

An: CIIM Co-Investors only
 Von: SR
 Datum: 9. März 2022
 Betreff: The big picture: Der Krieg in der Ukraine

Aktennotiz

Der Krieg in der Ukraine treibt die Rohstoffpreise durch die Decke. Eigentlich müssten Zentralbanken auf die steigende Inflation mit Zinserhöhungen reagieren. Aber genau da liegt die Krux in der Geschichte begraben: Wie kann man eine Zinswende einleiten, ohne die schon durch hohe Rohstoffpreise angeschlagene Wirtschaft zu belasten? Und wie sollen Investoren darauf reagieren?

***«Inflation is as violent as a mugger,
 as frightening as an armed robber
 and as deadly as a hit man»***

Ronald Reagan

Ist-Aufnahme

Die Situation für die Notenbanken und die Kapitalmärkte befand sich bereits vor dem Einmarsch der Russen in die Ukraine auf ungemütlichem Terrain. Die Teuerung wurde in Europa zuletzt bei 5.8% und Übersee bei 7.5% gemessen.

Seit Kriegsausbruch heizen die Rohstoffpreise die Inflation weiter an:

		24.02.2022	08.03.2022
Weizen	41%	926	1'304
Rohöl (Brent)	29%	99	128
Naturgas (LNG)	52%	134	204
Steinkohle	120%	193	425
Gold	5%	1'925	2'015
Palladium	16%	2'501	2'900
Kupfer	6%	446	474
Aluminium	9%	3'412	3'733
Nickel	92%	25'131	48'211
Rubel / Euro	-33%	0.0103	0.0069

Die Ukraine besitzt die fruchtbarsten Böden der Welt. Die Schwarzerde sorgt für ertragreiche Ernten. Mit Russland zusammen ist sie für 14% der weltweiten Weizenproduktion verantwortlich. Russland und Südafrika mit 74t respektive 80t beherrschen 77% der weltweiten Palladiumproduktion.

Der Rubel hat sich gegenüber dem Euro seit dem 16. Februar dieses Jahres halbiert.

Die Volatilität für europäische Aktien lag seit Anfang des Jahrhunderts im Schnitt bei 24%. Diese hat sich in den letzten Tagen mehr als verdoppelt. Ohne Zweifel ist Angst unter den Marktteilnehmern

vorhanden, eine richtige Panik hat sich jedoch noch nicht ausgebreitet. Vor allem wenn man die Volatilitäten mit anderen Krisen vergleicht. Während der Finanzkrise waren es zur Spitze 88% und der Covid-Crash forderte 86% Volatilität.

Russland

Die Propagandamaschine des Kremls funktioniert. Putin kann nach wie vor die Mehrheit der Russen hinter sich zählen. Selbst das vor ein paar Tagen verabschiedete Mediengesetz, nach welchem Krieg nicht Krieg genannt werden darf und mit bis zu 15 Jahren Gefängnis geahndet wird, sowie der darauffolgende Abzug ausländischer Medien aus Russland, scheint niemandem in der Bevölkerung die Augen zu öffnen.

Und ja, es werden «Spaziergänge» über soziale Medien organisiert. Die Regierung greift dann konsequent mit Verhaftungen durch. Bis anhin sollen über 2'000 Demonstranten verhaftet worden sein. Aber Unruhen, die den Präsidenten in Gefahr bringen könnten, sind dies nicht.

Volatilität

Der europäische Aktienmarkt ist überverkauft. Dies widerspiegelt sich in den in die Höhe schiessenden Volatilitäten. Das heisst aber nicht, dass die Märkte nicht weiter fallen können/werden. Europäische Aktien sind jedoch mittlerweile auf günstigem Niveau angekommen:

	Heute	Durchschnitt 20 Jahre	Aktien USA
KBV	1.8x	1.9x	4.2x
KGV	14.5x	23.3x	21.8x
KGVe ¹	12.7x	14.0x	19.0x

Die hohe Volatilität misst die grosse Unsicherheit unter den Investoren. Der Fluss von grausamen Bildern und Berichten überschwemmen uns regelrecht und reduziert die Sicht der Investoren auf das eindimensionale Kriegsgeschehen. Es raubt ihnen den für Aktienanlagen so wichtigen Weitblick und führt schlussendlich zu emotionalen Handlungen. Wie wir alle wissen, sind Emotionen das letzte, was gebraucht wird, wenn rationale Entscheide gefragt sind.

Ein kleines Rechenbeispiel

Ca. 1/3 des Reingewinnes der Raiffeisenbank International letztes Jahr wurde über deren Tochter in Osteuropa beigesteuert. Am 16. Februar, ein Tag bevor die russische Armee an der Grenze der Ukraine ihre Streitkräfte verstärkte, betrug die Marktkapitalisierung der Bank EUR 8,6 Mrd., diese betrug am 7. März aufgrund der Aktienkorrektur gerade mal noch EUR 3.6 Mrd. Dies entspricht einer Korrektur von 53%, hingegen korrigierte der Bankenindex über dieselbe Periode 23%.

Gemäss Aussagen der Bank ist sie in Russland und Ukraine zusammen mit EUR 2.7 Mrd. (EUR 2.4 Mrd. plus EUR 0.3 Mrd.) engagiert. Angenommen, dass die RBI Tochter in Osteuropa wertlos wäre, was gemäss dem Management höchst unwahrscheinlich ist. Im Gegenteil, der CEO und der Chief Risk Manager rechnen nach wie vor mit einem Gewinn der Tochter in diesem Jahr.

Wie dem auch sei, nach Abzug der Osteuropa Beteiligung resultiert ein Marktwert von EUR 6.2 Mrd.

¹ Schätzung Bloomberg für die nächsten 12 Monate

Wie gesagt, der Bankenindex korrigierte über diese Periode um 23%: EUR 6.2 Mrd. – 23% = sollte eine Marktkapitalisierung von EUR 4.8 Mrd. ergeben.

Am 7. März bewertete der Aktienmarkt die Bank mit EUR 3.6 Mrd. Interessant und wo ist die Differenz von EUR 1.2 Mrd. geblieben? – Bei einem Aktienengagement erhält man also den Mutterkonzern zum Abschlag von 25% inklusive einer Gratisbeteiligung des osteuropäischen RBI Banking.

An dieser Stelle müssen wir aus Compliance-Gründen festhalten, dass dies keine Kaufempfehlung für die Aktien der Raiffeisenbank International ist.

Die Märkte handeln die meiste Zeit rational, nicht aber in obigem Beispiel. Da haben offensichtlich Emotionen überhandgenommen.

Mr. Market

Mr. Market hasst Unsicherheit, deshalb sehen wir die Verwerfungen an den Finanzmärkten. Die monatliche sentix Konjunkturauswertung zeigt ein ähnliches Bild. Die Umfrageteilnehmer vermuten Osteuropa in der Rezession und für den Rest der Welt eine wirtschaftliche Abschwächung. Die Erwartungen für Europa zeigen den tiefsten Wert seit dem August 2012. Also tiefer als zu den Zeiten des Lockdowns während der Pandemie in Europa. Da scheint doch sehr viel Emotion im Spiel zu sein. Übrigens haben an der Umfrage 1'216 Personen teilgenommen.

Die Wahrscheinlichkeit ist hoch, dass auch diese Börsenkorrektur nach dem typischen pathologischen Krisenmuster ablaufen wird. Furcht und Hoffnung werden sich an den Finanzmärkten so lange abwechseln, bis entweder die Angst in Panik ausartet, die dann der Ernüchterung respektive dem Realitätssinn Platz macht oder bis eine von beiden Seiten respektierte Kriegslösung gefunden wird.

Einige Strategen bleiben optimistisch. Die Auswirkungen von bewaffneten Konflikten auf die Finanzmärkte sind in der Regel nur von kurzer Dauer, so Mark Haefele, CIO von UBS Wealth Management. Er bevorzugt weiterhin Aktien aus dem Euroraum und meint, dass viele schlechte Nachrichten bereits eingepreist sind, da die Aktien einen Rückgang des BIP um 1,5 Prozentpunkte einpreisen.

In der Vergangenheit war Gazprom Garant für die Beschaffung von ausländischen Devisen. Dies hat sich seit Kriegsausbruch geändert. «Die Leute fassen keinen russischen Barrel an», sagte ein Händler am Hafen von New York der Nachrichtenagentur Reuters. «Niemand möchte dabei gesehen werden, wie er russische Produkte kauft und einen Krieg gegen das ukrainische Volk finanziert», meint er zudem.

Mittel bis längerfristig wird die russische Wirtschaft darunter zu leiden haben, da die Gazprom als ein sehr viel kleinerer Lieferant von ausländischen Devisen agieren wird als in der Vergangenheit.

ESG (Environmental Social Governance)

Die Wichtigkeit von Co2 Emissionen wird während des Krieges in den Hintergrund gedrängt. Am E von ESG wird je nach Bedarf rumgeschraubt. Der französische Präsident schaffte es neulich für seine 54 Kernkraftwerke den Nachhaltigkeitsstempel zu erhalten. Genauso sollen Waffen- und Munitionshersteller wieder salonfähig respektive nachhaltig werden. Steinkohlevorräte sollen in Deutschland wieder aufgebaut werden. Zudem möchte Deutschland künftig «gecracktes» Erdgas aus den USA verwenden.

Ob wir mit der Reduktion von Co2 Emissionen längerfristig den Planeten retten können, vor allem, wenn Europäer die einzigen sind, die sich daranhalten und auch dann nur halbherzig, bleibt sie lediglich eine Hoffnung. Ob sie sich in hinreichendem Masse realisieren lässt, kann uns nur die Zukunft zeigen.

Den genauso wichtigen Anspruch an der ESG Umsetzung sehen wir, wie in der Vergangenheit des Öfteren betont, in der Reduktion von Abhängigkeiten gegenüber korrupten rohstoffproduzierenden Staaten. Und deshalb sollte Europa das Ziel mittelfristig auf alternative Energien umzusteigen, nicht aus den Augen verlieren.

Makro

Je länger die Rohstoffpreishausse andauert, desto gefährlicher wird sie für die Wirtschaft. Nur ungern erinnern wir uns an die Erdölkrise anfangs der 70iger, welche die «Great Inflation» triggerte. Mit dem Resultat von mindestens 4.9% Inflation von 1971 bis 1980, einem Höchst von knapp 15% und in der Spitze von über 10% Arbeitslosen in den Vereinigten Staaten.

Der Spiegel meinte damals dazu «Das grösste Scheitern der amerikanischen Wirtschaftspolitik in der Nachkriegszeit». Je länger die Teuerung hoch bleibt, desto wahrscheinlicher droht uns in Europa ein ähnliches Szenario.

Sollte sich Geschichte nicht wiederholen, aber reimen, wie dies Mark Twain einst meinte, dann wird man, um ein Aktienengagement nicht herumkommen: Das Geld entwertete sich während obengenannten 10 Jahres-Periode im Schnitt um 6.6% p.a. Mit einer Rendite von 8.1% p.a. konnten sich Investoren gegen die Inflationsperiode gut schützen.

Den Wald vor lauter Bäumen

Was wir wissen,

- dass uns die Inflation mit und ohne Krieg in der Ukraine noch eine Weile begleiten wird. Denn solange die Rohstoffpreishausse anhält, wird es für die Europäische Zentralbank schwierig werden, die Zinswende einzuleiten.
- dass die Zinsen über kurz oder lang steigen werden, dass die Realzinsen jedoch noch eine Weile im negativen Renditenbereich verbleiben werden.
- dass negative Realzinsen an unserem Ersparten nagen, wie sie ex amerikanische Präsident Reagan einst nannte: *«Inflation is as vilont as a mugger, as frightening as an armed robber and as deadly as a hit man»*
- dass europäische Aktien verglichen zur eigenen Vergangenheit und verglichen zu Amerika zu einem deutlichen Abschlag handeln.

Timing

In der Finanzkrise sowie in der Covid-19 Börsenkorrektur erreichte das Angstbarometer, die Volatilität, eine Spitze von über 80%. In der momentanen Krise wurden Spitzen von bis zu 50% gemessen.

Heute jedoch auszustiegen und warten bis die Volatilität auf über 80% schreitet, um dann wieder einzusteigen, kann die langfristige Vermögensentwicklung stark gefährden.

Denn sollten die Ukrainer die weisse Flagge hiessen, Putin gestürzt werden, Xi-Jinping Putin vom Frieden überzeugen oder ganz einfach, falls die Saudis über die Öffnung des Erdölhahn aufzudrehen

laut nachdenken, wird der Aktienmarkt eine Gegenbewegung einleiten, der man nicht hinterherkommen wird.

Es wäre nicht das erste Mal, dass Riad das Zünglein an der Waage spielt. Schon in den 80iger Jahren war ein starker Zerfall des Preises für schwarzes Gold durch die Saudis verursacht worden. Dies führte dazumal zum Zusammenbruch der Sowjetunion, da sie durch die verminderten Einnahmen aus den Rohstoffen, das Imperium nicht mehr aufrechterhalten konnten.

Mit Iran und Venezuela sollen Gespräche in Vorbereitung sein. Ob es dem Westen gefällt oder nicht, er muss den Schurkenstaaten entgegenkommen, falls wir an tieferen Energiepreisen interessiert sind. Denn höhere Rohstoffpreise schaden nicht nur unserer Wirtschaft, sondern ermöglicht es Putin den Krieg in der Ukraine zu finanzieren.

Schlussfolgerung

Wem die langfristige Vermögensentwicklung am Herzen liegt, der ist gut beraten solche Schwächephasen der Finanzmärkte für sich zu nutzen, um sukzessive seinen Aktienbestand zu erhöhen.

***«Be fearful when others are greedy and
 be greedy when others are fearful»***

Warren Buffett

Aktionen / Pendenzen

Was	Wer	Wann
An die CIIM Co-Investoren versenden	CG	Asap