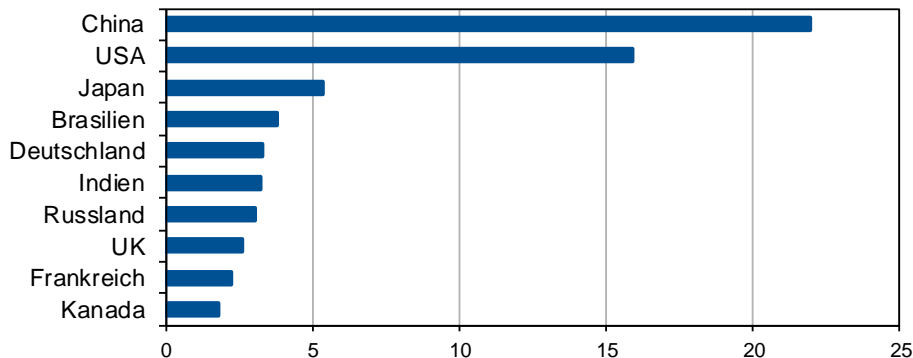


Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Die mit der Ukraine-Krise verbundenen politischen Unwägbarkeiten halten an – und damit auch die Risiken für die konjunkturelle Entwicklung der GUS-Staaten und insbesondere für Russland. In diesem Umfeld haben sich die Wachstumserwartungen für Russland 2014 deutlich eingetrübt: Im Februar ging die Konsensmeinung noch von einem Wachstum von ca. 2 % aus, inzwischen haben sich die Prognosen auf 1 % reduziert. Die Gefahr wegbrechender Absatzmärkte, aber auch die Unsicherheit über das Ausmaß möglicher Sanktionen belasten das russische Konjunkturbild. Wir haben bereits in einem früheren Kommentar die Sinnhaftigkeit von Sanktionen bzw. daraus folgende Risiken für die deutsche Wirtschaft beleuchtet ([siehe IKB Kapitalmarkt-News vom 17. März](#)). Im Gegensatz zu anderen Euroländern ist Deutschlands Wirtschaft angesichts ihres hohen Offenheitsgrads (enge Handelsbeziehungen) generell einem hohen Risiko ausgesetzt, und könnte bei einem konjunkturellen Einbruch seiner Handelspartner in Mitleidenschaft gezogen werden – das gilt auch für mögliche Wirtschaftssanktionen. So ist etwa der russische Pkw-Markt der siebtgrößte der Welt – noch vor Frankreich und Großbritannien und ein wichtiger Exportmarkt für Deutschland.

Abb. 1: Anzahl der Neuzulassungen in 2013

Millionen Fahrzeuge*



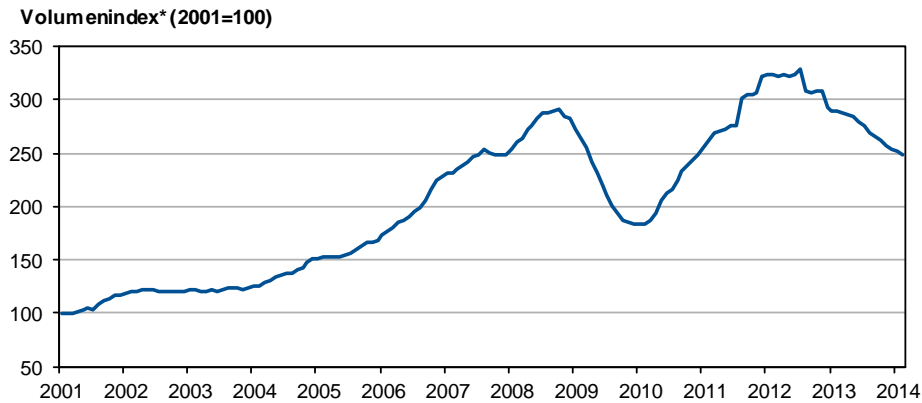
Quelle: VDA; div. Presseveröffentlichungen

* USA und Kanada: PKW und LNF

Eine Quantifizierung der deutschen Wachstumsrisiken in Folge einer russischen Konjunktüreintrübung ist allerdings nicht einfach, da nicht nur die direkten Effekte eines deutschen Exportrückgangs zu berücksichtigen sind. Auch die indirekte Wirkung, die Russland angesichts seiner wirtschaftlichen Größe auf andere Volkswirtschaften ausübt, sollte Beachtung finden. Da Russland ein rohstoffreiches Land ist, führen niedrige oder sinkenden Rohstoffpreise zudem zu einem langsameren Wachstum in Russland. Um diesen Aspekt geht es hier allerdings nicht. Aktuell geht es alleine um die Gefahr, dass die russische Wirtschaft angesichts politischer Unsicherheit, steigender Zinsen und wegbrechender Absatzmärkte anderer GUS-Staaten einen konjunkturellen Einbruch erlebt. Das Konjunkturrisiko wird zwar aktuell durch einen schwachen Rubel abgeschwächt. Der abwertende Rubel stützt die russische Wirtschaft, belastet aber gleichzeitig die Nachfrage nach Import- und damit auch nach deutschen Exportgütern, auch wenn diese weniger vom Preis als vom Einkommenswachstum bestimmt werden. Jüngste Zahlen zeigen allerdings, dass die deutschen Exporte nach Russland doch unter Druck geraten könnten. Schwache Wachstumsaussichten würden dieses Bild sicherlich weiter verstärken und somit das allgemeine deutsche Wachstumsbild beeinflussen.

Ein wirklicher Einbruch der russischen Wirtschaft würde Schockwellen auslösen, die andere Länder treffen werden und zudem zu negativen Zweitrundeneffekte für die deutschen Wirtschaft führen. Da diese Effekte kaum im Detail zu greifen sind, hat die IKB den Zusammenhang zwischen deutschem, russischem BIP und dem der Eurozone durch ein VAR-Modell (siehe technischer Kommentar unten) analysiert. Anhand dieses Modells kann der Einfluss eines Einbruchs der russischen Wirtschaft - auch unter Berücksichtigung des Einflusses auf die gesamte Eurozone sowie von Zweitrundeneffekten - aus Makrosicht betrachtet werden. Konkret: **Was bedeutet ein russischer Wachstumseinbruch von einem Prozentpunkt für das deutsche Wachstum? In volkswirtschaftlichem Jargon: Wie hoch ist die Elastizität des deutschen Wachstums in Bezug auf die russische Konjunktur?**

Abb. 2: Deutsche Ausfuhren nach Russland

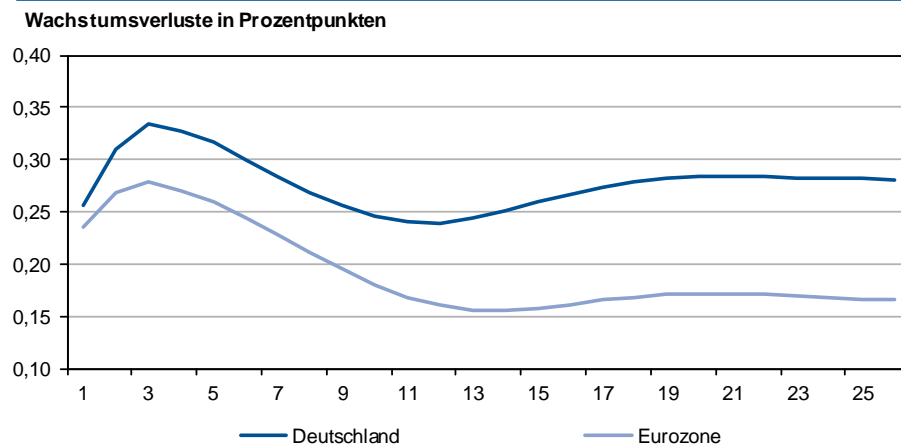


Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB

*IKB Schätzung

Im Vergleich zum Durchschnitt der Eurozone sollte das deutsche Wachstum wegen seines hohen Offenheitsgrads anfälliger für wirtschaftliche Krisen in anderen Ländern sein. Dieser Zusammenhang wird in Abb. 3 dargestellt, die den Effekt eines russischen Wachstumseinbruchs von einem Prozentpunkt auf das BIP-Wachstum Deutschlands und der Eurozone über die Zeit zeigt. Dargestellt sind die kumulierten Effekte für die kommenden Quartale seit dem angenommenen Eintritt des Einbruchs in Russland. So führt ein russischer Wachstumsrückgang von einem Prozentpunkt zu einem Wachstumsverlust in Deutschland zwischen 0,25 und 0,3 Prozentpunkten. Für die Eurozone liegen die Werte zwischen 0,15 und 0,2 Prozentpunkten. Hierbei wurden nicht nur die direkten Effekte eines russischen Konjunkturerinbruchs berücksichtigt, sondern auch die Zweitrundeneffekte, die den Gesamteffekt erhöhen. Es ist zu betonen, dass nur Konjunkturfleusse beachtet werden und nicht ein Wachstumseinbruch, der sich aus rückläufigen Handelsströme infolge von Sanktionen und geopolitischen Risiken ergibt. Sollte sich zum Beispiel ein russischer Wachstumseinbruch aufgrund eines generellen Vertrauensverlust deutscher Unternehmen angesichts steigender politischer Spannungen ergeben, so wäre der Effekt auf Deutschland wegen der negativen Wirkung auf die deutschen Investitionsaktivitäten deutlich höher einzuschätzen.

Abb. 3: Kumulierter Effekt eines Wachstumsrückgang in Russland von 1 Prozentpunkt



Quelle: IKB

Fazit: Die konjunkturelle Entwicklung Russlands birgt nicht zu vernachlässigende Wachstumsrisiken für Deutschland. IKB-Schätzungen zeigen, dass ein russischer BIP-Wachstumseinbruch von einem Prozentpunkt das deutsche Wachstum mit insgesamt 0,2 bzw. 0,3 Prozentpunkten belasten würde. Die Belastung durch einen russischen BIP-Wachstumseinbruch für die Eurozone ist mit unter 0,2 Prozentpunkten hingegen überschaubar. Konsensprognosen für das russische Wachstum haben sich bereits von ca. 2 % auf ca. 1 % in 2014 reduziert. Sollte die Wirtschaftsdynamik in Russland tatsächlich nachlassen, wäre Deutschland ab der zweiten Hälfte 2014 davon betroffen, wie es der ifo Index bereits signalisiert hat. Ein deutlich stärkerer negativer Ausblick für Russland würde das Prognoserisiko für Deutschland entsprechend erhöhen. Anders formuliert: Eskaliert die Krise in der Ukraine weiter und führt damit zu erheblichen Belastungen in den Volkswirtschaften der GUS-Staaten, ist ein BIP-Wachstum von 2 % in 2014 für Deutschland nicht mehr realistisch.

Technischer Kommentar: Grundlage des IKB-VAR-Modells sind die Quartalswachstumsraten Russlands, der Eurozone und Deutschlands; drei Zeitreihen, die sich als stationär erwiesen haben. Die optimale Lag-Struktur für das VAR liegt bei zwei Quartalen. Der Schätzungszeitraum erstreckt sich über den Zeitraum 2003 bis 2013. Da die Modellfehler zum Teil korreliert sind, muss der gemeinsame Einfluss ausgeschlossen werden, um einen Schock zu definieren, der ausschließlich von der russischen Wirtschaft ausgeht. Die Impuls-Response-Funktion wurde deshalb durch eine Cholesky-Transformation orthogonaler Fehlerterme generiert. Die Wahl in der Zuteilung des gemeinsamen Einflusses zwischen den Variablen wies im Falle eines Schocks des russischen BIPs keinen nennenswerten Einfluss auf die Schätzungsergebnisse aus.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder (i) eine Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung, (iii) noch eine Einladung zur Zeichnung (iv) noch eine Willenserklärung oder Aufforderung an den Kunden ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten abzugeben oder einen Vertrag über eine Wertpapier(neben)dienstleistung zu schließen, dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Bei der Unterlage handelt es sich auch nicht um eine Finanzanalyse im Sinne des WpHG. Sie unterliegt daher nicht den aufsichtsrechtlichen Anforderungen an eine Finanzanalyse. Die inhaltlichen und organisatorischen Vorgaben an eine Finanzanalyse sind nicht anwendbar. Ein Verbot des Handelns vor Veröffentlichung besteht nicht.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Unterlage ist untersagt. Eine Verwendung der Unterlage für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf
Wilhelm-Bötzkens-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4118

29. April 2014

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG

Rechtsform: Aktiengesellschaft

Sitz: Düsseldorf

Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Bruno Scherrer

Vorsitzender des Vorstands: Hans Jörg Schüttler

Vorstand: Dr. Dieter Glüder, Claus Momburg, Dr. Michael H. Wiedmann