

Credit Insight: 25. Januar 2022 / IST

Russland-Ukraine Konflikt

Die Nervosität bezüglich Russland Truppenbewegungen nimmt zu – die Märkte reagieren (noch) gelassen

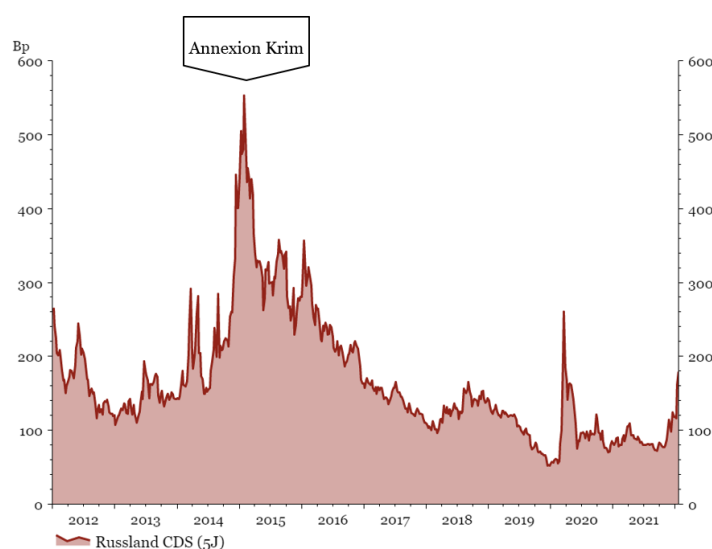
Einführung

Schon seit Monaten zieht Russland an den Grenzen zur Ukraine Truppen und Material zusammen, was die Befürchtung einer drohenden Invasion beflügelt. Weder die Drohkulisse der USA (Ausschluss vom grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr Swift) noch die Aussichten auf verschärfte Sanktionen seitens der Europäischen Union haben bisher Wirkung gezeigt. Auch die Aussprache des russischen und amerikanischen Aussenministers in Genf von letzter Woche vermochte die Wogen diplomatisch nicht zu glätten. Russland fordert, dass die Osterweiterung der Nordatlantischen Allianz (NATO) gestoppt wird, Atomwaffen abgezogen und auf Militärübungen in der Region verzichtet wird. Der Westen lehnt diese Forderungen kategorisch ab. Wie sich die Situation weiter entwickeln wird, bleibt schwierig abzuschätzen. Wir haben nachfolgend anhand von drei Szenarien den Versuch gewagt, die Auswirkungen auf die Risikoprämien russischer Kapitalmarktschuldner zu antizipieren.

Kapitalmarkt geht zurzeit von einer diplomatischen Lösung aus

Obwohl der Aufbau von Militärkräften an der Grenze zur Ukraine schon im November 2021 auf Satellitenbildern festgestellt wurde, hat sich erst kürzlich eine Reaktion an den Kapitalmärkten abgezeichnet. Da weder diplomatische Gespräche noch Drohgebärden beider Seiten zu einer Deeskalation beigetragen haben, steigt die Wahrscheinlichkeit, dass der russische Präsident Putin unter dem Vorwand, die Sicherheit Russlands zu gewährleisten, in der Ukraine eine Grenze in den Sand ziehen wird. Vergleicht man das aktuelle CDS Niveau jedoch mit den Werten zum Zeitpunkt der Annexion der Krim im 2014, so fällt auf, dass die Märkte zurzeit noch klar eine diplomatische Lösung einpreisen.

Abbildung 1: Entwicklung CDS Russland



Quelle: Datastream Refintiv

Mögliche Szenarien und Auswirkungen auf die Bonität und Risikoprämien russischer Emittenten

Wir haben untenstehend drei mögliche Szenarien aus Perspektive des Kreditanalytikers skizziert und die von uns erwarteten Auswirkungen auf Bonität und Risikoprämien russischer Emittenten abgeleitet. Zu diesem Zweck haben wir den einzelnen Szenarien ein Massnahmenpaket seitens der USA und Europäischen Union zugeordnet. Unser Basisszenario ist entgegen der Marktmeinung (Szenario 1: Diplomatische Lösung) eine partielle Invasion von ukrainischen Teilgebieten. Der russische Präsident fühlt sich durch die Expansion der NATO bedroht und will der eigenen Bevölkerung gegenüber seine Position als entschlossener Staatsmann und Beschützer der russischen Interessen stärken. Nachdem ihm Anpassungen der Verfassung erlauben bis 2036 an der Macht zu bleiben, scheint der aktuelle Konflikt darauf abzuzielen, ihm die Legitimation der Bevölkerung zu sichern. Wir gehen nicht davon aus, dass der Westen weder genug vereint (Europäische Union) noch bereit (USA) ist, Eingeständnisse in Form der geforderten Sicherheitsgarantien zu erbringen. Ein Scheitern der diplomatischen Gespräche (möglicherweise bereits eingetroffen) würde Militäraktionen in pro-russischen Teilgebieten der Ukraine nach sich ziehen. Als Konsequenz einer Besetzung ist mit einer unmittelbaren Verstärkung der finanziellen und wirtschaftlichen Sanktionen des Westens gegenüber Russland zu rechnen. Wir gehen davon aus, dass Russland von ausländischen Kapitalmärkten ausgeschlossen sowie Exportkontrollen unterworfen wird. Auch ist mit einem Einfrieren von Vermögenswerten russischer Unternehmen und politisch exponierten Persönlichkeiten zu rechnen. Von einem Ausschluss vom Swift-Zahlungssystem gehen wir aufgrund des verhältnismässig hohen Kollateralschadens für den Westen (Deutschland, USA) nicht aus.

Unsere pessimistischere Einschätzung der Situation ist auch dadurch begründet, dass sich Russland wirtschaftlich betrachtet, im Vergleich zu 2014 in einer Position der Stärke befindet. So verfügt Russland über hohe Fremdwährungsreserven, tiefe Schulden und im paneuropäischen Vergleich hohen fiskalischen Spielraum. Die Anfälligkeit gegenüber externen Schocks wurde reduziert. Auch wirken die hohen Energiepreise sowie die selbstverschuldete Abhängigkeit des Westens von Gasimporten als natürliche Immunisierung gegenüber harschen Sanktionen. Aus der Perspektive Russlands dürfte die wirtschaftlich und fiskalisch anfälligere Verfassung vieler westlicher Staaten, die fragmentierte politische Situation in der EU sowie die Aussetzer des amerikanischen Präsidenten als ideale Voraussetzungen für einen Vorstoss interpretiert werden.

Da wir von einer Abschwächung der russischen Währung, potenziellen Kriegskosten und innenpolitischen Spannungen ausgehen, welche in Kombination mit einer Verschärfung der Sanktionen zu einer Abschwächung der Kreditkennzahlen führen, haben wir die Fundamentals auf Declining (bisher Stable) zurückgenommen, aber unser Rating vorerst bestätigt.

Die Situation befindet sich im Fluss, deshalb werden wir die Szenarien, falls notwendig, nachführen und die Wahrscheinlichkeit unserer Einschätzung der aktuellen Lage anpassen.

Abbildung 2: I-CV Szenarien und Implikationen auf Bonität und Riskoprämien

Szenarien im Russland-Ukraine Konflikt	Wahrscheinlichkeit	Massnahmen der USA/EU	Auswirkungen auf russische Emittenten (CDS, Credit Spreads, Bonität)
1) Säbelrasseln / diplomatische Lösung <ul style="list-style-type: none"> - Diplomatischer Weg bzw. Gespräche zwischen der USA und Russland führen zu einer Deeskalation - Russland unterstützt jedoch weiterhin die pro-russischen Separatisten in der Donbass-Region 	40%	Status Quo; bestehende Sanktionen werden weitergeführt	Erholung
2) Partieller Einmarsch <ul style="list-style-type: none"> - Russland kriegt keine verbindlichen Sicherheitsgarantien seitens des Westens - Diplomatische Gespräche scheitern - Putin lanciert Militäraktion im Grenzgebiet - Eroberung und Besetzung von Teilgebieten in der Ukraine 	50%	zusätzliche finanzielle und wirtschaftliche Sanktionen (Kapitalmarkt, Exportkontrolle, Einfrieren von Vermögenswerten)	Zunahme der Risikoaversion (Ausweitung der Credit Spreads, Verkaufsdruck seitens Investoren); Druck auf Bonität
3) Invasion <ul style="list-style-type: none"> - Mangelnder Widerstand der ukrainischen Armee - Fehlende militärische Unterstützung des Westens - Besetzung des ganzen ukrainischen Territoriums 	10%	zusätzliche finanzielle und wirtschaftliche Sanktionen (mögl. Swift-Ausschluss, Kapitalmarkt, Exportkontrolle, Einfrieren von Vermögenswerten von politisch exponierten Personen)	komplette Risikoaversion (Ausweitung der Credit Spreads, Verkaufsdruck seitens Investoren, illiquider Markt; Druck auf Bonität (möglicher Verlust des IG-Ratings))

Quelle: I-CV

Konklusion & Empfehlungen

Obwohl die Situation schwierig einzuschätzen bleibt, gehen wir davon aus, dass sich die Risiken noch nicht adäquat in den Riskoprämien russischer Emittenten widerspiegelt. Aus diesem Grund ist in unserem Basisszenario mit einer weiteren, ausgeprägteren Ausweitung der Riskoprämien zu rechnen. Besonders betroffen sind staatsnahe Emittenten, welche auch Anleihen im USD, EUR und Schweizer Franken ausstehend haben wie Gazprom, Rosneft, Sberbank, State Development Bank VEB.RF, Russian Rail und der staatseigene Diamantenschürfer Alrosa. Es dürfte sich nur noch um eine Frage der Zeit handeln, bis Rating-Anpassungen seitens der grossen Agenturen bekannt gemacht werden. Diese stellen ein weiteres politisches Druckmittel dar und werden den Marktzugang und die Refinanzierungskosten oben genannter russischer Schuldner stark beeinträchtigen bzw. verteuern, ohne dass negative Rückkoppelungseffekte auf die amerikanische und europäische Wirtschaft entstehen. In einem ersten Schritt erwarten wir seitens Agenturen einen negativen Ausblick auf den Ratings des russischen Staates und staatsnaher Emittenten. Bei einer Eskalation ist davon auszugehen, dass Russland bei Moody's und S&P das Prädikat Investment Grade verlieren wird. Wir werden, sollte das «Worst Case» Szenario (Invasion) eintreten, unser Rating ebenfalls um mindestens zwei Ratingstufen ins Non-Investment Grade reduzieren. Beim aktuellen Erkenntnisstand halten wir an unserem Rating (I-CV: BBB/Declining) fest und empfehlen ein Halten der Anleihen. Den Zeitpunkt für einen Einstieg erachten wir als verfrüht.

Disclaimer

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigkeit von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen oder beruhen auf Quellen, die Independent Credit View AG (nachfolgend I-CV) als verlässlich erachtet. I-CV übernimmt jedoch keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen. I-CV behält sich zudem vor, im Dokument geäußerte Meinungen ohne Vorankündigung und ohne Angabe von Gründen zu ändern. I-CV lehnt jegliche Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Dokuments und den möglichen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen ab. Insbesondere haftet I-CV nicht für den Erfolg der von ihr abgegebenen Empfehlungen. Ratings beziehen sich einzig auf Kreditrisiken. Insbesondere berücksichtigen Ratings das Zinsänderungsrisiko und andere Marktrisiken nicht. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichen dieses Dokuments ist nicht gestattet.