



Economic Research KOMPAKT

Prognoseanpassungen durch Ukraine-Krieg

14. März 2022

Dr. Alexander Krüger
+49 211 4952-187
alexander.krueger@hal-privatbank.com

Dr. Bastian Hepperle
+49 211 4952-615
bastian.hepperle@hal-privatbank.com

Durch den Ukraine-Krieg hat sich der Ausblick für Lieferketten und Energiepreise deutlich verschlechtert. Für 2022 haben wir BIP-Prognosen deshalb gesenkt und Inflationsprognosen erhöht. Aufgrund des starken Inflationsfokus führender Notenbanken zeichnet sich perspektivisch weiterhin eine weniger ultra-expansive Geldpolitik ab.

Mit dem Angriff auf die Ukraine hat Russland in einer Weise Fakten geschaffen, wie wir sie in unserem Economic Research KOMPAKT „Bange Blicke zur Ukraine“ vom 27.01.2022 bereits diskutiert hatten. Für unsere Konjunktur- und Finanzmarktprognosen stellen diese einen exogenen Schock dar, der erhebliche kurz- und langfristige Auswirkungen hat. Deren Abschätzung ist zum jetzigen Zeitpunkt noch sehr vage, da Dauer und Ausgang des Krieges nicht vorhersehbar sind. Fest steht für uns lediglich, dass Russland wegen der von vielen Ländern verhängten Sanktionen nicht einlenken wird. Für die kommenden Monate stehen damit gleich mehrere Szenarien im Raum, die von einer Ausweitung des Konflikts auf angrenzende Länder und einer militärischen Konfrontation mit der NATO bis zu einem Staatsstreich in Russland reichen. Für unsere Makro- und Finanzmarktprognosen gehen wir derzeit jedoch vom nachstehenden Szenario aus:

- Nach den Erfahrungen mit der Krim-Annexion durch Russland im Jahr 2014 wird der Vorkriegsstatus nicht zurückkehren.
- Russland wird die ganze Ukraine besetzen und zu regieren beabsichtigen.
- Eine vollständige russische Kontrolle über das Land wird wegen des Widerstandes der ukrainischen Bevölkerung bis auf Weiteres nicht gelingen.
- Die gegen Russland verhängten Wirtschafts- und Finanzsanktionen bleiben bestehen oder nehmen noch zu. Westliche Unternehmen werden sich mit ihnen arrangieren („Gewöhnungseffekt“) und Bezugs- und Absatzwege neu ordnen.

Tiefe Rezession in Russland

Die wirtschaftlichen Folgen der Sanktionen sind aus unserer Sicht in erster Linie für Russland gravierend. Ohnehin war das Land nach der Krim-Annexion bereits deutlich zurückgefallen. Wir rechnen nun mit einem Sturz in eine tiefe Rezession und BIP-Schrumpfungsraten von 6,0 und 2,0 % für 2022/23. Eine zunehmende Embargohaltung gegen die russische Energie- und Rohstoffindustrie, der sich nach den USA und Großbritannien weitere Länder anschließen, hätte noch tiefere Einschnitte zur Folge. Obwohl China und Indien politisch nicht mit Russland gebrochen haben, ist es wenig wahrscheinlich, dass Unternehmen von dort in die Bresche springen und zu einer gewissen Stabilisierung der russischen Wirtschaft beitragen werden: Sie würden sich dem Risiko aussetzen, von westlichen Staaten selbst sanktioniert und somit von den für sie bedeutsameren Absatzmärkten abgeschnitten zu werden.

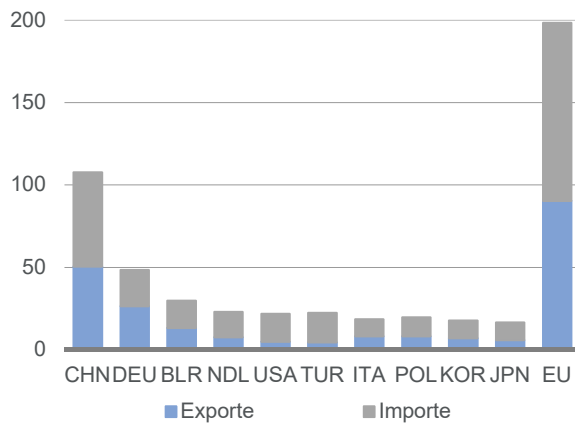
Lieferlogistik und Inflation werfen die Konjunktur zurück

Weltwirtschaft erneut gestört

Der Anteil Russlands gemessen an den gesamten Aus- und Einfuhren sowie Kapitalverflechtungen ist bei den meisten (westlichen) Ländern eher gering. Es ist jedoch ein Trugschluss, gesamtwirtschaftliche Auswirkungen deshalb als belanglos zu deklarieren. Schon jetzt beeinträchtigen Sanktionen viele Unternehmen, die enge Handelsbeziehungen zu Russland pflegen. So werden beispielsweise die Geschäftstätigkeit, Produktion, Auslieferungen sowie Investitions- und Finanzierungsaktivitäten mit Russland-Bezug bereits zurückgefahren oder ganz eingestellt. Überdies wird es durch den Ukraine-Krieg aus unserer Sicht zu folgenden Hemmnissen kommen:

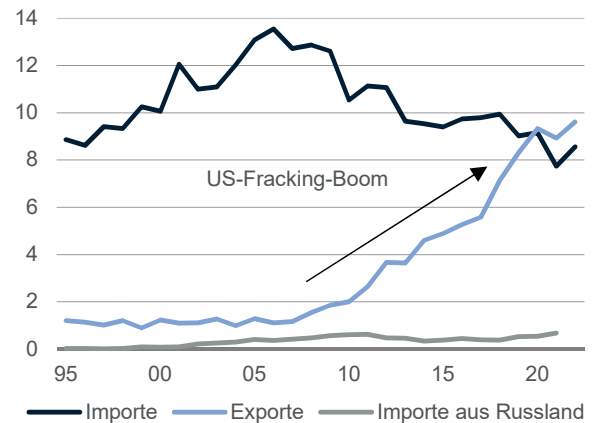
- **Lieferketten:** Bislang waren wir davon ausgegangen, dass sich die extremen und hartnäckigen Verspannungen der globalen Lieferlogistik ab der Jahresmitte 2022 stärker lockern werden. Da Teile der neuen chinesischen Seidenstraße aber über russisches und ukrainisches Staatsgebiet nach Europa führen, ist diese Annahme nun nicht mehr haltbar. Wir rechnen mit fortan ganzjährig bestehenden, zumindest auf kurze Sicht auch verstärkten Lieferengpässen, da neue Bezugswege nicht von heute auf morgen erschließbar sind. Hinzu kommt, dass Vorprodukte aus der Ukraine für längere Zeit nicht mehr geliefert werden dürften. Trotz Abklingen der Corona-Pandemie sieht es lieferseitig unseres Erachtens nach einer Nettobelastung für die Welt und insbesondere für Europa aus.
- **Inflation:** Wir erwarten vorerst weiter steigende Inflationsraten. Basis hierfür sind die Energie- und Rohstoffpreise, die wegen Knappheit voraussichtlich noch Aufwärtspotenzial besitzen. Weitere Handelsembargos würden den Preisauftrieb noch erheblich verschärfen. Aber auch auf mittlere Sicht dürften Inflationsraten vor allem in Europa deutlich höher ausfallen als bislang erwartet, da sich für den nächsten Winter derzeit Versorgungsengpässe abzeichnen. Durch die energie-seitig merklich gestiegenen Produktionskosten für Unternehmen wird die Preisüberwälzungsmaschinerie zudem wohl erst noch richtig anlaufen.
- **Konjunktur:** Die Energiepreisinflation leert die Portmonees der Verbraucher, so dass diese Konsumwünsche fortan reduzieren dürften. Eventuell wird wegen der unsicheren globalen Lage vorübergehend sogar mehr gespart. Staatliche Entlastungsbeschlüsse werden unseres Erachtens nicht verhindern, dass die Inflation noch zum ernststen Wachstumshemmer wird.

EU besonders abhängig von Russland
Außenhandel mit Russland (EU, 2020, Mrd. US-\$)



Quelle: Refinitiv Datastream

Kein Rohöl aus Russland – USA juckt's nicht
Außenhandel mit Rohöl-Produkten (USA, Mio. b/Tag)



Quelle: Refinitiv Datastream

Konjunkturell bekommt der
Euroraum besonders viel ab

BIP-Prognosen gesenkt, Inflationsprognosen erhöht

Aufgrund der engen Wirtschaftsverflechtungen und der hohen Abhängigkeit von russischen Energieimporten sind Deutschland und der Euroraum gegenüber Russland erheblich anfälliger als die USA. Dies gilt auch für die finanziellen Beziehungen Westeuropas mit Russland, sollte es zu Zahlungsausfällen kommen. Anhand dessen haben wir unsere BIP-Prognosen neu gerechnet. Für den Euroraum senken wir diese für 2022 von 4,1 % auf 3,6%. Damit bremst der Ukraine-Krieg die von uns aufgrund des Wegfalls der meisten Corona-Beschränkungen für das Frühjahr erwartete Konjunkturerholung. Eine über technische Aspekte hinausgehende ernste Rezession wäre voraussichtlich dann unvermeidbar, käme es zu einem abrupten Stopp russischer Rohstofflieferungen oder einem Handelsembargo westlicher Staaten.

Inflationsanstieg verdirbt die Konsumlaune in den USA, kaum Beeinträchtigungen in China

Für die USA schätzen wir die wirtschaftlichen Folgen des Ukraine-Kriegs wegen der deutlich geringeren Abhängigkeit von Russland als eher schwach ein. Mit Beeinträchtigungen rechnen wir allerdings über höhere Energie- und Rohstoffpreise, also den Inflationskanal. Der Kaufkraftentzug, der vor allem den privaten Konsum trifft, dürfte trotz hoher Lohnzuwächse nur teilweise kompensiert werden. Wir haben unsere BIP-Prognose für 2022 deshalb von 3,9 auf 3,3 % gesenkt. Dagegen halten wir unsere 2022er-BIP-Prognose von 5,0 % für die Volksrepublik China aufrecht. Hierbei gehen wir davon aus, dass die Schwäche des Immobilienmarktes und Privatkonsums von der Regierung nicht durch höhere Staatsausgaben ausgeglichen wird, um das Wachstumsziel von 5,5 % zu erreichen. Alles in allem senken wir unsere Welt-BIP-Prognose für 2022 von 4,1 auf 3,6 %.

Ob bei Inflationsprognosen schon der Deckel drauf ist, ist noch sehr fraglich

Aufgrund der massiven Verteuerung von Energie und Rohstoffen durch den Ukraine-Krieg haben wir 2022er-Inflationsprognosen nochmals erhöht. Den Euroraum trifft das wegen seiner hohen Importabhängigkeit überproportional. Hinzu dürften weitere Kostenbelastungen durch Lieferengpässe und Preisüberwälzungen kommen. In den USA und Großbritannien besteht zudem ein hoher Lohndruck. Für den Euroraum und Deutschland werden die Lohnabschlüsse für 2022/23 zwar höher als in den vergangenen Jahren ausfallen, jedoch noch mäßig sein. Lohnseitige Zweitrundeneffekte dürften sich hierzulande daher in Grenzen halten. Für den Euroraum erwarten wir für 2022/23 nun einen jahresdurchschnittlichen Inflationsanstieg von 6,3 bzw. 3,1 %, nach 5,7 bzw. 3,0 %. Unsere US-Inflationsprognose erhöhen wir für dieselben Jahre von 5,2 auf 6,3 % und 1,6 auf 2,3 %. Für uns ist klar, dass Inflationsprognosen weiter steigen werden, je höher Energie- und Rohstoffpreise klettern.

Leitzinserhöhungsplan insbesondere bei der Fed

Notenbanken behalten Mut

Der Ukraine-Krieg wird führende Notenbanken aus unserer Sicht lediglich davon abhalten, sich aggressiv vom extremen ultra-expansiven Kurs abzuwenden. Große Zinsschritte stehen bei der Fed deshalb vorerst nicht mehr im Schaufenster. Wegen der hohen Inflationsrate rechnen wir 2022 dennoch weiter mit vier kleinen Zinsschritten, die den Leitzins zum Jahresende auf 1,25 % heben. Am Vorhaben der Bilanzschrumpfung dürfte festgehalten werden, wobei die Wahrscheinlichkeit für ein langsames Tempo als monatlich 100 Mrd. US-\$ gestiegen ist. Auch von der Bank of England erwarten wir für 2022 unverändert zwei Zinsschritte. Die EZB hat sich auf die Fahnen geschrieben, Nettoanleihekäufe zunächst zu beenden und Leitzinsen erst „einige Zeit“ danach zu erhöhen. Da die Notenbank den Inflationsanstieg unseres Erachtens noch unterschätzt, wird Letzteres wohl noch in diesem Jahr der Fall sein. Zunächst dürfte aber nur der Einlagesatz um 25 Basispunkte erhöht werden.

Normaler wird es an den Finanzmärkten erst, wenn Sichere Häfen weniger gefragt sind

Durch den Ukraine-Krieg bleiben sichere Anlagehäfen vorerst gefragt. Dadurch verzögert sich der von uns bislang für erstklassige 10-jährige Staatsanleihen erwartete Renditeanstieg. Aufgrund der voraussichtlichen Bilanzschrumpfungstätigkeiten der Fed wird die Rendite der 10-jährigen US-Treasury auf 6M-Sicht aber wohl dennoch bei 2,40 % und diejenige der Bundesanleihe bei 0,50 % liegen. Neben dem von uns erwarteten geldpolitischen Schwenk der Fed wird EUR-USD unseres Erachtens vorerst vor allem von der Geopolitik unter 1,10 gehalten. Beruhigt sich die Lage, dürften sich höhere Kurse bei 1,14 einstellen. Ähnlich wird sich voraussichtlich auch die Entwicklung an den Aktienmärkten zeigen, für die wir perspektivisch auf eine Erholung setzen. Die globale Wachstumsperspektive reicht für 2022 unserer Einschätzung nach aber nur noch für moderat steigende Unternehmensgewinne aus. Eine Rückkehr zu den vormals erreichten hohen Kursständen steht deshalb auch bei einer Beruhigung des Ukraine-Konflikts in den nächsten Monaten wohl eher nicht bevor.

Prognosen

Wachstum und Inflation % zum Vorjahr	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
	2020	2021	2022P	2023P	2020	2021	2022P	2023P
Welt	-3,1	6,0	3,6	3,2				
Euroraum	-6,5	5,3	3,6	2,3	0,3	2,6	6,3	3,1
Deutschland	-4,9	2,9	3,0	2,5	0,5	3,1	5,4	2,5
Frankreich	-8,0	7,0	3,3	1,8	0,5	2,1	5,3	3,2
Italien	-9,1	6,6	3,2	1,4	-0,1	1,9	6,4	2,9
Spanien	-10,8	5,0	4,8	2,1	-0,3	3,0	6,5	2,9
Großbritannien	-9,4	7,5	3,9	1,5	0,9	2,6	5,8	2,8
Schweiz	-2,5	3,7	2,5	1,5	-0,7	0,6	2,0	1,0
USA	-3,4	5,7	3,3	2,3	1,3	4,7	6,3	2,3
China	2,2	8,1	5,0	4,8	2,5	0,9	2,4	2,5
Japan	-4,5	1,7	2,2	1,4	0,0	-0,2	1,0	0,6

Quelle: Refinitiv Datastream. 2022P/23P: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

Zinsen und Renditen (%)	11.03.2022	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
USA				
Federal Funds Rate (oberer Zielspannwert)	0,25	0,75	1,00	1,75
3-Monats-Libor*	0,83	1,00	1,30	2,00
10-jährige Treasury	2,01	2,20	2,40	2,10
Euroraum				
Hauptrefinanzierungssatz	0,00	0,00	0,00	0,00
Einlagesatz	-0,50	-0,50	-0,50	-0,25
3-Monats-Euribor	-0,50	-0,45	-0,45	-0,35
10-jährige Bundesanleihe	0,27	0,40	0,50	0,40
Großbritannien				
Reposatz	0,50	0,75	1,00	1,50
3-Monats-Libor	1,00	1,20	1,50	1,70
10-jährige Gilt	1,48	1,70	1,80	1,40
Schweiz				
Zielsatz 3-Monats-Libor	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
SARON-Tagesgeldsatz	-0,71	-0,70	-0,70	-0,70
10-jährige Eidgenössische	0,32	0,35	0,45	0,30

Quelle: Refinitiv Datastream. Monate: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

* Zu beachten ist der ICE-Disclaimer im Abschnitt „Wichtige Hinweise“

Aktienmarkt	11.03.2022	31.12.2022
DAX	13.628	15.500

Quelle: Refinitiv Datastream. 31.12.2022: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

Währungen	11.03.2022	+3 Monate	+6 Monate	+12 Monate
EUR-USD	1,10	1,10	1,12	1,15
EUR-GBP	0,84	0,83	0,82	0,82
EUR-CHF	1,02	1,04	1,04	1,07
EUR-JPY	128,64	132,00	134,00	134,00

Quelle: Refinitiv Datastream. Monate: Prognose Hauck Aufhäuser Lampe

Erläuterungen

Abkürzung	Erklärung	Abkürzung	Erklärung
b	Barrel	Fed	Federal Reserve Bank (US-Notenbank)
3M, 6M, 12M	3 Monate, 6 Monate, 12 Monate	GBP	Britisches Pfund
BIP	Bruttoinlandsprodukt	JPY	Japanischer Yen
DAX	Deutscher Aktienindex	NATO	North Atlantic Treaty Organization
DEU, CHN, ESP u. a.	Abkürzungen nach Ländercodenliste DIN ISO 3166	SARON	Swiss Average Rate Overnight
CHF	Schweizer Franken	US-\$	US-Dollar als Volumenangaben
EUR	Euro	USD	US-Dollar als Währung
EZB	Europäische Zentralbank		

Begriff	Erklärung
Basispunkt	Ein Hundertstel eines Prozentpunktes
Bruttoinlandsprodukt	Gesamtwert aller von einer Volkswirtschaft in einem bestimmten Zeitraum erstellten Waren und Dienstleistungen, soweit diese nicht als Vorleistungen für die Produktion anderer Waren und Dienstleistungen verwendet werden
Einlagesatz	Geldpolitisches Instrument. Er bezieht sich auf die von einer Notenbank gezahlte Verzinsung für Guthaben, die von Geschäftsbanken bei ihr angelegt werden
Euribor	Referenzzinssatz für Termingelder am Euro-Geldmarkt, den Geschäftsbanken miteinander vereinbaren. Er bezieht sich auf Laufzeiten bis zu zwölf Monaten
Federal Funds (Target) Rate	Leitzins der US-Notenbank. Hier als oberer Rand des von der US-Notenbank angestrebten Zielkorridors für den Tageszinssatz verstanden, zu dem sich US-Banken untereinander Kredite zur Deckung der Mindestreserveverpflichtungen zur Verfügung stellen
Geldpolitik	Umfasst sämtliche Maßnahmen, die eine Notenbank zur Verwirklichung ihrer Ziele ergreifen kann
Hauptrefinanzierungssatz	Zinssatz, den Geschäftsbanken zahlen, wenn sie sich Geld von der Europäischen Zentralbank leihen. Der Hauptrefinanzierungssatz ist der wichtigste Zinssatz zur Steuerung des geldpolitischen Kurses
Inflation	Allgemeine und anhaltende Steigerung des Preisniveaus bei Gütern und Dienstleistungen
Inflationsrate	Veränderung der Verbraucherpreise, die in der Regel gegenüber dem Vormonat und dem Vorjahr ermittelt wird
Leitzins	Zentrales Element, mit dem eine Notenbank ihre Geldpolitik steuert. Es beinhaltet den Spitzenrefinanzierungssatz, den Hauptrefinanzierungssatz und den Einlagesatz
Libor	London Interbank Offered Rate. Wichtiger Referenzzinssatz im internationalen Interbankengeschäft
Notenbank	Eine Notenbank ist eine eigenständige Institution, die mit der Durchführung der Geldpolitik betraut ist
Preisüberwälzung	Beschreibt den Prozess, durch den höhere Kosten und Preise von Unternehmen an die Kunden weitergegeben werden
Rendite	Ertrag einer Kapitalanlage. Sie wird für ein Jahr für die Restlaufzeit einer z. B. 10-jährigen Anleihe berechnet und in Prozent ausgedrückt
Reposatz	Zinssatz bei einem Finanzierungsgeschäft, der beim Verkauf eines Wertpapiers und gleichzeitigem Rückkauf vereinbart wird
Rezession	Eine der vier Phasen im Konjunkturzyklus einer Volkswirtschaft, in der wichtige Konjunkturindikatoren sich stark zurückbilden und die gesamtwirtschaftliche Wirtschaftsleistung schrumpft
Staatsanleihe/Staatstitel	Schuldverschreibungen des jeweiligen Staates mit unterschiedlichen Laufzeiten. Hierzu zählen u. a. deutsche Bundesanleihen, britische Gilts, US-amerikanische Treasuries und Eurobonds
Verbraucherpreisindex	Messung der durchschnittlichen Preisentwicklung von Waren und Dienstleistungen
Zweitrundeneffekte	Entstehen mit Blick auf die Inflation, wenn die Löhne aufgrund einer höheren Inflationsrate steigen. Falls die Firmen die gestiegenen Lohnkosten über höhere Verkaufspreise weitergeben, wird der Preisauftrieb weiter angefacht

Quelle: Hauck Aufhäuser Lampe

Wichtige Hinweise

Haftungserklärung

Die Angaben in dieser Studie basieren auf öffentlichen Informationsquellen, die der Verfasser bzw. die Verfasser als zuverlässig erachtet / erachten. Weder die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG noch ihre verbundenen Unternehmen noch die gesetzlichen Vertreter, Aufsichtsratsmitglieder und Mitarbeiter dieser Unternehmen übernehmen eine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben, deren Vollständigkeit und Genauigkeit. Alle in dieser Studie geäußerten Meinungen und Bewertungen geben allein die Einschätzung desjenigen Verfassers / derjenigen Verfasser, der / die diese Studie erstellt hat / haben, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder, die nicht notwendigerweise den Meinungen und Bewertungen anderer Geschäftsbereiche der Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG oder ihrer verbundenen Unternehmen entsprechen. Alle Meinungen und Bewertungen können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Sie können auch von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden.

Diese Studie richtet sich ausschließlich an Personen mit Geschäftssitz in der Europäischen Union sowie der Schweiz und Liechtenstein, denen die Bank sie willentlich zur Verfügung gestellt hat. Die Inhalte dienen ausschließlich Informationszwecken und sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten zu verstehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Ihnen wird empfohlen, mit den Stellen ihres Landes, die für die Überwachung von Finanzinstrumenten und von Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, zuständig sind, Kontakt aufzunehmen, um in Erfahrung zu bringen, ob Erwerbsbeschränkungen bezüglich der Finanzinstrumente, auf die sich diese Studie bezieht, für sie bestehen. Diese Studie darf weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in ein Informationssystem übertragen oder auf irgendeine Weise gespeichert werden, und zwar weder elektronisch, mechanisch, per Fotokopie noch auf andere Weise, außer im Falle der vorherigen schriftlichen Genehmigung durch die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG.

ICE Benchmark Administration Limited Disclaimer

ICE Benchmark Administration Limited makes no warranty, express or implied, either as to results to be obtained from the use of ICE Libor and / or the figure at which ICE Libor stands at any particular time on any particular day or otherwise. ICE Benchmark Administration Limited makes no express or implied warranties of merchantability or fitness for a particular purpose in respect of any use of ICE Libor.

Die folgende deutsche Fassung des ICE Benchmark Administration Limited Disclaimers dient nur der Information des Lesers. Im Falle von Abweichungen zwischen der englischen und der deutschen Fassung gilt daher nur die englische Fassung:

ICE Benchmark Administration Limited übernimmt weder ausdrücklich noch konkludent eine Garantie für die durch die Nutzung von ICE Libor erzielten Ergebnisse und/oder den Wert, den ICE Libor zu einem speziellen Zeitpunkt, einem speziellen Tag oder anderweitig aufweist. ICE Benchmark Administration Limited übernimmt hinsichtlich der Nutzung von ICE Libor weder ausdrücklich noch konkludent Garantien für die Marktfähigkeit oder Eignung zu einem speziellen Zweck.

Herausgeber dieser Studie ist die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG, Kaiserstraße 24, 60311 Frankfurt am Main, HRA-Nr. HRB 108617, Amtsgericht Frankfurt.

Verantwortlicher Redakteur und Ansprechpartner ist:

Dr. Alexander Krüger

Hauck Aufhäuser Lampe Economic Research

Schwannstraße 10

40476 Düsseldorf

alexander.krueger@hal-privatbank.com

Telefon +49 211 4952-187

Telefax +49 211 4952-494