



LB $\equiv$ BW

Bereit für Neues

Make Russia Great Again?

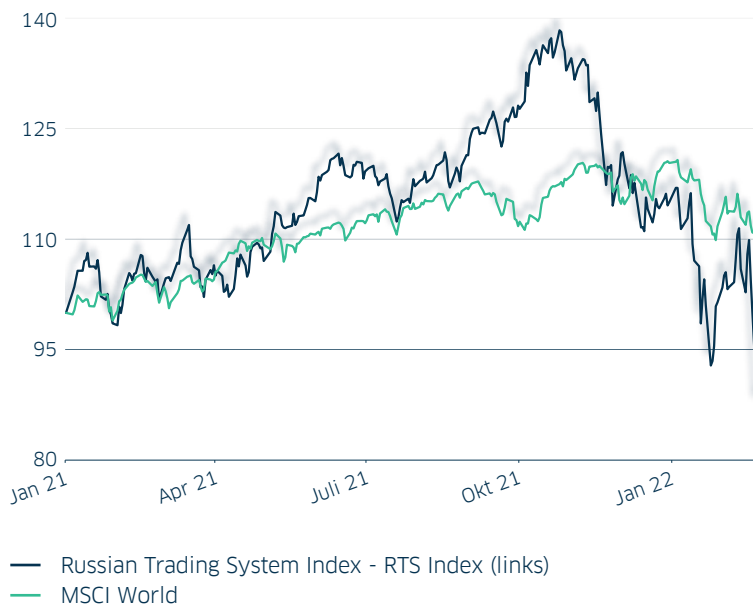
Dr. Bernd Scherer
Mitglied der Geschäftsführung
LBBW Asset Management

23. Februar 2022

Top-Down

Gegenwärtig erwartet der Kapitalmarkt und die LBBW Asset Management einen regional begrenzten Konflikt mit geringen Auswirkungen außerhalb der beiden möglichen Kriegsparteien Russland und Ukraine. Hierauf weisen die Verluste in Rubel und russischem Aktienmarkt (Sanktionsrisiko inkl. mögliche Einschränkung im Zugang Russlands zum internationalen Finanzsystem) hin. Diese übersteigen die Verluste eines global diversifizierten Portfolios um ein Vielfaches.

Abbildung 1: Russian Trading System Index - RTS Index vs. MSCI World (in USD)



Quelle: Bloomberg

Globale Finanzmärkte leiden eher unter einem sprunghaften Anstieg von Risikoprämien (die Eskalation des Konflikts war vom Markt nicht erwartet / eingepreist), statt unter nachhaltig geringeren Gewinnerwartungen. Wir bleiben daher bei Aktienengagements konstruktiv (leichtes Übergewicht zur Benchmark) und bevorzugen Aktien gegenüber Credit auf Grund der deutlich höheren Liquidität



**Die Geschäftsführung der
LBBW Asset Management**
Uwe Adamla (Vorsitzender)
Dr. Dirk Franz
Dr. Bernd Scherer

in ökonomischen Stressszenarien. Da sich unser langfristiges Bild (Inflation und Zinswende in USA, die auch europäische Renditen steigen lässt) nicht geändert hat, würden wir auch weiterhin Staatsanleihen untergewichten und eine substantielle Gold-Position als Tail-Hedge beibehalten.

Diesem Bild unterliegen moderate Sanktionen gegen Russland und einzelne Politiker, d.h. wir erwarten zähe Verhandlungen aber keine Abkopplung Russlands vom internationalen Zahlungsverkehr und dem resultierenden technischen Default. Sollte Putin seiner russischen Seele nachgeben und sich als Peter der Große (so Niall Ferguson) sehen, droht aber genau dieses Szenario. Offener Krieg mit der Ukraine und die Quarantäne Russlands auf den Kapitalmärkten. In diesem Fall könnten Aktienmärkte noch einmal um 10% korrigieren und sich Credit-Spreads massiv ausweiten. Der Ölpreis würde sehr schnell weit über 100 \$ gehen und der Westen wäre gezwungen, diese Sanktionen aufrecht zu erhalten, um nicht final jede Glaubwürdigkeit zu verlieren. Ökonomisch sinnvoll wäre diese Vorgehensweise für Russland nicht, zumal es sich in eine Abhängigkeit von China begeben würde.

Aktien

Im Zusammenhang mit historischen militärischen Konflikten sehen wir bei verschiedenen Analysen, dass die negativen Auswirkungen auf die Aktienmärkte in der Vergangenheit nur von kurzer Dauer waren. Aktuell sind wir ca. -10 % von den Höchstständen bei Aktien entfernt. Jede ernsthafte Eskalation der Lage würde sich wahrscheinlich eher über die Bewertungen als über die Fundamentaldaten auf die Aktien auswirken. Wir würden erwarten, dass die Risikoprämien höher als bei der Annexion der Krim durch Russland im Jahr 2014 steigen werden. Unter der Annahme eines Anstiegs von 20BP (Equity Risk Premium) dürfte dann das KGV des Stoxx 600, um etwa 1 KGV - Punkt fallen. Dies impliziert einen Rückgang der Aktienkurse um 5%, sofern alle anderen Bedingungen gleichbleiben. Regional wird der europäische Aktienmarkt stärker als beispielsweise USA oder Asien getroffen. Teure Aktien mit geringem Bewertungspuffer korrigieren in Krisenzeiten am stärksten.

Renten

Die grundsätzlichen fundamentalen Treiber in Fixed Income bleiben von den geopolitischen Spannungen in Osteuropa unbeeindruckt und die globalen Zentralbanken sind weiterhin im Zinsnormalisierungsmodus mit unterschiedlich starker Dynamik und Ausprägung. Das Inflationsprofil verschiebt sich im 1. Halbjahr weiter nach oben (Eurozone, USA), die Probleme bei den Wertschöpfungsketten nehmen in der Breite ab, was das Wirtschaftswachstum unterstützen sollte und vor allem erholt sich der Arbeitsmarkt in der Eurozone weiter. Die Beschäftigung hat das Niveau vor der Pandemie überschritten und die Partizipationsrate hat mit mehr als 65% ein neues Rekordlevel erreicht. Daher erwarten wir weiterhin 6 bis 7 Zinserhöhungen der US Notenbank und ein Auslaufen des EZB Kaufprogramms im 3. Quartal 22 mit einer Zinserhöhung im 4. Quartal 2022. Creditspreads haben sich seit Anfang des Jahres deutlich verbilligt und die Creditkurven stark versteilert, was die Bewertungen attraktiver erscheinen lässt. Wir bevorzugen dennoch besser geratete Credits im A-Bereich oder besser und Laufzeiten bis 5 Jahre, da hier die Risikoprämien bei gegebener Rendite am attraktivsten erscheinen.

Volatilität

Die seit Anfang des Jahres zu beobachtende Ausweitung der Kreditrisikoprämien im Bereich der Unternehmensanleihen hat sich auch in höheren impliziten Volatilitäten zur Absicherung dieser Risiken niedergeschlagen. Dies gilt sowohl für Investmentgrade- als auch Non-Investmentgrade-Emittenten. Für den iTraxx Main Index

(europäische IG-Unternehmensanleihen) fiel der Anstieg von ca. 38% am Jahresanfang auf aktuell 68% sehr deutlich aus und zeigt welche Nervosität an den Kreditmärkten derzeit herrscht. Auch im Bereich der Aktien sind die impliziten Volatilitäten deutlich angestiegen, wobei sich die implizite Volatilität bei US-Aktien moderater nach oben entwickelt hat als bei europäischen Werten. Diese moderate Bewegung bei den Aktien-Volatilitäten fügt sich in die relative Stärke der Aktienmärkte gegenüber den Kreditmärkten ein. Wir erwarten auch in Zukunft weiterhin ein höheres Volatilitätsniveau sowohl bei den Unternehmensanleihen als auch bei den Aktien. Da die realisierte Volatilität sowohl bei den Aktien und Unternehmensanleihen nach wie vor gering ist, überwiegen daher die Chancen die Risiken, die sich durch einen Verkauf von Volatilität ergeben. Erst wenn sich ein stärkerer Anstieg der realisierten Volatilität einstellt ist erhöhte Vorsicht geboten. Die aktuelle Zuspitzung der Ukraine-Krise hat an der grundlegenden Situation nichts geändert. Die hohen Volatilitätsniveaus bewerten wir als Gelegenheit, Volatilität zu verkaufen, zumindest solange wir keinen signifikanten Anstieg der realisierten Volatilität feststellen.

Lernen aus der Kapitalmarkthistorie: Krieg und Märkte

Leider gehören kriegerische Auseinandersetzungen zur Menschheitsgeschichte. Dementsprechend hat sich für die Kapitalmarktfolgen lokaler Konflikte ein typisches Muster herausgebildet. Sind kriegerische Auseinandersetzungen erwartet (bspw. Irak-Krieg) fällt der Markt im Vorfeld der Auseinandersetzung und erholt sich gleich zu Kriegsbeginn mit der sich auflösenden Unsicherheit. Investoren überreagieren auf die schlechten Nachrichten eines aufziehenden Krieges. Diese wird nach Kriegsausbruch korrigiert. In Kriegen mit einem Prolog bieten im Vorfeld sichere Bonds (sehr gut geratete Pfandbriefe und Staatsanleihen), Gold, Rohstoffe und Kasse Schutz, während Aktien und Credits abverkauft werden. Startet ein Krieg dagegen unerwartet (Beispiel Invasion von Kuwait durch den Irak), fallen die globalen Preise für riskante Anlagen mit dem Ausbruch des Krieges stark. Ist der Preisrückgang durch eine erhöhte Risikoprämie induziert, erholen sich Aktien schnell. Verändern sich dagegen die mittelfristigen Gewinnerwartungen dauert der Kursrückgang länger.

Abbildung 2 – Performance des breiten amerikanischen Aktienmarktes im Umfeld geopolitischer bzw. militärischer Ereignisse

Date	Select geopolitical/ military events	1-month later	2-month later	6-month later	12-month later
12/7/1941	Pearl Harbor	-3,4 %	-12,7 %	-9,1 %	0,4 %
10/31/1956	Suez Canal crisis	-2,8 %	-3,8 %	-0,1 %	-11,5 %
10/20/1962	Cuban missile crisis	8,7 %	17,7 %	25,1 %	32,0 %
10/17/1973	Arab oil embargo	-7,0 %	-13,2 %	-14,4 %	-36,2 %
11/3/1979	Iranian hostage crisis	4,2 %	11,6 %	3,8 %	24,3 %
12/25/1979	U.S.S.R. in Afghanistan	5,6 %	-7,9 %	6,9 %	25,7 %
8/3/1990	Iraq invades Kuwait	-8,2 %	-13,5 %	-2,1 %	10,1 %
1/17/1991	Gulf War	15,2 %	23,5 %	20,6 %	33,1 %
8/17/1991	Gorbachev coup	0,0 %	3,0 %	7,0 %	8,9 %
2/26/1993	World Trade Center bombing	1,2 %	2,5 %	6,7 %	-18,4 %
9/11/2001	9/11	-0,2 %	2,5 %	6,7 %	-18,4 %
3/20/2003	Iraq War	2,2 %	15,6 %	17,4 %	28,4 %
	Average	1,3 %	2,1 %	5,5 %	8,6 %
	% Positive	50 %	58 %	67 %	75 %

Quelle: Truist Wealth – Market implications of rising Russia-Ukraine tensions

Disclaimer

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Empfänger in der EU, Schweiz und Liechtenstein.

Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen. Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten. Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

Die in dieser Ausarbeitung abgebildeten oder beschriebenen früheren Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die künftige Wertentwicklung dar.

Die Entgegennahme von Research Dienstleistungen durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen kann aufsichtsrechtlich als Zuwendung qualifiziert werden. In diesen Fällen geht die LBBW davon aus, dass die Zuwendung dazu bestimmt ist, die Qualität der jeweiligen Dienstleistung für den Kunden des Zuwendungsempfängers zu verbessern.

Impressum

Herausgeber:

Landesbank Baden-Württemberg (LBBW)

Redaktion:

LBBW Asset Management
Investmentgesellschaft mbH
Dr. Bernd Scherer
Sven Engelhardt, CIIA

Bei Fragen und Anregungen wenden Sie sich bitte an:

**LBBW.Investmentbrief@
LBBW.de**

Redaktionsschluss:

23.02.2022