

Macro Focus Rusland

13 februari 2019

Nora Neuteboom

Econoom opkomende markten

Tel. +31 (0)20 343 77 31

Mob: (0)639 687 836

Nora.neuteboom@nl.abnamro.com

Barry Jongkees

Senior Intelligence Specialist

Barry.jongkees@nl.abnamro.com

Sancties tegen Rusland: 'Known Unknowns'

- In 2016-2017 raakte Rusland gewend aan het 'nieuwe normaal' van de sancties, maar in 2018 kreeg dit een andere dimensie: nieuwe sancties waren minder aan specifieke beleidsdoelen gekoppeld
- We verwachten dat de VS verdere sancties oplegt en bestaande sancties niet worden versoepeld
- Het 'known unknown van nieuwe sancties heeft de onzekerheid vergroot
- We denken niet dat nieuwe sancties de economie doen ontsporen
- In de afgelopen jaren was het economisch beleid van de Russische regering erop gericht het land schokbestendiger te maken
- Dit beleid is deels ten koste van een lagere economische groei gegaan

Sancties deel I: 2014 en de annexatie van de Krim

De sancties tegen Rusland zijn ingesteld vanwege de crisis rond Oekraïne. In maart 2014 legden de Europese Unie (EU) en de Verenigde Staten (VS) sancties op aan Rusland als reactie op de illegale bezetting van de Krim en de steun aan separatisten in het oosten van Oekraïne. In eerste instantie ging het om individuele sancties tegen specifieke personen en bedrijven. In juli 2014 werden aanvullende sancties ingesteld tegen specifieke sectoren. Zo werd de buitenlandse financiering beperkt voor banken en olie- en gasbedrijven die in handen zijn van de Russische staat, en werd de toegang van Russische olie- en gasbedrijven tot geavanceerde productietechnologieën aan banden gelegd. Rusland kwam met tegenmaatregelen en kondigde in augustus 2014 een embargo af op een groot aantal landbouwproducten uit westerse landen. In onze publicatie van juli 2017 ([Macro Focus: Sancties tegen Rusland: Het nieuwe normaal](#)) concludeerden we dat sancties voor Rusland het 'nieuwe normaal' waren en dat verdere sancties niet konden worden uitgesloten.

Sancties deel II: 2017 en een breder sanctieraamwerk

De situatie is sindsdien verslechterd. De VS legde nieuwe sancties op, onder meer de Countering America's Adversaries Through Sanctions Act (CAATSA) van 2017 en de sancties tegen Russische oligarchen in april 2018 (zie onze Engelstalige publicatie: [From Russia with Love](#)) en augustus 2018 (zie onze Engelstalige publicatie: [Sanctions looming](#)), zoals samengevat in onderstaande tabel. Deze laatste sanctierondes waren, in

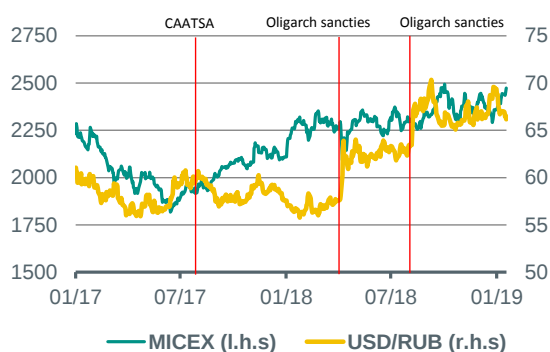
tegenstelling tot de sancties van 2014, minder aan specifieke beleidsdoelen gekoppeld. Doel van het CAATSA-raamwerk is inzicht in bestaande sancties te krijgen en nieuwe sancties in te stellen op uiteenlopende gebieden, zoals corruptie, vermeende cyberaanvallen en de Russische steun aan het regime van de Syrische president Assad. Met de sancties tegen oligarchen in april en augustus 2018 wil de VS verhinderen dat oligarchen profiteren van een corrupt systeem.

Ontwikkelingen in 2018 met betrekking tot sancties tegen Rusland

April	Sancties
	Reden: inmenging in verkiezingen, hacking van diverse internationale niet-politieke organisaties en aanval met zenuwgas novitsjok in maart 2018
	17 regeringsfunctionarissen 7 oligarchen 12 ondernemingen (o.a. EN+ Group en Rusal) Staatsbedrijf in wapenhandel Russian Financial Corporation Bank
Augustus	Sancties
	Reden: schending van de Chemical and Biological Weapons Control and Welfare Elimination Act (CBW Act) van 1991 door het gebruik van chemische wapens Financiering van wapenverkopen Verbod op krediet- of andere financiële steun van Amerikaanse overheid
September	Presidentieel decreet
	Reden: oplegging van sancties aan partijen die zich in de Amerikaanse verkiezingen hebben gemengd of het publieke vertrouwen daarin hebben ondermijnd Op grond van het decreet kan de directeur Nationale Inlichtingen binnen 45 dagen na verkiezingen beoordelen of er sprake van buitenlandse inmenging is geweest.

Sancties in 2018 vielen samen met marktonrust

Groei in %, j-o-j

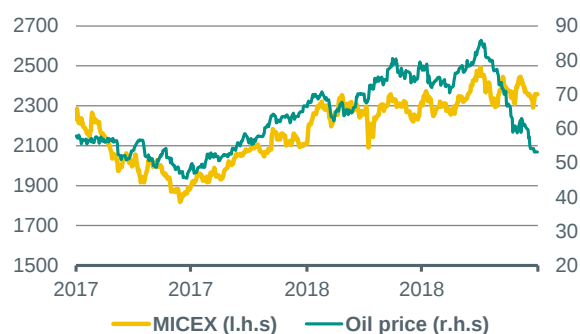


Bron: Bloomberg en ABN AMRO Economisch Bureau

Daling olieprijsen stopte stijging aandelen

MICES-aandelenindex

Brent-olie in USD per vat



Bron: Bloomberg

Sancties verergerden economische problemen

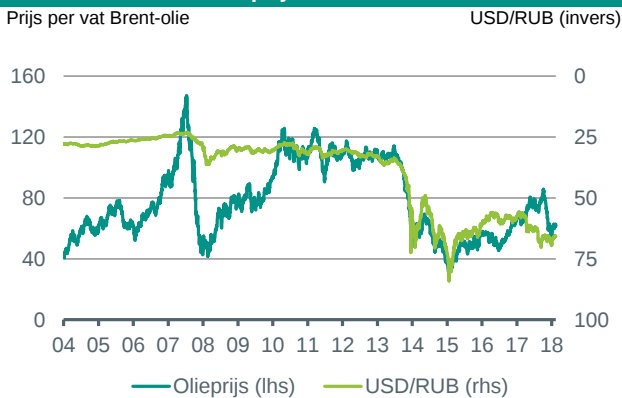
De sancties in 2017 hadden een kortstondig negatief effect op de roebel, de aandelenindex en de CDS-spreads. De Russische tegensancties – beperking van de invoer van landbouwproducten uit de EU en de VS – dreven de importinflatie op. Door daadkrachtig ingrijpen van de regering en het inflatiegericht beleid van de Russische centrale bank ebde de paniek snel weer weg. De sancties verergerden wel de macro-

economische problemen, met name via de sterke daling van de olieprijs in 2014.¹ De economie belandde in 2015 in een recessie. Het duurde twee jaar voordat Rusland zich hiervan had hersteld.

Sanctiepakket krijgt nieuwe dimensie in 2018

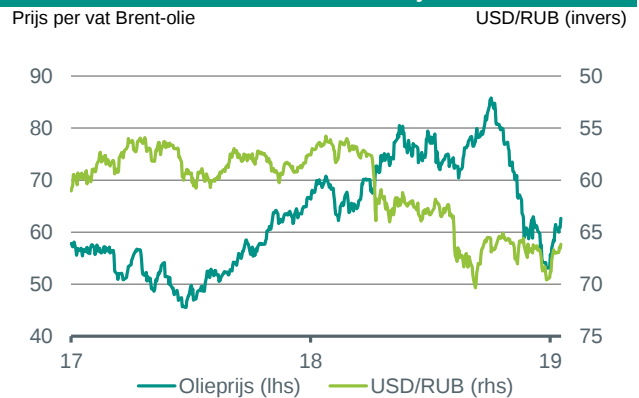
In 2016-2017 was Rusland gewend geraakt aan het 'nieuwe normaal' van de sancties, maar het sanctiepakket kreeg in 2018 een nieuwe dimensie met de twee sanctierondes tegen oligarchen. De Russische markten kenden vervolgens een van de slechtste dagen sinds 2014. De olieprijs konden weliswaar de stijgende lijn doortrekken (de piek werd pas in oktober 2018 bereikt), maar aan de waardeinstijging van de roebel kwam een abrupt einde toen in april 2018 de eerste ronde van strengere sancties werd afgekondigd. Door deze sancties kwamen de valuta's van opkomende landen over een breed front onder druk², met inbegrip van de roebel. Dit heeft mogelijk het schokeffect van de sancties versterkt. Bovendien ondergingen de Russische financiële markten een sterke correctie: de redenen voor de nieuwe sancties gingen verder dan alleen de annexatie van de Krim.

Correlatie tussen olieprijs en roebel ...



Bron: Bloomberg en ABN AMRO Economisch Bureau

... is minder evident in laatste twee jaar



Bron: Bloomberg

Wat zit er nog meer voor Rusland in het sanctievat?

Ons basisscenario is dat de bestaande sancties niet worden verlicht. Diverse factoren verhinderen een significante versoepeling van de Amerikaanse sancties. Sinds de CAATSA van 2017 als represaille voor de vermeende Russische inmenging in de Amerikaanse verkiezingen en cyberaanvallen zijn de Amerikaanse sancties duidelijk losgekoppeld van specifieke herstelmaatregelen die Rusland zou kunnen nemen. Bovendien is een harde opstelling tegenover Rusland – mede door het lopende onderzoek van Robert Mueller naar mogelijke banden van president Trump en zijn medewerkers met Rusland – sterk gepolitiseerd. Het Huis van Afgevaardigden, waar de Democraten nu de meerderheid hebben, gaat waarschijnlijk een aantal door beide partijen gesteunde wetsinitiatieven uitvoeren. Dit betreft met name de Defending American Security from Kremlin Aggression Act (DASKAA) en de Defending Elections from Threats by Establishing Redlines Act (DETER). Deze wetsinitiatieven waren door de tussentijdse

¹ De sancties tegen Rusland beoogden een beperkt maar gericht economisch effect. Ze belemmerden niet de economische bedrijvigheid in brede zin, zoals bijvoorbeeld bij de sancties tegen Iran wel het geval is, maar waren gericht tegen individuele personen en entiteiten. Meer dan vier vijfde van de 100 grootste ondernemingen in Rusland wordt niet rechtstreeks door Amerikaanse sancties getroffen.

² De valuta's van opkomende landen hadden te lijden van de hogere obligatierentes in de VS, het herstel van de Amerikaanse dollar, de handelsfricties tussen de VS en China en landspecifieke problemen.

verkiezingen in november vorig jaar en de daaropvolgende overgangperiode tot januari op een laag pitje komen te staan. Als ze inderdaad worden aangenomen, brengen deze wetten een aanzienlijke uitbreiding van het sanctiepakket tot onder meer staatsobligaties binnen handbereik. Onder de huidige omstandigheden lijkt de kans gering dat de DASKAA en/of de DETER in de huidige vorm worden geïmplementeerd, temeer omdat deze wetten waarschijnlijk aanzienlijke schade zouden berokkenen aan niet alleen de Russische economie maar ook de bredere wereldeconomie. We verwachten echter wel dat de VS nieuwe gerichte sancties oplegt aan bedrijven en personen. Dit 'known unknown' van nieuwe sanctierondes raakt de Russische markten nog steeds: buitenlandse beleggers en bedrijven stellen zich heel voorzichtig op.

Eén zwaluw maakt nog geen zomer

In januari 2019 heeft de VS de sancties tegen bedrijven van de Russische oligarch Oleg Deripaska geschrapt. Sommigen zagen dit als een teken dat een verdere beperkte verlichting van de sancties mogelijk in het verschiet lag. Het is inderdaad een positief signaal, vooral omdat het betekent dat sancties die tot doel hebben het gedrag van de betrokken partijen te veranderen, kunnen worden opgeheven wanneer het beoogde effect is bereikt (zoals in het geval van de bedrijven van Deripaska). We verwachten echter niet dat de sancties op grote schaal verder worden versoepeld. Immers, een ogenschijnlijk zwakke opstelling tegenover Rusland wordt steeds lastiger en politiek sterker beladen naarmate Robert Mueller in 2019 zijn bevindingen naar buiten brengt.

Ook de EU doet naar verwachting geen water bij de wijn

Zolang er geen wezenlijke vooruitgang met het Minsk II-akkoord wordt geboekt, is de EU niet bereid de door haar ingestelde sancties te versoepelen. Het akkoord is fundamenteel verbroken: Rusland is tot dusverre niet bereid gebleken om zwaar militair materieel uit de regio terug te trekken, terwijl Oekraïne onlangs een wet heeft aangenomen die de beloofde autonomie van Donetsk en Luhansk blokkeert en Kiev in staat stelt om personen die met de separatisten samenwerken, strafrechtelijk te vervolgen. In Oekraïne worden in 2019 presidents- en parlementsverkiezingen gehouden (in respectievelijk maart en oktober). Daarom verwachten we van Oekraïense zijde geen verzoenende gebaren: de kandidaten willen niet als 'soft voor Rusland' worden afgeschilderd. Hoewel verschillende EU-lidstaten (onder meer Hongarije, Griekenland en Italië) kritisch over de sancties zijn, missen zij de noodzakelijke bredere steun om een wijziging in het EU-beleid af te dwingen. Bovendien hebben deze landen andere (dringendere) kwesties dan de sancties tegen Rusland waarvoor ze in onderhandelingen met de EU hun wisselgeld willen gebruiken.

Alternatief scenario: strengere sancties

Indien het onderzoek van Mueller concreet bewijs oplevert van de omvang van de Russische inmenging in de Amerikaanse verkiezingen en van de banden tussen Trump en Rusland, liggen strengere sancties in de lijn der verwachting, hetzij onder de DASKAA / DETER (al dan niet in gewijzigde vorm) hetzij onder nieuwe, nog op te stellen wetgeving. Aan dit scenario kleef een duidelijk risico: hoe verder de sancties verwijderd raken van het Minsk II-akkoord en de oorspronkelijke reden (het Russisch militair ingrijpen in Oekraïne), hoe moeilijker het wordt om de sancties terug te draaien en de situatie te de-escaleren. De Amerikaanse sancties tegen landen als Irak, Iran en Noord-Korea zijn illustratief in dit verband.

De EU zal volgens ons pas verdere (gerichte en, zij het minder waarschijnlijk, sectorbrede) sancties overwegen indien Rusland de vijandelijkheden tegen Oekraïne opvoert of het Kremlin zijn inlichtingenoperaties op Europese bodem uitbreidt.

Alternatief scenario: Verschuivende verhoudingen

Hoewel we verwachten dat de relatie tussen de VS en Rusland vijandig blijft en sancties van kracht blijven, zien we mogelijkheden voor normalisering van de verhoudingen en een gedeeltelijke versoepeling van de door de EU en Rusland over en weer opgelegde sancties. Als het verschil in buitenlandbeleid tussen de VS en de EU groter wordt, neemt de EU mogelijk afstand van het Amerikaanse sanctiebeleid en verzoent de EU zich met Rusland. Europese bedrijven hebben immers sterkere commerciële banden met Rusland dan Amerikaanse ondernemingen, terwijl de EU er meer belang dan de VS bij heeft dat Oekraïne niet langdurig blootstaat aan economische en politieke onrust. We denken dan ook dat Duitsland en Frankrijk wel eens een nieuw diplomatiek initiatief zouden kunnen lanceren om het Minsk II-akkoord nieuw leven in te blazen (mits Rusland zijn houding wijzigt). Een mogelijke eerste stap is dat het Russische voorstel om in de regio Donbass een vredesmacht te stationeren, wordt uitgewerkt.

Dankzij prudent beleid is Rusland beter bestand tegen sancties

In ons basisscenario verwachten we dat de onzekerheid rond sancties groot blijft. Dit jaar volgen immers mogelijk nieuwe sancties. Om de gevolgen van ons basisscenario voor de Russische economie te bepalen, moeten we de beleidsreactie van de Russische regering meewegen in de vergelijking. In de afgelopen jaren heeft de Russische regering geprobeerd de economie schokbestendiger te maken. Hierbij lag de nadruk op (1) prudent begrotingsbeleid en reservevorming, (2) imports substitutie en exportdiversificatie en (3) inflatiedoel.

(1) Prudent begrotingsbeleid en reservevorming

Rusland heeft de bruto buitenlandse schuld teruggebracht van USD 668 miljard in december 2013 naar nu USD 536 miljard. De buitenlandse schuld is met 30% van het bbp voor een opkomende markt relatief laag. Rusland heeft zijn omvangrijke reserves gebruikt om door de sancties getroffen ondernemingen te helpen en de economie te stimuleren. Hierdoor namen de valutareserves af van bijna USD 500 miljard in 2012 naar een laagtepunt van USD 318 miljard in 2016. Mede dankzij gericht beleid – zoals de in 2017 ingevoerde begrotingsregel waardoor olieopbrengsten aan de reserves worden toegevoegd – zijn de valutareserves inmiddels weer aangegroeid tot USD 400 miljard. Dit is gelijk aan een invoerdekking van bijna tien maanden en geeft Rusland een flinke buffer tegen toekomstige (externe) schokken. De Russische centrale bank heeft intussen haar belang in Amerikaanse staatsobligaties (Treasuries) grotendeels afgestoten en haar goudvoorraad vergroot. Dit duidt erop dat de centrale bank zich op het worstcasescenario voorbereidt. De regering heeft voorts in 2018 de belastingen voor de olie-industrie en de omzetbelasting verhoogd en de pensioenleeftijd fors opgetrokken. Deze maatregelen stonden ook in het teken van de nationale begroting: om te voorkomen dat de overheidsschuld verder oploopt, streeft Rusland naar een begrotingsoverschot in de komende jaren.

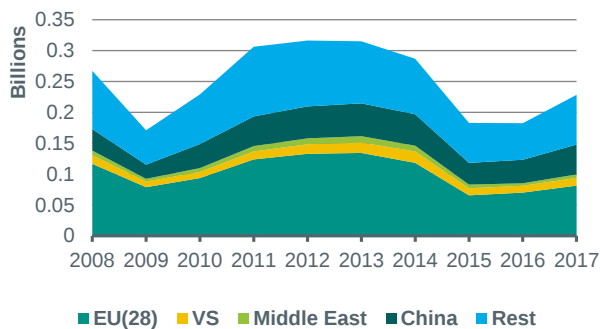
(2) Imports substitutie / export diversificatie

Na de invoering van de sancties in 2014 kwam de handel met de EU(28) onder druk. De Russische invoer uit de EU(28) als percentage van de totale invoer daalde van 42% in 2013 naar 35% in 2015. Vooral door de sancties getroffen sectoren zagen de invoer uit de EU(28) sterk teruglopen. De technologiegerelateerde invoer was in de periode 2015 – 2017 56% lager dan in de periode 2010 – 2013. De invoer van voedingsmiddelen nam af van 36% in 2014 naar circa 20% in 2017, hoofdzakelijk door de Russische tegensancties. Zo kwam in 2015 de invoer van groente, fruit, vis, vlees, melk en room volledig tot stilstand. In dat jaar werd een nieuwe regeringscommissie voor imports substitutie gevormd. Hoofdtak van deze commissie was door de sancties getroffen en/of strategisch belangrijke invoerproducten te vervangen door binnenlandse producten. Uit de handelscijfers kan worden afgeleid dat de imports substitutie nog niet van de grond is gekomen. Veel goederen die onder de sancties vallen, zoals landbouwproducten, worden nu geïmporteerd uit andere landen dan de EU(28). Zo is de invoer van onder de sancties vallende zuivelproducten uit landen buiten de EU(28) verdrievoudigd.

Daarnaast heeft Rusland actief gewerkt aan diversificatie van zijn uitvoerbestemmingen. De uitvoer (exclusief olie) naar niet-Westerse landen is in de afgelopen twee jaar toegenomen. Dit kan symptomatisch voor exportdiversificatie zijn. De toename van de uitvoer gaat overigens voor een groot deel naar China. Gegeven de snelle groei van de Chinese economie is dit niet verwonderlijk. Daarbij komt dat Rusland een aantal strategisch belangrijke samenwerkingsverbanden is aangegaan, met China in het bijzonder. Omdat de Amerikaanse sancties de modernisering van de Russische strijdkrachten belemmeren, is Rusland op zoek gegaan naar andere leveranciers van militair materieel. Met China en andere Zuidoost-Aziatische landen zijn overeenkomsten gesloten. China heeft ook leningen verstrekt aan de gasbedrijven Novatek en Gazprom.

Russische invoer uit verschillende regio's

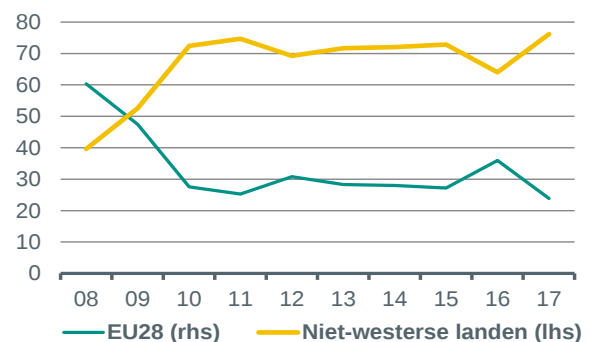
Invoer, waarde in USD (x 1.000), totaal van alle producten



Bron: UN COMTRADE

Russische uitvoer, exclusief olie

Uitvoer (excl. olie) naar EU(28) en niet-Westerse landen als % van totale uitvoer excl. olie



Bron: Bloomberg

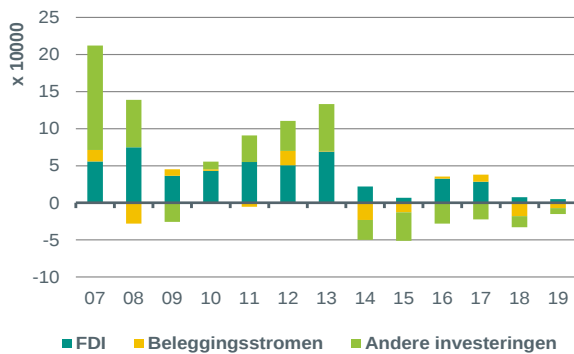
(3) Inflatie terugbrengen

De Russische centrale bank (CBR) kwam meteen in actie toen de importinflatie in 2014 opliep, en verhoogde de rente van 5,5% begin 2014 naar 17% eind 2014. Zoals uiteengezet in onze meest recente visie op Rusland ([Visie op Rusland 2019: het blijft aanmodderen](#)), heeft de CBR consistent een behoudend monetair beleid gevolgd – met een hoge reële rente in vergelijking met andere opkomende markten – om de inflatieverwachtingen te verankeren op het gewenste niveau van 4%. Dit heeft geholpen

om de inflatie terug te dringen van een hoogtepunt van 17% eind 2014 tot het huidige niveau dat de doelstelling dicht is genaderd. De prijsstabiliteit heeft het algehele herstel van de economie bevorderd. Bovendien zijn de inflatieverwachtingen ten opzichte van de hoge niveaus van de afgelopen jaren aanzienlijk gedaald. Het 'hawkish' beleid van de CBR is wel ten koste van hogere rentes voor het bedrijfsleven gegaan. Dit heeft de kredietgroei en de investeringen geremd. Kredietverlening aan het mkb ligt nog steeds onder het niveau van 2013.

Kapitaalstromen zijn sinds 2014 afgenomen

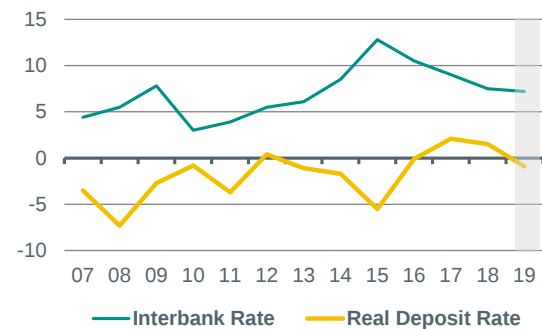
Kapitaalstromen niet-ingezetenen, USD mln



Bron: EIU en ABNAMRO

Reële rente is positief gebleven in afgelopen jaren

Reële rente, %



Bron: Bloomberg

Stabiliteit boven groei is prima, maar beleidsmakers moeten niet doorslaan

Macro-economische stabiliteit staat centraal in de strategie van Rusland om het nieuwe normaal van sancties het hoofd te bieden. Dankzij een actief prudent begrotings- en monetair beleid is Rusland nu beter bestand tegen (externe) schokken. Kwamen de nieuwe sancties in 2018 voor de markten grotendeels nog als een negatieve verrassing, voor 2019 wordt in brede kring al uitgegaan van verdere sancties. We verwachten daarom dat nieuwe sanctierondes tegen bedrijven en personen – net zoals in 2018 – slechts een kortstondig effect op de markten hebben en de Russische economie niet zullen doen ontsporen. Bovendien zullen nieuwe sancties worden opgelegd tegen de achtergrond van een verbeterende economische situatie: we verwachten namelijk dat de olieprijs iets oplopen en dat de valuta's van opkomende landen sterk zijn. Verder denken we dat alleen sancties die de uitvoer van olie en gas en/of de uitgifte van schatkistpapier raken, Rusland eventueel terug in een recessie kunnen duwen. Zoals we in de hierboven geschetste scenario's al aangaven, houden we dit soort sancties voor onwaarschijnlijk.

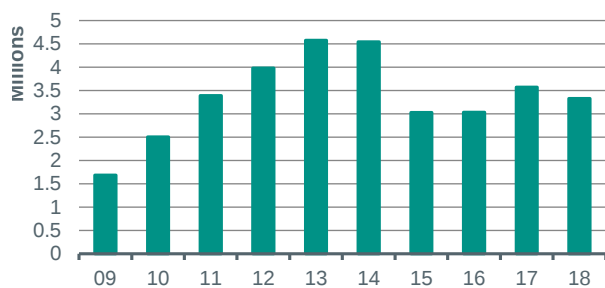
Aan alles hangt een prijskaartje

Aan het prudente macro-economische beleid en de schokbestendigheid hangt een prijskaartje. Rusland is nu weliswaar beter dan vóór 2014 bestand tegen sancties, maar de economische groei is nog steeds laag. Het land heeft zich in 2016/2017 ontworsteld aan een recessie, maar een inhaalslag is uitgebleven. Integendeel, de groei is steeds onder het potentiële niveau van 2% gebleven. De hoge rente en het prudente en conservatieve begrotingsbeleid hebben de groei niet bevorderd. De kredietgroei is nog steeds niet terug op het niveau van 2013 en de investeringen in productieve sectoren blijven eveneens achter. Rusland wil de valutareserves verder vergroten van USD 400 miljard naar USD 500 miljard, terwijl bepaalde verouderde sectoren (onder meer de

verwerkende industrie) juist dringend om nieuwe investeringen in technologie verlegen zitten. Rusland besteedt minder dan de helft van het OESO-gemiddelde aan onderzoek en ontwikkeling. De macro-economische stabiliteit gaat ten koste van een lagere toekomstige groei. De baten en de kosten moeten dan ook zorgvuldig tegen elkaar worden afgewogen.

Leningen in RUB aan het mkb

Mkb-kredietverlening, RUB milj



Bron: EIU en ABNAMRO

Investerings zijn nog steeds beperkt

Bruto investeringen in vaste activa, constante prijzen j-o-j % NSA



Bron: EIU

DISCLAIMER

Dit document is samengesteld door ABN AMRO. Het heeft uitsluitend als doel om financiële en algemene informatie te verstrekken over de economie. ABN AMRO behoudt zich alle rechten voor met betrekking tot de informatie in het document en het document wordt uitsluitend aan u verstrekt voor uw informatie. Het is niet toegestaan dit document (geheel of deels) te kopiëren, distribueren, door te geven aan een derde of om het voor enig ander doel te gebruiken dan hier boven bedoeld. Dit document is informatief bedoeld en vormt geen aanbieding van effecten aan het publiek, of een uitnodiging om een aanbod te doen.

U mag niet om welke reden dan ook vertrouwen op de informatie, meningen, beramingen, en aannames in dit document noch dat het compleet, accuraat of juist is. Er wordt geen garantie gegeven, uitdrukkelijk of stilzwijgend, door of uit naam van ABN AMRO, haar directieuren, functionarissen, vertegenwoordigers, gelieerde partijen, groepsmaatschappijen of werknemers met betrekking tot de juistheid of volledigheid van de informatie in dit document, en geen enkele aansprakelijkheid wordt geaccepteerd voor enig verlies als direct of indirect gevolg van het gebruik van deze informatie. De opvattingen en meningen opgenomen hierin kunnen op enig moment aan verandering onderhevig zijn en ABN AMRO heeft geen enkele verplichting om de informatie in dit document na de datum hiervan te herzien.

Voordat u in enig product van ABN AMRO investeert, dient u zich te informeren over de verschillende financiële en andere risico's, alsmede mogelijke beperkingen voor u en uw investeringen als gevolg van toepasselijke wetgeving en regels. Indien u, na lezing van dit document, overweegt een investering te doen in een product, raadt ABN AMRO aan om een dergelijke investering met uw relatiemanager of persoonlijke adviseur te bespreken om nader te bezien of het relevante product – met inachtneming van alle mogelijke risico's – past bij uw investeringen. De waarde van beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garanties voor de toekomst. ABN AMRO behoudt zich het recht voor wijzigingen in dit materiaal aan te brengen.

Alle rechten voorbehouden