

## Putinomics: Balancieren über dem Abgrund

8. April 2014

Ludovic Subran (Chief Economist)

✉ [ludovic.subran@eulerhermes.com](mailto:ludovic.subran@eulerhermes.com)

Manfred Stamer (Senior Economist)

✉ [manfred.stamer@eulerhermes.com](mailto:manfred.stamer@eulerhermes.com)

Ana Boata (Economist)

✉ [ana.boata@eulerhermes.com](mailto:ana.boata@eulerhermes.com)

Clémentine Cazalets (Junior Economist)

✉ [clementine.cazalets@eulerhermes.com](mailto:clementine.cazalets@eulerhermes.com)

### Zusammenfassung:

- **Kernszenaria:** Euler Hermes hat seine BIP-Wachstumsprognosen 2014 für Russland infolge der andauernden politischen Krise und deren wirtschaftlichen Auswirkungen (massive Kapitalabflüsse, eine starke Abwertung der Währung und eine Straffung der Geldpolitik durch die Notenbank) auf 0,7% nach unten korrigiert (von ursprünglich 2,6%).
- Potenzielle internationale Effekte werden u. a. die Handelsflüsse, die Investitionsflüsse, die Energiepreise, das Zahlungsverhalten der Unternehmen und die Forderungen der Banken betreffen. Bzgl. der gefährdeten Industriebranchen (Automotive, Maschinenbau, pharmazeutische Produkte und Telekommunikationsausrüstungen) sollten die wesentlichen Importe nach Russland Bestand haben.
- Das Risiko extremer Entwicklungen: Wir haben ein *Eskalations-szenario* entwickelt (Wahrscheinlichkeit derzeit ca. 20%), das die wirtschaftlichen Auswirkungen weiterer Annexionen durch Russland und die sich daraus ergebenden Sanktionen berücksichtigt. Eine tiefe Rezession (-2.5%) für Russland sowie ein Nullwachstum für die Eurozone (-0.9 Prozentpunkte infolge des Rückgangs im Handel und in den Investitionsflüssen sowie durch steigende Energiepreise) wären die direkten Folgen.

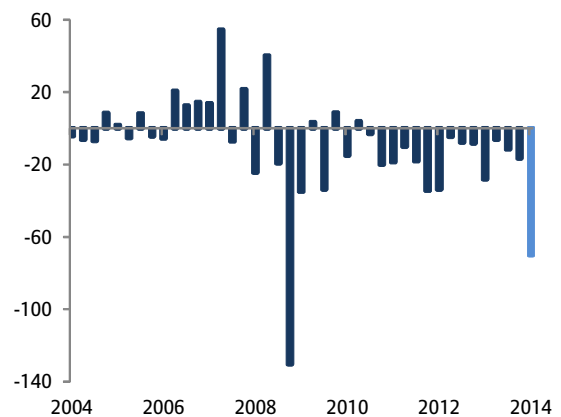
### Die Ukraine: ein Lackmustest für Russland?

Die politische Krise in der Ukraine, die schließlich zum Sturz der Regierung und zur Absetzung des Präsidenten Janukovich am 22. Februar 2014 führte, hat sich zu einem ernsthaften Konflikt mit Russland ausgewachsen. Russland weigert sich, den erzwungenen Regierungswechsel in Kiew zu akzeptieren. In der Zwischenzeit haben die russischstämmigen Bewohner der Krim, die etwa 60% der Bevölkerung der Halbinsel ausmachen, in großer Zahl an Demonstrationen gegen die Übergangsregierung in Kiew teilgenommen. Nachdem das Referendum ein klares Votum der Krimbevölkerung für einen Anschluss an Russland ergab, erfolgte die de facto Annexion der autonomen Region in der ersten Märzhälfte.

Die russische Wirtschaft war schon vor der Krise in der Ukraine ins Straucheln geraten. Das reale BIP wuchs 2013 um gerade einmal 1,3%. Die Abwertung des RUB gegenüber dem Währungskorb aus EUR und USD betrug 10%. Die Inflation stand Ende 2013 bei 6,5% und überschritt bereits damit den Zielkorridor (5,5%) der Währungshüter. Der Leistungsbilanzüberschuss verringerte sich auf 1,5% des BIP, nachdem er sich kontinuierlich vom Höchststand von 10,8% im Jahre 2005 abwärts bewegte. Der Haushalt rutschte 2013 in den defizitären Bereich und lag bei 0,7% des BIP, obwohl die öffentliche Verschuldung bei 14% des BIP relativ niedrig blieb.

Infolge des politischen Konflikts mit der Ukraine hat sich der Gegenwind für die russische Wirtschaft verschärft. Das Vertrauen der Investoren ist stark zurückgegangen, wie aus den Nettokapitalabflüssen von geschätzt USD 70 Mrd. in Q1 2014 abzulesen ist. Im Vergleich: Die Kapitalflucht betrug im gesamten Jahr 2013 USD 63 Mrd. und in 2012 USD 55 Mrd.). Die Finanzmärkte sind abgestürzt. In diesem Jahr fiel der Börsenindex RTS für die Moskauer Börse um ca. 20%, während

Abb. 1: Nettokapitalzuflüsse/-abflüsse russischer Privatunternehmen (USD Mrd.)



Quellen: Zentralbank Russlands, Euler Hermes

der RUB um ca. 10% gegenüber dem Währungskorb aus EUR und USD verlor. Massive Interventionen seitens der Zentralbank auf den Devisenmärkten sowie eine Erhöhung des Leitzinses auf 7% Anfang März haben einen noch heftigeren Kursverlust des RUB verhindert. Die USA und die EU, die die Entwicklung als illegale Annexion der Krim durch Russland verurteilen, haben bislang relativ weiche Sanktionen verhängt, darunter Einreiseverbote und Vermögenseinfrierungen gegen einige russische Politiker und Regierungsbeamte sowie einige Akteure auf der Krim, die Einstellung einiger Waffenexporte der EU an Russland, sowie US-Sanktionen gegen die Rossiya Bank. Zwar werden diese weitgehend kosmetischen Sanktionen keine direkten negativen Auswirkungen auf die Wirtschaft haben, sie lassen aber eine Verschärfung der Sanktionen befürchten, was das Vertrauen der Investoren zusätzlich belasten wird.

### Das Wachstum 2014 wird halbiert

In unserem *Basisszenario* haben wir unterstellt, dass der Konflikt zwischen Russland und der Ukraine wie auch mit dem Westen nicht weiter eskaliert, so dass die Akteure in Q2 zum Dialog zurückkehren. Trotz der extremen Rhetorik aller Beteiligten in den letzten Wochen erscheint dieses Szenario immer noch das wahrscheinlichste zu sein. Sowohl der Westen als auch Russland und die Ukraine haben grundsätzlich ein Interesse an einer Deeskalation der Lage und an einer friedlichen Kompromisslösung, nicht zuletzt wegen der großen gegenseitigen wirtschaftlichen Abhängigkeiten.

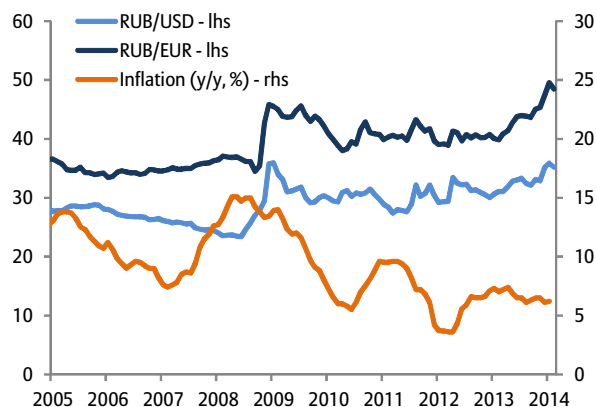
Die Konjunktur wird verhältnismäßig schnell nachlassen. Zu erwarten ist ein reales BIP-Wachstum von 0,7% in 2014 (nach unten korrigiert von 2.6% im Szenario per Anfang Februar 2014 vor Ausbruch der Krise). Danach würden sich die Kapitalabflüsse verlangsamen und bis Ende 2014 USD 120 Mrd. erreichen. Dies würde eine weitere Abwertung des RUB zur Folge haben (-15% im Laufe des Jahres 2014), was die Inflation auf 7,5% am Jahresende steigen ließe. Zudem würde das zu einem Rückgang der Konsumausgaben führen, während das Gesamtwachstum der Investitionen im negativen Bereich verharrt (s. Tabelle 1). Es ist unwahrscheinlich, dass die RUB-Abwertung den Exporten zu Gute kommt, da es Kapazitätsengpässe in der russischen Ölindustrie gibt und etwa 70% des Gesamtexports auf Mineralprodukte entfallen. Der Leistungsbilanzüberschuss wird angesichts der sich verschlechternden Handelsbilanz auf 0,7% des BIP fallen. Die Devisenreserven würden voraussichtlich auf ca. USD 400 Mrd. zum Jahresende 2014 zurückgehen, reichen dann aber immer noch aus, um die Importe für 10 Monate (nach 12 Monaten 2013) abzudecken. Die Regierung wird wahrscheinlich mit konjunkturstimulierenden Maßnahmen dagegenhalten, so dass die öffentlichen Ausgaben voraussichtlich um 1,5% (-0,1% 2013) stiegen, während das Haushaltsdefizit auf 1% des BIP 2014 stiege (0,7% 2013).

2015 erwartet Euler Hermes ein Wachstum von 2% in Russland gemäß unserem *Basisszenario*, was die, wenn es zu einer Deeskalation kommt, nur kurzfristigen Auswirkungen auf die Wirtschaft bestätigt.

### Was wäre wenn....

Sollte Russland in irgendeiner Weise in der östlichen und südöstlichen Ukraine und in weiteren Gebieten intervenieren, prognostizieren wir, dass der Westen weitreichende Wirtschaftssanktionen gegen Russland verhängen wird. Dazu gehören ein Waffenembargo, Import- und Exportrestriktionen bei ausgewählten Produkten und Beschränkungen des Kapitalverkehrs nach Russland. Gegenmaßnahmen Russlands sind durchaus möglich. Dieses, wenn auch geringe Risiko extremer Entwicklungen, sollte der Konflikt eskalieren, ist nicht unwesentlich, solange die prorussischen östlichen Regionen der Ukraine weiterhin von heftigen Protesten gegen die Regierung in Kiew erschüttert werden.

Abb. 2 : RUB Wechselkurs und Inflation in Russland



Quellen: Bloomberg, Euler Hermes

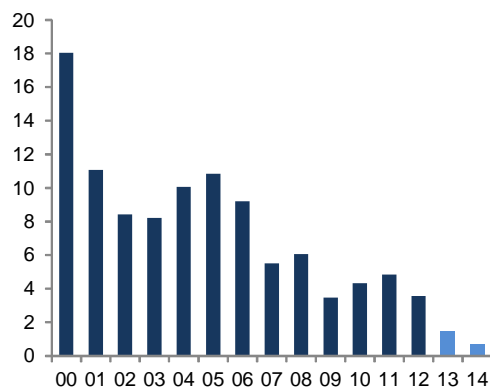
Tabelle 1: Auswirkungen der Krise auf die russische Wirtschaft  
Basisszenario vs Eskalationsszenario

		Pre- conflict scenario	Baseline scenario	Escalation scenario
<b>Russia</b>		2013	2014	2014
<b>GDP</b>	100%	1.3	2.6	0.7
<b>Consumer Spending</b>	52%	4.7	4.2	3.0
<b>Public Spending</b>	17%	-0.1	0.0	1.5
<b>Investment</b>	21%	-0.3	2.8	-1.0
<b>Stocks</b>	* 3%	-0.9	0.3	0.0
<b>Exports</b>	29%	3.8	4.5	0.5
<b>Imports</b>	22%	5.9	8.0	5.0
<b>Net exports</b>	* 7%	-0.2	-0.4	-0.9
<b>Current account (% of GDP)</b>		1.5	2.0	0.7
<b>Net capital outflows (USD bn)</b>		63	70	120
<b>RUB vs USD+EUR basket (eop)</b>		38.5	40.4	44.2
<b>FX reserves (USD bn)</b>		463	450	400
<b>Import cover (months)</b>		11.7	10.8	10.2
<b>Unemployment rate (%)</b>		5.4	5.2	5.4
<b>Inflation (% eop)</b>		6.5	6.2	7.5
<b>General government balance (% of GDP)</b>		-0.7	-0.3	-1.0

Change over the period, unless otherwise indicated. \* contribution to GDP growth

Quellen: IHS Global Insight, Euler Hermes

Abb. 3 : Russische Leistungsbilanz(% des BIP)



Quellen: IHS Global Insight, Euler Hermes

In diesem Szenario (Wahrscheinlichkeit: 20%) wären die potenziellen Auswirkungen auf die russische Wirtschaft verheerend. Eine Rezession bereits in 2014 wäre unausweichlich und das reale BIP würde voraussichtlich um 2,5% sinken. Die wesentlich stärkere Abwertung des RUB um mindestens 30% würde die Inflation auf 12% steigen lassen und das Wachstum des Privatkonsums würde um 5% zurückgehen. Die Staatsausgaben würden auf 3% hochschnellen und das Haushaltsdefizit könnte 2014 auf 3,5% des BIP steigen. Der starke Einbruch im russischen Handel mit Westeuropa würde zu einem starken Rückgang sowohl der Exporte (-20%) als auch der Importe (-15%) führen, wobei die Nettohandelsbilanz einen negativen Beitrag von -2.5 Prozentpunkten zum Wachstum 2014 erbringen würde. Global gesehen wären die am härtesten getroffenen Branchen Autos und Motorräder, Maschinen, pharmazeutische Produkte und Telekommunikationsausrüstungen, die am häufigsten nach Russland importierten Produkte. Ein geringer Handelsbilanzüberschuss von ca. 0,6% des BIP würde verbleiben. Die Nettokapitalabflüsse würden auf geschätzte USD 200 Mrd. bis Ende 2014 drastisch ansteigen. Das würde zu einem Rückgang der Devisenreserven auf ca. USD 300 Mrd. zum Jahresende 2014 führen, eine Summe die dann immer noch die (dann erheblich geringeren) Importe für 10 Monate abdecken würde.

### Internationale Auswirkungen: unsere Beobachtungsliste

Zu den Durchreicheffekten der russischen Krise gehören: Handelsflüsse, Investitionsflüsse, Energiepreise, das Zahlungsverhalten der Unternehmen und die Forderungen der Banken.

Im *Basisszenario* würden die Gesamtauswirkungen auf die europäischen Länder begrenzt bleiben, obwohl die Verlangsamung der Importnachfrage aus Russland am meisten in Deutschland, Belgien, den Niederlanden, Österreich und Osteuropa spürbar wäre (s. Tabelle 2). Weitere Folgen wären nur gering, da die Energiepreise im Wesentlichen stabil blieben und die Investitionsflüsse sich belastbar zeigen würden. Zwar gäbe es ein leicht erhöhtes Nichtzahlungsrisiko wegen der starken Abwertung des RUB und der Verlangsamung der Binnennachfrage, doch die westeuropäischen Banken würden ihre Aktivitäten in Russland wohl weiterführen können.

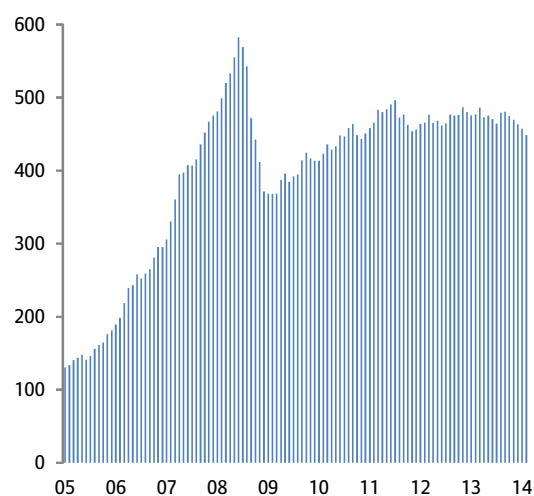
Im *Eskalationsszenario* dagegen wären die Auswirkungen beträchtlich, da die verhängten Sanktionen erhebliche Folgen hätten:

### Handelsflüsse: ein Schrumpfen der Exporte nach Russland

Euler Hermes schätzt, dass der Handel mit Europa einen starken Rückgang um 50% als Folge der wirtschaftlichen Sanktionen erleiden würde. Osteuropa und hier insbesondere die Tschechische Republik, Ungarn, Polen und Bulgarien wäre von dem tiefen Einbruch der Exporte nach Russland am stärksten betroffen.

In der Eurozone wäre ein Rückgang des BIP-Wachstums um 0,4 Prozentpunkte zu erwarten, wobei die am meisten betroffenen Länder Deutschland, Belgien, die Niederlande und Österreich wären, da diese einen hohen Exportanteil in ihrem Gesamt-BIP verzeichnen (s. Tabelle 3). Berücksichtigt man die neuesten Erklärungen der Staatschefs der G7 hinsichtlich der Möglichkeit weiterer Sanktionen gegen Russland bei einer Eskalation der Lage in der Ukraine, würden auch Frankreich und Italien zu der Gruppe der am stärksten betroffenen Länder gehören. Und tatsächlich würde der Schwerpunkt der Sanktionen auf die strategischen Sektoren wie Waffen, Energie und Finanzprodukten entfallen. Der bilaterale Handel hier hat ein beträchtliches Volumen.

Abb.t 4 : Russische internationale Devisenreserven (ohne Gold) (USD Mrd.)



Quellen: IHS Global Insight, SDSS, Euler Hermes

Tabelle 2: Jährliche Auswirkungen auf BIP-Wachstum nach Ländern durch Handels- und Investitionsflüsse

	Impact on GDP growth (pps)			
	Exports to Russia		Investment flows from Russia	
	Baseline scenario	Escalation scenario	Baseline scenario	Escalation scenario
Germany	-0.1	-0.6	0.0	0.0
France	0.0	-0.2	0.0	0.0
Italy	0.0	-0.3	0.0	0.0
Spain	0.0	-0.1	0.0	0.0
Belgium	-0.1	-0.6	0.0	0.0
Netherlands	-0.1	-0.6	-0.1	-0.3
Portugal	0.0	-0.1	0.0	0.0
Austria	-0.1	-0.6	0.0	-0.2
<b>Total Eurozone</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.4</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.1</b>
Czech Republic	-0.1	-1.5	0.0	-0.1
Hungary	-0.1	-1.4	0.0	0.1
Poland	-0.1	-0.9	0.0	-0.1
Bulgaria	-0.1	-0.7	0.0	0.0
Romania	-0.1	-0.5	0.0	0.0
Denmark	0.0	-0.3	0.0	0.0
United Kingdom	0.0	-0.1	0.0	0.0

Quellen: IMF, Euler Hermes

### Investitionsflüsse: geringe Wirkung

Die Auswirkungen auf die DIA würde relativ gering bleiben angesichts der Tatsache, dass die Direktinvestitionen aus Russland lediglich 0,2% des BIP der Eurozone ausmachen (s. Tabelle 2). Eine Ausnahme bilden die Niederlande, die DIA in Höhe von 1,6% des BIP verzeichnen (allerdings größtenteils aus steuerlichen Gründen). Die Auswirkungen würden also voraussichtlich sehr gering bleiben, da es keinen Anreiz für russische Unternehmen gibt, Investitionen aus den Niederlanden zurückzuziehen.

### Steigende Energiepreise

Während im *Basisszenario* die Ölpreise insgesamt stabil bleiben, würden sie im *Eskalationsszenario* voraussichtlich doch auf USD 130 pro Barrel klettern. Das würde einen Rückgang des BIP-Wachstums für die Eurozone als Ganzes um 0,4 Prozentpunkte auslösen.

Eine Unterbrechung der russischen Gaslieferungen wäre für die Mitglieder der Eurozone zu verkraften. Dazu kommt, dass Präsident Obama alle Beschränkungen für den Energieexport aus den USA in die EU aufgehoben hat. Der Gesamtbedarf an Gas könnte so wahrscheinlich aber nicht abgedeckt werden, da die Infrastruktur für den Energietransport noch nicht in ausreichendem Maße vorhanden ist. Zudem würde eine Umstellung erhebliche Kosten für die notwendige Gasverflüssigung verursachen.

### Die Zahlungsmoral der Unternehmen würde sich deutlich verschlechtern

Im *Eskalationsszenario* wäre eine erhebliche Zunahme der Forderungsausfälle zu verzeichnen, da russische Unternehmen große Probleme hätten, ihre Geschäfte zu finanzieren und Forderungen zu begleichen. Deutschland, Italien, die Niederlande und Frankreich wären hier am stärksten infolge der starken Handelsflüsse mit Russland betroffen (insbesondere Maschinenbau, elektrische Geräte, pharmazeutischer Produkte, Flugzeugbau (s. Tabelle 3)). Unter der Annahme, dass die Rechnungen der letzten 3 Monate nicht beglichen werden könnten, lägen die Forderungsausfälle für diese sechs Länder bei ca. EUR 18 Mrd..

### Westliche Banken könnten mit Kapallücken konfrontiert werden

Die Länder der Eurozone mit den größten Risiken auf dem finanziellen Sektor sind Österreich, die Niederlande, Frankreich und Italien (s. Abb. 5).

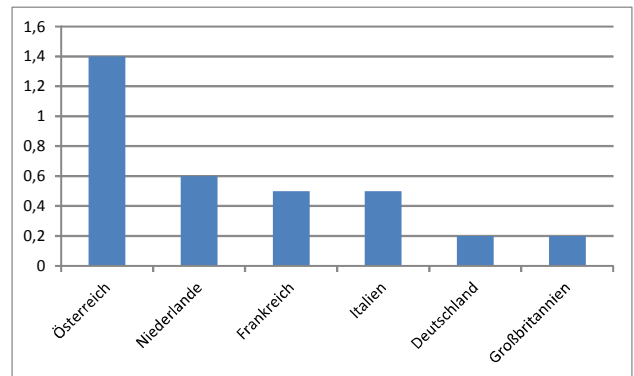
In letzter Zeit haben einige russische Unternehmen damit begonnen, aus Sorge wegen weiterer Sanktionen ihr Geld aus den westeuropäischen Banken in Russland zurückzuziehen. Im *Eskalationsszenario* würde sich diese Entwicklung verstärken und die Mutterbank unter erheblichen Druck setzen, zumal das Einfrieren ausländischen Vermögens in Russland in diesem Szenario durchaus denkbar ist.

**Tabelle 3: Geschätzter Anstieg der Forderungsausfälle für Länder der Eurozone im Eskalationsszenario**

	Expected non-payments (EURbn)	Sector likely to be the most impacted
Germany	8.7	Machinery, nuclear reactors, boilers, etc Vehicles other than railway, tramway Electrical, electronic equipment Pharmaceutical products
Italy	2.6	Machinery, nuclear reactors, boilers, etc Furniture, lighting, signs, prefabricated buildings Articles of apparel, accessories, not knit or crocheted Footwear, gaiters and the like, parts thereof
Netherlands	1.9	Machinery, nuclear reactors, boilers, etc Electrical, electronic equipment Vehicles other than railway, tramway Optical, photo, technical, medical, etc apparatus
France	1.9	Machinery, nuclear reactors, boilers, etc Aircraft, spacecraft, and parts thereof Pharmaceutical products Electrical, electronic equipment
Belgium	1.2	Pharmaceutical products Machinery, nuclear reactors, boilers, etc Vehicles other than railway, tramway Plastics and articles thereof
Austria	1.4	Machinery, nuclear reactors, boilers, etc Pharmaceutical products Articles of iron or steel Railway, tramway locomotives, rolling stock, equipment

Quellen: International Trade Center, Euler Hermes

**Abb. 5: Bankkredite an russische Unternehmen (% der Gesamtbilanzsumme der Banktotal bank assets)**



Quellen: BIS, Euler Hermes

#### DISCLAIMER

Die Einschätzungen stehen wie immer unter den nachfolgend angegebenen Vorbehalten.

Vorbehalt bei Zukunftsaussagen: So weit wir hierin Prognosen oder Erwartungen äußern oder unsere Aussagen die Zukunft betreffen, können diese Aussagen mit bekannten und unbekanntem Risiken und Ungewissheiten verbunden sein. Die tatsächlichen Ergebnisse und Entwicklungen können daher wesentlich von den geäußerten Erwartungen und Annahmen abweichen. Neben weiteren hier nicht aufgeführten Gründen ergeben sich eventuell Abweichungen aus Veränderungen der allgemeinen wirtschaftlichen Lage und der Wettbewerbssituation, vor allem in Allianz Kerngeschäftsfeldern und -märkten, aus Akquisitionen sowie der anschließenden Integration von Unternehmen und aus Restrukturierungsmaßnahmen. Abweichungen resultieren ferner aus dem Ausmaß oder der Häufigkeit von Versicherungsfällen, Stornoraten, Sterblichkeits- und Krankheitsraten beziehungsweise -tendenzen, und insbesondere im Bankbereich aus dem Ausfall von Kreditnehmern. Auch die Entwicklungen der Finanzmärkte und der Wechselkurse, sowie nationale und internationale Gesetzesänderungen, insbesondere hinsichtlich steuerlicher Regelungen, können einen Einfluss ausüben. Terroranschläge und deren Folgen können die Wahrscheinlichkeit und das Ausmaß von Abweichungen erhöhen. Die Gesellschaft übernimmt keine Verpflichtung, die hierin enthaltenen Aussagen zu aktualisieren.

© Copyright 2014 Euler Hermes. Alle Rechte vorbehalten..

Euler Hermes  
Economic Research online  
<http://www.eulerhermes.de/economic-research>

Kontakt Euler Hermes Economic  
Research Team  
✉ [research@eulerhermes.com](mailto:research@eulerhermes.com)

Publication Director  
Ludovic Subran, Chief Economist  
✉ [ludovic.subran@eulerhermes.com](mailto:ludovic.subran@eulerhermes.com)