

Strategy Alert

Bonds



Putins Krieg: Russland greift die Ukraine an

- Sanktionen isolieren Russland
- Finanzmärkte kurzfristig in Turbulenzen

Angriff Russlands mit Luftstreitkräften und mit Bodentruppen

Der schlimmste mögliche Fall ist eingetreten: Die Streitkräfte Russlands haben auf Befehl von Russlands Präsident Wladimir Putin die Ukraine angegriffen, aus Belarus heraus, aus Russland, aus dem Donbass sowie von der Krim aus. Nach Luftangriffen und Artilleriebeschuss sind aktuellen Meldungen zufolge Bodentruppen Russlands in die Ukraine eingedrungen. Der ukrainische Präsident Wolodymyr Selenskyi hat den Kriegszustand ausgerufen.

Die NATO aktiviert ihre Verteidigungspläne für Osteuropa. In Litauen soll der Ausnahmezustand verkündet werden. Mehrere Länder haben ihre Botschaften von Kiew ins nahe der polnischen Grenze gelegene Lwiv verlegt.

Wladimir Putin hat sich mit diesem Krieg endgültig außerhalb der zivilisierten Weltgemeinschaft gestellt. Er droht all jenen, die sich ihm in den Weg stellen, mit dem Einsatz von Atomwaffen. Das Ziel Putins besteht offensichtlich in der Installierung eines ihm genehmen Regimes in Kiew. Seit der Kubakrise 1962 war die globale Sicherheitslage nicht mehr so gefährlich wie heute.

Was die Lage so gefährlich und unberechenbar macht, ist das komplette Fehlen von „checks and balances“ im russischen Staatswesen und ein Präsident, dessen Ziele nur schwer zu verorten sind. Offensichtlich scheint er ökonomischer Rationalität abgeschworen zu haben und imperiale Großmachtträume verwirklichen zu wollen. Dass er damit den wirtschaftlichen Grundlagen des eigenen Landes enorm schadet, spielt in diesem Kalkül keine Rolle.



Im Fokus

Deutschland

Autoren:

Dr. Moritz Kraemer
Chefvolkswirt | Leiter des
Bereichs Research
+49 (0) 711 - 127 - 73 462
moritz.kraemer@LBBW.de

Dr. Thomas Meißner
Abteilungsleiter Makro- und
Strategy-Research
+49 (0) 711 - 127 - 73 574
thomas.meissner@LBBW.de

Dr. Katja Müller
Senior Economist
+49 (0) 711 - 127 - 42 106
katja.mueller@LBBW.de

Dr. Jens-Oliver Niklasch
Senior Economist
+49 (0) 711 - 127 - 76 371
jens-oliver.niklasch@LBBW.de

Dr. Frank Schallenger
Head of Commodity Research
+49 (0) 711 - 127 - 77 436
frank.schallenger@LBBW.de

Elmar Völker
Senior Fixed Income Analyst
+49 (0) 711 - 127 - 76 369
elmar.voelker@LBBW.de

LBBWResearch@LBBW.de

LBBWResearch@LBBW.de

 [LBBW_Research](https://twitter.com/LBBW_Research)

Die Menschen in der Ukraine haben sich 2014 mehrheitlich gegen eine „Marionettenregierung“ von Moskaus Gnaden entschieden, und sie haben seither eine eigenständige politische Kultur entwickelt. All dies steht nunmehr kurz davor, zerstört zu werden. Die westlichen Nachbarstaaten der Ukraine bereiten sich auf die Aufnahme von Flüchtlingen vor.

Erhebliche Sanktionen gegen Russland zu erwarten

Dem russischen Angriff in der vergangenen Nacht war ein über Wochen andauernder Truppenaufmarsch vorangegangen. Die Invasion fand statt nur kurz nach einer Rede Putins, in der dieser die Anerkennung der selbsternannten „Volksrepubliken“ Luhansk und Donezk angekündigt hatte, abtrünnigen Gebieten der Ukraine. Putin spricht dem Nachbarland das Recht auf eine souveräne staatliche Existenz ab.

Russlands Vorgehen ist für die Zeit zurück bis 1941 der erste Angriffskrieg in Europa und stellt einen schweren Bruch des Völkerrechts dar. Die Staaten des Westens haben die Etablierung eines weitreichenden Sanktionsregimes gegenüber Russland angekündigt: eine drastische Verschärfung im Vergleich zu den seit 2014 geltenden Bestimmungen und im Vergleich zu den Anfang der Woche ergriffenen Maßnahmen.

Zu den Sanktionen, eng abgestimmt zwischen den Vereinigten Staaten, der EU und weiteren Staaten wie Australien und Japan, dürfte eine spürbare Unterbrechung vieler Handels- und Finanzbeziehungen Russlands mit der „freien Welt“ gehören. Im Zentrum des sich abzeichnenden Sanktionsregimes gegenüber Russland könnte eine Abkoppelung des Landes vom internationalen Zahlungsverkehr SWIFT stehen. Wie es indes aussieht, haben sich die Staaten des Westens hierauf nicht einigen können. Damit wären alle russischen Banken von internationalen Transaktionen effektiv ausgeschlossen worden. Dies ist die schärfste Waffe, welche die Staaten des Westens in ihrem Arsenal haben. Erst ein einziges Mal, gegen den Iran, wurde diese Waffe eingesetzt, mit schweren wirtschaftlichen Folgen für Teheran.

Wir erwarten, dass andere Sanktionen gewählt werden. Hierzu zählt das Einfrieren vieler Vermögenswerte des russischen Staates sowie russischer Unternehmen und russischer Staatsangehöriger, die als regimestützend eingestuft werden. Exportbürgschaften à la Euler Hermes werden wohl ausgesetzt, ebenso der Handel mit russischen Staatsanleihen an westlichen Börsen.

Zu den Folgewirkungen dieser Sanktionen wird aller Voraussicht nach dann eine Unterbrechung der Gas- und Öllieferungen Russlands in die EU gehören. Westeuropa ist offensichtlich bereit, die Energielieferungen Russlands zur Disposition zu stellen. Zum Pipelineprojekt „Nord Stream 2“ ist die Entscheidung getroffen worden, dass der Antrag für eine Inbetriebnahme auf unbestimmte Zeit nicht weiterverfolgt wird.

Welche weitergehenden Folgen sich aus all dem für die Staaten Westeuropas ergeben werden, ist zum heutigen Zeitpunkt noch nicht in

Angriff Russlands von drei Seiten

Kriegszustand in der Ukraine

Erster Angriffskrieg in Europa seit 1941

Massive Sanktionen des Westens stehen ins Haus

Folgen für Realwirtschaft und Inflation schwer auszuloten

Gänze abzuschätzen. Nach allgemeinen Berichten dürften die Öl- und Gasreserven Westeuropas für den zu Ende gehenden Winter reichen. Fraglich ist, inwieweit die Reserven bis zum nächsten Winter wieder aufgefüllt werden können.

Flüssiggaslieferungen (LNG) aus den arabischen Staaten und aus den USA sind möglich, aber technisch aufwendig, und sie werden mit deutlich höheren Kosten verbunden sein. Für die Realwirtschaft in Westeuropa nehmen die Abwärtsrisiken deutlich zu. Um wieviel, lässt sich zu diesem sehr frühen Zeitpunkt kaum sagen.

Vergleichbares gilt für die Inflation. Die Spot-Notierungen für Rohöl und Gas haben aktuell deutlich angezogen. Die Aufwärtsrisiken für die Inflation sind damit evident. Wir haben erst Anfang dieses Monats unsere Prognosen für die Inflation deutlich angehoben, für Deutschland auf 4,5% im Jahresverlauf, und für die Konjunktur gesenkt, und zwar für Deutschland 2022 auf 3%. Derzeit halten wir diese Prognosen für vereinbar mit den jüngsten geopolitischen Entwicklungen. Ob weitere Anpassungen erforderlich sind, werden die Daten der nächsten Wochen zeigen müssen.

Finanzmärkte in Turbulenzen

An den Finanzmärkten fliehen die Wirtschaftsakteure aus Risikotiteln: „Risk-off“, „Flucht in Qualität“. Gesucht ist die Sicherheit von Staatsanleihen, und der Goldpreis legt zu. Der DAX verliert zwischenzeitlich mehr als fünf Prozent im Vortagesvergleich. An den Devisenmärkten gibt der Euro ab; aufwärts tendieren die vermeintlichen „Sicheren Häfen“ US-Dollar, Japanischer Yen und Schweizer Franken.

„Risk-off“ an den Finanzmärkten

Russland / Westeuropa: Sehr einseitige Abhängigkeit – zulasten Russlands!

Mit dem Angriff Russlands ist unser „Worst Case“-Szenario eingetreten. Die zugehörigen Schockwellen werden sowohl durch die Finanzmärkte als auch durch die Realwirtschaft laufen. Die Versorgungssicherheit mit Energie scheint in Deutschland zwar derzeit noch nicht akut gefährdet, aber angesichts der Lage sind Engpässe hier nicht auszuschließen. Der Befüllungsgrad der vorhandenen Gasspeicher in Deutschland liegt aktuell bei lediglich einem Drittel.

Worst Case ist eingetreten

Russlands Abhängigkeit von der Gewinnung und vom Export fossiler Rohstoffe ist immens. Nach einer Faustformel gehen 20% der Wirtschaftsleistung Russlands, 40% des Staatshaushaltes und 60% der Exporteinnahmen auf das Konto Öl und Gas. Einschließlich der Metalle entfallen grob 70% der Ausfuhren Russlands auf Rohstoffe. Umgekehrt lieferte Russland zuletzt rund 40% aller Gasimporte Westeuropas. Im Falle Deutschlands stammen in etwa 55% aller Gasimporte aus Russland. Dieser Anteil hat sich in den vergangenen zehn Jahren nicht verringert, sondern erhöht. Noch 2012 lag der Vergleichswert bei 40%; nachfolgend kam es zur Annexion der Krim durch Russland.

Russlands Wirtschaft: Rohstoffe

Russland lieferte zuletzt rund 34% aller Rohölimporte Deutschlands. Dieser Wert war über die zurückliegenden zehn Jahre relativ konstant.

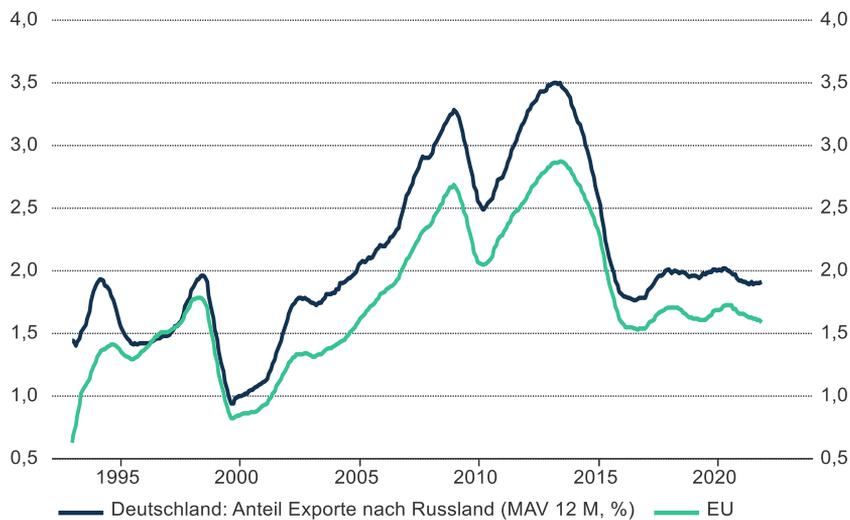
Dynamisch entwickelten sich zuletzt die Rohölimporte Deutschlands aus den Vereinigten Staaten. Noch 2016 wurde gar kein Öl aus den Vereinigten Staaten eingeführt; mittlerweile belegen die Vereinigten Staaten Platz 2 bei den deutschen Ölimporten hinter Russland.

Am aktuellen Rand scheinen die russischen Öl- und Gaslieferungen ohne Stockungen zu laufen. Gazprom meldete heute, dass die Gaslieferungen über die Ukraine nach Europa nicht unterbrochen seien.

Russland und die Ukraine zusammen sind für 29% der globalen Weizenausfuhren verantwortlich. Sie kommen in Summe auf 19 % des globalen Mais-Angebots. Die Aussicht auf ein global versiegendes Angebot an Weizen hat den Preis hierfür am heutigen Tag in die Höhe schießen lassen. Eine Gefahr von Knappheiten existiert für Deutschland nicht. Deutschland ist autark und selbst Nettoexporteur von Weizen. Bei alledem ist mit Preisanstiegen bei Grundnahrungsmitteln zu rechnen.

Deutschlands Exporte nach Russland sind überschaubar. Im Zuge der Krim-Annexion durch Russland hat sich der zugehörige Prozentanteil an allen Exporten Deutschlands in etwa halbiert. Seither tendiert er bei niedrigen 2% seitwärts. Für die Gesamt-EU liegt der Anteil nochmal niedriger, bei etwas über 1,5%.

Exporte nach Russland: Deutschland & EU (in % der Gesamtexporte)



Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Notenbanken, Fiskalpolitik, Geld- und Kapitalmärkte

Aus Sicht der großen Notenbanken beiderseits des Atlantiks stellt das hohe Ausmaß an Unsicherheit über die weitere geopolitische Entwicklung eine zusätzliche Komplikation beim anvisierten Ausstieg aus der ultra-lockeren Geldpolitik dar. Es ist u.E. nicht von der Hand zu weisen, dass die US-Währungshüter, in einem Umfeld stark erhöhter Finanzmarkt-

Westeuropa:
verwundbar
über die
Energieschiene

EU-Exporte
nach Russland:
überschaubar

Wie wird die
Wirtschaftspolitik
reagieren?

turbulenzen, auf ihrer Sitzung Mitte März zögern könnten, die geldpolitische Unterstützung allzu abrupt zu entziehen, um die Wirtschaftsakteure rund um den Globus nicht weiter zu verunsichern.

Bei der EZB steht zwar nicht unmittelbar eine Entscheidung über eine Leitzinsanpassung an. Die Euro-Notenbanker haben sich jedoch in den zurückliegenden Wochen zunehmend warmgelaufen für eine wichtige geldpolitische Weichenstellung auf der Ratssitzung im März. Die jüngsten Konjunkturdaten aus dem Euroraum geben dem EZB-Rat, für sich genommen, zusätzliche Rückendeckung für ein „hawkishes“ Signal.

Die konjunkturellen Aufschwungssignale der vergangenen Zeit werden durch den geopolitischen Schock des Ukraine-Kriegs relativiert. Dem Euroraum drohen angesichts enger Energiebeziehungen mit Russland handfeste wirtschaftliche Risiken, da die bestehenden Sanktionen nun massiv ausgeweitet werden dürften.

Da sich nun zugleich die Inflationsprobleme weiter verschärfen könnten, dürfte es den großen Notenbanken wesentlich schwerer fallen, in einen geldpolitischen Lockerungsmodus zu schalten, als bei (drohenden) konjunkturellen Rückschlägen in der Vergangenheit. Es steht u.E. zu bezweifeln, dass die geopolitischen Risiken für die Konjunktur die Inflations Sorgen leichter Hand als Haupteinflussfaktor auf den geldpolitischen Kurs der EZB – und erst Recht auf jenen der Fed – verdrängen.

Das sich abzeichnende Dilemma für die Währungshüter spiegelt sich in der aktuellen Entwicklung der Rentenmärkte beiderseits des Atlantiks wider: So haben sich die mittelfristigen Leitzinserwartungen am USD-Zinsmarkt per Saldo im Wochenvergleich nur moderat verändert, zumal aus den Reihen der Fed weitere Stimmen zu vernehmen waren, welche die Notwendigkeit eines entschlossenen Handelns gegen die Inflationsrisiken betont haben.

Am EUR-Rentenmarkt gab die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen im Wochenvergleich zwar um rund 10 Bp nach. Dies ging jedoch zu großen Teilen auf Kosten einer erneuten Ausweitung des EUR-Swapsreads.

Aus dem oben skizzierten Dilemma der Notenbanken erwächst für die großen Rentenmärkte beiderseits des Atlantiks ein Spannungsfeld zwischen stark erhöhter Nachfrage nach Sicherheit einerseits und hohen oder wachsenden Inflations Sorgen andererseits. Kurzfristig sprechen dabei die Unsicherheit über die Schwere wirtschaftlicher Verwerfungen sowie latente Befürchtungen bezüglich einer Ausweitung der russischen Aggression über die Ukraine hinaus dafür, dass der Faktor „Sicherer Hafen“ überwiegt. Auf Sicht der kommenden drei bis sechs Monate überwiegen bei unserem jüngst überarbeiteten Zinsprognose-tabelleau nun breitflächig die Abwärtsrisiken.

Die Auswirkungen der jüngsten Ereignisse auf die mittelfristigen Rentenmarktperspektiven liegen wesentlich stärker im Dunkeln. Die bisherigen Erfahrungen mit geopolitischen Krisen legen eher kurzfristig begrenzte Marktwirkungen nahe. So zeigte das Jahr 2014 mit der Annexion der Halbinsel Krim durch Russland und später mit verdeckten russischen Operationen im Osten der Ukraine nur kurzfristige Phasen

**Notenbanken:
Lockerungs-
modus würde
schwerfallen**

**Rentenmärkte:
Zwischen
„Flucht in
Qualität“ und
Inflations Sorgen**

**Mittel- bis
langfristig:
Andere Qualität
als in früheren
Krisen**

einer „Flucht in Qualität“. Ähnliche Entwicklungen waren auch zu beobachten nach der Sezession prorussischer Regionen in Georgien, der Invasion Kuwaits, dem Golfkrieg oder den Terroranschlägen vom 11. September 2001.

Die nunmehr offenen Kriegshandlungen Russlands haben bei alledem eine gänzlich andere Qualität, was einerseits für eine länger anhaltende Marktwirkung spricht. Andererseits könnten die im Vergleich zu 2014 zu erwartenden härteren wirtschaftlichen Belastungen zum Teil durch fiskalpolitische Stützungsmaßnahmen kompensiert werden. In der Summe halten wir mit Blick auf die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen kurzfristig einen Rückfall unter die Nullmarke durchaus für möglich, auf eine mittlere Frist gehen wir von einer Rückkehr in den Renditeaufwärtstrend aus.

An den Devisenmärkten ließen die Nachrichten vom russischen Einmarsch in die Ukraine den russischen Rubel auf neue Rekordtiefstände einbrechen. Der Euro notierte schwächer gegenüber dem US-Dollar; auch verlor er gegenüber den vermeintlichen „Sicheren Häfen“ Japanischer Yen und Schweizer Franken an Boden. Wir bleiben zunächst bei unserer Erwartung einer Aufwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro auf 1,08 EURUSD zum Jahresende 2022. Die Zuflüsse in den Schweizer Franken dürften derweil vorerst hoch bleiben. Daher rechnen wir nun nicht mehr mit einer Abwertung der eidgenössischen Währung zum Euro bis zur Jahresmitte 2022. Wir senken unsere Prognose zum 30. Juni 2022 auf 1,03 EURCHF bzw. zum Jahresende 2022 auf 1,05 EURCHF. Hierzu haben wir eine separate Publikation herausgegeben.

Fazit: Geopolitik in einer neuen Phase

Einer Verurteilung Russlands im Weltsicherheitsrat wegen der Invasion in der Ukraine dürfte China kaum zustimmen. China wird sich kaum den Weg in Richtung der „ultima ratio“ eigene militärische Invasion in Taiwan verbauen wollen.

Dass Russland auf absehbare Zeit mit China eine Allianz gegen den Westen gründen wird, erscheint zwar möglich, aber nur eingeschränkt wahrscheinlich. Russland wäre der „Juniorpartner“ und hat China außer Rohstoffen und Militär nichts anzubieten. Auch konfliktieren die Interessen in Zentralasien. Russland sieht die ehemaligen Sowjetrepubliken dort als legitimes Einflussgebiet; China versucht, diese Staaten durch die eigene „Seidenstraßen-Initiative“ gefügig zu machen.

Für China sind die technologischen Beziehungen zum Westen und die wirtschaftlichen Beziehungen zu Südostasien wichtiger. Grundsätzlich hat sich in den zurückliegenden Monaten die geopolitische Machtbalance verschoben. Wir werden die Folgen in den kommenden Jahren zu spüren bekommen.

**Devisenmarkt:
Franken-
Prognose
geändert**

**Geopolitische
Machtbalance
hat sich
drastisch
verschoben**

Disclaimer

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Empfänger in der EU, Schweiz und in Liechtenstein.

Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen.

Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten. Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

Die in dieser Ausarbeitung abgebildeten oder beschriebenen früheren Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die künftige Wertentwicklung dar.

Die Entgegennahme von Research Dienstleistungen durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen kann aufsichtsrechtlich als Zuwendung qualifiziert werden. In diesen Fällen geht die LBBW davon aus, dass die Zuwendung dazu bestimmt ist, die Qualität der jeweiligen Dienstleistung für den Kunden des Zuwendungsempfängers zu verbessern.

Erstellt am:
24.02.2022 17:29

Redaktion:
Landesbank Baden-Württemberg
Strategy Research
Am Hauptbahnhof 2
70173 Stuttgart

