

Anhaltend hohe Rohstoffpreise sind das grösste Risiko für die Wirtschaft

Market Insights | 17. März 2022

Manuel Ferreira, Chefstrategie Zürcher Kantonalbank

- Der Krieg in der Ukraine trifft die Weltwirtschaft an ihrem wundensten Punkt – der hohen Inflation
- Russland ist gemessen an der Wirtschaftsleistung ein Zwerg, als Rohstoffexporteur ein Gigant
- Investoren fahren auf Sicht: Man hofft auf das Beste und ist auf das (ökonomisch) Schlimmste gefasst

Zwischen De-Eskalation und Stagflationsrisiken

Das menschliche Leid, das dieser Krieg anrichtet, lässt sich nicht beziffern. Welche Auswirkungen der Krieg in der Ukraine auf das globale Wirtschaftswachstum haben wird, hängt davon ab, wie lange er noch dauert und wie letzten Endes die Weltordnung nach dem Krieg aussieht. Von einem «Eisernen Vorhang» zwischen Russland und den NATO-Ländern mit einer eurasischen Blockbildung als Gegenpol zur westlichen Allianz bis hin zu einem Sturz des Putin-Regimes ist vieles denkbar. Das ist mittel- bis langfristig zwar von enormer wirtschaftlicher Relevanz; die Entwicklung ist aber dermassen unsicher, dass wir uns in unseren Wirtschaftsprognosen auf die kürzerfristige Entwicklung konzentrieren. Dabei orientieren wir uns am Verlauf des Krieges und dessen unmittelbaren Auswirkungen auf den Welthandel und die Kapitalströme. Die möglichen Entwicklungen unterteilen wir in drei Szenarien. Diese beschreiben, ausgehend vom aktuellen Informationsstand, ein Status-quo-, ein Eskalations- und ein De-Eskalations-Szenario (Grafik 1). Den Bezug des Kriegsverlaufs zu den Wirtschaftsdaten stellen wir über die

Ausprägung der diplomatischen wie auch der wirtschaftlichen Isolation Russlands sowie dessen wirtschaftliche Bedeutung her. Letztere ist gemessen am Anteil des Welt-BIP zwar sehr überschaubar, jedoch ist Russland ein bedeutender Gas- und Erdölexporteur. Die Befürchtung, der Krieg könnte das Angebot an Gas und Erdöl einschränken, lässt die Energiepreise und die Inflation weiter steigen, was die Finanzmärkte unter Druck setzt. **Anhaltend hohe Energiepreise sind somit das unmittelbare ökonomische Risiko.** Bewegen sich die Erwartungen der Marktteilnehmer in Richtung De-Eskalation, dann geben die Energiepreise nach, die Obligationenrenditen steigen und die Aktienmärkte erholen sich. Droht der Konflikt weiter zu eskalieren, steigt das Stagflationsrisiko und die Märkte verhalten sich umgekehrt. **Innerhalb unserer Szenarien bewegen sich die Erwartungen der Marktteilnehmer nach dem Schock zu Kriegsbeginn derzeit wieder in Richtung De-Eskalation.** Die gegenwärtige Zuversicht an den Finanzmärkten ist im ökonomischen Kontext und vor dem Hintergrund der nachlassenden Eskalationsdynamik berechtigt. Fraglich bleibt indes, wie gut die Wirtschaft die höheren

Grafik 1: Szenarien zum Ukraine-Konflikt: Andauernder Konflikt als wahrscheinlichstes Szenario



Quelle: Zürcher Kantonalbank

Rohstoffpreise verdaut und wie die Notenbanken auf den nochmals gestiegenen Inflationsdruck bei gleichzeitig eingetrübten Wirtschaftsaussichten reagieren. Auf eine Sicht von drei Monaten und vorausgesetzt, dass die Eskalationsdynamik nicht weiter zunimmt, erwarten wir eine stärkere Wachstumsverlangsamung als vor dem Krieg angenommen, aber keine Rezession. Die Rohstoffpreise bleiben erhöht, aber stabil. An den Finanzmärkten zeichnet sich ein volatiler Aufwärtstrend ab. Die Erholungsdynamik der letzten Tage wird wieder abklingen, denn die erhöhte Inflation bleibt im aktuellen Umfeld eine enorme Herausforderung. Russland exportiert nicht nur fossile Energieträger (Grafik 2). Mit dem beschränkten Zugang zum wichtigen Rohstoffangebot aus Russland droht sich auch die Lieferkettenproblematik weiter zu verschärfen. Und der durch die Sanktionen erschwerte Anschluss Russlands an den Welthandel hat das Stagflationsrisiko klar erhöht. Den Notenbanken bleibt daher nichts anderes übrig, als den Zinsnormalisierungszyklus einzuleiten. Die US-Notenbank legte diese Woche behutsam vor.

Kann es besser als erwartet kommen?

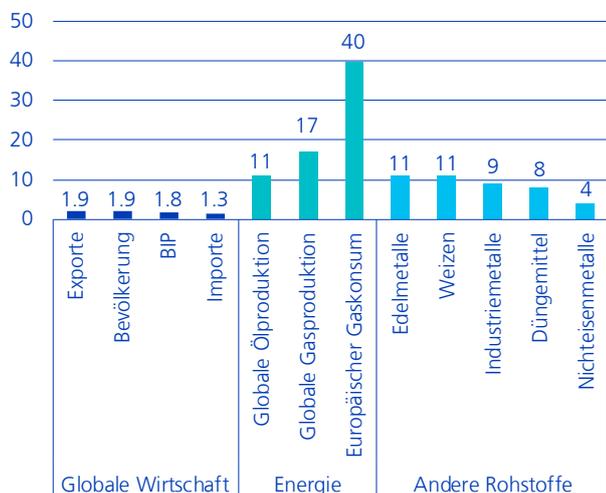
Die Preise für Gas, Erdöl und andere Rohstoffe haben sich nach der enormen Stressphase zu Kriegsbeginn wieder etwas beruhigt. Die Gas- und Erdöllieferungen aus Russland halten an, und auch die Tatsache, dass die Ukraine und Russland miteinander kommunizieren – wenn auch mit ungewissem Ausgang – sorgt für eine Verschnaufpause an den Finanzmärkten, insbesondere an den europäischen Aktienmärkten. So haben die Obligationenmärkte, die sicheren Häfen und Gold die geopolitische Risikoprämie abgebaut. Wie beständig dieser Zustand ist und ob sich die Markterwartungen weiter in Richtung De-Eskalation bewegen, hängt von der Annäherung zwischen der Ukraine und Russland ab und davon, wie stabil die Rohstoffpreise bleiben. Für Ersteres ist es noch zu wenig verwertbare Anhaltspunkte, und die vom Westen auferlegten Sanktionen werden wohl kaum so

schnell zurückgenommen. Bei den Rohstoffpreisen stehen allerdings die Chancen gut, dass wir an den Finanzmärkten das Schlimmste hinter uns haben. Das De-Eskalationsszenario ist vor diesem Hintergrund wahrscheinlicher geworden. Allerdings haben wir die ganze wirtschaftliche Tragweite des Krieges, die Auswirkungen eines möglichen Russlandbankrottes, die sich abzeichnende Zurückhaltung in den Investitionen und die anhaltend hohe Inflation mit den Zweitrundeneffekten auf die Produzenten- und Konsumentenpreise und tendenziell steigende Zinsen noch gar nicht erfassen können. Eine rasche De-Eskalation bleibt daher ein Nebenszenario.

Was, wenn es schlimmer als erwartet kommt?

Hier geht es darum, auf das Beste zu hoffen und auf das Schlimmste gefasst zu sein. Das Eskalationsszenario kann – wie übrigens auch das Pandemieszenario vor zwei Jahren – eine Entwicklung nehmen, die unsere ökonomische Vorstellungskraft übersteigt und als Szenario letztlich keinen anlagepolitischen Nutzen mehr stiftet. Daher fokussieren wir uns bei unserem negativsten Szenario auf die ökonomischen Einflussfaktoren. Auch hier stehen die Rohstoffpreise im Vordergrund. Es lässt sich nicht ausschliessen, dass in diesem Konflikt entweder der Westen inklusive Deutschland auf die Gas- und Erdöllieferungen aus Russland verzichtet oder dass Russland in einer Verzweiflungstat den Gas- und Erdölhahn zu dreht und auch keine sonstigen Rohstoffe mehr exportiert. Neben dem sicheren wirtschaftlichen Niedergang Russlands würden emporschnellende Rohstoffpreise der Weltwirtschaft grossen Schaden zufügen. Mit wenigen Ausnahmen läuteten die Rezessionsglocken immer, wenn der Ölpreis schnell und hoch über das langfristige Mittel stieg, laut und deutlich (Grafik 3). Hierfür müssten die Ölpreise über eine längere Zeitspanne über 120 USD/bbl liegen. Dennoch bleibt «Andauernder Konflikt» mit sich stabilisierenden Rohstoffpreisen mit 55% Wahrscheinlichkeit unser vorrangiges Szenario.

Grafik 2: Russlands Vielfalt an Rohstoffen und Europas Energieabhängigkeit von Russland



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Grafik 3: Standardisierter Ölpreis und US-Rezessionen

Bewegungen deutlich über null sind ein Stressfaktor für die Wirtschaft



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv



Kontakt

Manuel Ferreira, Head Investment Strategy & Economic Research
Chief Investment Strategist
Investment Strategy & Economic Research
Zürcher Kantonalbank, Telefon +41 44 292 43 08

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 einem 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.