des Landes. Die machtpolitischen Ambitionen Putins und das Selbstbestimmungsrecht der Ukraine sind nicht vereinbar. Hoffnung für einen Friedensschluss gäbe es, wenn sich die russische Bevölkerung gegen Putin wenden würde. Dies ist derzeit aber leider nicht absehbar, da Putin den Repressionsapparat gegen das eigene Volk einsetzt und freie Meinungsäußerungen brutal unterdrückt.

Extremszenarien:

Wir alle hoffen, dass keine Extremszenarien eintreten. Aber leider kann man den Einsatz taktischer Nuklearwaffen nicht völlig ausschließen, nachdem Putin die Atomstreitkräfte in einen höheren Bereitschaftsgrad versetzt hat. Auch ein Unfall in einem der 15 Atomkraftwerke in der Ukraine, von denen Ende Februar vermutlich noch 9 in Betrieb waren, ist nicht mit Sicherheit auszuschließen. Eine Ausweitung des Krieges jenseits der Ukraine ist vorstellbar angesichts der russischen Aggression. Eine Konfrontation mit der NATO erscheint unwahrscheinlich, kann aber nicht gänzlich ausgeschlossen werden. Einige Kommentatoren befürchten, dass China die Situation ausnutzen könnte, um Taiwan zu überfallen. Wir hoffen, dass all diese Extremszenarien nicht eintreten. Aber mit absoluter Sicherheit können die genannten Extremszenarien leider nicht mehr ausgeschlossen werden.

Was ein Krieg wirtschaftlich bedeutet

Ein Rückblick in die Geschichte vergangener Kriege zeigt, welche Folgen für Wirtschaft und Finanzmärkte erwartet werden können.

- 1) Steigende Risikoprämien: Krieg bedeutet, dass die Risikoprämien steigen und die Volatilität damit zunimmt. Damit steigt das Verlustrisiko.
- 1) Angebotsschock: Die Rohstoffpreise (z.B. für Öl und Erdgas) steigen, was preistreibend wirkt. Die Inflation steigt weiter. Schon heute ist die Inflation so hoch wie zuletzt in den 1980er Jahren.
- 1) Nachfragerückgang: Die Nachfrage verlangsamt sich aufgrund der Sanktionen und der kriegerischen Auseinandersetzungen. In den USA erwarten wir, dass die Fed mit Zinserhöhungen im März 2022 beginnt. Die EZB könnte den Nachfragerückgang als Argument nutzen, die angesichts der hohen Inflation notwendigen Zinserhöhungen weiter zeitlich zu verzögern.
- 1) Fiskalpolitische Maßnahmen und Verschuldung: Höhere Rüstungsinvestitionen und andere fiskalpolitische Maßnahmen könnten den negativen Wachstumseffekten des Krieges und der Sanktionen entgegenwirken. Die ohnehin zu hohe Verschuldung vieler Staaten würde damit aber weiter steigen.
- 1) Rezessionswahrscheinlichkeit: Die Wahrscheinlichkeit für eine globale Rezession ist derzeit gering. Die Rezessionswahrscheinlichkeit etwa in den USA liegt derzeit bei rund 10%. Ein guter Indikator für zukünftige Rezessionen ist aus unserer Sicht die Zinsstrukturkurve. Eine Verflachung der Zinsstrukturkurve würde darauf hindeuten, dass das Rezessionsrisiko steigt.

Fazit: Die Risiken sind deutlich gestiegen. In diesem Umfeld hat der Vermögenserhalt oberste Priorität. Wir bleiben daher bis auf weiteres weiter vorsichtig positioniert.

- 1) Vgl. Bundesministerium der Verteidigung
- 2) Vgl. Bank of Russia

MARKTÜBERSICHT
04.03.2022

Aktienindizes	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
Euro Stoxx 50	3613,3	-9,0	-7,9	-15,9
DAX 40	13256,0	-9,0	-8,3	-16,5
CAC 40	6156,6	-8,8	-7,5	-13,9
FTSE 100	7017,8	-6,3	-5,9	-5,0
SMI	11367,2	-5,2	-5,2	-11,7
S&P 500	4363,5	-0,5	-0,2	-8,4
Nasdaq Comp.	13537,9	-1,1	-1,6	-13,5
Nikkei 225	25985,5	0,0	-2,0	-9,7
CSI 300	4496,4	0,0	-1,9	-9,0
Hang Seng	21905,3	0,0	-3,6	-6,4

Notenbanksätze	Akt. Stand	Lfd. Woche (Pp)	Lfd. Monat (Pp)	Lfd. Jahr (Pp)
EZB Einlagenfazilität	-0,5	0	0	0
US Federal Funds *)	0,125	0	0	0
SNB Sichteinlagen	-0,75	0	0	0

Renditen (% p.a.)	Akt. Stand	Lfd. Woche (Pp)	Lfd. Monat (Pp)	Lfd. Jahr (Pp)
Bund 10 Jahre	-0,04	-0,27	-0,18	0,13
US T-Note 10 J.	1,78	-0,18	-0,05	0,27
Schweiz 10 J.	0,20	-0,12	-0,06	0,33

Währungen	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
EUR in USD	1,0912	-3,2	-2,7	-4,0
EUR in GBP	0,8233	2,1	1,6	2,2
EUR in CHF	1,0042	3,9	2,4	3,3
US-Dollar Index **)	98,565	2,0	1,9	3,0

Rohstoffe	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
Gold (US\$/oz.)	1943,4	2,9	1,8	6,2
Rohöl/Brent (US\$/b.) ***)	114,16	16,6	13,0	46,8

Letzte Aktualisierung: 04.03.2022 14:42

Quelle: Bloomberg, Aktienindizes in lokaler Währung; Veränderungen in % (%) bzw. in Prozentpunkten (Pp); *) Angabe für Federal Funds Rate: Mitte des Zielbandes ($\pm 0,125$ Pp); **) Definition gemäß ICE US; ***) Brent, aktiver Terminkontrakt ICE

Kontakt (Deutschland)

NEWMARK FINANZKOMMUNIKATION

Andreas Framke

+49 69 94 41 80 55

andreas.framke@newmark.de

WICHTIGE INFORMATION

Dieses vertrauliche Dokument ist nur für Sie bestimmt. Es darf weder insgesamt, noch in Teilen reproduziert, weitergegeben oder veröffentlicht werden. Insbesondere ist dieses Dokument nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz, Wohnsitz, gewöhnlichem Aufenthaltsort oder Greencard in bzw. für die USA, Kanada oder anderen Drittstaaten bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden.

Diese Publikation ist eine Kundeninformation der ODDO BHF Aktiengesellschaft (nachfolgend „ODDO BHF“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Das Dokument wurde durch die ODDO BHF erstellt, um Kunden bei der Entscheidungsfindung zu unterstützen und dient ausschließlich Informationszwecken. Es handelt sich hierbei um Werbung und nicht um eine Finanzanalyse. Das Dokument wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen unterliegen nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Weder dieses Dokument noch irgendeine in Verbindung hiermit gemachte Aussage stellt ein Angebot, eine Aufforderung oder eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren dar. Insbesondere berücksichtigt dieses Dokument nicht Ihre persönlichen Umstände und Verhältnisse und ist somit für sich allein genommen weder dazu geeignet noch dazu bestimmt, eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung zu ersetzen.

Soweit in dem Dokument Meinungen Dritter wiedergegeben werden, sind diese Positionen nicht notwendigerweise in Einklang mit den Positionen der ODDO BHF und können diesen ggf. sogar widersprechen.

Diese Präsentation enthält Informationen, die wir für verlässlich halten, für deren Verlässlichkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Die ODDO BHF übernimmt weder eine rechtliche Verbindlichkeit, noch garantiert sie die Aktualität, Vollständigkeit und Fehlerfreiheit des Inhalts. Zusätzlich ist die ODDO BHF nicht verpflichtet, den Inhalt zu aktualisieren, an Änderungen anzupassen oder zu vervollständigen.

Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen können mit Emittenten von in diesem Dokument genannten Finanzinstrumenten in einer Geschäftsverbindung stehen (z.B. als Erbringer oder Bezieher von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen, etwa im Bereich des Investmentbankings). Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen, können im Rahmen solcher Geschäftsverbindungen Kenntnis von Informationen erlangen, die in diesem Dokument nicht berücksichtigt sind. Darüber hinaus können die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen Geschäfte in oder mit Bezug auf die in diesem Dokument angesprochenen Finanzinstrumente getätigt haben (insbesondere solche im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung für andere Kunden). Für nähere Informationen zu möglichen Interessenkonflikten wenden Sie sich bitte an Ihren zuständigen Ansprechpartner.

Alle innerhalb des Dokuments genannten und ggf. durch Dritte geschützten Marken- und Warenzeichen unterliegen uneingeschränkt den Bestimmungen des jeweils gültigen Kennzeichenrechts und den Rechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Allein aufgrund der bloßen Nennung ist nicht der Schluss zu ziehen, dass Markenzeichen nicht durch Rechte Dritter geschützt sind.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Einige Aussagen dieses Dokuments sind in die Zukunft gerichtet. Derartige Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklung. Diese Aussagen basieren auf aktuellen Einschätzungen und unterliegen Risiken und Unwägbarkeiten, welche die aktuellen Resultate grundlegend verändern können. Bei bestimmten Finanzinstrumenten kann es zu einem Totalverlust kommen und der Verlust kann das eingesetzte Kapital sogar übersteigen. Wechselkursbewegungen können den Wert eines Investments erhöhen oder senken und manche Finanzinstrumente können eingeschränkt liquide oder illiquide sein.

Die ODDO BHF untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.

ODDO BHF erbringt weder rechtliche noch steuerrechtliche Beratungsleistungen. Soweit solche Gesichtspunkte berührt werden, handelt es sich ausschließlich um allgemeine Meinungsäußerungen oder Anregungen, die eine Einschätzung der ODDO BHF zum Zeitpunkt der Publikation wiedergeben. Wir empfehlen Ihnen, rechtliche und steuerliche Berater hinzuziehen, insbesondere zum Zweck der Überprüfung der Geeignetheit bestimmter Produkte.

© 2022, Herausgeber: ODDO BHF Aktiengesellschaft, Bockenheimer Landstraße 10, 60323 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.