

Makroökonomischer Kommentar



Die Ukraine Krise

24. Februar 2022, Peter von Elten

Russland hat die Gespräche über eine Lösung des Ukraine Konflikts abrupt verlassen und innerhalb weniger Stunden Fakten geschaffen, deren Tragweite derzeit nicht abzuschätzen sind. Es begann mit der russischen Anerkennung der seit Jahren von russischen Separatisten besetzten Teilgebiete von Donezk und Luhansk im ostukrainischen Donbass als unabhängige «Volksrepubliken». Die beiden Pseudostaaten waren 2014 von prorussischen Separatisten mit Unterstützung aus Russland gegründet, aber international nicht anerkannt worden. Die anschliessende Verlegung russischer Truppen in diese Gebiete und die veranlasste Ausdehnung auf die noch von der Ukraine kontrollierten Gebiete im Donbass waren der Beginn der militärischen Eskalation. In der Nacht zum 24. Februar erfolgte der russische Angriff auf die Ukraine über mehrere Flanken. Als Rechtfertigung für sein Vorgehen beschuldigte Putin die Ukraine des Völkermords im Donbass-Gebiet und sprach von einem präventiven Vorgehen gegen einen geplanten militärischen Angriff der Ukraine auf Russland. In seiner Brandrede zur oben genannten Entscheidung, die man bereits als Kriegserklärung an die Ukraine interpretieren konnte, bezeichnete er die Entstehung einer unabhängigen Ukraine als ein Betrug an Russland und sprach dem Land jegliche Eigenstaatlichkeit ab. Die Rede liess kaum einen Zweifel aufkommen, dass Russland sich im Recht sieht, die Kontrolle über die gesamte Ukraine zurückzugewinnen.

Das westliche Bündnis verhängte nach der oben erwähnten Anerkennung umgehend **Sanktionen** gegen Russland, die angesichts der inzwischen erfolgten militärischen Eskalation weiter verschärft werden sollen. Es gilt jedoch auch nach der Invasion als sicher, dass die Nato keinen militärischen Gegenschlag einleiten wird. Die bisherige Parteinahme für die Ukraine ist in Teilen der amerikanischen Bevölkerung und besonders in Kreisen der Republikaner nicht unumstritten. Die Trump Regierung hatte die Nato bereits offen in Frage gestellt. Die Amerikaner sehen für sich die grösste Herausforderung im aufstrebenden China und im asiatischen Raum. Die Geschlossenheit, die der Westen in der Ukraine Krise bisher gezeigt hat, könnte brüchiger werden. Auf mittlere Sicht muss Europa daher ein eigenes Abschreckungspotential aufbauen, das in dem vielstimmigen Chor der europäischen Staaten eine kolossale logistische und finanzielle Aufgabe darstellen dürfte.

Russland hat in den vergangenen Jahren auch als Reaktion auf die Sanktionen, die nach der Annexion der Krim verhängt wurden, seine wirtschaftliche Selbstversorgung, gerade auch im Agrarsektor, deutlich verbessert. Eine niedrige Staatsverschuldung und der Aufbau von erheblichen finanziellen Reserven werden es dem Land ermöglichen, die hohen Kosten der Invasion zu tragen,

auch wenn die verschärften Sanktionen den russischen Finanzbereich erheblich einschränken werden. Die Ankündigung Putins, nach der Zerschlagung der militärischen Infrastruktur die Ukraine nicht dauerhaft besetzen zu wollen, dürfte an einen Waffenstillstand gebunden werden, der eine Russland - freundliche Regierung in Kiew ermöglicht.

Solange der Umfang der Militäraktion nicht abzuschätzen ist, bleiben auch die **wirtschaftlichen Auswirkungen** auf Europa und seine Bündnispartner schwer einzuschätzen. Der Effekt auf die Realwirtschaft dürfte jedoch überschaubar bleiben, weil die Handelsaktivitäten mit Russland ausserhalb des Energiebereichs nicht allzu bedeutend sind. Das westliche Bündnis wird allerdings viele Milliarden für die wirtschaftliche Stabilisierung der Ukraine einplanen müssen. Die verabschiedeten und noch geplanten Sanktionen gegen Russland werden aber auch Europa und insbesondere Deutschland in der Energieversorgung treffen, sei es über den Preis oder über Liefermengen. Steigende Energiekosten dürften die Inflation länger auf hohem Niveau halten und das Wirtschaftswachstum verlangsamen. Eine gute Beschäftigungslage, hohe Auftragsbestände und ein erheblicher Nachholbedarf der Konsumenten nach dem Abklingen der Pandemie sollten die europäische Wirtschaft hingegen stützen.

Die Inflation, die Wende in der Geldpolitik und der Anstieg der Staatsverschuldung

Die russische Invasion hat kurzfristig zu Einbrüchen in den Aktienmärkten von bis zu 50% in Russland und bis zu 5% in Europa geführt. Mittelfristig dürften aber die erhöhten Inflationsgefahren und die Wende in der Geldpolitik die vorherrschenden Belastungsfaktoren für die Märkte bleiben. Längerfristig wird der scharfe Anstieg der Staatsverschuldung als Folge der Pandemiebekämpfung stärker in den Fokus rücken.

Nach Abklingen der Pandemie wird es darum gehen, die schwerwiegendsten «Nebenwirkungen» dieser Krisenpolitik - die staatliche Schuldenexplosion und die Inflation - zu korrigieren. Eine Inflation von über 5% in der Eurozone, um 7% oder höher in Grossbritannien und in den USA zwingen die Zentralbanken zum Handeln. Der IWF hat vor kurzem die Entwicklung der Staatsschulden führender Länder vor Beginn der Finanz- und Wirtschaftskrise von 2007 bis heute verglichen. Im Euroraum sind die Staatsschulden in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) um ca. 30% gestiegen, in den USA und Grossbritannien um jeweils fast 70%. Das absolute Schuldenwachstum war jedoch wesentlich höher, da das BIP als Referenzgrösse angestiegen ist. In die Betrachtung der Schuldenentwicklung muss auch die Niedrigzinsentwicklung hineinfliesen, die es vielen Staaten

ermöglicht hat, trotz massiv gestiegener Verschuldung weniger für den Schuldendienst aufwenden zu müssen. Diese Zeiten dürften jetzt vorbei sein. Die überraschend hohe und länger anhaltende Inflation erzwingt jetzt einen Kurswechsel, der einer Zeitenwende gleichkommt. Die Zentralbanken werden zu einer restriktiveren Geldpolitik gezwungen, um die Inflationserwartungen zu dämpfen. Die exzessive Liquiditätszufuhr wird zunächst zurückgefahren werden. Im Unterschied zu früheren Inflationszyklen werden die Zinsen in Relation zur Inflation jedoch nur moderat angehoben werden, um die hoch verschuldeten Staaten nicht in die Enge zu treiben und um Blasenbildungen bei Sachwerten nicht zum Platzen zu bringen. Als Konsequenz dieser veränderten Geldpolitik werden wir noch länger mit negativen Realzinsen leben müssen und eine weiterhin schleichende Entwertung der Geldwerte hinnehmen müssen. Diese Konstellation spricht trotz einer zu erwartenden Abkühlung der Weltwirtschaft, auf die wir uns in diesem und vor allen Dingen im kommenden Jahr einstellen müssen, weiterhin für Investitionen in Sachwerte, auch wenn zwischenzeitliche Korrekturen bei Aktien und Immobilien in Zeiten grosser Verunsicherung zu erwarten sind.

Peter von Elten



Peter von Elten

Belvoir Capital AG, Makroberater

Herr von Elten verfügt über jahrzehntelange Erfahrung in der Bankenbranche. Seit 2008 ist er Mitglied des Beirats der BSZ AG, die 2014 die IFP AG übernommen hat und damit zur Belvoir Capital AG wurde. Bei JP Morgan machte er fast 30 Jahre lang eine internationale Karriere. Von 1995 bis 2003 kehrte er dann als General Manager der Schroder & Co Bank AG in die Schweiz zurück. Darüber hinaus ist die Leidenschaft von Herrn von Elten die Kunst; er ist Mitbegründer der Galerie Elten & Elten.

Beim vorliegenden Dokument handelt es sich um Marketing-/Werbematerial. Diese Präsentation wurde von der BELVOIR CAPITAL AG verfasst und ist ausschliesslich für den Empfänger bestimmt. Sie ist vertraulich zu behandeln und darf ohne schriftliche Einwilligung weder ganz noch teilweise publiziert, reproduziert oder vervielfältigt werden.

Diese Publikation dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offertenstellung und/oder zum Kauf oder Verkauf von Anlageprodukten dar. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus zuverlässigen Quellen. Dennoch lehnt die BELVOIR CAPITAL AG jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab. Alle Informationen und Meinungen können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern.

KONTAKT

BELVOIR CAPITAL AG
Beethovenstrasse 9
CH-8002 Zürich
+41 (0) 44 206 30 40
info@belvoircapital.com

