



Krieg in der Ukraine

24. Februar 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

Sanktionen werden im Weichspül-
Modus beendet

Energiepreise werden immer mehr
zum Konjunkturproblem

Konjunkturrisiken für den Euroraum
höher als für die USA

Den Meldungen von heute früh zufolge haben russische Angriffe auf die Ukraine begonnen. Auch wegen der in Gang gesetzten Sanktionsspirale sind Konjunktur- und Inflationsrisiken nun deutlich gestiegen, insbesondere für den Euroraum. Für die Geldpolitik verstärkt sich das Dilemma, zwischen Inflationsbekämpfung und Konjunkturunterstützung zu entscheiden. Wir rechnen mit einer volatil bleibenden Nachrichtenlage, die Aktienmärkte belasten dürfte.

Die Hoffnung auf eine baldige diplomatische Lösung im Ukraine-Konflikt ist seit dem vergangenen Dienstag geplatzt: Mit der Anerkennung der Unabhängigkeit der Regionen Donezk und Luhansk in der Ost-Ukraine und russischen Angriffen, die ersten Meldungen von heute früh zufolge nicht nur auf die Ost-Ukraine beschränkt seien, schafft Russland neue Fakten, die auf absehbare Zeit nicht verrückbar sind.

Westliche Staaten hatten für den Fall einer Militärintervention umfangreiche und harte Finanz- und Wirtschaftssanktionen angekündigt.¹ Um das Sanktionsschwert nicht vorschnell abzustumpfen, sind bisher weiche Sanktionen ergriffen worden, die aufgrund des nun gestiegenen Eskalationsgrades allerdings schrittweise verschärft werden dürften. So haben die USA in einer ersten Reaktion bereits Geschäfte und Investitionen in den Separatisten-Regionen verboten, und Deutschland hat den Zertifizierungsprozess von Nord Stream 2 gestoppt. Vielfach sind einzelne russische Personen oder Institutionen noch auf „schwarze Listen“ gesetzt worden. Ein einheitliches Vorgehen der westlichen Länder zeichnet sich bisher nicht ab, auch innerhalb Europas nicht. Auf den Beginn der breiter angelegten Militäroperation erwarten wir weitere Sanktionen der westlichen Staaten, auf die Russland wiederum mit Gegenmaßnahmen reagieren dürfte. Die Sanktionsspirale wird sich also weiterdrehen.

Sanktionen bedeuten neue Belastungen

Für Wirtschaft und Finanzmärkte ändern sich die Rahmenbedingungen derzeit erneut deutlich. Von den drei stark konjunkturbelastenden Faktoren – Corona-Pandemie, Lieferlogistik, Inflationsanstieg – stehen die Signale aktuell nur mit Blick auf die Pandemie auf Entspannung. Verschlechtert haben sich hingegen die Aussichten für die Lieferlogistik, da Teile der neuen chinesischen Seidenstraße (eurasische Kontinentalbrücke) über Russland nach Europa führen. China dürfte zwar auf rasche Warentransfers drängen, neue Verzögerungen sind aber aller Voraussicht nach noch einzukalkulieren. Auch der von hohen Energiepreisen ausgehende Inflationsdruck wird sich wohl noch verschärfen, und das unabhängig davon, ob es tatsächlich zu scharfen Sanktionen gegen russische Öl- und Gasexporte kommt. Diese machen rund 50 % der Gesamtexporte Russlands aus und würden die dortige Wirtschaft hart treffen. Sie erschweren aber auch die westliche Energieversorgung nochmals, da Russland rund 40 % der europäischen Gasimporte (Deutschland ca. 55 %) sichert. So oder so: Aufgrund der zunehmenden Eskalationsschärfe sind wir für die nächsten Monate auf weiter steigende Inflationsraten eingestellt.

Für uns liegt es auf der Hand, dass vom Ukraine-Krieg jetzt noch höhere Produktionskosten für Unternehmen und Kaufkraftverluste für private Haushalte ausgehen werden, als das derzeit schon der Fall ist. Davon betroffen wäre insbesondere

¹ Vgl. hierzu auch unser Economic Research AKTUELL „Bange Blicke zur Ukraine“ vom 27.01.2022.

Deutschland, wo die nach den Corona-Lockerungen von uns erwartete Frühjahrsbelegung nun wohl erheblich stärker belastet wird als bisher erwartet. Bei aktuellem Eskalationsgrad betragen die Abwärtsrisiken für unsere 2022er-BIP-Prognosen von 3,7 % für Deutschland und 4,1 % für den Euroraum daher bereits jetzt schon bis zu 0,5 Prozentpunkte. Für die USA werden die gesamtwirtschaftlichen Belastungen unseres Erachtens besser verkraftbar sein, da die direkten Handelsbeziehungen mit Russland hier weniger bedeutsam sind als für den Euroraum. Gleichwohl dürften auch die US-Finanzmärkte von zeitweise stärkeren Kursausschlägen nicht verschont bleiben.

Ukraine-Konflikt zählt geldpolitische Normalisierungsbestrebungen an

Geldpolitik in der Zwickmühle

Durch den Ukraine-Krieg werden führende Notenbanken voraussichtlich zunehmend in eine Zwickmühle geraten: Leitzinserhöhungen aufgrund deutlich gestiegener Inflationsraten würden die gestiegenen Abwärtsrisiken für die Konjunktur nämlich noch verstärken. Müssen die ins Auge gefassten geldpolitischen Ausstiegspläne deshalb eingemottet werden, zumindest vorübergehend? Diese Frage stellt sich aufgrund des engeren regionalen Ukraine-Bezugs vor allem für die EZB, die ihren geldpolitischen Kurs unseres Erachtens auf der kommenden Ratssitzung am 10. März eigentlich in Richtung weniger Expansion neu ausrichten möchte. Wir gehen davon aus, dass ohnehin nur sehr vorsichtige Ausstiegsschritte unternommen werden, ein Vorgehen, das sich durch die zugespitzte Ukraine-Lage jetzt eher erhärtet. Die Fluchttür zu Wertpapierkäufen dürfte von der EZB zudem offengehalten werden. Hingegen wird die US-Notenbank ihren Normalisierungskurs wohl nur dann stoppen, wenn eine anhaltende Destabilisierung von Konjunktur und Finanzmärkten droht. Solange das nicht der Fall ist, werden wir einen großen Zinsschritt im März weiter auf dem Schirm haben.

Volatile Nachrichtenlage dürfte Finanzmärkte in Atem halten – in beide Richtungen

Aller Erfahrung nach werden erstklassige Staatsanleihen in unruhigen Zeiten als sichere Häfen nachgefragt. Vor allem ist dies bei US-Treasuries und USD der Fall, wenn sich eine Krise im europäischen Umfeld ereignet. Dementsprechend verbuchen Aktienmärkte oftmals Kursrückgänge, wenn die Risiken für den Ausblick auf die Konjunktur und Unternehmensgewinne zunehmen. Nach den anfänglichen, reflexartigen Rücksetzern auf den zugespitzten Konflikt reagierten die Finanzmärkte zunächst vergleichsweise verhalten, wohl auch, weil die Angst vor raschen und harten Sanktionen als gering erachtet wurde. Mit dem Eintritt in die kriegerische Auseinandersetzung heute ist die Verschärfung von Sanktionen unserer Einschätzung nach zwangsläufig. Das dürfte insbesondere die Aktienmärkte vorerst weiter belasten. Der Ausschluss Russlands aus dem internationalen Zahlungsverkehrssystem SWIFT wäre hier eine neue Qualität, die das Risiko stärker einknickender Finanzmärkte noch erhöhen würde.

Vor dem Hintergrund der aktuellen Entwicklungen besteht wenig Hoffnung auf baldige Entspannungssignale. Unsere Makro- und Finanzmarkt-Prognosen stehen daher auf dem Prüfstand.

Erläuterungen

Abkürzung	Erklärung	Abkürzung	Erklärung
BIP	Bruttoinlandsprodukt	SWIFT	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication
EZB	Europäische Zentralbank	USD	US-Dollar als Währung

Begriff	Erklärung
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
Geldpolitik	Sämtliche Maßnahmen einer Notenbank zur Erreichung ihrer Ziele
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
Notenbank	Eigenständige Institution, die mit der Durchführung der Geldpolitik betraut ist. Bei unterschiedlichen staatlichen Abhängigkeitsgraden zielt ihr Wirken meist auf die Höhe eines bestimmten Beschäftigungsgrades und/oder auf die Wahrung einer festgelegten Preisniveaustabilität ab
Staatsanleihe/Staattitel	Schuldverschreibungen des jeweiligen Staates mit unterschiedlichen Laufzeiten. Hierzu zählen u. a. deutsche Bundesanleihen, britische Gilts, US-amerikanische Treasuries und Eurobonds
US-Treasuries	Vom US-Schatzamt begebene Schuldscheine mit unterschiedlichen Fälligkeiten. Allgemeine Bezeichnung auch für US-amerikanische Staatsanleihen
Volatilität	Hier: preisliche Schwankungsbreite von Wertpapier- oder Devisenkursen

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