

# Ukraine-Krise

## Putins Krieg wird vor allem Russland schaden



Dr. Michael Heise on Global Economics  
Februar 2022

**Der russische Angriff auf die Ukraine wird weitreichende weltpolitische und wirtschaftliche Auswirkungen haben. Er hat die Sicherheitsarchitektur in Europa bereits jetzt grundlegend verändert. Die weitere Entwicklung hängt vom Ausgang der aktuellen Krise ab. Kommt es zu einer baldigen Aufnahme von Verhandlungen und einem Waffenstillstand könnte das Schlimmste noch verhindert werden. Kommt es dagegen zu einer Eskalation der Kriegshandlungen durch Russland und einer Ablehnung von Verhandlungen, ist ein dauerhafter Schaden für die Sicherheitslage in der Welt und für Russland selbst zu erwarten, dessen Präsident sich damit weiter aus der zivilisierten Weltgemeinschaft entfernt.**



Die aktuelle Krise zeigt in großer Schärfe, dass es dem Westen in den vergangenen gut 30 Jahren, seit dem Zerfall der Sowjetunion, nicht gelungen ist, Russland an die westliche Allianz zu binden und eine partnerschaftliche Kooperation zu sichern. Die Ostpolitik der USA, der EU und auch Deutschlands muss sich dieses Versagen eingestehen. Es ist dem westlichen Bündnis nicht gelungen, aus einem Feind einen Verbündeten zu machen. Im Gegenteil: Seit vielen Jahren werden vom russischen Präsident Putin imperialistische Ziele formuliert und mit völkerrechtswidrigen militärischen Mitteln durchgesetzt. Was für ein Kontrast zu den Jahren der Liberalisierung und dem Zerfall der Sowjetunion in den frühen neunziger Jahren, als man eine enge Kooperation des westlichen Bündnisses mit Russland diskutierte und sogar einen NATO-Beitritt des Landes nicht ausschloss. Es bleibt zu hoffen, dass aus dieser Entwicklung die richtigen Lehren gezogen werden. Sicherlich müssen jetzt harte Sanktionen gegenüber Russland erfolgen und an einer Aufrüstung militärischer Verteidigungskapazitäten geht auch kein Weg vorbei. Gleichzeitig gilt es aber, den Weg zurück zum Verhandlungstisch offen zu halten und die Tür zum Westen nicht ganz zuzuschlagen.

### Die wirtschaftlichen Auswirkungen der Krise

Die Entwicklung der kommenden Monate wird vor allem im Zeichen großer Unsicherheit über russisches Öl – und Gaslieferungen und die Sanktionen im Finanzsektor stehen. Überdies wird der Ausfall von Vorleistungen aus Russland und der Ukraine und die Blockierung von Verkehrswegen weitere Produktionsstörungen nach sich ziehen. Für die Weltwirtschaft insgesamt hat die Ukraine-Krise, die Inflations- und die Konjunkturrisiken deutlich erhöht.

Die Sanktionen des Westens werden dazu führen, dass Russland keinen Zugriff mehr auf benötigte Technologien aus dem Westen hat und vom internationalen Finanzmarkt abgeschnitten sein wird. Die wird die russische Wirtschaft weiter schwächen, aber nicht zu einem Zusammenbruch führen. Die russische Wirtschaft ist aufgrund hoher Energiepreise derzeit in einer besseren Verfassung als bei der Krim-Annexion 2014. Die Staatsschulden Russlands sind im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt sehr niedrig (circa 19%), der Haushalt ist aufgrund hoher Öl- und Gaspreise weitgehend ausgeglichen und das Land hat über viele Jahre Leistungsbilanzüberschüsse erwirtschaftet, die zu einem Bestand an

Devisenreserven von circa 630 Milliarden \$ geführt haben. Die Verwendung der Devisenreserven, die in Dollar, Euro, Pfund, Franken oder Yen gehalten werden, ist allerdings durch die Sanktionen stark eingeschränkt. Welchen Anteil diese Währungen aktuell an den gesamten Devisenreserven haben, ist nicht bekannt. Schon im vergangenen Jahr war zu beobachten, dass etwa der Dollarbestand eher reduziert wurde und im Gegenzug die Anteile der Goldreserven und des chinesischen Yuan gestiegen sind.

Schwerwiegende Auswirkungen für Russland, allerdings auch für die westliche Welt, dürfte der Ausschluss russischer Banken aus dem Kommunikationssystem des internationalen Zahlungsverkehrs (Swift) haben. Fraglich ist, inwieweit gegenseitig bestehende Forderungen noch beglichen werden. Auch ist es denkbar, dass Russland als Gegensanktion Energielieferungen in den Westen unterbindet, obwohl der Energiehandel auch weiter über Swift abgewickelt werden darf. Die nuklearen Drohungen von Herrn Putin zeigen, dass er keine roten Linien kennt.

All diese Entwicklungen werden die russische Volkswirtschaft langfristig in ihrer Entwicklung und Modernisierung zurückwerfen. Westliche Länder werden nun mit noch größerem Nachdruck eine Unabhängigkeit von russischen Energiequellen anstreben und Russland wird bei seiner technologischen Entwicklung kaum auf die Partnerschaft mit westlichen Ländern bauen können. Eine verstärkte Kooperation Russlands mit dem mächtigen China kann einige Defizite ausgleichen, doch wird Russland sich hier in einer schwachen Verhandlungsposition befinden.

Für China wiederum besteht die Möglichkeit, an zusätzliche Energiemengen und Rohstoffe aus Russland zu kommen, und durch den Ost-West-Konflikt dabei günstige Preise zu erzielen. China wird seinen Einfluss auf Russland steigern können und die Bedeutung des Yuan als Reservewährung erhöhen können. Es zählt zu den Gewinnern dieser Krise.

Für die westliche Welt bedeutet die Krise einen Anstieg der Inflation und größere Risiken für die konjunkturelle Entwicklung. Vor allem für viele europäische Länder, die in hohem Maße von russischen Energielieferungen abhängig sind, werden negative Auswirkungen zu befürchten sein. Für Nettoexporteure von Energie, wie etwa die Vereinigten Staaten von Amerika, hat der Anstieg der

Energiepreise dagegen keine negative Wirkung, solange die allgemeine Inflation unter Kontrolle bleibt.

Als Exportmarkt für den Westen hat Russland in den vergangenen Jahrzehnten an Bedeutung verloren. Russland hat sich einseitig auf Öl und Gas ausgerichtet und eine Modernisierung der Wirtschaft vernachlässigt, die vielfältige Kooperationsmöglichkeiten mit westlichen Ländern eröffnet hätte. Angesichts des bereits niedrigen Niveaus an Güterexporten dürften weitere Rückschläge im Zuge der Ukraine-Krise verkräftbar sein. Es ist damit zu rechnen, dass Russland seinen Handels- und Kapitalverkehr mit China intensiviert.

Kurzfristige Auswirkungen wird die Ukraine-Krise auch auf die Geldpolitik der westlichen Zentralbanken haben. Die erhöhten Konjunkturrisiken werden Sie veranlassen, beim Ausstieg aus der expansiven Politik behutsam vorzugehen und den geplanten Zinsanstieg eher zu verzögern. Sie werden auf die energiepreisbedingten Inflationsimpulse nicht in gleicher Weise reagieren, wie auf eine nachfrageinduzierte Inflation. Denn drastische Energiepreiserhöhungen sind stets ein besonderes Risiko für die Konjunktur und haben in der Vergangenheit häufig Rezessionen nach sich gezogen. Diesem Risiko werden die Zentralbanken Rechnung tragen.

Fazit: Auch wenn es zurzeit noch schwierig ist, den Ausgang der Kampfhandlungen und eventueller politischer Verhandlungen in der Ukraine abzusehen, sind zumindest vier Trends doch absehbar. Erstens werden sich die westlichen Länder langfristig vom Energieimport aus Russland unabhängiger machen. Russland wird sich neue Märkte etwa in Asien suchen müssen. Zweitens wird Präsident Putin in der westlichen Welt für geraume Zeit keinerlei Vertrauen genießen und kein Entgegenkommen erwarten dürfen. Drittens werden angesichts der militärischen, sogar atomaren Bedrohungen westliche Länder wieder stärker in militärische Verteidigungskapazitäten investieren. Die Friedensdividende ist endgültig Geschichte. Viertens werden höhere Rüstungsinvestitionen des Westens auch Russland fordern, weiterhin einen sehr großen Anteil des Volkseinkommens in militärische Verwendungen und nicht in die Entwicklung von Gesellschaft und Wirtschaft zu investieren. Dies ist eine zutiefst bedauerliche Perspektive.

## Hinweise zu Anlagestrategie- Anlageempfehlung gem. § 85 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) i.V.m. VO (EU) Nr. 596/2014

### Allgemeines

Die Anlagestrategie- und/oder Anlageempfehlungen (nachfolgend „Analysen“ genannt) werden von der LeanVal Research GmbH nur zu Informationszwecken erstellt.

Weder die LeanVal Research GmbH noch ihre Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung der Analysen oder ihres Inhalts oder auf andere Weise in Zusammenhang mit diesen entstehen. Die Analysen stellen weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendeines Wertpapiers dar, noch bilden diese oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß gebilligten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage der Analysen. Investoren sollten sich bei ihrer Anlageentscheidung durch einen Anlageberater beraten lassen. Die Analysen können insoweit keine Beratungsfunktion übernehmen. Die in den Analysen enthaltenen Meinungen, Einschätzungen und Prognosen sind allein diejenigen der jeweiligen Verfasser. Sie sind datumsbezogen, nicht notwendigerweise auch Meinung der LeanVal Research GmbH und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Die hier wiedergegebenen Informationen und Wertungen („Information“) sind primär für Kunden der LeanVal Research GmbH in Deutschland bestimmt. Sollte der ursprüngliche Empfänger die Analyse weiterleiten, so ist er verpflichtet, dies unter Einhaltung bestehender Regelungen und Gesetze zu tun und es ergibt sich hieraus keinerlei Verpflichtung der LeanVal Research GmbH gegenüber einer dritten Partei. Insbesondere ist die Information nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz oder Wohnsitz in Großbritannien, den USA oder in Kanada bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden. Die Verteilung der Analysen in anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz die Analysen gelangen, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkungen zu beachten, kann eine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze darstellen. Nachdruck, Weiterverbreitung sowie Veröffentlichung der Analysen und ihrer Inhalte im Ganzen oder Teilen ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der LeanVal Research GmbH gestattet.

### Informationsquellen

Sämtliche Analysen werden auf der Grundlage der Daten eines Datenanbieters sowie von allgemein zugänglichen Quellen („Informationen“) erstellt, die die LeanVal Research GmbH für zuverlässig hält. Die LeanVal Research GmbH hat die Informationen jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der LeanVal Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und LeanVal Research GmbH haftet nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernimmt die LeanVal Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen. Obwohl die Analysen mit aller Sorgfalt zusammengestellt werden, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. Die LeanVal Research GmbH, deren Anteilseigner, Organe und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen, die aus in den Analysen enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Datenquelle für alle historischen Kurse ist Morningstar und LeanVal Research.

### Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

Die Bewertungen, die den Anlageempfehlungen für von der LeanVal Research GmbH analysierte Aktien zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleiche, NAV-Bewertungen und - wo möglich - ein Sum-of-the-parts-Modell. Die errechneten Scores (Value, Quality, Stability, Growth) sind das Ergebnis eines proprietären Modells der LeanVal Research GmbH. Sie ergeben sich aus dem Vergleich fundamentaler Kennzahlen des quantitativ analysierten Unternehmens im Verhältnis zu Vergleichsunternehmen innerhalb eines Sektors (ggf. einer Region). Hinweise zur generellen Vorgehensweise befinden sich unter [www.leanval.investments](http://www.leanval.investments). Das absolute Kursziel und damit verbunden die absolute Einschätzung (unterbewertet, neutral überbewertet) ergeben sich unter Verwendung eines in die Zukunft gerichteten DCF- oder ROIC (Return on Invested Capital) Verfahrens. Als Grundlage dienen hierbei die Schätzungen der zukünftigen Gewinne. Die Gewinnschätzungen basieren entweder auf einem Konsensus oder werden von der LeanVal Research GmbH selbst vorgenommen.

### Aktualisierungen

Ein Anspruch der Empfänger auf Veröffentlichung von aktualisierten Analysen besteht nicht. Die LeanVal Research GmbH behält sich vor, Aktualisierungen von Analysen unangekündigt vorzunehmen. Eine regelmäßige Aktualisierung dieses Dokuments ist nicht vorgesehen.

### Compliance

Die LeanVal Research GmbH hat in Umsetzung der gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen zu vermeiden. Insbesondere bestehen institutsinterne Informationschranken, die den Zugang der Analysten zu Insiderinformationen verhindern. Die Einhaltung wird durch den Compliance-Beauftragten überwacht.

### Erläuterung der Empfehlungssystematik

Die relative Einschätzung basiert auf den verschiedenen Scores der einzelnen Unternehmen in den Bereichen Value, Quality, Stability, Growth und Momentum welche mit den Durchschnittswerten des Gesamtmarktes und/oder auch mit den jeweiligen Sektoren verglichen werden. Die Unternehmen werden auf einer Skala von 0 bis 100 eingestuft. Hieraus werden die drei Ratings „unattraktiv“ (0 bis 30 auf der Skala), „neutral“ (31 bis 70 auf der Skala) und „attraktiv“ (71 bis 100 auf der Skala) abgeleitet. Die relative Einschätzung kann sich aufgrund der hohen Komplexität der Scores und der vielfältigen Abhängigkeiten zwischen den analysierten Unternehmen kurzfristig ändern.

Das Ratingsystem der LeanVal Research GmbH für die absolute Bewertung umfasst die Ratings „unterbewertet“, „fair bewertet“ und „überbewertet“. Das Rating einer Aktie basiert auf der erwarteten Rendite für die kommenden sechs bis zwölf Monate. Die erwartete Rendite setzt sich aus der prognostizierten Veränderung des Aktienkurses und der voraussichtlichen Dividendenrendite zusammen. Änderungen des Diskontierungsfaktors oder der prognostizierten Cashflows können zu erheblichen Änderungen des Kursziels führen.

### Ratingsystem der absoluten Bewertung:

Buy	Potenzial > +15%
Hold	Geringes Aufwärts- und Abwärtspotential
Sell	Potenzial < - 15%

### Interessenkonflikte

In den Finanzanalysen sind Umstände oder Beziehungen, die Interessenkonflikte begründen können, weil sie die Unvoreingenommenheit - der Mitarbeiter der LeanVal Research GmbH, die die Analyse erstellt haben, - der LeanVal Research GmbH als für die Erstellung verantwortlichen Unternehmen oder mit ihr verbundener Unternehmen oder - der sonstigen für die LeanVal Research GmbH tätigen und an der Erstellung mit-wirkenden Personen oder Unternehmen gefährden könnten, anzugeben. Offenlegungspflichtige Informationen über Interessen oder Interessenkonflikte liegen insbesondere vor, wenn

1. wesentliche Beteiligungen (= Beteiligung > 5 % des Grundkapitals) zwischen den o.g. Personen oder Unternehmen und den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, bestehen,
2. o.g. Personen oder Unternehmen Finanzinstrumente, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen betreuen (Market Making/ Designated Sponsoring),
3. o.g. Personen oder Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt waren, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind,
4. o.g. Personen oder Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate gegenüber Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden waren oder in diesem Zeitraum aus einer solchen Vereinbarung eine Leistung oder ein Leistungsversprechen erhielten, soweit von der Offenlegung dieser Informationen keine vertraulichen Geschäftsinformationen betroffen sind,
5. o.g. Personen oder Unternehmen mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen haben,
6. o.g. Personen Vorstands- oder Aufsichtsratsmandate bei Emittenten, deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, wahrnehmen oder
7. o.g. Personen oder Unternehmen sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf die Emittenten haben, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind.

LeanVal Research GmbH  
Die Geschäftsführung  
Köln, 2022