

Bericht uit Rusland: licht aan het eind van de tunnel?

Pictet Asset Management, september 2014



Hugo Bain, Senior Investment Manager,
Pictet Asset Management

Op 5 september sloten Oekraïne en de pro-Russische rebellen een wapenstilstand, de eerste stap om een eind te maken aan het vijf maanden oude conflict in Oost-Oekraïne. De Verenigde Staten en Europa hebben Moskou echter nieuwe sancties opgelegd om president Vladimir Poetin verder onder druk te zetten. Hoe gaat Rusland om met de gevolgen van de Westerse sancties en wat vinden de Russen zelf van de aanpak van Poetin? In dit commentaar brengt Pictet Asset Management's senior aandelenbeheerder voor Rusland, Hugo Bain, verslag uit over zijn reis naar Rusland, waar hij ontdekte dat de situatie niet zo ernstig is als de sombere berichten doen vermoeden.

In mijn 15 jaar als beleggingsprofessional voor opkomende markten heb ik Rusland nog nooit zo eensgezind gezien. Ondanks de sombere berichten in de Westerse pers kreeg ik de indruk dat de Russische bevolking achter president Vladimir Poetin staat en zich oprecht zorgen maakt over de Westerse bedreiging van wat zij zien als legitieme Russische belangen. Begin augustus bereikte de goedkeuring van Poetins beleid met 84 procent vrijwel een hoogtepunt.¹ De werkloosheid is bijzonder laag en de welvaart is toegenomen. Het lijkt erop dat politieke kwesties voor de Russische bevolking inmiddels een grotere rol spelen dan de economie.

Poetins laatste zetten in het schaakspel

Wij spraken met functionarissen die goed op de hoogte zijn van de strategie van de regering en zij meldden ons dat Rusland, of liever gezegd Poetin, in Oekraïne geen vastgesteld doel nastreeft. Hij neemt snelle en opportunistische besluiten; de beslissing om de Krim te annexeren bijvoorbeeld, zou in twee of drie dagen zijn genomen. Een ander belangrijk aspect is dat Poetin dit soort zaken duidelijk alleen beslist en slechts een beroep doet op een zeer kleine kring van adviseurs. Zodoende is het voor ons moeilijk om voorspellingen te doen voor de lange termijn. Ik kreeg de indruk dat Poetin voor Oekraïne streeft naar een federale staatsvorm met autonomie voor het oosten van het land en een vetorecht wat betreft alle strategische beslissingen, waaronder het lidmaatschap van de NAVO.

Uit mijn gesprekken met belangrijke functionarissen bleek dat Poetin ondanks zijn autocratische trekjes wel waarde hecht aan opiniepeilingen. Hij heeft nog in gedachten dat de goedkeuringscijfers van de vroegere president Boris Jeltsin tussen 1997 en 1998 daalden van 67 naar 2 procent. Omdat het grootste deel van de Russische bevolking zijn beleid goedkeurt, is Poetin nu vrij om zijn politieke en strategische doelen na te streven, maar dit kan snel veranderen.

Groei op het nulpunt, hardnekkige inflatie

Het lijkt geen twijfel dat de economie onder druk staat. Het bruto binnenlands product kromp op jaarbasis in juni en juli, omdat kapitaal het land uitstroomde en de investeringen daalden. Of het tot een recessie komt is de vraag, maar wij menen dat de economie in 2014 in ieder geval niet groeit.

De inflatie blijft een probleem. Deze komt dit jaar waarschijnlijk fors hoger uit dan de doelstelling van 5 procent. Ik kwam overigens tot de conclusie dat het de tegenmaatregelen van Rusland zelf zijn die de economie het sterkst beïnvloeden. Zo hoorde ik dat het verbod op de import van levensmiddelen uit het Westen in augustus op het platteland leidde tot een prijsstijging van 20 procent voor kip. Het importverbod op voedsel voegt naar verwachting dit jaar 1,5 procentpunten toe aan de inflatie. De directe gevolgen van de Westerse sancties lijken mij beperkt, omdat deze zich niet rechtstreeks richten op de belangrijke energie-export van het land. Wat mij wel opviel was het gebrek aan zorgvuldige planning om op onvoorziene omstandigheden in te spelen. De mensen met wie ik sprak, bagatelliseerden de impact van de Westerse sancties. Zij leken geen rekening te houden met het risico dat sancties de liquiditeit uit de financiële markten kunnen halen, wat kan leiden tot een faillissement van een van de zwakkere banken, een ontwikkeling die een bedreiging voor het hele systeem kan zijn.

¹ Opiniepeiling van het Levada Center opinion, aangehaald door de Moscow Times, 28 augustus

Kapitaaluitstroom – geen algemeen negatief beeld

Voornamelijk als gevolg van de kapitaaluitstroom is de roebel dit jaar tegenover de USD met meer dan 8 procent gedaald. Het beeld van de kapitaalstromen is echter niet zo slecht als het lijkt en er is ook sprake van een zekere stabilisatie. In de eerste helft van het jaar bedroeg de netto-kapitaaluitstroom voor Rusland USD 74 miljard. Wij gaan ervan uit dat hiervan USD 12 miljard de vraag betreft van Russen die hun roebels in dollars hebben omgewisseld. Omdat deze tegoeden worden aangehouden op binnenlandse bankrekeningen, kunnen ze gemakkelijk weer voor roebels worden ingewisseld zodra de risicoaversie afneemt. Naar verwachting ligt de netto-uitstroom van privékapitaal in het derde kwartaal rond het nulpunt.

Redenen voor optimisme

Met de zwakkere roebel als achtergrond zien wij een interessante trend: Russen die zich zorgen maken, ruilen cash om voor echte activa en kopen binnenlands onroerend goed, wat de huizenprijzen opdrijft. De huizenprijzen in Moskou zijn in roebel dit jaar met 3 procent gestegen en in Sint Petersburg met 6 procent. Tot nu toe dit jaar is het aantal afgesloten hypotheek 42 procent hoger.

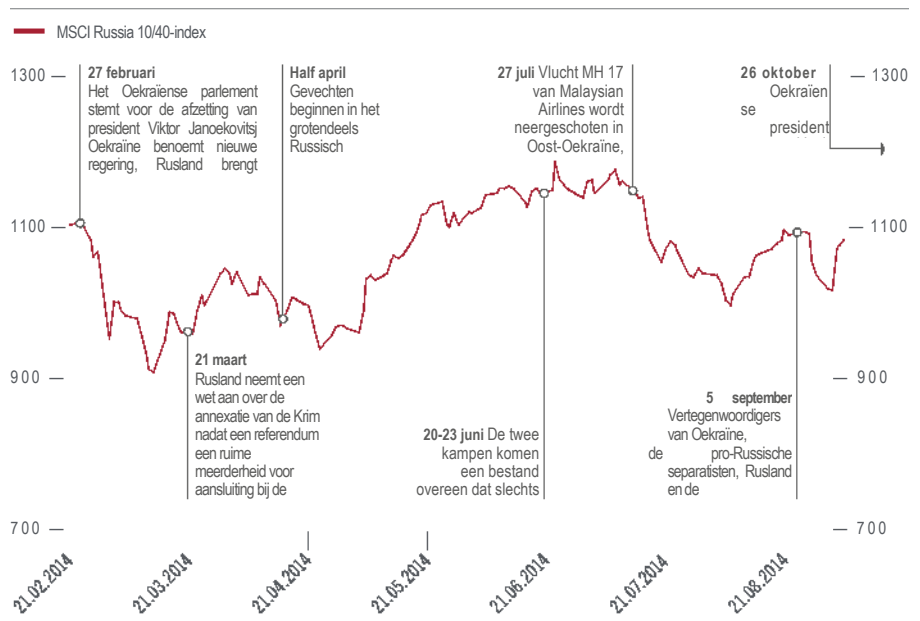
De daling van de roebel is ook positief voor het bedrijfsleven, waarin energie, staal en mijnbouw de dominante sectoren zijn. Exporteurs zijn goed voor meer dan driekwart van de MSCI Russia-index. Volgens onze modellen is de roebel tegenover de USD 23 procent ondergewaardeerd.

De overheidsinvesteringen herstellen naar verwachting volgend jaar. De functionarissen waarmee wij spraken, lieten weten dat een van de grootste Russische bedrijven binnenkort met een belangrijke investering te maken zou krijgen. Volgens hen was de omvang zo groot dat het de Russische bbp-groei met 0,5 procent kan laten toenemen.

De goede oogstverwachtingen vormen ook een pluspunt. Dankzij het gunstige weer kon het ministerie van Landbouw de prognose voor de graanoogst verhogen naar meer dan 100 miljoen ton, ten opzichte van rond 70-80 miljoen vorig jaar. Ook dit zal de druk op de economie doen afnemen.

Het is duidelijk dat volatiliteit de komende maanden een rol zal spelen, vooral voor de Oekraïense presidentsverkiezingen in oktober. De wapenstilstand kan echter het begin van het einde voor het conflict betekenen. Als deze standhoudt, kan dit een sterk positief effect hebben op de Russische economie en dit scenario zit nog niet in de koersen verwerkt. Een vermindering van de geopolitieke spanningen, kan de Russische aandelenmarkten stimuleren. Deze behoren nu tot de goedkoopste van de wereld, omdat zij noteren tegen een enorme korting van 70 procent vergeleken met aandelen wereldwijd en 62 procent tegenover aandelen uit opkomende markten over het algemeen.²

TIJDLIJN VAN DE OEKRAÏNE-CRISIS



Bron: Thomson Reuters Datastream
²MSCI Russia-index tegenover MSCI All-Country World-index en MSCI Emerging-index, per 15-9-2014. Bron: Thomson Reuters Datastream

Portefeuillepositionering – obligaties uit opkomende markten, aandelen uit opkomende markten, aandelen uit ontwikkelde markten

Staatsobligaties van opkomende landen

Wij zijn defensief geïmponeerd of onderwogen voor Russische obligaties in zowel harde als lokale valuta's. Wij hebben een onderweging in de Russische roebel en zijn neutraal tot onderwogen voor de duration in schuldeffecten in Russische roebel. Onze voorzichtige positionering pakte gunstig uit, omdat de escalatie van de spanningen tussen Rusland en het Westen de roebel alleen al in augustus met bijna 4 procent deed dalen.

Wij hebben geen obligaties van Russische semi-overheidsinstellingen omdat deze in perioden met grote spanningen doorgaans achterblijven en sterker worden beïnvloed door sancties.

We blijven voorzichtig over de vooruitzichten van de Russische economie. Er komt waarschijnlijk geen snelle oplossing van de Oekraïense crisis. Onze portefeuille blijft relatief liquide en gemakkelijk verhandelbaar en dit maakt een grotere actieve positionering mogelijk.

Bedrijfsobligaties uit opkomende markten

Vanwege de onzekere vooruitzichten concentreren wij onze posities in Rusland in ondernemingen die voor de regering van strategisch belang zijn en die waarschijnlijk om deze reden worden ondersteund als de economische en financiële situatie verslechtert. Het fonds is momenteel overwogen in Rusland, maar we hebben geen posities in bedrijven die het doelwit van sancties zijn. Wij beleggen nog steeds selectief in bedrijven.

Aandelen uit opkomende markten

De laatste maanden verlaagden wij onze posities in Rusland tot iets boven de indexweging. Wij hebben nog steeds vertrouwen in de onderliggende factoren voor Rusland en voor bepaalde bedrijven. De situatie in Oost-Oekraïne verandert echter snel en wij menen niet dat de stemming op de Russische markt op zeer korte termijn weer zeer positief wordt. Als de spanningen afnemen, kunnen er zich beleggingskansen voordoen, omdat de markt aantrekkelijk gewaardeerd is en internationale beleggers een onderweging hebben.

Europese aandelen

Tegenover de benchmark zijn wij licht overwogen voor Rusland. De Russische waarderingen zijn aantrekkelijk, maar de geopolitieke situatie en de waarschijnlijke impact van financiële sancties zijn moeilijk te kwantificeren. Wij geven er de voorkeur aan om te profiteren van de aantrekkelijke Russische waarderingen via onze Europese posities, onder meer in de financiële sector, waar we ons minder zorgen maken over de veiligheid van ons kapitaal.

Pictet Asset Management Limited
Moor House
120 London Wall
Londen EC2Y 5ET

www.pictetfunds.com
www.pictet.com