

# Wirtschaftliche Auswirkungen des Ukrainekriegs

Market Insights | 25. März 2022

Claude Zehnder, Head Economic Research | Martin Weder, Senior Economist Europe | Christian Brändli, Senior Economist North America | Marina Zech, Senior Economist Emerging Markets

- Die Auswirkungen auf die Inflation werden grösser sein als jene auf das Wachstum
- Die Eurozone ist vom Ukrainekrieg stärker betroffen als andere Regionen
- Die Notenbanken erachten den Kampf gegen die Inflation als ihre vordringlichste Aufgabe

## Tieferes Wachstum, höhere Inflation

Claude Zehnder, Head Economic Research

Die brutale Invasion Russlands in der Ukraine verursacht unvorstellbares menschliches Leid. Gemäss Schätzungen der Vereinten Nationen sind rund ein Viertel der ukrainischen Bevölkerung auf der Flucht, und täglich werden es mehr. Der Krieg in der Ukraine stellt in den Worten des deutschen Bundeskanzlers eine Zeitenwende dar. Die politischen Auswirkungen dieses noch vor Kurzem undenkbar angriffskrieges mitten in Europa dürften die Weltgemeinschaft über Jahre hinaus beschäftigen und grosse strukturelle Veränderungen anstossen – politischer, ökonomischer und gesellschaftlicher Art. In diesem «Market Insights» wollen wir uns allerdings lediglich auf die wirtschaftlichen Auswirkungen des Krieges in den nächsten 12 Monaten konzentrieren, was anspruchsvoll genug und mit grosser Unsicherheit behaftet ist. Anhand der im

«Market Insights» vom 17. März 2022 beschriebenen Szenarien zum weiteren Verlauf des Krieges – zur Erinnerung sind sie unten nochmals aufgeführt – haben wir eine Schätzung vorgenommen, was die Auswirkungen auf Wachstum, Inflation und Geldpolitik in den drei grossen Wirtschaftsblöcken Eurozone, USA und Schwellenländer sein werden. Auf globaler Ebene rechnen wir im Basisszenario mit einer um 0.5 Prozentpunkte tieferen Wachstumsrate und einer um 1.4 Prozentpunkte höheren Inflation in diesem Jahr. Die Auswirkungen auf die Inflation sind aufgrund der grossen Bedeutung Russlands im globalen Rohstoffhandel weitaus stärker als auf das Wachstum. Da die Inflation schon vor dem Ukrainekrieg vielerorts eine problematische Höhe erreicht hat, werden die westlichen Notenbanken den Kampf gegen die Inflation als ihre vordringlichste Aufgabe definieren und ihre Geldpolitik schrittweise restriktiver ausgestalten, ungeachtet der Wachstumseinbussen aufgrund des Ukrainekriegs.

Grafik 1: Szenarien zum Krieg in der Ukraine: Andauernder Konflikt am wahrscheinlichsten



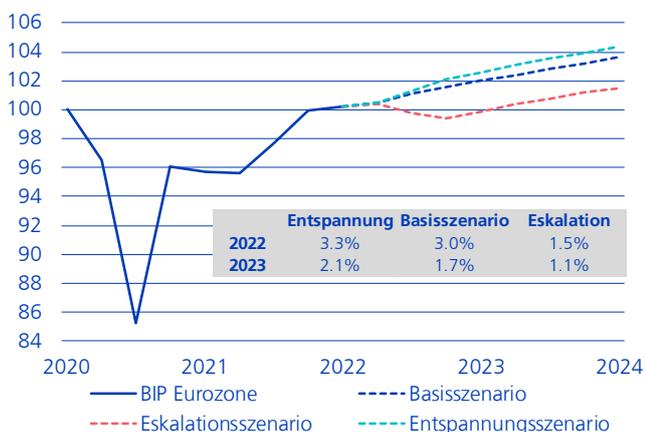
## Eurozone: Erhöhte Stagflationsrisiken

Dr. Martin Weder, Senior Economist Europe

Der Krieg in der Ukraine und der damit verbundene starke Anstieg der Preise für Energie, Industriemetalle und Nahrungsmittel versetzen der europäischen Wirtschaft kurzfristig einen Dämpfer. Die realwirtschaftlichen und finanziellen Verflechtungen mit Russland sind zwar gering. So belief sich der Anteil Russlands im Aussenhandel im vergangenen Jahr auf nur 3% bei den Exporten und 5% bei den Importen. Die Achillesferse Europas ist jedoch die hohe Abhängigkeit im Energiebereich. Mit einem Anteil von rund einem Viertel beim Erdöl und über 40% im Gas- und Kohlebereich ist Russland der mit Abstand wichtigste Energielieferant Europas. In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass die Öl- und Gaslieferungen nicht unterbrochen werden. Dementsprechend haben wir die Wachstumsprognose für 2022 lediglich von 3.5% auf 3.0% gesenkt. Die Inflation wird hingegen noch längere Zeit erhöht bleiben. Hier wurde die Prognose markant von 4.2% auf 5.9% erhöht. Unter diesen Voraussetzungen wird die Europäische Zentralbank (EZB) die eingeleitete geldpolitische Normalisierung fortsetzen. Sie wird ihre Wertpapierkäufe im Juli einstellen und im Dezember den Einlagesatz für Geschäftsbanken von -0.50% auf -0.25% erhöhen. Anders als unmittelbar vor der Pandemie ist die europäische Wirtschaft derzeit nämlich in einer robusten Verfassung. Die Auftragslage der Firmen ist gut, die Arbeitslosigkeit liegt auf einem Rekordtief und die Corona-Restriktionen wurden weitgehend aufgehoben. Ausserdem liefert die Fiskalpolitik noch längere Zeit wichtige Impulse, sei es über den Europäischen Aufbaufonds oder über zusätzliche Rüstungs- und Sozialausgaben und eine beschleunigte Energiewende aufgrund des Ukrainekriegs. Die hohe Inflation dämpft jedoch die Konsumentenstimung und das Investitionsklima.

### Grafik 2: Anhaltende wirtschaftliche Erholung im Basisszenario

Bruttoinlandsprodukt nach Szenario (Index, 4. Quartal 2019 = 100)



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

## Stopp der Energielieferungen führt zu Rezession

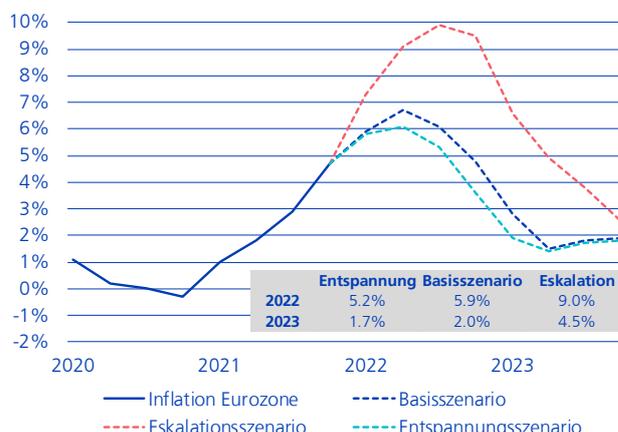
Im Eskalationsszenario setzt sich der militärische Konflikt mit erhöhter Intensität über mehrere Monate fort. Dies führt zu einer Verschärfung der westlichen Sanktionen und einem Stopp der russischen Öl- und Gaslieferungen nach Europa. Der daraus resultierende markante Anstieg der Energiepreise führt in der Eurozone zu einer Rezession bei gleichzeitig sehr hoher Inflation. Aufgrund der geringeren Industrieproduktion und der schlechten Konsumentenstimmung schrumpft das Bruttoinlandsprodukt vorübergehend, sodass das Jahreswachstum bei nur 1.5% liegt (Grafik 2). Umfangreiche Fiskalpakete wirken den rezessiven Kräften jedoch entgegen. Die Inflation steigt kurzfristig auf rund 10%, was die EZB in Bedrängnis bringt (Grafik 3). Aufgrund ihres Mandats der Preisstabilität müsste sie die Zinsen rasch und deutlich erhöhen, gleichzeitig würde sie damit aber die Rezession verschärfen und die Arbeitslosigkeit in die Höhe treiben. Sie entscheidet sich deshalb für eine wirtschaftliche Unterstützung mittels zusätzlichen Wertpapierkäufen, weshalb sich die notwendige geldpolitische Normalisierung verzögert.

### Kräftige Erholung im Entspannungsszenario

Sollte es hingegen zu einem raschen Ende des Krieges in der Ukraine kommen, so würde sich die wirtschaftliche Erholung in Europa mit hohem Tempo fortsetzen. Trotz des unterstellten Rückgangs der Energiepreise bleibt die Inflation aber auch dann noch einige Zeit über dem Zielwert der EZB von 2%, weshalb die Währungshüter dieses und nächstes Jahr die geldpolitischen Zinsen in mehreren Schritten erhöhen. Aufgrund des überdurchschnittlichen Wirtschafts- und Lohnwachstums sind die Auswirkungen der Zinserhöhungen für Unternehmen und Haushalte aber begrenzt und die Schuldenquote der einzelnen Mitgliedstaaten nimmt sogar leicht ab.

### Grafik 3: Inflation bleibt in allen Szenarien bis 2023 über 2%

Inflationsrate nach Szenario (Quartalswerte)



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

## USA: Konflikt vor allem an der Zapfsäule spürbar

Christian Brändli, Senior Economist North America

Im Vergleich mit anderen Regionen sind die USA gut positioniert, um den Auswirkungen des Ukraine Konflikts zu trotzen. Die direkten Handelsbeziehungen mit Russland sind gering (2021: 1.4% des Güterhandels). Bereits vor Ausbruch des Krieges waren die USA energiepolitisch weitgehend unabhängig und konnten es sich deshalb auch leisten die Erdöl-, Erdgas- und Kohleimporte aus Russland zu boykottieren. Dennoch bleibt die US-Wirtschaft nicht von indirekten Auswirkungen der Krise verschont, da die Preise vieler Rohstoffe im internationalen Handel gebildet werden. Die Amerikaner spüren dies vor allem an der Zapfsäule über einen höheren Benzinpreis. Die höheren Preise für Energie, und in geringerem Umfang auch für Nahrungsmittel, verringern das verfügbare Einkommen und belasten die Verbraucherausgaben. Besonders stark betroffen sind Haushalte mit niedrigem Einkommen. Wohlhabendere Haushalte können dagegen auf ihre umfangreichen Ersparnisse zurückgreifen, um den gewohnten Konsum aufrechtzuerhalten. Die Verschlechterung des Verbrauchervertrauens seit Beginn des Konfliktes belastet zusätzlich. Unterdessen weiten die Schieferölproduzenten ihre Tätigkeit angesichts der höheren Rohölpreise deutlich aus, was einen Investitionsschub auslöst und einen Teil der Konsumbelastung ausgleicht. Unter dem Strich haben wir unsere Wachstumsprognose im Basisszenario moderat von 3.5% auf 3.2% nach unten korrigiert. Die Inflationsprognose für das laufende Jahr erhöhen wir von 5.8% auf 7.3%. Die erneuten Preissteigerungen treffen auf eine ohnehin schon hohe Inflation und sorgen dafür, dass die Teuerung länger hoch bleibt. Vor diesem Hintergrund erklärt die US-Notenbank die Inflationsbekämpfung zur Priorität und beabsichtigt den Leitzins bis Ende Jahr in insgesamt sieben Schritten auf

mindestens 2% anzuheben. Ausserdem wird die durch Wertpapierkäufe aufgeblähte Bilanz reduziert.

## Inflation verharrt längere Zeit auf hohem Niveau

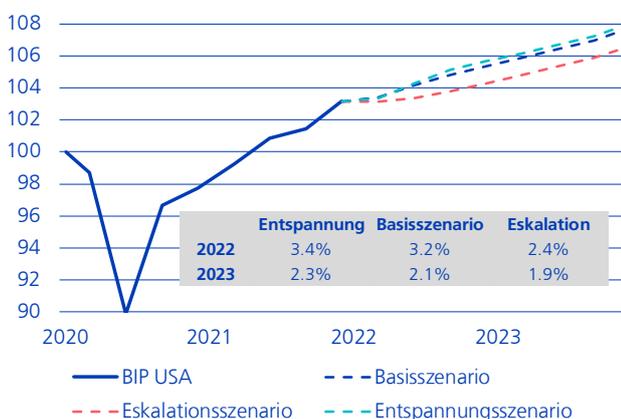
Im Eskalationsszenario, bei dem die Erdölpreise bis auf USD 180 pro Barrel steigen, schiesst der Benzinpreis weit über USD 5 pro Gallone hinaus und belastet das Budget der Konsumenten stark. Die wachstumsdämpfenden Effekte fallen rund drei Mal so hoch aus wie im Basisszenario. Die hohen Preise untergraben ausserdem das Konsumentenvertrauen, was den Konsum zusätzlich belastet. Die markante Abschwächung des globalen Wachstums führt aufgrund geringerer Exporte ebenfalls zu einer Beeinträchtigung des US-Wachstums. Negative Wachstumsimpulse kommen im Eskalationsszenario auch von der Verschärfung der Finanzierungsbedingungen. Der hohe Erdölpreis löst andererseits einen nahezu vertikalen Anstieg der Investitionsausgaben in der Schieferölproduktion aus. Dadurch werden die negativen Effekte zu einem Drittel kompensiert. Das BIP-Wachstum schwächt sich auf 2.4% ab. Eine Rezession kann jedoch vermieden werden. Die Inflation steigt in diesem Szenario auf über 9% und bildet sich erst im Verlauf des nächsten Jahres signifikant zurück. Die US-Notenbank setzt trotz der Wachstumsrisiken die Straffung der Geldpolitik fort, reduziert aber in der zweiten Jahreshälfte das Erhöhungstempo, um das Wachstum zu sichern.

## Notenbank erhöht Leitzinsen zügig

Im Entspannungsszenario setzt sich die wirtschaftliche Erholung weitgehend unbeeinträchtigt fort. Die Inflation sinkt bald und weist einen auf tieferem Niveau ähnlichen Pfad wie im Basisszenario auf. Die Notenbank drängt auf die Wiederherstellung der Preisstabilität und hievt die Leitzinsen zügig in den restriktiven Bereich. Ein Mittel dazu sind auch grosse Zinsschritte um 50 Basispunkte.

**Grafik 4: Wachstum bleibt in allen Szenarien positiv**

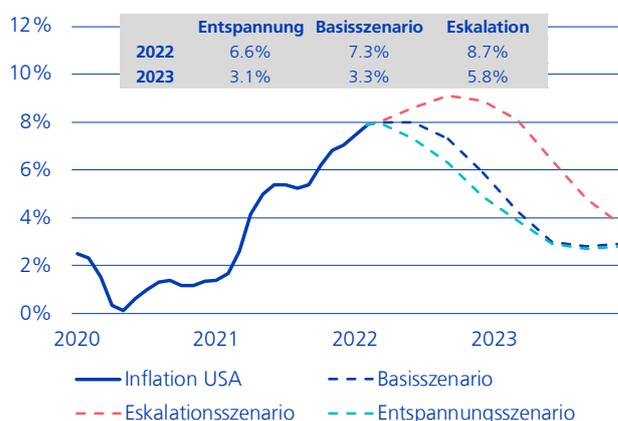
Bruttoinlandsprodukt nach Szenario (Index, 4. Quartal 2019 = 100)



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

**Grafik 5: Inflation geht im Basisszenario ab dem 2. Quartal zurück**

Inflationsrate nach Szenario (Quartalswerte)



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

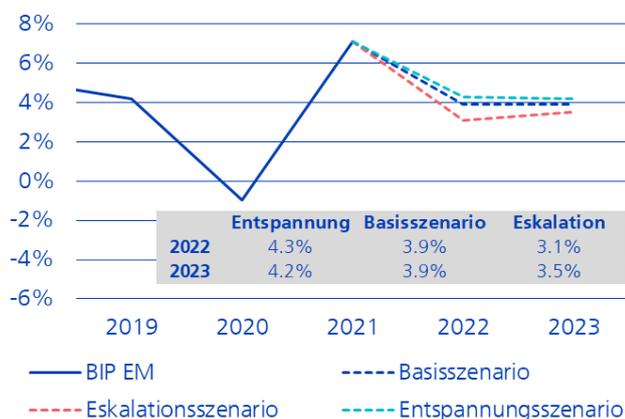
## Schwellenländer: Ambivalente Rohstoffpreise

Marina Zech, Senior Economist Emerging Markets

Die Schwellenländer sind über realwirtschaftliche Kanäle geringfügig mit Russland und der Ukraine verknüpft. Die grosse Ausnahme bildet hierbei Osteuropa mit Ungarn, Polen und Tschechien. Diese Staaten exportieren nicht nur Güter im Umfang von rund 2 bis 3% des Bruttoinlandsprodukts nach Russland und in die Ukraine, sondern beziehen auch grosse Mengen russischer Energieträger. Zudem bestehen finanzielle Verknüpfungen. Die Schwellenländer sind von einem weiteren Preisanstieg aufgrund höherer Rohstoff- und Nahrungsmittelpreise viel stärker betroffen. Zwar sind rund die Hälfte des von uns berücksichtigten Schwellenländeruniversums Netto-Rohstoffexporteure, doch drei Viertel sind auf Energieeinfuhren angewiesen. Der zusätzliche Preisdruck zwingt die Zentralbanken zu vermehrten Zinsschritten, da die Teuerung in den meisten Volkswirtschaften ohnehin schon weit über der Zielinflation notiert. Höhere Zinsen, tiefere Realeinkommen sowie eine geringere Exportnachfrage werden das Wachstum entsprechend belasten. Im Basisszenario beziffern wir die Wachstumseinbussen auf 0.8 Prozentpunkte und den Inflationsanstieg auf 1.3 Prozentpunkte. Das aggregierte Jahreswachstum wird mit 3.9% aber immer noch in etwa auf Vorpandemieniveau ausfallen. Zudem rechnen wir lediglich in Russland mit einer Rezession, die aufgrund der bisher erlassenen Sanktionen ausgeprägt ausfallen wird. China hingegen wird vom Konflikt realwirtschaftlich wenig tangiert. Russland und die Ukraine sind als Absatzmarkt für chinesische Güter relativ unbedeutend, und die Einfuhren belaufen sich auf weniger als 1% des chinesischen Bruttoinlandsprodukts. Höhere Rohstoffpreise werden zwar auch in China zu einer höheren Inflation führen. Eine moderate Lockerung der Geld- und Fiskalpolitik zur Abfederung der immobilienmarktinduzierten Wachstumsverlangsamung bleibt aber möglich.

**Grafik 6: Wachstumsnormalisierung in diesem Jahr**

Bruttoinlandsprodukt nach Szenario (YoY)



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

## Markante monetäre Straffung im Eskalationsfall

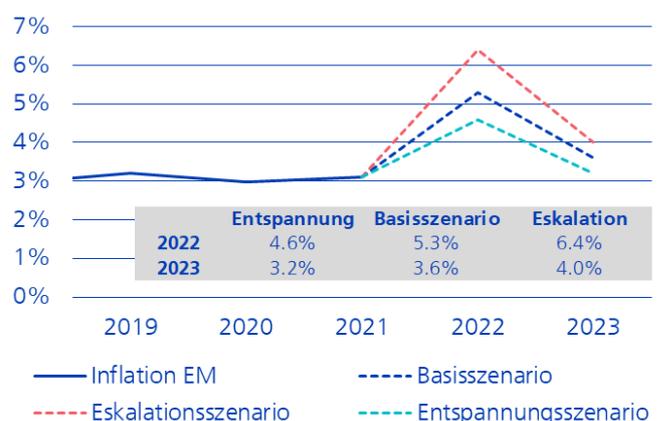
Bei einer weiteren Eskalation des Konflikts würden die russischen Öl- und Gaslieferungen nach Europa versiegen. Als Folge davon würden die globalen Energiepreise markant ansteigen und die Inflationsraten emporschiessen lassen. Während die Notenbanken in den Industrieländern einen vorsichtigeren Kurs einschlagen, wären die Schwellenländer zu markanten Zinserhöhungen gezwungen, denn Währungsverluste würden über Gütereinfuhren importiert und heizten die Teuerung zusätzlich an. Die Rezession in der Eurozone würde besonders die Wachstumsaussichten in Osteuropa trüben. Insgesamt rechnen wir in diesem Szenario in den Schwellenländern mit einer um 1.6 Prozentpunkten geringeren Konjunkturpolitik. Das Jahreswachstum würde 2022 mit 3.1% unterdurchschnittlich ausfallen. Der Inflationsanstieg belief sich auf 2.4 Prozentpunkte. In Russland würde die Rezession rund 15 Jahre an Wachstum schlagartig vernichten. China hingegen könnte dank umfangreicher staatlicher Reserven die höheren Rohstoffpreise weitgehend abfedern und damit eine Verschärfung der Geldpolitik verhindern. Zusätzliche Fiskalstimuli würden zudem die Verluste chinesischer Exporteure zumindest teilweise kompensieren. Wie in allen Szenarien gehen wir davon aus, dass China nicht von Sekundärsanktionen vom Westen betroffen wäre.

## Normalisierung im Entspannungsszenario

Im Falle einer geopolitischen Entspannung fiele der Preisdruck verkräftbar aus, und die Zentralbanken in den Schwellenländern müssten allenfalls ein bis zwei zusätzliche Zinsschritte vornehmen. Der Zinserhöhungszyklus neigte sich daher wie geplant gegen Jahresmitte zu Ende. Die konjunkturelle Normalisierung aufgrund abnehmender Aufholeffekte sowie der bisherigen Straffung der Geldpolitik würde sich entsprechend fortsetzen. Wachstumseinbussen würden vorwiegend in Russland anfallen.

**Grafik 7: Überdurchschnittlich hohe Inflation in allen Szenarien**

Inflation nach Szenario (YoY)



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

## Kontakt



Christian Brändli, Senior Economist North America  
Investment Strategy & Economic Research  
Zürcher Kantonalbank, Telefon: +41 44 292 21 57



Dr. Martin Weder, Senior Economist Europe  
Investment Strategy & Economic Research  
Zürcher Kantonalbank, Telefon: +41 44 292 35 61



Marina Zech, Senior Economist Emerging Markets  
Investment Strategy & Economic Research  
Zürcher Kantonalbank, Telefon: +41 44 292 35 49



Claude Zehnder, Head Economic Research  
Investment Strategy & Economic Research  
Zürcher Kantonalbank, Telefon +41 44 292 35 20

## Zürcher Kantonalbank

Die Zürcher Kantonalbank ist eine führende Universalbank im Wirtschaftsraum Zürich mit nationaler Verankerung und internationaler Ausstrahlung. Sie ist eine selbständige öffentlich-rechtliche Anstalt des Kantons Zürich und wird von den Ratingagenturen Standard & Poor's, Moody's und Fitch mit der Bestnote (AAA bzw. Aaa) eingestuft. Mit über 5000 Mitarbeitenden bietet die Zürcher Kantonalbank ihren Kundinnen und Kunden eine umfassende Produkt- und Dienstleistungspalette. Zu den Kerngeschäften der Bank zählen das Finanzierungsgeschäft, das Vermögensverwaltungsgeschäft, der Handel und der Kapitalmarkt sowie das Passiv-, das Zahlungsverkehrs- und das Kartengeschäft. Die Zürcher Kantonalbank bietet ihren Kundinnen und Kunden sowie ihren Vertriebspartnern umfassende Produkte und Dienstleistungen im Anlage- und Vorsorgebereich an.

### Rechtliche Hinweise

Diese Publikation dient Informations- und Werbezwecken. Sie stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Erwerb, Halten oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zum Bezug von Bankdienstleistungen dar, noch bildet sie die Grundlage für einen Vertrag oder Verpflichtungen irgendwelcher Art. Bei der Publikation handelt es sich nicht um einen Prospekt oder ein Basisinformationsblatt.

Aufgrund rechtlicher, regulatorischer oder steuerlicher Bestimmungen kann die Verfügbarkeit von Produkten und Dienstleistungen für bestimmte Personen Einschränkungen unterliegen, die sich namentlich aufgrund des Wohnsitzes bzw. Sitzes, der Nationalität oder der Kundensegmentierung ergeben können. Einschränkungen bestehen insbesondere für US-Personen gemäss den einschlägigen Regulierungen.

Diese Publikation enthält allgemeine Informationen und berücksichtigt weder persönliche Anlageziele noch die finanzielle Situation oder die besonderen Bedürfnisse eines spezifischen Empfängers. Der Empfänger sollte die Informationen vor einer Anlageentscheid sorgfältig auf ihre Vereinbarkeit mit seinen persönlichen Verhältnissen überprüfen. Für die Einschätzung rechtlicher, regulatorischer, steuerlicher und anderer Auswirkungen wird dem Empfänger empfohlen, sich durch Fachpersonen beraten zu lassen.

Die Publikation wurde von der Zürcher Kantonalbank mit geschäftsüblicher Sorgfalt erstellt. Die Zürcher Kantonalbank bietet jedoch keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der darin enthaltenen Informationen und lehnt jede Haftung für Schäden ab, die sich aus der Verwendung der Publikation ergeben.

Diese Publikation wurde nicht unter Einhaltung der «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» der Schweizerischen Bankiervereinigung erstellt. Mit jeder Investition sind Risiken, insbesondere diejenigen von Wert- und Ertragsschwankungen, verbunden. Wertentwicklungen und Renditen der Vergangenheit sind keine Garantie für den zukünftigen Anlageerfolg. Investitionen in Fremdwährungen unterliegen Wechselkursschwankungen.

© 2022 Zürcher Kantonalbank. Alle Rechte vorbehalten.