Investment Office View

Thomas Schober
Macro Strategist, ODDO BHF PWM

12. August 2022

RUSSLANDS WIRTSCHAFT AM BODEN?

Die Wirksamkeit der vom Westen gegenüber Russland verhängten Sanktionen ist momentan Gegenstand hitziger Debatten. Das Szenario eines schnellen Zusammenbruchs der russischen Wirtschaft mit anschließendem Sturz Putins ist nicht eingetreten. Nichtsdestotrotz zeigt ein kurzer Blick in die Geschichte (z.B. Kuba, Iran, Venezuela), dass westliche Sanktionsregime äußerst schmerzvolle Folgen für die Wirtschaft und die Bevölkerung des betroffenen Landes haben können. Wie wirksam sind also die Sanktionen gegen Russland? Eine genaue Standortbestimmung ist schwierig. Die vom russischen Statistikamt Rosstat seit Kriegsbeginn veröffentlichten Daten sind lückenhaft und unverlässlich. Die immer öfter vorgetragene Meinung, die verhängten Sanktionen würden die Eurozone stärker treffen als Russland, kann mit Blick auf die Wachstumsprognosen in Grafik 1 klar zurückgewiesen werden. Für 2022 und 2023 rechnen Internationaler Währungsfonds (IWF), Weltbank und von Bloomberg befragte Volkswirte für Russland mit einer schweren Rezession. Für die Eurozone wird dagegen ein etwas gedämpftes, aber positives Wirtschaftswachstum erwartet.

Grafik 1: Reale Wachstumsprognosen				
	Russland		Eurozone	
	2022e	2023e	2022e	2023e
Bloomberg Ökonomen-Umfrage	-8,4%	-2,5%	2,7%	1,1%
IWF	-6,0%	-3,5%	2,6%	1,2%
Weltbank	-8,9%	-2,0%	2,5%	1,9%

Quelle: Bloomberg, World Economic Outlook Update July 2022, World Bank Global Economic Prospects June 2022; Stand: 08.08.2022

Ein Forscherteam um Jeffrey Sonnenfeld von der Yale School of Management geht noch einen Schritt weiter. In ihrer vielbeachteten Analyse zur russischen Wirtschaft kommen sie zu dem Ergebnis, dass die Sanktionen und der damit verbundene Rückzug von über 1.000 Unternehmen aus dem russischen Markt große ökonomische Schäden anrichten.

Kurzfristig künstliche „Stabilität“

Wahr ist: Ein totaler wirtschaftlicher Einbruch, wie ihn der IWF für die Ukraine (2022: -35%) leider erwartet, konnte in Russland bisher abgewendet werden. Erreicht wurde dies mithilfe strenger Kapitalverkehrskontrollen, anhaltender Zuflüsse an Devisen aus dem Energieexport und einer expansiven Geld- und Fiskalpolitik. Die Kapitalverkehrskontrollen waren zentral, um den Wechselkurs zu stützen und eine massive Kapitalflucht zu verhindern. So notiert der Rubel aufgrund diverser Restriktionen (z.B. Devisenumtauschpflicht für Energieexporteure, beschränkte Fremdwährungskäufe für Privatleute und Unternehmen) aktuell stärker als zu Jahresbeginn. Gleichzeitig stützte die russische Zentralbank die Banken mit unbegrenzt Liquidität. So konnte der Leitzins nach starker Anhebung von 20% auf 8% reduziert und eine Finanzkrise samt Bank-Run verhindert werden.

Dazu erhöhte Putin die öffentlichen Infrastrukturausgaben und Unterstützungszahlungen an sozial Bedürftige, Familien und Unternehmen, um laut Sberbank den Einbruch des Konsums (im Mai -20% ggü. Vorjahr) abzufedern. Der für 2022 erwartete Staatsüberschuss dreht so in ein Defizit von ca. 2% des BIP. Hier enden die „guten" Nachrichten. Der fehlende Zugang zu den globalen Kapitalmärkten erschwert die Schuldenfinanzierung. Zur Deckung der erwarteten Defizite machte Finanzminister Anton Siluanov den Vorschlag, ein Drittel der Gelder des Staatsfonds (Gesamtvolumen November 2021: 198 Mrd. US$) zu verwenden. Da passt es ins Bild, dass trotz sehr hoher Preise für Öl und Gas die aus dem Energieexport generierten Steuereinnahmen im Mai auf den niedrigsten Stand dieses Jahres gefallen sind. Es ist davon auszugehen, dass der rückläufige Trend fortbesteht, da die Sanktionen ihre volle Wirkung in den kommenden Monaten und Jahren entfalten dürften. Der wirtschaftliche Niedergang spiegelt sich bereits in der Entwicklung der Devisenreserven. Laut Sonnenfeld et al. sind diese zwischen März und Juli von knapp 650 Mrd. US$ auf 575 Mrd. US$ gesunken. Bedenkt man, dass 300 Mrd. US$ vom Westen eingefroren wurden und schreibt den Reservenverbrauch linear fort, wären nach etwas über einem Jahr alle verfügbaren Reserven aufgebraucht.

Langfristig große wirtschaftliche Schäden

Neben den negativen kurzfristigen Auswirkungen, immerhin der stärkste wirtschaftliche Einbruch seit 1994, ist der langfristige Ausblick düster. Importbeschränkungen, Unternehmens- und Kapitalflucht sowie die Auswanderung vieler gut ausgebildeter Russen (>500.000) reduzieren die ohnehin schon geschwächten Produktionskapazitäten. Russland erleidet einen starken Angebotsschock. Viele Vorprodukte und High-Tech-Komponenten, die die Industrie zur Weiterverarbeitung benötigt, werden importiert und unterliegen Sanktionen. Die negativen Auswirkungen sind schon jetzt in der Autoproduktion (-75% ggü. Vorjahr), dem Bausektor (-62%) und der Landwirtschaft (-55%) dramatisch. Die Folge sind Angebotsknappheit, Inflation und Arbeitslosigkeit. Auch der Energiesektor ist von Importbeschränkungen betroffen. Dort ist Russland, vor allem bei der Exploration von Öl und Gas in der Arktis oder durch Fracking, auf westliche Technologie angewiesen. Da bestehende Förderanlagen nicht mehr umfassend gewartet werden können und die Reserven konventioneller Felder zurückgehen, rechnen Sonnenfeld et al. im mittleren Szenario mit einem Rückgang der Ölfördermenge um 34% von 11,3 Mio. Barrel pro Tag (Januar 2022) auf 7,5 Mio. Barrel bis 2030. Bei Erdgas sind die Herausforderungen noch gewaltiger. 2021 wurden 170 Mrd. m3 Erdgas nach Europa, aber nur 16,5 Mrd. m3 nach China exportiert. Um Putins „pivot to the east" umzusetzen, müssen die bisher Europa beliefernden Gasfelder mittels neuer Pipelines nach China umgeleitet werden. Das ist kostspielig, ohne westliche Technologie operativ sehr herausfordernd und Jahre bis zur Fertigstellung entfernt.

Fazit

Eine genauere Analyse der russischen Wirtschaft zeigt, dass die Sanktionen wirken. Vor allem langfristig wird der kumulierte Effekt immer stärker. Die Folge ist eine dauerhafte Einschränkung des Wachstumspotenzials. Besonders schwer wiegen dürfte der fehlende Zugang zu Hochtechnologie, die zu zwei Dritteln aus Europa und den USA kommt. Fraglich ist, ob Russland andere Bezugsquellen findet. Der deutliche Rückgang chinesischer Exporte nach Russland (seit Dezember 2021 -50%) und die Geschäftszurückhaltung großer Banken (z.B. Bank of China, ICBC) deuten an, dass China keine Alternative ist. Je geeinter die Industrieländer also gegenüber Russland auftreten, desto wahrscheinlicher stehen Russland mit dem System Putin karge Zeiten in weitestgehender wirtschaftlicher und technologischer Isolation bevor.

Quellen:

Bloomberg, EU-Kommission, IWF, Ministry of Finance of the Russian Federation, Reuters, Weltbank, Yale School of Management

Jeffrey Sonnenfeld et al. (2022): "Business Retreats and Sanctions Are Crippling the Russian Economy." SSRN: https://ssrn.com/abstract=4167193

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Etwaige Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Investment Office der ODDO BHF AG wieder, die sich insbesondere von der Hausmeinung innerhalb der ODDO BHF Gruppe unterscheiden und ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

MARKTÜBERSICHT
12.08.2022

Aktienindizes	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
Euro Stoxx 50	3765,0	1,1	1,5	-12,4
DAX 40	13755,2	1,3	2,0	-13,4
CAC 40	6555,5	1,3	1,7	-8,4
FTSE 100	7485,5	0,6	0,8	1,4
SMI	11150,5	0,2	0,0	-13,4
S&P 500	4207,3	1,5	1,9	-11,7
Nasdaq Comp.	12779,9	1,0	3,1	-18,3
Nikkei 225	28547,0	0,0	2,7	-0,9
CSI 300	4191,2	0,0	0,5	-15,2
Hang Seng	20175,6	0,0	0,1	-13,8

Notenbanksätze	Akt. Stand	Lfd. Woche (Pp)	Lfd. Monat (Pp)	Lfd. Jahr (Pp)
EZB Einlagenfazilität	0	0,5	0,5	0,5
US Federal Funds *)	2,375	0	0	2,25
SNB Sichteinlagen	-0,25	0,5	0,5	0,5

Renditen (% p.a.)	Akt. Stand	Lfd. Woche (Pp)	Lfd. Monat (Pp)	Lfd. Jahr (Pp)
Bund 10 Jahre	0,99	0,03	0,17	1,16
US T-Note 10 J.	2,87	0,04	0,22	1,36
Schweiz 10 J.	0,51	-0,05	0,07	0,65

Währungen	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
EUR in USD	1,028	1,0	0,6	-9,6
EUR in GBP	0,8473	-0,5	-0,9	-0,7
EUR in CHF	0,9689	1,1	0,4	7,1
US-Dollar Index **)	105,561	-1,0	-0,3	10,3

Rohstoffe	Akt. Stand	Lfd. Woche (%)	Lfd. Monat (%)	Lfd. Jahr (%)
Gold (US$/oz.)	1785,9	0,6	1,1	-2,4
Rohöl/Brent (US$/b.) ***)	98,25	3,5	-10,7	26,3

Letzte Aktualisierung: 12.08.2022 13:58

Quelle: Bloomberg, Aktienindizes in lokaler Währung; Veränderungen in % bzw. in Prozentpunkten (Pp); *) Angabe für Federal Funds Rate: Mitte des Zielbandes (± 0,125 Pp); **) Definition gemäß ICE US; ***) Brent, aktiver Terminkontrakt ICE

WICHTIGE INFORMATION

Dieses vertrauliche Dokument ist nur für Sie bestimmt. Es darf weder insgesamt, noch in Teilen reproduziert, weitergegeben oder veröffentlicht werden. Insbesondere ist dieses Dokument nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz, Wohnsitz, gewöhnlichem Aufenthaltsort oder Greencard in bzw. für die USA, Kanada oder anderen Drittstaaten bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden.

Diese Publikation ist eine Kundeninformation der ODDO BHF Aktiengesellschaft (nachfolgend „ODDO BHF") im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Das Dokument wurde durch die ODDO BHF erstellt, um Kunden bei der Entscheidungsfindung zu unterstützen und dient ausschließlich Informationszwecken. Es handelt sich hierbei um Werbung und nicht um eine Finanzanalyse. Das Dokument wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen unterliegen nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Weder dieses Dokument noch irgendeine in Verbindung hiermit gemachte Aussage stellt ein Angebot, eine Aufforderung oder eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren dar. Insbesondere berücksichtigt dieses Dokument nicht Ihre persönlichen Umstände und Verhältnisse und ist somit für sich allein genommen weder dazu geeignet noch dazu bestimmt, eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung zu ersetzen.

Soweit in dem Dokument Meinungen Dritter wiedergegeben werden, sind diese Positionen nicht notwendigerweise in Einklang mit den Positionen der ODDO BHF und können diesen ggf. sogar widersprechen.

Diese Präsentation enthält Informationen, die wir für verlässlich halten, für deren Verlässlichkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Die ODDO BHF übernimmt weder eine rechtliche Verbindlichkeit, noch garantiert sie die Aktualität, Vollständigkeit und Fehlerfreiheit des Inhalts. Zusätzlich ist die ODDO BHF nicht verpflichtet, den Inhalt zu aktualisieren, an Änderungen anzupassen oder zu vervollständigen.

Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen können mit Emittenten von in diesem Dokument genannten Finanzinstrumenten in einer Geschäftsverbindung stehen (z.B. als Erbringer oder Bezieher von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebendienstleistungen, etwa im Bereich des Investmentbankings). Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen, können im Rahmen solcher Geschäftsverbindungen Kenntnis von Informationen erlangen, die in diesem Dokument nicht berücksichtigt sind. Darüber hinaus können die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen Geschäfte in oder mit Bezug auf die in diesem Dokument angesprochenen Finanzinstrumente getätigt haben (insbesondere solche im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung für andere Kunden). Für nähere Informationen zu möglichen Interessenkonflikten wenden Sie sich bitte an Ihren zuständigen Ansprechpartner.

Alle innerhalb des Dokuments genannten und ggf. durch Dritte geschützten Marken- und Warenzeichen unterliegen uneingeschränkt den Bestimmungen des jeweils gültigen Kennzeichenrechts und den Rechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Allein aufgrund der bloßen Nennung ist nicht der Schluss zu ziehen, dass Markenzeichen nicht durch Rechte Dritter geschützt sind.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Einige Aussagen dieses Dokuments sind in die Zukunft gerichtet. Derartige Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklung. Diese Aussagen basieren auf aktuellen Einschätzungen und unterliegen Risiken und Unwägbarkeiten, welche die aktuellen Resultate grundlegend verändern können. Bei bestimmten Finanzinstrumenten kann es zu einem Totalverlust kommen und der Verlust kann das eingesetzte Kapital sogar übersteigen. Wechselkursbewegungen können den Wert eines Investments erhöhen oder senken und manche Finanzinstrumente können eingeschränkt liquide oder illiquide sein.

Die ODDO BHF untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.

ODDO BHF erbringt weder rechtliche noch steuerrechtliche Beratungsleistungen. Soweit solche Gesichtspunkte berührt werden, handelt es sich ausschließlich um allgemeine Meinungsäußerungen oder Anregungen, die eine Einschätzung der ODDO BHF zum Zeitpunkt der Publikation wiedergeben. Wir empfehlen Ihnen, rechtliche und steuerliche Berater hinzuziehen, insbesondere zum Zweck der Überprüfung der Geeignetheit bestimmter Produkte.

© 2022, Herausgeber: ODDO BHF Aktiengesellschaft, Bockenheimer Landstraße 10, 60323 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.