



MACROECONOMIC *view*

7. Juni 2022



Bruno Cavalier
Chefvolkswirt ODDO BHF

Europa-Russland: Wer wird den Wirtschaftskrieg gewinnen?



WESENTLICHE PUNKTE:

- Als Antwort auf die Aggression gegenüber der Ukraine will Europa die russische Wirtschaft empfindlich schwächen.
- Die Sanktionen treiben Russland in eine finanzielle Isolation, die das Land langfristig nicht verkraften kann.
- Allerdings haben sie den unangenehmen Nebeneffekt, die Energiepreise (und somit auch die russischen Exporteinnahmen) stark nach oben zu treiben, und treffen damit die europäischen Verbraucher.



Wollen wir Frieden oder eine laufende Klimaanlage in diesem Sommer? – Mit diesen Worten fasste der italienische Premierminister vor kurzem das Dilemma zusammen, vor dem die Europäer stehen, wenn es um die Frage geht, wie sie auf den russischen Angriff auf die Ukraine reagieren sollen. Um den Frieden herzustellen, muss der Angreifer geschwächt werden, und zwar entweder durch eine Militärintervention (eine Option, die von Anfang an ausgeschlossen wurde) oder durch wirtschaftliche Sanktionen. Diese sind darauf ausgelegt, die russischen Devisenreserven einzufrieren, Dollar-Transaktionen zu verhindern und damit Russland in den Zahlungsausfall zu treiben, die Produktionsketten zu blockieren und Russlands Exporte zu verringern.

Das Dilemma bei den Sanktionen besteht allerdings darin, dass Europa stark von russischen Energierohstoffen abhängt, für die es keinen schnellen Ersatz gibt. Durch einen sofortigen Stopp seiner Öl- und Gasimporte aus Russland würde Europa also die Grundversorgung seiner eigenen Wirtschaft gefährden. Denn dies würde nicht nur dazu führen, dass die Klimaanlage im Sommer ausgeschaltet werden müssten, sondern die Menschen müssten auch im Winter auf ihre Heizungen verzichten, und ein Großteil der europäischen Industrie läge still. Der

Preis für ein vollständiges Embargo wäre daher eine schwere Rezession in Europa sowie ein neuer Inflationsschub. Die Alternative bestünde darin, vorerst an russischen Rohstoffimporten festzuhalten, diese jedoch allmählich zu reduzieren. Dadurch würde man allerdings den Angriffskrieg von Wladimir Putin mitfinanzieren. Bei den verschiedenen Sanktionsoptionen gilt es also kurz- und langfristige Vor- und Nachteile genau miteinander abzuwägen.

In diesem Zusammenhang müssen wir uns vor Augen halten, dass sich der Wirtschaftskrieg zwischen Europa und Russland auf drei Ebenen abspielt: den Energiemärkten, dem Finanzsektor und der öffentlichen Meinung.

An der Energiefront hält Russland eindeutig die Trümpfe in der Hand. Obwohl das Land wegen der internationalen Sanktionen sein Öl mit einem erheblichen Abschlag verkaufen muss (30 Dollar je Barrel unter dem Weltmarktpreis für die Rohölsorte Brent), kann es trotz rückläufiger Verkaufsmengen seine Exporterlöse steigern, da die Rohstoffpreise angesichts der geopolitischen Unsicherheit steigen. Und wenn die westliche Welt tatsächlich bereit ist, auf russisches Öl zu verzichten, werden sich andere Länder, vor allem in Asien, darüber freuen, dieses Öl günstig zu kaufen.



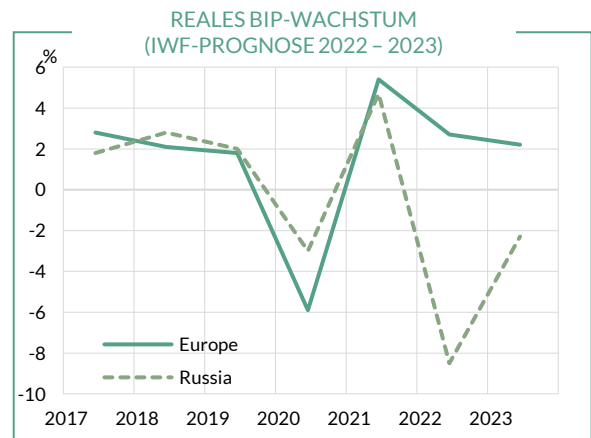
Nach Schätzungen von Bloomberg beträgt der russische Außenhandelsüberschuss für den Zeitraum Januar-April 2022 etwa 90 Milliarden Dollar, das heißt ungefähr vier Mal so viel wie im gleichen Zeitraum des Vorjahres. In diesem Konflikt besteht der einzige Ausweg für Europa darin, seine Abhängigkeit von Russland so weit wie möglich zu verringern, indem es entweder zuverlässigere Lieferanten findet oder den Anteil der fossilen Brennstoffe in seinem Energiemix verringert.

An der Finanzfront ist Russland fortan völlig auf sich alleine gestellt. Nach dem Überfall auf die Ukraine sind die Kapitalflüsse aus dem Ausland zum Stillstand gekommen, der russische Rubel ist eingebrochen, und den Unternehmen des Landes drohte eine Pleitewelle. Unter vergleichbaren Umständen hatte die russische Notenbank nach der Invasion der Krim ihre Devisenreserven verkauft, um die Währung zu stabilisieren. Da jedoch die Reserven eingefroren waren, stand den Behörden diese Option nicht zur Verfügung. Stattdessen haben sie strenge Kapitalverkehrskontrollen eingeführt. Russische Unternehmen mit ausländischen Einnahmen müssen diese gegen Rubel umtauschen, und Kapitaltransfers ins Ausland sind verboten. Dementsprechend hat sich der Rubel deutlich erholt, aber der Kurs wird künstlich gestärkt, da keine Devisentransaktionen mehr mit der russischen Währung stattfinden. Dank langjähriger Handelsüberschüsse verfügt Russland zwar über ein beträchtliches finanzielles Polster, das aber angesichts des die Exporteinnahmen absorbierenden Kriegs schnell dahinschmelzen könnte. Die finanziellen Beschränkungen, unter denen die russische Wirtschaft leidet, werden gigantische Kosten verursachen. Angesichts der Tatsache, dass der Handel mit den westlichen Volkswirtschaften zum Erliegen gekommen ist, wird Russland eine chronische Knappheit bei Zwischen- und Endprodukten erleben, was zu einem Effizienzverlust seiner Wirtschaft und einem Rückgang des Pro-Kopf-Einkommens führen wird.

In jedem Land mit einer freien Gesellschaft, in der alle Menschen ihre Meinung offen äußern können,

würde derartige wirtschaftliche Schäden eine soziale Krise auslösen und entweder zu einem Regierungswechsel oder zu einem politischen Kurswechsel führen. In Russland ist dies nicht der Fall. Zunächst einmal gibt es die staatliche Propaganda, der zufolge die russische Bevölkerung geschlossen hinter ihrem Präsidenten steht. Auch wenn dies sicherlich nicht den Tatsachen entspricht, muss sich Wladimir Putin im Gegensatz zu anderen europäischen Staatschefs um die öffentliche Meinung keine Sorgen machen. Zudem dürfte der russische Präsident bestimmte Befürchtungen (Atomkrieg, Gefährdung der Nahrungssicherheit) noch anheizen, um die Gegenseite zu spalten und zu Kompromissen zu zwingen, etwa die Ausklammerung von Gas bei den Sanktionen.

Die wirtschaftlichen Folgen des Ukraine-Krieges sind für Russland deutlich schwerwiegender als für Europa (siehe Grafik). In Europa besteht ein Rezessionsrisiko. In Russland ist die Rezession jedoch bereits eingetreten. Laut den internationalen Organisationen wird das russische BIP in den nächsten zwei Jahren um mehr als 10% schrumpfen, ein noch stärkerer Einbruch als während der Pandemie und ohne Hoffnung auf eine schnelle Erholung. Auf wirtschaftlicher Ebene kann Russland zwar einige Schlachten gewinnen, nicht jedoch den Krieg.



Quelle der Grafiken: ODDO BHF Securities, Thomson Reuters, IWF

Wichtige Hinweise

Dieses Dokument wurde von der ODDO BHF Aktiengesellschaft nur zu Informationszwecken erstellt. Darin enthaltene Äußerungen basieren auf den Markteinschätzungen und Meinungen der Autoren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung. Diese können sich abhängig von den jeweiligen Marktbedingungen ändern. Weder dieses Dokument noch eine in Verbindung damit gemachte Aussage stellt ein Angebot, eine Aufforderung oder eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten dar. Etwa dargestellte Einzelwerte dienen nur der Illustration. Einzelne Aussagen sind weder dazu geeignet noch dazu bestimmt, eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung durch hierfür qualifizierte Personen zu ersetzen. Bevor in eine Anlageklasse investiert wird, wird dringend empfohlen, sich eingehend über die Risiken zu erkundigen, denen diese Anlageklassen ausgesetzt sind, insbesondere über das Risiko von Kapitalverlusten.

ODDO BHF Aktiengesellschaft · Bockenheimer Landstraße 10 · 60323 Frankfurt am Main · Postanschrift: 60302 Frankfurt am Main · www.oddo-bhf.com Vorstand: Philippe Oddo (Vorstandsvorsitzender) · Grégoire Charbit · Thomas Fischer · Joachim Häger · Christophe Tadié · Benoit Claveranne · Monika Vicandi · Vorsitzender des Aufsichtsrats: Werner Taiber · Sitz: Frankfurt am Main. Registergericht und Handelsregister Nummer: Amtsgericht Frankfurt am Main HRB 73636 USt-IdNr. DE 814 165 346 · BIC/SWIFT BHFDBEFF500 - www.oddo-bhf.com