

Zur ökonomischen Unrentabilität des Krieges: Russland, historische Vergleichsfälle und Folgerungen für Anleger

Roland Rupprechter¹

August 2026

Abstract

Die vorliegende Arbeit untersucht die Frage, ob sich Kriege unter modernen Bedingungen ökonomisch rentieren. Sie verbindet die theoretische Literatur — von Bastiat über Norman Angell bis zur jüngeren Kriegskostenforschung — mit einer vertieften Fallstudie zu Russland 2022 bis 2026 und historischen Vergleichsfällen vom Ersten Weltkrieg bis zu den amerikanischen Interventionskriegen. Eine Kapitalmarktperspektive wertet ergänzend Aktien- und Anleihemärkte kriegführender Staaten, Zinsen, Inflation und staatliche Eingriffe in Eigentumsrechte aus.

Die Ergebnisse sind eindeutig. Kriege am eigenen Kriegsschauplatz senken das Bruttoinlandsprodukt im Durchschnitt um rund 30 Prozent binnen fünf Jahren und erhöhen die Inflation um etwa 15 Prozentpunkte; auch Nachbarländer erleiden erhebliche Verluste. Für Russland übersteigen die Kriegskosten von rund 550 Mrd. US-Dollar den ökonomischen Gegenwert des eroberten Territoriums je nach Bewertungsansatz um das Drei- bis über Dreißigfache; hinzu kommen der

¹Roland Rupprechter, Economic Research, R&B Wealth Management, Kreuzgasse 1a, 6850 Dornbirn; Member Austrian Association for Financial Analysis and Asset Management. Email: roland.rupprechter@rbvm.at.
Erklärung zum Einsatz von KI-Tools: Diese Arbeit entstand unter punktuelltem Einsatz der KI Claude (Anthropic). Inhaltliche Kernleistungen – darunter die Forschungsfrage, das Ziel, die Methodik, die Datenanalyse, sämtliche Berechnungen sowie das Fachwissen und das Layout – wurden vom Autor komplett eigenständig erbracht. Claude diente unter Anleitung als Assistenzwerkzeug zur Unterstützung bei der Recherche, zur Textkürzung, zur Überprüfung von Herleitungen sowie zum Abgleich von Quellen. Manche KI-generierte Textpassagen wurden vom Autor intensiv geprüft und erst nach Erreichen der inhaltlichen Ziele integriert. Zuletzt wurde das System für das Lektorat (Rechtschreibung und akademischer Stil) genutzt. Der Autor trägt die alleinige Verantwortung für den Inhalt der Arbeit.

dauerhafte Verlust von 1,5 bis 1,8 Millionen Arbeitskräften und ein wirtschaftlicher Rückwurf von zehn bis fünfzehn Jahren. Der russische Aktienmarkt notiert viereinhalb Jahre nach Kriegsbeginn in US-Dollar mehr als ein Drittel unter Vorkriegsniveau — bei faktischem Ausschluss ausländischer Anleger.

Eine „Kriegsdividende“ existiert nicht: Der vermeintliche Konjunkturimpuls der Rüstung ist Umverteilung, nicht Wohlstandsmehrung. Für Anleger sind Kriegsphasen durch Kursverluste, Illiquidität, finanzielle Repression und Enteignungsrisiken gekennzeichnet; ein Wiedereinstieg lohnt historisch erst mit einer glaubwürdigen Friedens- und Eigentumsordnung — nicht selten schon am Punkt der größten Unsicherheitsauflösung, lange vor dem formalen Friedensschluss.

Keywords: Kriegsökonomie · Opportunitätskosten · Sanktionen · Russland · Aktienmärkte · Finanzrepression · Enteignung.

JEL-Codes: D74, E31, E44, F51, G12, G15, H56, N40.

Nicht-technische Zusammenfassung

Kriege gelten in Teilen der öffentlichen Debatte bis heute als wirtschaftlich vorteilhaft: Sie sollen Aufträge schaffen, die Industrie auslasten und Territorium samt Rohstoffen einbringen. Diese Arbeit prüft das anhand der ökonomischen Forschung, der Erfahrung großer Kriege aus 150 Jahren und einer Fallstudie zum russischen Angriffskrieg gegen die Ukraine. Das Ergebnis in einem Satz: Krieg ist unter modernen Bedingungen ein Verlustgeschäft — für den Angreifer, den Angegriffenen und in abgeschwächter Form auch für unbeteiligte Nachbarn.²

Der Grund ist einfacher, als er scheint. Was im Krieg produziert wird — Munition, Panzer, Befestigungen —, wird verbraucht, zerstört oder veraltet, ohne den Lebensstandard zu erhöhen. Gleichzeitig werden Fabriken, Wohnungen, Straßen und vor allem Menschen vernichtet, die künftigen Wohlstand hätten schaffen können. Die scheinbare Belebung durch Rüstungsaufträge ist die alte Täuschung vom zerbrochenen Fenster: Sichtbar ist der Umsatz des Glasers, unsichtbar bleibt, was mit demselben Geld sonst entstanden wäre.

Die Zahlen bestätigen dies. Nach der Kieler Auswertung von 176 Kriegsschauplätzen seit 1870 liegt die Wirtschaftsleistung eines Kriegslandes nach fünf Jahren rund 30 Prozent unter dem Vorkriegspfad, die Inflation um 15 Prozentpunkte darüber. Russland liefert das jüngste Anschauungsbeispiel: Kriegskosten von rund 550 Mrd. US-Dollar stehen einem Territorium mit einem Bodenwert von nur rund 16 Mrd. US-Dollar gegenüber; selbst großzügigste Vollwertschätzungen decken die Kosten nicht annähernd. Hinzu kommen Hunderttausende Gefallene und Invalide, massive Abwanderung von Fachkräften, Zinsen von zeitweise 21 Prozent und aufgezehrte Staatsreserven.

Für Anleger enthält die Arbeit ein eigenes Kapitel. Es zeigt, wie sich Aktienbörsen kriegführender Staaten typischerweise verhalten: scharfer Einbruch zu Kriegsbeginn, Schließungen und Handelsbeschränkungen, dann — je nach Kriegsverlauf — eine Erholung, die oft schon am Punkt der größten Unsicherheit einsetzt. Es zeigt auch die dunkle Seite: eingefrorene Depots, ausgesetzte Dividenden, Kapitalverkehrssperren, Zwangsverkäufe mit hohen Abschlägen und Enteignungen ausländischer Eigentümer, für die Russland seit 2022 das Beispiel liefert.

Die praktische Folgerung lautet: Rüstungsausgaben mögen als Versicherungsprämie gegen noch größere Verluste notwendig sein — ein Wohlstandsprogramm sind sie nicht. Anleger sollten Kursen misstrauen, die nur in entwerteter Landeswährung steigen, Liquidität nicht mit Verfügbarkeit verwechseln und den Wiedereinstieg an Eigentumsrechte knüpfen statt an Friedensrhetorik.

² Die Studie folgt einer rein ökonomischen Methodik; das menschliche Leid, das jeder Krieg verursacht, lässt sich in keiner Statistik angemessen abbilden.

Inhaltsverzeichnis

Nicht-technische Zusammenfassung	3
1 Einleitung	5
2 Theoretische Grundlagen: Warum Krieg sich nicht rechnet	7
2.1 Die Parabel vom zerbrochenen Fenster und die Opportunitätskosten	7
2.2 Norman Angell und die große Illusion.....	8
2.3 Der Irrtum der Rüstungskonjunktur	9
2.4 Moderne Bedingungen: Verflechtung, Wissenskapital und die Kosten der Eroberung.....	10
3 Empirische Evidenz: Die makroökonomischen Kosten von Kriegen	11
3.1 Wirkungen im kriegführenden Staat	11
3.2 Übertragungswirkungen auf Nachbarländer und Weltwirtschaft	12
3.3 Vernichtung von Human- und Sachkapital	13
3.4 Fiskalische Gesamtkosten: historische Größenordnungen.....	13
4 Fallstudie Russland: Die Bilanz einer Kriegswirtschaft	15
4.1 Territorialgewinn und Kriegskosten: die Kosten-Nutzen-Rechnung.....	15
4.2 Sanktionen, Handelsumlenkung und technologische Abkopplung	16
4.3 Fiskalische Lage: Militärausgaben, Defizite und die Erschöpfung der Reserven ..	17
4.4 Inflation, Zinsen und die Überhitzung der Kriegswirtschaft	18
4.5 Human- und Sachkapital: Verluste, Abwanderung, Produktivität.....	19
4.6 Zwischenergebnis: Die Bilanz nach viereinhalb Jahren	20
5 Historische Vergleichsfälle	20
5.1 Der Erste Weltkrieg: Ruin der Sieger wie der Besiegten.....	20
5.2 Der Zweite Weltkrieg und der Mythos der Kriegsprosperität	21
5.3 Interventionskriege: Vietnam, Afghanistan, Irak	22
5.4 Gemeinsame Muster	23
6 Kapitalmärkte im Krieg: Folgerungen für Anleger	23
6.1 Aktienmärkte kriegführender Staaten	23
6.2 Zins- und Inflationsentwicklung: die stille Enteignung der Gläubiger.....	26
6.3 Illiquidität: wenn der Ausgang verschlossen ist.....	28
6.4 Staatliche Eingriffe: von der Kapitalverkehrssperre bis zur Enteignung	29
6.5 Wann lohnt der Wiedereinstieg?	31
7 Fazit und Ausblick	32
Literaturverzeichnis	34

1 Einleitung

Im August 2026 steht der russische Angriffskrieg gegen die Ukraine in seinem fünften Jahr. Waffenruhen — zuletzt eine nur 32-stündige Feuerpause zum orthodoxen Osterfest im April 2026 — hielten nicht, die Verhandlungslage ist festgefahren, und die Kampfhandlungen haben an Intensität kaum verloren. Zugleich hat dieser Krieg eine Daten- und Erfahrungslage geschaffen, die es erlaubt, eine alte Frage der politischen Ökonomie mit ungewohnter Genauigkeit zu beantworten: Rentiert sich Krieg ökonomisch? Die vorliegende Arbeit verneint diese Frage — nicht als moralisches Urteil, sondern als Ergebnis einer nüchternen Kosten-Nutzen-Rechnung, wie sie für jede große Investitionsentscheidung angestellt würde.³

Die Frage ist älter als die moderne Volkswirtschaftslehre. Ihre klassische Antwort gab Norman Angell, der bereits 1909/1910 — also vor dem Ersten Weltkrieg — darlegte, dass die Handels- und Finanzverflechtung der modernen Welt die Eroberung fremden Gebietes ökonomisch sinnlos macht: Der Sieger zerstört mit dem Handelspartner zugleich die Grundlage des eigenen Wohlstands und ruiniert sich an den Kriegskosten kaum weniger als der Besiegte. Angell wurde vielfach missverstanden, als habe er Kriege für unmöglich erklärt; tatsächlich erklärte er sie für unrentabel — eine These, die der Erste Weltkrieg auf furchtbare Weise bestätigte und für die John Maynard Keynes (1919) mit Blick auf die Friedensordnung von Versailles die wirtschaftspolitische Ergänzung lieferte.

Die moderne empirische Forschung hat diese Einsicht quantifiziert. Federle, Meier, Müller, Mutschler und Schularick (2024) werten am Institut für Weltwirtschaft in Kiel 176 Kriegsschauplätze seit 1870 aus und beziffern den durchschnittlichen Schaden eines zwischenstaatlichen Krieges auf dem eigenen Territorium auf rund 30 Prozent des Bruttoinlandsprodukts binnen fünf Jahren, begleitet von einem Inflationsanstieg um etwa 15 Prozentpunkte; selbst unbeteiligte Nachbarländer verlieren im Durchschnitt rund zehn Prozent ihrer Wirtschaftsleistung. Krieg ist damit der größte einzelne makroökonomische Schadensfall, den die Datenreihen der letzten anderthalb Jahrhunderte kennen — schwerer als Finanzkrisen, Pandemien oder Naturkatastrophen.⁴

Dennoch hält sich die Vorstellung einer segensreichen „Kriegskonjunktur“ hartnäckig — genährt von vollen Auftragsbüchern der Rüstungsindustrie, sinkenden Arbeitslosenzahlen in Kriegswirtschaften und der Erinnerung an den amerikanischen Produktionsboom der 1940er Jahre. Diese Arbeit setzt dieser Vorstellung die Parabel vom zerbrochenen Fenster entgegen, die Frédéric Bastiat 1850 formulierte: Sichtbar ist stets der Umsatz des Glasers, unsichtbar bleibt, was mit denselben Mitteln sonst geschaffen worden wäre. Auf Volkswirtschaften übertragen heißt das: Rüstungsausgaben verschieben

³ Zum militärischen Lagebild vgl. die laufenden Einschätzungen des Institute for the Study of War (Stand August 2026); Moskau lehnt ein Einfrieren der gegenwärtigen Frontlinie ausdrücklich ab.

⁴ Federle et al. (2024), Kiel Working Paper Nr. 2262; eine deutsche Kurzfassung erschien im Wirtschaftsdienst 104(4), S. 283–284.

Nachfrage, sie schaffen keinen zusätzlichen Wohlstand; die Fehlleitung von Kapital und Arbeitskraft in Güter, die verbraucht, zerstört oder eingelagert werden, ist eine Belastung künftigen Wachstums.

Eine Abgrenzung ist geboten. Diese Arbeit behandelt die Frage, ob Krieg sich für den kriegführenden Staat und seine Volkswirtschaft rechnet, sowie die Folgen für Anleger. Sie behandelt nicht die Frage, ob Verteidigungsfähigkeit geboten ist: Abschreckung ist ökonomisch eine Versicherungsprämie gegen noch größere Verluste — die Kieler Ergebnisse selbst liefern das stärkste Argument, warum die Verhinderung eines Krieges nahezu jeden Versicherungsbeitrag rechtfertigt. Ein Renditeversprechen ist sie nicht, und sie sollte wirtschaftspolitisch auch nicht als solches verkauft werden.⁵

Der Beitrag der vorliegenden Arbeit gliedert sich in drei zentrale Aspekte. Erstens verbindet sie die theoretischen Argumente (Kapitel 2) mit der neueren empirischen Evidenz (Kapitel 3) zu einer geschlossenen Darstellung. Zweitens vertieft sie die hauseigene Fallstudie „Der negative Return of Investment eines Krieges — Fallstudie Russland“ (R&B Wealth Management, 2026) zu einer vollständigen Kriegsbilanz Russlands nach viereinhalb Jahren, aktualisiert um die Daten bis August 2026 (Kapitel 4), und stellt ihr die großen historischen Fälle zur Seite (Kapitel 5). Drittens entwickelt sie eine in der Literatur selten systematisch behandelte Anlegerperspektive: Wie verhalten sich Aktienbörsen kriegführender Staaten, was geschieht mit Zinsen und Inflation, wie entsteht Illiquidität an Aktien- und Anleihemärkten, welche staatlichen Eingriffe treffen insbesondere ausländische Investoren, und wann lohnt der Wiedereinstieg (Kapitel 6)?

Alle Angaben zu einem laufenden Krieg stehen unter einem Datenvorbehalt. Verlustzahlen, Kriegskosten und Territorialbewertungen sind Schätzungen mit erheblichen Bandbreiten; wo immer möglich, werden mehrere unabhängige Quellen ausgewiesen und konservative Mittelwerte verwendet. An der Größenordnung der Ergebnisse — und nur auf sie kommt es für die Forschungsfrage an — ändern die Unsicherheiten nichts.⁶

Die Arbeit ist wie folgt aufgebaut. Kapitel 1 — das vorliegende — führt in die Fragestellung ein und ordnet die Literatur. Kapitel 2 entwickelt die theoretischen Grundlagen: die Parabel vom zerbrochenen Fenster und die Opportunitätskosten des Krieges, Angells These der großen Illusion, den Irrtum der Rüstungskonjunktur sowie die Bedingungen der modernen Wissensökonomie. Kapitel 3 fasst die empirische Evidenz zu den makroökonomischen Kosten von Kriegen zusammen. Kapitel 4 enthält die Fallstudie Russland, Kapitel 5 die historischen Vergleichsfälle. Kapitel 6 wendet die Ergebnisse auf die Kapitalanlage an, und Kapitel 7 schließt mit Fazit und Ausblick.

⁵ Zur „Friedensdividende“ nach 1990 — sinkende Militärquoten als Wachstumsreserve — vgl. die Übersicht bei SIPRI (2025); der Umkehrschluss gilt für die europäische Wiederaufrüstung seit 2022.

⁶ Die Verlustschätzung von rund 1,2 Millionen russischen Soldaten (Gefallene, Verwundete, Vermisste) stützt sich auf CSIS (Januar 2026), den niederländischen Militärgeheimdienst MIVD (April 2026) und The Economist (Mai 2026).

2 Theoretische Grundlagen: Warum Krieg sich nicht rechnet

2.1 Die Parabel vom zerbrochenen Fenster und die Opportunitätskosten

Frédéric Bastiat erzählt in seinem Essay „Ce qu'on voit et ce qu'on ne voit pas“ (1850) die Geschichte eines Ladenbesitzers, dessen Sohn eine Fensterscheibe einwirft. Die Umstehenden trösten ihn: Das Unglück habe auch sein Gutes, denn der Glaser erhalte nun einen Auftrag. Bastiats Einwand begründete eine ganze Denkschule: Sichtbar ist der Umsatz des Glasers; unsichtbar bleibt, dass der Ladenbesitzer sich für dasselbe Geld Schuhe hätte kaufen können — dann besäße die Volkswirtschaft ein Fenster und ein Paar Schuhe, so aber nur ein Fenster. Zerstörung schafft keinen Wohlstand; sie erzwingt lediglich Ersatzbeschaffung, die anderswo fehlt. Henry Hazlitt (1946) machte die Parabel zum Kernstück seiner „Economics in One Lesson“ und wandte sie ausdrücklich gegen die damals verbreitete These, der Zweite Weltkrieg habe die amerikanische Wirtschaft saniert.⁷

Auf den Krieg übertragen wirkt die Parabel doppelt. Erstens auf der Zerstörungsseite: Jede vernichtete Fabrik, jede gesprengte Brücke, jedes zerstörte Wohnhaus löst nach dem Krieg Ersatzinvestitionen aus, die in der Statistik als Wirtschaftsleistung erscheinen, obwohl sie die Volkswirtschaft nur auf den Stand von vorher zurückbringen. Das Bruttoinlandsprodukt ist eine Stromgröße; es misst Produktion, nicht Vermögen. Ein Land, das eine Stadt wieder aufbaut, produziert viel und besitzt am Ende doch nur, was es vor dem Krieg schon hatte — während die entgangenen Alternativverwendungen der Mittel nirgends verbucht werden. Zweitens auf der Produktionsseite: Rüstungsgüter stiften, anders als Maschinen, Straßen oder Schulen, keinen fortlaufenden Nutzen. Ein Artilleriegeschoss wird verschossen, ein Panzer zerstört oder verschrottet, ein Bunker verfällt. Die Produktion bindet Stahl, Chemie, Elektronik und hochqualifizierte Arbeitskraft — ihr Ertrag für den Lebensstandard ist null.⁸

Damit sind die Opportunitätskosten benannt, die zweite Hälfte des Arguments. Jeder Rubel, Dollar oder Euro, der in Munition fließt, fehlt bei Bildung, Gesundheit, Infrastruktur, Forschung oder schlicht beim privaten Konsum. Diese Kosten sind nicht hypothetisch, sondern messbar: Kriegswirtschaften verdrängen systematisch zivile Investitionen, verschieben Arbeitskräfte in unproduktive Verwendungen und finanzieren sich über Steuern, Schulden oder Geldentwertung — drei Wege, die alle künftige Kaufkraft belasten. Der Krieg konsumiert die Zukunft, um die Gegenwart zu zerstören: Das ist, auf einen Satz gebracht, die ökonomische Bilanz jeder Kriegsfinanzierung.

⁷ Bastiat, F. (1850), *Ce qu'on voit et ce qu'on ne voit pas*; die Parabel bildet das erste Kapitel. Hazlitt widmet ihr das Kapitel „The Broken Window“ und die Anwendung „The Blessings of Destruction“.

⁸ Zur Unterscheidung von Strom- und Bestandsgrößen im Kriegskontext vgl. Broadberry und Harrison (2005), die für den Ersten Weltkrieg Produktions- und Vermögensrechnungen gegenüberstellen.

2.2 Norman Angell und die große Illusion

Norman Angells „The Great Illusion“ (1910, deutsch: „Die große Illusion“) gilt zu Recht als Klassiker der Kriegsökonomie. Die „Illusion“ des Titels ist der Glaube, ein Staat könne sich durch militärische Eroberung bereichern. Angells Gegenargument beruht auf der Verflechtung der modernen Wirtschaft: Wohlstand beruht nicht mehr auf Land und Beute, sondern auf Handel, Kredit und Arbeitsteilung. Wer seinen Nachbarn erobert, zerstört dessen Kaufkraft und damit den eigenen Absatzmarkt; wer das internationale Kreditgeflecht zerreißt, trifft die eigenen Banken; wer Fabriken besetzt, kann deren Wert nicht abtransportieren wie eine Kriegskasse des 17. Jahrhunderts. Der Sieger gewinnt Verwaltungslasten und verliert Handelspartner — die Eroberung „zahlt sich nicht“, unabhängig davon, wer militärisch siegt.⁹

Der Erste Weltkrieg widerlegte Angell nicht — er bestätigte ihn. Keiner der europäischen Hauptbeteiligten stand 1919 wirtschaftlich besser da als 1913; die „Sieger“ Großbritannien und Frankreich verwandelten sich von den größten Gläubigern der Welt in Schuldner der Vereinigten Staaten, die Besiegten versanken in Hyperinflation und politischer Zerrüttung, und der Welthandel benötigte Jahrzehnte, um die zerrissenen Verbindungen wiederherzustellen. Glick und Taylor (2010) beziffern allein die Handelsverluste der Weltkriege auf Größenordnungen, die die direkten Kriegskosten übersteigen und noch Jahrzehnte nach Kriegsende nachwirken. Dass Angell dennoch als widerlegt gilt, beruht auf dem erwähnten Missverständnis: Er hatte nicht behauptet, die Unrentabilität des Krieges werde Kriege verhindern — Staaten können sich irren, und sie tun es. Seine These betraf die Bilanz, nicht die Wahrscheinlichkeit des Irrtums.

John Maynard Keynes führte die Rechnung 1919 zu Ende. Seine Streitschrift über die wirtschaftlichen Folgen des Friedensvertrages zeigte, dass nicht einmal der vollständige militärische Sieg die Kriegsrechnung begleichen kann: Europa sei eine wirtschaftliche Einheit, und der Versuch, die Kriegskosten über Reparationen beim Besiegten einzutreiben, müsse die Handels- und Kreditordnung zerstören, von der auch die Sieger lebten — und den nächsten Konflikt vorbereiten. Die Geschichte der Zwischenkriegszeit folgte diesem Drehbuch mit bedrückender Genauigkeit. Für die Rentabilitätsfrage dieser Arbeit ist das der zweite Teil der klassischen Antwort: Wenn schon der Sieg mit diktiertem Frieden die Kosten nicht hereinholt, kann es der Krieg als solcher erst recht nicht.¹⁰

Für die Gegenwart ist Angells Argument stärker denn je. Die Weltwirtschaft des Jahres 2026 ist ungleich enger verflochten als die des Jahres 1913: Wertschöpfung entsteht in grenzüberschreitenden Lieferbeziehungen, Kapital ist mobil, und die wertvollsten Vermögensgegenstände — Wissen, Software, Netzwerke, Marken, qualifizierte Menschen

⁹ Die Erstfassung erschien 1909 als Broschüre „Europe’s Optical Illusion“; die erweiterte Buchfassung 1910 wurde in über zwanzig Sprachen übersetzt. Angell erhielt 1933 den Friedensnobelpreis.

¹⁰ Keynes bezifferte die realistische deutsche Zahlungsfähigkeit auf einen Bruchteil der alliierten Forderungen; die tatsächlich geleisteten Reparationen blieben am Ende weit unter beiden Werten.

— lassen sich nicht erobern, wohl aber vertreiben. Russland erfährt dies seit 2022: Das Land gewann Ackerland und Ruinen und verlor seinen größten Energiekunden, den Zugang zu westlicher Technologie und Hunderttausende seiner produktivsten Köpfe.

2.3 Der Irrtum der Rüstungskonjunktur

Das populärste Gegenargument lautet, Rüstungsausgaben belebten die Konjunktur: Der Staat bestellt, Fabriken stellen ein, die Arbeitslosigkeit sinkt. Kurzfristig ist der Nachfrageeffekt real — er ist derselbe, den jede staatliche Ausgabe erzeugt. Die entscheidenden Fragen sind jedoch, wie groß er im Vergleich zu alternativen Verwendungen ist und was von ihm bleibt. Die empirische Literatur zu Fiskalmultiplikatoren gibt eine ernüchternde Antwort: Barro und Redlick (2011) schätzen den Multiplikator von Militärausgaben auf 0,6 bis 0,7, Ramey (2011) auf Werte um oder unter eins — ein Dollar Rüstung erhöht die Wirtschaftsleistung also um weniger als einen Dollar, weil private Nachfrage verdrängt wird. Investitionen in Infrastruktur, Bildung oder Forschung weisen dagegen langfristig deutlich höhere Erträge auf, weil sie den Produktionsspielraum dauerhaft erweitern, statt Bestände zu schaffen, die verbraucht werden oder veralten.¹¹

Der historische Kronzeuge der Rüstungskonjunktur — der amerikanische Boom der Jahre 1941 bis 1945 — hält der Prüfung nicht stand. Robert Higgs (1992) hat die vermeintliche „Kriegsprosperität“ der Vereinigten Staaten zerlegt: Die Arbeitslosigkeit verschwand im Wesentlichen durch die Einberufung von zwölf Millionen Männern; die ausgewiesenen Zuwächse des Bruttoinlandsprodukts beruhten auf administrierten Preisen, die den Wert der Rüstungsproduktion überzeichneten; der private Konsum je Einwohner stagnierte bei Rationierung von Benzin, Fleisch, Schuhen und Wohnraum, und die Qualität der Güter sank. Der echte Aufschwung — steigender Lebensstandard, private Investitionen, Konsumboom — begann erst 1946, nach der Demobilisierung, als Kapital und Arbeit in zivile Verwendungen zurückkehrten. Genau die von vielen Keynesianern erwartete Nachkriegsrezession blieb aus: Der Wegfall der Rüstung war keine Nachfragelücke, sondern eine Befreiung von Ressourcen.¹²

Für Kriegswirtschaften im engeren Sinne kommt ein Weiteres hinzu: Sie operieren an der Kapazitätsgrenze. Wo Arbeitskräfte knapp sind, überbietet der Rüstungssektor die zivile Wirtschaft mit staatlich finanzierten Löhnen; die Folge ist keine zusätzliche Produktion, sondern eine Umleitung von Produktion bei steigenden Preisen. Russland seit 2023 ist dafür ein Lehrstück: Die Rüstungsbetriebe führen Sonderschichten, während der zivile Maschinen- und Fahrzeugbau schrumpfte, die Inflation trotz eines Leitzinses von 21

¹¹ Barro und Redlick (2011) auf Basis der US-Kriegsepisoden; Ramey (2011) im Überblick. Multiplikatoren über eins finden sich fast nur bei ausgeprägter Unterauslastung — nicht in der Vollbeschäftigung, in der Kriegswirtschaften operieren.

¹² Higgs, R. (1992), *Journal of Economic History* 52(1), S. 41–60. Real sank der private Konsum je Einwohner 1943/44 nach Higgs' Neuberechnung sogar leicht.

Prozent zweistellig wurde und das Wachstum nach Auslaufen des fiskalischen Impulses gegen null fiel. Eine „Konjunktur“, die nur so lange existiert, wie der Staat Verbrauchsgüter des Todes bestellt, ist keine Konjunktur — sie ist eine Abrechnung auf Termin.

2.4 Moderne Bedingungen: Verflechtung, Wissenskapital und die Kosten der Eroberung

Gegen die Unrentabilitätsthese ist eingewandt worden, Eroberung könne sich für skrupellose Angreifer sehr wohl auszahlen: Peter Liberman (1996) zeigte am Beispiel der deutschen Besatzung Frankreichs und Belgiens, dass repressive Regime besetzten Industriegesellschaften kurzfristig erhebliche Ressourcen entziehen können. Der Einwand verdient eine ernsthafte Antwort, denn er benennt die Bedingungen, unter denen Eroberung theoretisch „funktioniert“: ein intakter Kapitalstock, kooperationsfähige Verwaltung, keine externe Gegenmacht und eine Wertschöpfung, die aus physischen Anlagen statt aus Menschen und Wissen besteht.¹³

Eben diese Bedingungen sind in der Gegenwart nicht mehr gegeben. Erstens ist die Wertschöpfung wissensbasiert: Der Marktwert moderner Unternehmen besteht überwiegend aus immateriellen Werten — Software, Patenten, Daten, eingespielten Teams —, die mit den Menschen abwandern oder mit dem Vertrauen verschwinden. Eroberte Serverhallen sind Blech ohne die Ingenieure, die sie betreiben. Zweitens reagiert die Weltwirtschaft auf Eroberung mit Ausschluss: Sanktionen, Exportkontrollen und das Einfrieren von Reserven machen aus der erhofften Beute eine Verbindlichkeit; Russlands im Westen eingefrorene Zentralbankreserven von rund 300 Mrd. US-Dollar sind das größte Beispiel der Geschichte. Drittens zerstört der moderne Abnutzungskrieg die Beute selbst: Städte wie Mariupol oder Bachmut wurden im Zuge ihrer „Gewinnung“ entwertet — erobert wurde Schutt, dessen Wiederaufbau der Eroberer finanzieren muss. Viertens schließlich wandert das knappste Gut, qualifizierte Arbeitskraft, in beide Richtungen ab: aus dem angegriffenen Land als Flucht, aus dem Angreiferland als Exil vor Mobilisierung und Repression.

Zusammengefasst: Die klassische Theorie erklärt, warum Zerstörung niemals Wohlstand schafft; Angell erklärt, warum Eroberung unter Bedingungen der Verflechtung nicht einmal dem Eroberer nützt; die Multiplikatorforschung erklärt, warum auch der Umweg über die Rüstungsnachfrage keinen Ausweg bietet; und die Struktur der modernen Wissensökonomie schließt die letzte verbliebene Rentabilitätshoffnung. Was bleibt, ist die empirische Probe — ihr widmet sich das folgende Kapitel.

¹³ Liberman, P. (1996), *Does Conquest Pay?* Princeton University Press. Brooks (2005) hält dagegen, dass globalisierte Produktion den Ertrag von Eroberung strukturell aufgezehrt hat.

3 Empirische Evidenz: Die makroökonomischen Kosten von Kriegen

3.1 Wirkungen im kriegführenden Staat

Die umfassendste quantitative Bestandsaufnahme der Kriegskosten stammt vom Institut für Weltwirtschaft in Kiel. Federle, Meier, Müller, Mutschler und Schularick (2024) identifizieren 176 Kriegsschauplätze zwischen 1870 und 2022 und verfolgen die wirtschaftliche Entwicklung der betroffenen Länder relativ zu ihrem Vorkriegstrend. Das zentrale Ergebnis: Findet der Krieg auf dem eigenen Territorium statt, liegt das Bruttoinlandsprodukt nach fünf Jahren im Durchschnitt rund 30 Prozent unter dem Vorkriegspfad, während sich die Inflation kumuliert um etwa 15 Prozentpunkte erhöht. Krieg wirkt damit wie ein besonders schwerer negativer Angebotsschock: Der Kapitalstock wird zerstört, Arbeitskräfte fallen aus, Handelsbeziehungen reißen ab, und die Finanzierung über die Notenpresse entwertet das Geld. Tabelle 1 fasst die Größenordnungen zusammen.¹⁴

Tabelle 1: Durchschnittliche makroökonomische Wirkungen zwischenstaatlicher Kriege

Wirkung	Kriegsschauplatz	Nachbarländer
BIP-Niveau nach fünf Jahren	−30 %	−10 %
Inflation (kumulativ, fünf Jahre)	+15 Prozentpunkte	+5 Prozentpunkte
Kapitalstock	erhebliche Zerstörung	leichte Verluste
Risikoprämien und Finanzierungskosten	stark erhöht	erhöht

Anmerkungen: Abweichungen vom Vorkriegstrend; Durchschnitt über 176 Kriegsschauplätze seit 1870.

Quellen: Federle et al. (2024); eigene Darstellung.

Die Größenordnung von minus 30 Prozent ist keine Abstraktion, sondern deckt sich mit den beobachteten Extremfällen: Die Ukraine verlor im ersten Kriegsjahr 2022 rund 29 Prozent ihrer Wirtschaftsleistung — eine fast punktgenaue Bestätigung der historischen Regel im ersten Jahr eines Krieges voller Intensität. Auch die ältere Literatur kommt zu vergleichbaren Ergebnissen: In Barros Untersuchung seltener makroökonomischer Katastrophen stellen Kriege die häufigste und schwerste Kategorie mit Produktionseinbrüchen zwischen 15 und über 60 Prozent, und Hess (2003) schätzt die Wohlfahrtskosten von Konflikten selbst in Friedenszeiten auf mehrere Prozent des laufenden Konsums, weil bereits die Möglichkeit eines Krieges Vorsorgekosten erzwingt.¹⁵

¹⁴ Methodisch beruhen die Schätzungen auf lokalen Projektionen der Abweichung vom Vorkriegstrend; die Autoren dokumentieren die Robustheit über Epochen, Regionen und Kriegstypen hinweg.

¹⁵ Barro, R. J. (2006), *Quarterly Journal of Economics* 121(3); ergänzend Barro und Ursúa zu Konsumkatastrophen. Ukraine 2022: amtliche Schätzung −28,8 Prozent.

3.2 Übertragungswirkungen auf Nachbarländer und Weltwirtschaft

Kriege bleiben nicht an der Front. Die Kieler Ergebnisse beziffern die Verluste von Nachbarländern — die selbst nicht kämpfen — auf durchschnittlich rund zehn Prozent des Bruttoinlandsprodukts binnen fünf Jahren, begleitet von etwa fünf Prozentpunkten zusätzlicher Inflation. Die Wirkungswege sind vielfältig: abgerissene Handels- und Lieferbeziehungen, Energiepreisschocks, Flüchtlingsbewegungen, erhöhte Risikoprämien, Umlenkung öffentlicher Budgets in die Verteidigung und der Vertrauensverlust von Investoren, der ganze Regionen erfasst. Mit wachsender Entfernung klingen die Wirkungen ab; entfernte Volkswirtschaften können über Rüstungsaufträge sogar geringfügig profitieren — was die globale Bilanz freilich nicht ins Positive dreht, sondern nur die Verteilung der Verluste verschiebt.¹⁶

Für den laufenden Krieg schätzen die Kieler Autoren die Kosten dritter, nicht beteiligter Staaten bis 2026 auf rund 250 Mrd. US-Dollar entgangener Wirtschaftsleistung, davon etwa 70 Mrd. in der Europäischen Union; für die Ukraine selbst veranschlagen sie neben rund 120 Mrd. US-Dollar Produktionsausfall die Zerstörung von Kapital im Umfang von annähernd einer Billion US-Dollar. Damit ist auch die verbreitete Vorstellung widerlegt, der Krieg eines anderen sei ökonomisch dessen Problem: Die europäische Energiepreiskrise 2022/23, der Inflationsschub auf zeitweise über zehn Prozent im Euroraum und die fiskalischen Lasten der Unterstützungs- und Verteidigungsprogramme sind Kriegskosten — getragen von Volkswirtschaften, die keinen Schuss abgegeben haben.

Zu den Übertragungswegen gehört schließlich der fiskalische. Nachbarn und Bündnispartner tragen die Aufnahme und Versorgung von Millionen Vertriebener, leisten Militär- und Finanzhilfe und rüsten selbst auf: Die europäischen Verteidigungsausgaben sind seit 2022 von teils deutlich unter zwei auf über zwei Prozent des Bruttoinlandsprodukts gestiegen, die NATO beschloss 2025 ein Ausgabenziel von fünf Prozent bis 2035, und die Europäische Union legte Aufrüstungsprogramme im Umfang von rund 800 Mrd. Euro auf. Damit kehrt sich die „Friedensdividende“ der 1990er Jahre um: Mittel, die drei Jahrzehnte lang für Konsum, Sozialstaat und Schuldenabbau frei geworden waren, werden wieder gebunden. Auch diese Prämie ist — im Sinne des Kapitels 2 — Teil der Opportunitätskosten des Krieges, getragen von Dritten; sie mag als Versicherung gerechtfertigt sein, ein Wachstumsprogramm ist auch sie nicht.¹⁷

¹⁶ Für Europa wurde dieser Wirkungsweg 2022 unmittelbar sichtbar: Der niederländische Gasgroßhandelspreis TTF erreichte im August 2022 in der Spitze rund 340 Euro je Megawattstunde — etwa das Fünfzehnfache des langjährigen Vorkriegsniveaus.

¹⁷ NATO-Gipfel von Den Haag, Juni 2025: 3,5 Prozent des BIP für Kernverteidigung plus 1,5 Prozent für verteidigungsrelevante Infrastruktur bis 2035; EU-Programm „Readiness 2030“ mit bis zu 800 Mrd. Euro.

3.3 Vernichtung von Human- und Sachkapital

Hinter den Verlaufszahlen des Bruttoinlandsprodukts steht die Vernichtung der beiden Quellen allen Wohlstands: Menschen und Kapital. Die Bilanz des Sachkapitals lässt sich für die Ukraine präzise beziffern, weil Weltbank, Vereinte Nationen und Europäische Kommission die Schäden regelmäßig erheben: Bis Ende 2025 belaufen sich die direkten physischen Schäden auf über 195 Mrd. US-Dollar; der Bedarf für Wiederaufbau und Erholung über das kommende Jahrzehnt wird auf 588 Mrd. US-Dollar geschätzt — rund das Dreifache der ukrainischen Jahreswirtschaftsleistung. 14 Prozent des Wohnungsbestands sind beschädigt oder zerstört, betroffen sind über drei Millionen Haushalte; die größten Einzelposten entfallen auf Verkehr (96 Mrd.), Energie (91 Mrd.) und Wohnraum (90 Mrd. US-Dollar).¹⁸

Schwerer noch wiegt das Humankapital, denn es ist nicht versicherbar und nur über Generationen erneuerbar. Jeder Gefallene ist zugleich ein vollständiger Ausfall künftiger Wertschöpfung — die ökonomische Literatur bewertet ein statistisches Leben in Industrieländern mit mehreren Millionen US-Dollar —, jeder Schwerversehrt ein teilweiser Ausfall zuzüglich lebenslanger Versorgungskosten, jeder geflüchtete oder ausgewanderte Facharbeiter ein Transfer von Humankapital ins Ausland. Hinzu kommen die stillen Verluste: unterbrochene Schullaufbahnen, Traumatisierung, zerrissene Familien und die demographische Lücke ausbleibender Geburten. Für Russland summieren sich Gefallene, dauerhaft Versehrte und Ausgewanderte auf 1,5 bis 1,8 Millionen dauerhaft fehlende Arbeitskräfte — darauf wird Kapitel 4 im Einzelnen eingehen.¹⁹

3.4 Fiskalische Gesamtkosten: historische Größenordnungen

Tabelle 2 stellt die Gesamtkosten ausgewählter Kriege zusammen. Die Zahlen sind konservativ; sie erfassen Budgetkosten und unmittelbare Schäden, nicht aber entgangenes Wachstum, Handelsverluste oder die Zinslast der Kriegsschulden über Jahrzehnte.

¹⁸ World Bank, Government of Ukraine, European Commission, United Nations (2026): Fifth Rapid Damage and Needs Assessment (RDNA5), Berichtszeitraum Februar 2022 bis Dezember 2025.

¹⁹ Zum Bewertungsansatz des „value of a statistical life“ vgl. die Übersicht bei Viscusi; die Größenordnung liegt für Industrieländer bei 4 bis 12 Mio. US-Dollar je Leben.

Tabelle 2: Gesamtkosten ausgewählter Kriege

Konflikt	Kostengröße	Einordnung
Erster Weltkrieg (1914–1918)	direkte Kriegsausgaben aller Mächte von mehr als 200 Mrd. USD (in Preisen von 1918); Folgekosten ein Vielfaches	Ende der ersten Globalisierung; Hyperinflationen; Staatsbankrotte
Zweiter Weltkrieg (1939–1945)	allein USA rund 300 Mrd. USD nominal (über 4 Bio. in heutigen Preisen); Staatsschuld Großbritanniens ~250 % des BIP (1945)	größte Vermögens- und Menschenverluste der Geschichte; Währungsreformen und Vermögensabgaben
Vietnamkrieg (1965–1975)	USA rund 170 Mrd. USD nominal (~1 Bio. in heutigen Preisen)	Mitauslöser der „Großen Inflation“ und des Endes von Bretton Woods (1971)
Irak und Afghanistan (2001–2021)	Irak ~3 Bio. USD (Stiglitz und Bilmes); alle Kriege nach 9/11 inkl. Folgekosten ~8 Bio. USD (Costs of War)	vollständig kreditfinanziert; Zins- und Veteranenkosten laufen über Jahrzehnte weiter
Russland–Ukraine (seit 2022)	Kriegskosten Russlands ~550 Mrd. USD bis Mitte 2026; Schäden in der Ukraine 195 Mrd. USD, Wiederaufbaubedarf 588 Mrd. USD	größter Landkrieg in Europa seit 1945; Kosten laufen weiter auf

Quellen: Broadberry und Harrison (2005); Higgs (1992); Stiglitz und Bilmes (2008); Crawford (2021); SZR/RAND; World Bank et al. (2026); eigene Zusammenstellung.

Mehrere Beobachtungen verdienen Hervorhebung. Erstens wachsen Kriegskosten stets über die Kampfhandlungen hinaus: Die Vereinigten Staaten zahlen Veteranenleistungen für ihre Kriege noch mehr als ein halbes Jahrhundert nach deren Ende, und die Zinsen auf kreditfinanzierte Kriege laufen fort, solange die Schulden bestehen. Zweitens überfordern große Kriege jede ordentliche Finanzierung: Großbritannien beendete den Zweiten Weltkrieg mit einer Staatsschuld von rund 250 Prozent des Bruttoinlandsprodukts, die Vereinigten Staaten mit etwa 130 Prozent — Werte, die anschließend über Jahrzehnte finanzieller Repression und Inflation abgetragen wurden, also zulasten der Sparer und Anleihehaber. Drittens sind Kriegskosten keine Vergangenheitsgröße: Das Institute for Economics and Peace beziffert die weltweiten Kosten von Gewalt und Konflikt auf rund 19 Bio. US-Dollar jährlich, mehr als 13 Prozent der Weltwirtschaftsleistung.²⁰

Der empirische Gesamteindruck ist damit eindeutig und über 150 Jahre stabil: Es gibt keinen dokumentierten Fall eines großen Krieges, der die Volkswirtschaft des Kriegführenden auf einen höheren Wohlstandspfad gehoben hätte, wohl aber Dutzende Fälle schwerer, teils dauerhafter Verarmung. Vor diesem Hintergrund wendet sich die Arbeit nun ihrem Kernstück zu: der Frage, wie sich diese Regelmäßigkeiten im russischen Fall konkretisieren.

²⁰ Crawford (2021) für das Costs-of-War-Projekt der Brown University: rund 8 Bio. USD Budget- und Folgekosten der Kriege nach 9/11 einschließlich künftiger Veteranenversorgung.

4 Fallstudie Russland: Die Bilanz einer Kriegswirtschaft

4.1 Territorialgewinn und Kriegskosten: die Kosten-Nutzen-Rechnung

Russland kontrolliert im Sommer 2026 rund 116.310 Quadratkilometer ukrainischen Territoriums, etwa 19,3 Prozent der Landesfläche. Zieht man die bereits vor dem Februar 2022 kontrollierten Gebiete ab — die Krim und Teile des Donbas mit zusammen rund 44.000 Quadratkilometern —, verbleibt ein Nettozuwachs von etwa 72.000 Quadratkilometern aus viereinhalb Jahren Großkrieg. Diesem Zugewinn lässt sich ein ökonomischer Wert zuordnen: Zum Vorkriegs-Durchschnittspreis ukrainischer Ackerfläche von rund 1.400 US-Dollar je Hektar entspricht das gesamte kontrollierte Gebiet einem Bodenmarktwert von etwa 16,3 Mrd. US-Dollar. Rechnet man großzügig alle Rohstoffvorkommen, die Schwarzerdeböden, die Industrieanlagen des Donbas und den Zugang zum Asowschen Meer hinzu, ergeben sich Schätzungen eines „wirtschaftlichen Vollwerts“ von 100 bis 200 Mrd. US-Dollar.²¹

Dem stehen die Kosten gegenüber. Die ukrainische Auslandsaufklärung, deren Schätzungen sich mit Berechnungen von RAND und unabhängigen Ökonomen decken, beziffert Russlands unmittelbare Kriegskosten bis Mitte 2026 auf rund 550 Mrd. US-Dollar — Munition, Gerätverluste, Sold und Prämien, Todesgelder und Invalidenrenten, Logistik, Rekrutierung, Befestigung und Verwaltung der besetzten Gebiete; im Jahr 2025 liefen wöchentlich etwa 2,7 Mrd. US-Dollar auf. Bezogen auf geschätzte 1,2 Millionen russische Gesamtverluste — Gefallene, Verwundete, Vermisste — ergeben sich Kriegskosten von rund 458.000 US-Dollar je verlorenem Soldaten, denen je Soldat lediglich etwa 13.600 US-Dollar Bodenmarktwert gegenüberstehen. Selbst beim großzügigsten Vollwertansatz von 200 Mrd. US-Dollar übersteigen allein die bisherigen Kriegskosten den territorialen Gegenwert um fast das Dreifache; gegen den Bodenmarktwert gerechnet um mehr als das Dreißigfache.²²

Diese Rechnung ist noch geschönt, denn die „Beute“ ist größtenteils zerstört und dauerhaft subventionsbedürftig. Die im Häuserkampf gewonnenen Städte — Mariupol, Sjewjerodonezk, Bachmut, Awdijiwka — wurden im Zuge ihrer Eroberung weitgehend entwertet; ihren Wiederaufbau muss der Eroberer finanzieren. Der russische Bundeshaushalt 2026 sieht allein für die Regionen Donezk und Luhansk Zuschüsse von zusammen über 133 Mrd. Rubel vor, mit steigender Tendenz. Was in der Logik der Eroberung als Aktivposten gedacht war, erscheint in der Haushaltsrechnung als dauerhafte Ausgabenposition.

²¹ Territorialdaten: Institute for the Study of War, Russia Matters (Januar 2026); Bodenpreis 2021: KyivPost. Der US Geological Survey schätzt die Mineralvorkommen der besetzten Gebiete auf 300 bis 400 Mrd. USD — unter Sanktionen und Kriegszerstörung auf absehbare Zeit nicht erschließbar.

²² Kostenaufstellung nach SZR (2025), RAND und Euromaidan Press (Dezember 2025); Verluststand nach CSIS (Januar 2026), MIVD (April 2026) und The Economist (Mai 2026).

4.2 Sanktionen, Handelsumlenkung und technologische Abkopplung

Der zweite Kostenblock ist der Verlust der westlichen Wirtschaftsbeziehungen. Unmittelbar nach Kriegsbeginn froren die G7-Staaten und die EU russische Zentralbankreserven von rund 300 Mrd. US-Dollar ein — annähernd die Hälfte der Währungsreserven des Landes und der größte derartige Eingriff der Wirtschaftsgeschichte. Exportkontrollen schnitten Russland von Halbleitern, Luftfahrtteilen, Werkzeugmaschinen und Industriesoftware ab; über tausend westliche Unternehmen zogen sich zurück oder reduzierten ihr Geschäft. Der Ölpreisdeckel der G7 zwang Russland in den Aufbau einer teuren Schattenflotte und in Preisabschläge gegenüber den verbliebenen Abnehmern China und Indien; der Abschlag der Sorte Urals gegenüber Brent erreichte 2022/23 zeitweise über 30 US-Dollar je Fass und kostet den Haushalt seither laufend Einnahmen.²³

Am schwersten wiegt der Verlust des europäischen Gasmarktes. Gazprom, über Jahrzehnte der verlässlichste Devisenbringer des Staates, verlor mit dem Lieferstopp nach Europa rund 80 Prozent seines wichtigsten Absatzmarktes und schrieb 2023 mit 629 Mrd. Rubel den größten Verlust seiner Geschichte; die Hoffnung auf einen gleichwertigen Ersatz über China bleibt unerfüllt, weil die Volksrepublik Preise nahe ihren Binnenkosten durchsetzt und neue Leitungen Jahre benötigen. Die vielbeachtete Widerstandskraft der russischen Wirtschaft in den Jahren 2023 und 2024 — Wachstumsraten von rund vier Prozent — war vor diesem Hintergrund keine Widerlegung der Sanktionen, sondern das Ergebnis einer kreditfinanzierten Rüstungsnachfrage, die zivile Schwäche überdeckte. Sichtbar wurde das, sobald der Impuls nachließ.

Wie teuer die technologische Abkopplung im Einzelnen ist, zeigt die Luftfahrt. Russland behielt nach Kriegsbeginn über 400 geleaste westliche Verkehrsflugzeuge ein — für die Eigentümer ein Milliarden Schaden, für die Betreiber eine Hypothek: Ohne Originalteile und Wartungsverträge werden Maschinen stillgelegt und ausgeschlachtet, um andere flugfähig zu halten, während die einheimischen Ersatzprogramme um Jahre hinter den Zeitplänen liegen. Ähnliches gilt für Werkzeugmaschinen, Halbleiter und Industriesoftware, die über Drittländer nur teurer, langsamer und in schwankender Qualität zu beschaffen sind. Die vielbeschworene Importsubstitution bindet damit genau jene Investitionsmittel und Fachkräfte, die der zivilen Modernisierung fehlen — und erzeugt Güter, die auf dem Weltmarkt nicht bestehen. Abkopplung ist keine einmalige Rechnung, sondern ein laufender Abschlag auf die Produktivität.²⁴

²³ Der Urals-Abschlag verengte sich später auf 10 bis 15 USD je Fass, blieb aber zusammen mit gestiegenen Fracht- und Versicherungskosten eine dauerhafte Ertragsminderung des Ölsektors.

²⁴ Westliche Leasinggesellschaften schrieben auf die einbehaltenen Maschinen rund zehn Mrd. USD ab; spätere Vergleichszahlungen aus russischen Versicherungsmitteln deckten nur einen Teil der Verluste.

4.3 Fiskalische Lage: Militärausgaben, Defizite und die Erschöpfung der Reserven

Die fiskalische Entwicklung zeigt den Krieg als wachsenden Verdrängungsprozess. Die Ausgaben für nationale Verteidigung stiegen von rund 3,6 Bio. Rubel im Jahr 2021 auf etwa 13,5 Bio. Rubel im Jahr 2025 — gut sechs Prozent der Wirtschaftsleistung und zusammen mit der inneren Sicherheit rund 40 Prozent der gesamten Bundesausgaben; auch der Haushalt 2026 hält mit etwa 38 Prozent an dieser Priorität fest. Finanziert wird dies über drei Quellen, die sämtlich künftigen Wohlstand belasten: laufende Defizite (2025: 2,6 Prozent des BIP), Steuererhöhungen und den Rückgriff auf den Nationalen Wohlstandsfonds, dessen liquide Mittel von rund 113 Mrd. US-Dollar Anfang 2022 auf unter 50 Mrd. US-Dollar — nur noch knapp zwei Prozent des BIP — geschrumpft sind. Tabelle 3 fasst die Kennzahlen zusammen.²⁵

Tabelle 3: Russland: makroökonomische Kennzahlen 2021 bis 2026

Kennzahl	2021	2022	2023	2024	2025	2026*
Reales BIP-Wachstum (%)	+5,9	−1,4	+4,1	+4,3	+1,0	+0,6
Inflation (Dez., ggü. Vorjahr, %)	8,4	11,9	7,4	9,5	5,6	6,0
Leitzins (Jahresende, %)	8,5	7,5	16,0	21,0	16,0	14,0
Verteidigung und Sicherheit (% der Bundesausgaben)	≈24	≈30	≈33	≈39	≈40	≈38
Saldo des Bundeshaushalts (% des BIP)	+0,4	−2,3	−1,9	−1,7	−2,6	−1,6
Nationaler Wohlstandsfonds, liquide Mittel (Mrd. USD)	≈113	≈87	≈56	≈38	≈47	≈48
MOEX-Index (Jahresende, Punkte)	3.787	2.154	3.099	2.883	2.767	2.093
Rubel je US-Dollar (Jahresende)	74	70	90	101	≈80	≈89

Anmerkungen: * 2026: Halbjahres- bzw. Augustwerte; Haushaltssaldo und Inflation gemäß Plan bzw. Prognose der Zentralbank. Werte gerundet; NWF-Bestände schwanken mit Gold- und Wechselkursbewertung.

Quellen: Rosstat; Bank Rossii; russisches Finanzministerium; MOEX; IMF (2026); BOFIT (2026); SIPRI (2026); eigene Zusammenstellung.

Bemerkenswert ist die Steuerpolitik des Jahres 2026, denn sie ist ein unfreiwilliges Eingeständnis: Kriege bezahlen sich nicht selbst. Nachdem bereits 2025 die Gewinnsteuer von 20 auf 25 Prozent erhöht worden war, hebt der Haushalt 2026 die Mehrwertsteuer von 20 auf 22 Prozent an und senkt zugleich die Umsatzschwelle der Steuerpflicht von 60 auf 10 Mio. Rubel, was rund 450.000 Kleinunternehmen erstmals erfasst; hinzu kommen neue Abgaben auf Glücksspiel und weitere Gebühren. Eine Mehrwertsteuererhöhung ist die regressivste aller großen Steuerarten — die Kriegsrechnung wird damit ausdrücklich der

²⁵ SIPRI (2026); The Moscow Times (Oktober 2025); Finanzministerium. Der Fonds war als Generationenreserve aus Öleinnahmen konzipiert; seine liquide Komponente deckt heute noch etwa ein Jahresdefizit.

Bevölkerung präsentiert, deren Realeinkommen bereits von der Inflation der Vorjahre gezehrt sind.²⁶

4.4 Inflation, Zinsen und die Überhitzung der Kriegswirtschaft

Abbildung 1 zeichnet die geldpolitische Chronik des Krieges. Auf den Angriff folgte der Notfallzins von 20 Prozent und eine Inflationsspitze von 17,8 Prozent im April 2022; nach der Stabilisierung durch Kapitalverkehrsbeschränkungen konnte die Zentralbank die Zinsen zunächst rasch senken. Ab Mitte 2023 kehrte die Inflation jedoch zurück — diesmal nicht als Schockwirkung, sondern als Daueranspannung einer Wirtschaft, die an der Kapazitätsgrenze Rüstung produziert: Rekrutierungsprämien und Rüstungslöhne trieben die Nominallöhne zweistellig, während das Güterangebot dem nicht folgen konnte. Die Bank Rossii antwortete mit einer beispiellosen Straffung bis auf 21 Prozent im Oktober 2024 — den höchsten Leitzins seit Anfang der 2000er Jahre —, und selbst dieser drückte die Teuerung erst 2025 nachhaltig unter zehn Prozent.²⁷

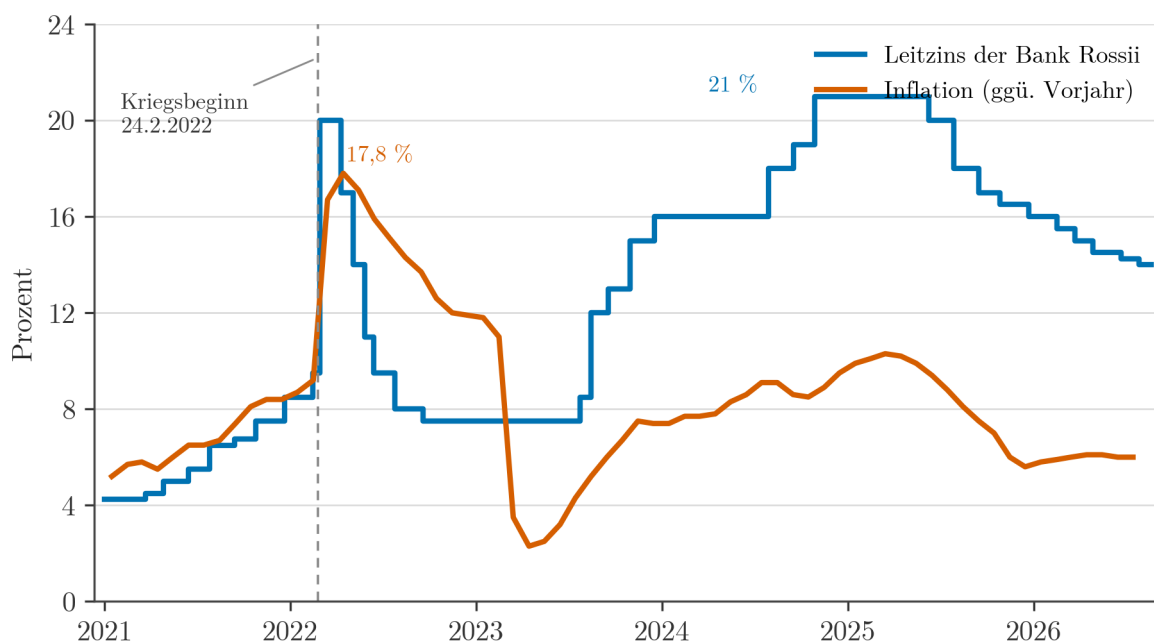


Abbildung 1: Leitzins der Bank Rossii und Verbraucherpreisinflation in Russland, Januar 2021 bis August 2026. Monatswerte; Inflation gegenüber dem Vorjahresmonat. Quellen: Bank Rossii; Rosstat; eigene Darstellung.

Der Preis der Disinflation wurde 2025/26 sichtbar: Das Wachstum fiel 2025 auf rund ein Prozent, im ersten Quartal 2026 schrumpfte die Wirtschaft erstmals seit 2022 (−0,2

²⁶ Angaben nach dem Haushaltsentwurf 2026 bis 2028: Einnahmen 40,3 Bio., Ausgaben 44,1 Bio. Rubel, geplantes Defizit 3,8 Bio. Rubel oder 1,6 Prozent des BIP — bei in den Vorjahren regelmäßig verfehlten Defizitplänen.

²⁷ Die Zentralbankpräsidentin sprach öffentlich von einer „Überhitzung“; interne Prognosen warnten bereits im Sommer 2025 vor dem Übergang in eine Rezession des zivilen Sektors.

Prozent gegenüber dem Vorjahr), und die zivile Industrieproduktion lag im ersten Halbjahr 2026 um über drei Prozent unter dem Vorjahr, während die Rüstungssparten weiter zulegten. Die Konstellation — hohe Nominalzinsen, sinkende Inflation, stagnierende zivile Wirtschaft, wachsender Staatsanteil — trägt alle Merkmale einer kriegsbedingten Fehlallokation: Der Kapitalmarkt finanziert zu 14 bis 21 Prozent keine Wohnungen, Fabriken oder Handelsunternehmen mehr, sondern fast nur noch den Staat und seine Zulieferer. Für die Frage dieser Arbeit ist das der Kernpunkt: Selbst die viel zitierte „Stabilität“ der russischen Kriegswirtschaft ist kein Wohlstandsgewinn, sondern ein teuer erkaufter Verzicht auf Zukunft.²⁸

4.5 Human- und Sachkapital: Verluste, Abwanderung, Produktivität

Die dauerhafteste Hypothek des Krieges ist demographisch. Von den geschätzten 1,2 Millionen militärischen Gesamtverlusten entfallen nach übereinstimmenden Schätzungen rund 500.000 auf Gefallene und 200.000 bis 300.000 auf dauerhaft nicht mehr arbeitsfähige Kriegsversehrte; hinzu kommen 800.000 bis eine Million überwiegend junge, überdurchschnittlich qualifizierte Emigranten der Jahre seit 2022. Zusammengenommen fehlen der Volkswirtschaft damit dauerhaft 1,5 bis 1,8 Millionen Arbeitskräfte — zwei bis zweieinhalb Prozent der Erwerbsbevölkerung, konzentriert in der produktivsten Altersgruppe der 20- bis 45-Jährigen. Das russische Arbeitsministerium beziffert den zusätzlichen Arbeitskräftebedarf bis 2030 auf 10,9 Millionen; die Arbeitslosenquote von nur gut zwei Prozent ist kein Zeichen von Stärke, sondern der Ausweis eines leergefegten Arbeitsmarktes.²⁹

Die Wachstumswirkung lässt sich eingrenzen: Der Arbeitskräfteverlust allein kostet 0,3 bis 0,6 Prozentpunkte Potenzialwachstum pro Jahr; die technologische Abkopplung — keine westlichen Halbleiter, keine Luftfahrt- und Energietechnikkooperation, kein Zugang zu internationalem Wagniskapital — wird von Fachleuten auf fünf bis zehn verlorene Innovationsjahre veranschlagt. Beides zusammen erklärt, warum sämtliche seriösen Langfristprognosen für Russland auf Wachstumsraten von nur noch 1,0 bis 1,3 Prozent hinauslaufen — gegenüber realistischen 2,5 Prozent in einem kontrafaktischen Friedensszenario mit westlicher Wirtschaftsintegration.

Der leergefegte Arbeitsmarkt erzeugt dabei eine Statistik, die Stärke vortäuscht. Rekordtiefe Arbeitslosigkeit und zweistellige Nominallohnzuwächse wirken wie Wohlstandsgewinne, sind aber Knappheitspreise: Betriebe halten Personal, das sie kaum auslasten, weil Ersatz nicht zu finden ist; die Löhne steigen schneller als die Produktivität und halten so die Inflation hoch; und die Prämien des Verteidigungssektors verzerren die

²⁸ BOFIT Weekly 7/2026; The Moscow Times (2026b): ziviles verarbeitendes Gewerbe im ersten Halbjahr 2026 —3,2 Prozent gegenüber Vorjahr.

²⁹ Institut Montaigne (2025); Hanson (2025); russisches Arbeitsministerium (Juni 2024). Die Emigration traf besonders IT, Ingenieurwesen, Medizin und Wissenschaft.

Berufswahl einer ganzen Alterskohorte. Regional entsteht ein geteiltes Land: Rüstungsstandorte an Wolga und Ural verzeichnen Sonderkonjunkturen, während konsumnahe Branchen und Dienstleistungsregionen zurückfallen. Auch das ist die Signatur der Kriegswirtschaft — Umverteilung zwischen Sektoren und Regionen, die in der Summe ärmer werden.

4.6 Zwischenergebnis: Die Bilanz nach viereinhalb Jahren

Führt man die Stränge zusammen, ergibt sich folgende Rechnung. Direkte Kriegskosten von rund 550 Mrd. US-Dollar entsprechen 28 bis 30 Prozent einer russischen Jahreswirtschaftsleistung — für sich genommen acht bis zehn verlorene Jahre normalen Wachstums. Die Wachstumslücke gegenüber dem Friedensszenario — rund 1,2 statt 2,5 Prozent jährlich — summiert sich bis 2035 auf etwa 480 Mrd. US-Dollar entgangener Wirtschaftsleistung oder 17 Prozent des erreichbaren Niveaus. Der dauerhafte Arbeitskräfteverlust entzieht dem Land auf Jahrzehnte 0,3 bis 0,6 Wachstumspunkte jährlich. Konservativ addiert beläuft sich der wirtschaftliche Rückwurf auf eine bis 1,3 Bio. US-Dollar und zehn bis fünfzehn Jahre Entwicklung — die künftige Generationen zu tragen haben, gleich wie der Krieg endet.³⁰

Gemessen an jedem betriebswirtschaftlichen Maßstab ist der Feldzug damit das, was die Fallstudie dieses Hauses ein „ökonomisch vernichtendes“ Unterfangen nennt: Für jeden verlorenen Soldaten wurden rund 458.000 US-Dollar aufgewendet, um Land im Bodenmarktwert von 13.600 US-Dollar zu gewinnen; die Gesamtkosten übersteigen den territorialen Gegenwert je nach Ansatz um den Faktor drei bis über dreißig; und die Folgekosten — Reserven, Menschen, Technologie, Vertrauen — wachsen mit jedem Kriegsmonat weiter. Sollte Moskau den Krieg eines Tages als Sieg darstellen, wird die ökonomische Geschichtsschreibung ihn als einen der teuersten Pyrrhussiege der Moderne führen.

5 Historische Vergleichsfälle

5.1 Der Erste Weltkrieg: Ruin der Sieger wie der Besiegten

Der Erste Weltkrieg ist der große Modellfall der Unrentabilitätsthese, weil er zwischen ökonomisch eng verflochtenen Industriestaaten geführt wurde — genau der Konstellation, für die Angell seine Prognose formuliert hatte. Die Bilanz nach vier Jahren: direkte Kriegsausgaben aller Beteiligten von über 200 Mrd. US-Dollar in Preisen von 1918 — ein Mehrfaches der jährlichen Weltersparnis jener Zeit —, etwa zehn Millionen gefallene

³⁰ Kontrafaktische Rechnung nach R&B Wealth Management (2026) auf Basis der Konsensprognosen von IMF, Weltbank und BOFIT; der IMF bestätigte im Juli 2026 die Wachstumsprognose von je 1,1 Prozent für 2026 und 2027.

Soldaten, der Zusammenbruch von vier Kaiserreichen und das Ende der ersten Globalisierung, deren Handels- und Kapitalverflechtung erst in den 1970er Jahren wieder erreicht wurde. Glick und Taylor (2010) zeigen, dass allein die kriegsbedingten Handelsverluste die direkten Kriegskosten übertrafen und bis weit in die 1920er Jahre fortwirkten.³¹

Aufschlussreich ist, dass auch die Sieger verloren. Großbritannien trat als größter Gläubiger der Welt in den Krieg ein und verließ ihn als Schuldner der Vereinigten Staaten mit einer Staatsschuld von über 130 Prozent des Bruttoinlandsprodukts, verlor sein Übergewicht im Welthandel und kehrte 1925 zu einer überbewerteten Goldparität zurück, die ein Jahrzehnt der Stagnation einleitete. Frankreich gewann Elsass-Lothringen und verlor ein Achtel seines männlichen Erwerbspotenzials sowie den Großteil seiner Auslandsanlagen — darunter die Ersparnisse von rund 1,6 Millionen französischen Haushalten, die in russischen Staatsanleihen steckten, als die Bolschewiki 1918 sämtliche Zarenschulden für nichtig erklärten. Für die Besiegten endete der Krieg in der Zerstörung der Geldordnung selbst: Deutschland und Österreich zerrütteten ihre Währungen bis zur Hyperinflation von 1922/23, die die Geldvermögen des Mittelstands vollständig entwertete.³²

5.2 Der Zweite Weltkrieg und der Mythos der Kriegsprosperität

Der Zweite Weltkrieg gilt im populären Verständnis als der Krieg, der „die Wirtschaft rettete“ — gemeint ist die amerikanische. Kapitel 2.3 hat gezeigt, warum bereits diese Deutung fehlgeht: Die Vereinigten Staaten, geographisch verschont und als einzige Kriegspartei ohne Zerstörung des Heimatterritorioms, erlebten keinen Wohlstandsgewinn, sondern eine gewaltige Produktionsumlenkung bei stagnierendem Konsum; ihr realer Aufstieg begann mit dem Frieden. Für alle anderen Beteiligten war die Bilanz verheerend. Die Sowjetunion — nominell Siegerin — verlor 27 Millionen Menschen und je nach Schätzung ein Viertel bis ein Drittel ihres Kapitalstocks. Großbritannien — nominell Siegerin — beendete den Krieg mit rund 250 Prozent Staatsschuld, rationierte Lebensmittel bis 1954, gab binnen zwei Jahrzehnten sein Weltreich auf und zahlte den amerikanischen Überbrückungskredit von 1946 bis zum Jahr 2006 ab.³³

Für Deutschland und Japan wurde die ökonomische Niederlage erst nach dem Krieg voll sichtbar, weil Preisregulierung und Kursverwaltung die Verluste jahrelang verdeckt hatten. In Deutschland waren Dividenden ab 1941 auf sechs Prozent begrenzt und die

³¹ Broadberry und Harrison (2005) bieten die maßgebliche Gesamtrechnung; die Schätzungen der direkten Kosten schwanken je nach Abgrenzung zwischen 180 und 230 Mrd. USD in Preisen von 1918.

³² Zur Repudiation der Zarenschulden und dem Schicksal der französischen Gläubiger Oosterlinck (2016); zur österreichischen Kroneninflation: Die Preise vervielfachten sich zwischen 1914 und 1922 um mehr als das Zehntausendfache.

³³ Die letzte Rate des Anglo-American Loan wurde im Dezember 2006 überwiesen — 61 Jahre nach Kriegsende; ein anschauliches Maß für die Dauer von Kriegslasten.

Aktienkurse ab Januar 1943 eingefroren; als die Währungsreform von 1948 die Schleier zerriss, lagen deutsche Aktienvermögen real um rund 90 Prozent unter dem Vorkriegsstand, und der Lastenausgleich von 1952 zog von den verbliebenen Sachvermögen die Hälfte zugunsten der Kriegsgeschädigten ein. In Japan blieb die Börse ab August 1945 fast vier Jahre geschlossen; Hyperinflation und Vermögensabgaben von 25 bis 90 Prozent vernichteten real über 95 Prozent der Aktien- und nahezu den gesamten Wert der Kriegsanleihenvermögen. Der spätere Wiederaufstieg beider Länder — das „Wirtschaftswunder“ — war kein Ertrag des Krieges, sondern seines Gegenteils: Marktwirtschaft, Währungsstabilität, Handelsintegration und der Verzicht auf große Militärhaushalte.³⁴

5.3 Interventionskriege: Vietnam, Afghanistan, Irak

Die Kriege der Nachkriegszeit scheinen dem Muster zunächst zu widersprechen: Sie fanden fern des eigenen Territoriums statt und beschädigten den Kapitalstock der Interventionsmacht nicht. Die ökonomische Bilanz blieb dennoch negativ — die Kosten wanderten lediglich vom Kapitalstock in die Staatsfinanzen und die Geldordnung. Der Vietnamkrieg wurde in der Ära der „guns and butter“-Politik bewusst ohne Steuererhöhungen geführt; die Folge war eine schleichende Überdehnung des Budgets, die die „Große Inflation“ der Jahre 1965 bis 1982 einleitete und 1971 zum Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems beitrug, als die Golddeckung des Dollars unhaltbar geworden war. Der sowjetische Afghanistankrieg wiederum gilt in der Literatur als einer der Erschöpfungsfaktoren, die zum Zerfall der Sowjetwirtschaft beitrugen.³⁵

Auch außerhalb der westlichen Welt bestätigt sich das Muster. Der Krieg zwischen Iran und Irak (1980 bis 1988), der längste konventionelle Krieg des zwanzigsten Jahrhunderts, endete ohne nennenswerte Grenzverschiebung; die Schätzungen der Gesamtkosten beider Seiten — Zerstörungen, Rüstung, entgangene Öleinnahmen — erreichen zusammengekommen die Größenordnung von einer Billion US-Dollar, ein Vielfaches der gesamten Ölexporterlöse beider Länder im selben Zeitraum. Der Irak ging mit Auslandsschulden von 80 bis 100 Mrd. US-Dollar aus dem Krieg — eine Zahlungsnot, die zwei Jahre später zur Invasion Kuwaits beitrug: Krieg gebiert Krieg, ökonomisch wie politisch. Kein Fall zeigt deutlicher, dass sich ein Angriff auch dann nicht rechnet, wenn beide Seiten über Ölreichtum verfügen.³⁶

Die Kriege nach dem 11. September 2001 liefern die modernste Bestätigung. Stiglitz und Bilmes (2008) bezifferten die wahren Kosten allein des Irakkriegs — einschließlich

³⁴ Dimson, Marsh und Staunton (2002) dokumentieren die realen Verlustraten; die deutsche Aktiendekade 1949 bis 1959 brachte anschließend real rund 30 Prozent Ertrag pro Jahr — von zerstörter Basis und im Frieden.

³⁵ Zum fiskalischen Ursprung der Great Inflation vgl. die Diskussion bei Ramey (2011) zitierter Literatur; die Inflationsrate der USA stieg von 1,6 Prozent (1965) auf über 13 Prozent (1980).

³⁶ Kostenschätzungen im Überblick bei Mofid (1990); beide Länder benötigten mehr als ein Jahrzehnt, um ihre Förderkapazitäten wiederherzustellen.

Veteranenversorgung, Zinsen und makroökonomischer Nebenwirkungen — auf rund drei Billionen US-Dollar, ein Vielfaches der offiziellen Ansätze; das Costs-of-War-Projekt der Brown University kommt für sämtliche Kriege nach 9/11 auf etwa acht Billionen US-Dollar einschließlich der künftigen Verpflichtungen. Ein ökonomischer Ertrag stand dem nicht gegenüber: kein Rohstoffgewinn, kein Handelsvorteil, keine Sicherheitsrendite, die einer Kosten-Nutzen-Prüfung standhielte. Da beide Kriege vollständig kreditfinanziert waren, laufen ihre Zins- und Versorgungskosten bis weit in die Mitte des Jahrhunderts weiter.³⁷

5.4 Gemeinsame Muster

Über alle Epochen und Kriegstypen hinweg wiederholen sich fünf Regelmäßigkeiten. Erstens bricht die Wirtschaftsleistung am Kriegsschauplatz ein — im Durchschnitt um die 30 Prozent, in Extremfällen um mehr als die Hälfte. Zweitens entwertet die Kriegsfinanzierung das Geld: Auf große Kriege folgen Inflationen, nicht selten Währungsreformen. Drittens hinterlässt der Krieg Schuldenberge, die über Jahrzehnte durch Steuern, Inflation oder finanzielle Repression abgetragen werden — stets zulasten von Sparern und Anleihegläubigern. Viertens gehen auch die Sieger ökonomisch geschwächt hervor; die einzige dokumentierte Ausnahme sind geographisch verschonte Kriegsteilnehmer, und selbst deren „Prosperität“ hält der Prüfung nicht stand. Fünftens beginnt die wirkliche Erholung erst mit dem Frieden — und ihr Tempo hängt an Institutionen: Währungsordnung, Eigentumsrechten, offenen Märkten. Diese Muster bilden den Maßstab, an dem das folgende Kapitel die Lage der Anleger misst.

6 Kapitalmärkte im Krieg: Folgerungen für Anleger

Für Anleger übersetzt sich die makroökonomische Bilanz des Krieges in vier konkrete Fragen: Wie verhalten sich die Aktienbörsen kriegführender Staaten? Was geschieht mit Zinsen und Inflation — und damit mit Anleihen? Wie entsteht Illiquidität, und welche staatlichen Eingriffe drohen, insbesondere ausländischen Investoren? Und schließlich: Wann lohnt der Wiedereinstieg? Dieses Kapitel beantwortet die Fragen der Reihe nach, gestützt auf die historischen Fälle des Kapitels 5 und den russischen Anschauungsfall seit 2022.

6.1 Aktienmärkte kriegführender Staaten

Abbildung 2 zeigt den russischen Fall im Detail. Der Moskauer Leitindex MOEX hatte sein Allzeithoch von rund 4.290 Punkten im Oktober 2021 erreicht; mit den Kriegsvorbereitungen setzte bereits vor dem Angriff ein Rückgang um gut ein Viertel ein

³⁷ Crawford (2021); die Veteranenkosten erreichen ihren Höhepunkt typischerweise erst 30 bis 40 Jahre nach dem jeweiligen Krieg.

— ein Hinweis darauf, dass Märkte Kriegsrisiken teilweise einpreisen, lange bevor geschossen wird. Am 24. Februar 2022 folgte mit minus 33 Prozent der größte Tagesverlust der russischen Börsengeschichte, worauf der Handel für einen Monat ausgesetzt wurde — die längste Unterbrechung seit der Finanzkrise von 1998. Die Wiedereröffnung fand unter Bedingungen statt, die den Namen Markt kaum verdienen: Verkaufsverbot für Ausländer, Leerverkaufsverbot und angekündigte Stützungskäufe aus dem Wohlfonds.³⁸

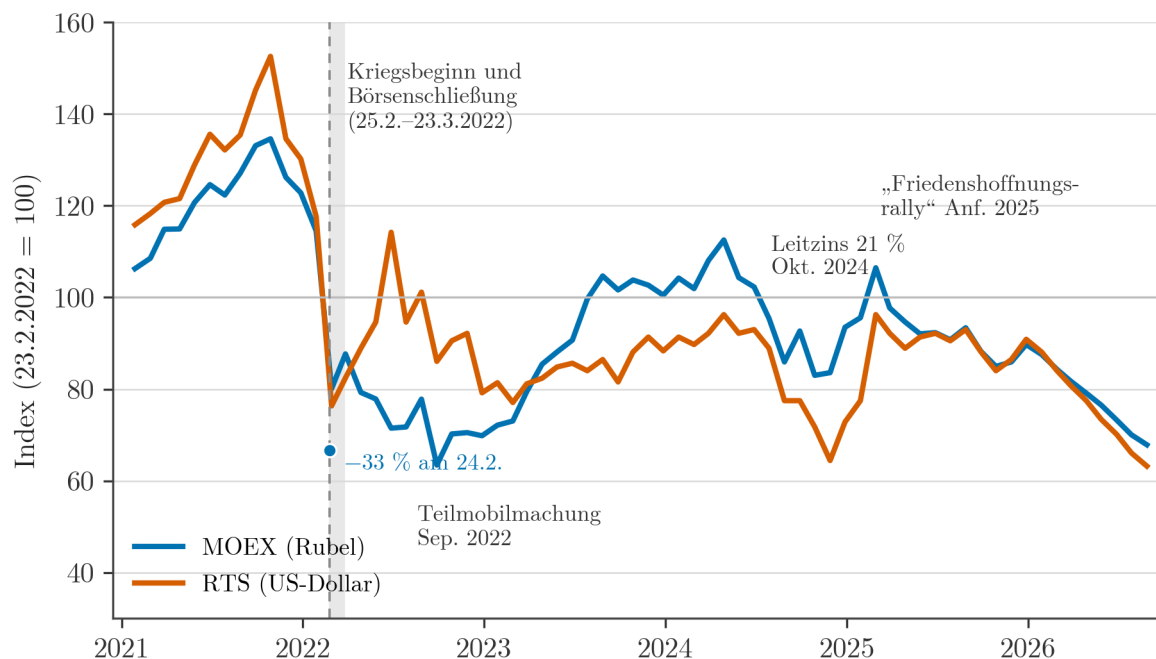


Abbildung 2: Russische Aktienindizes MOEX (in Rubel) und RTS (in US-Dollar) von Januar 2021 bis August 2026, indexiert auf den letzten Handelstag vor Kriegsbeginn (23. Februar 2022 = 100). Monatsendstände; einzelne Zwischenwerte 2025/26 interpoliert. Quellen: Moscow Exchange; TASS; eigene Berechnungen.

Der weitere Verlauf illustriert eine Lehre, die sich durch alle Kriegsfälle zieht: Nominale Kurse in Kriegswährung sind eine optische Täuschung. In Rubel erholte sich der MOEX 2023 um gut 40 Prozent und näherte sich 2024 zeitweise dem Vorkriegsniveau — getragen von eingesperrter Binnenliquidität, die mangels Alternativen in den Aktienmarkt floss, von Rüstungsgewinnen und von der Rubelabwertung, die Exporteurerlöse nominal aufblähte. In US-Dollar gerechnet (RTS-Index) war dieselbe Börse im August 2026 jedoch 37 Prozent unter dem Vorkriegsstand und rund 60 Prozent unter ihrem Hoch von 2021; real, nach Abzug der kumulierten Inflation von über 40 Prozent seit Kriegsbeginn, fällt die Rubelrechnung ähnlich aus. Hinzu kommt die Bewertungsdimension: Mit Kurs-Gewinn-Verhältnissen von vier bis sechs und Kurs-Buchwert-Verhältnissen unter eins handelt der

³⁸ Die Zentralbank hatte zudem den Leitzins auf 20 Prozent verdoppelt und die Pflicht zur Devisenablieferung für Exporteure verhängt; der Staatsfonds erhielt ein Mandat über bis zu eine Billion Rubel für Aktienkäufe.

Markt seit Jahren mit einem Abschlag von 75 bis 80 Prozent gegenüber den Weltmärkten — der Preis für Krieg, Kapitalsperren und Enteignungsrisiko.³⁹

Abbildung 3 und Tabelle 4 stellen den russischen Verlauf in den historischen Vergleich. Das Muster ist über achtzig Jahre hinweg erstaunlich stabil und lässt sich in drei Phasen fassen. Erstens die Antizipation: Schon vor Kriegsbeginn schwächen sich die Kurse ab, sofern der Krieg sich abzeichnet. Zweitens der Schock: Auf den Kriegsausbruch folgt ein scharfer Einbruch — minus 10 bis minus 35 Prozent binnen Tagen bis Monaten, je nach Nähe des Kriegsgeschehens zum eigenen Territorium. Drittens die Auflösung: Entscheidend für alles Weitere ist nicht der Friedensschluss, sondern der Punkt, an dem die existentielle Unsicherheit weicht. Der amerikanische Markt drehte im April 1942 — Wochen vor der Schlacht um Midway, drei Jahre vor Kriegsende —, als sich abzuzeichnen begann, dass die Vereinigten Staaten den Krieg nicht verlieren würden. Der israelische Markt benötigte 2023 nur Wochen zur Erholung und notierte zwei Jahre später 79 Prozent über dem Vorkriegsstand, weil Institutionen, Währung und Kapitalverkehr durchgehend intakt blieben.⁴⁰

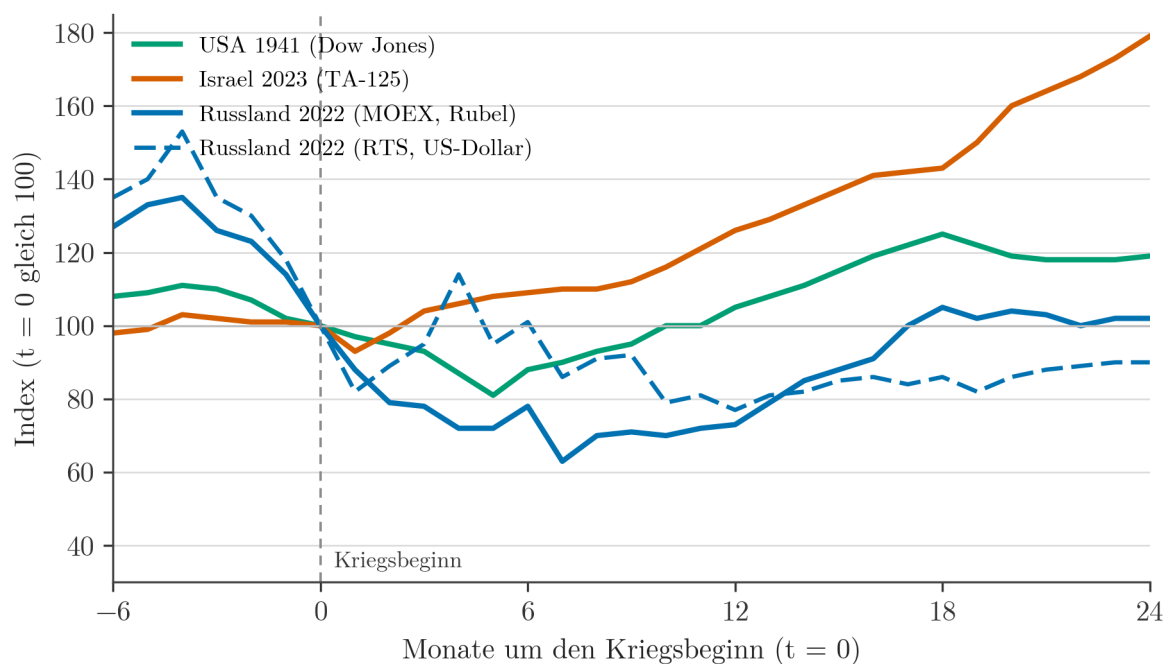


Abbildung 3: Aktienmärkte kriegsführender Staaten um den Kriegsbeginn (letzter Vorkriegsmonat = 100): USA ab Dezember 1941 (Dow Jones Industrial Average), Israel ab Oktober 2023 (TA-125), Russland ab Februar 2022 (MOEX in Rubel, RTS in US-Dollar). Monatswerte, teilweise gerundet. Quellen: Indexanbieter; eigene Berechnungen.

³⁹ Im Jahr 2025 verlor der MOEX weitere 4 Prozent, 2026 bis August nochmals rund 24 Prozent; die „Friedenshoffnungsrally“ vom Februar 2025 (+11 Prozent binnen Wochen) verpuffte mit dem Scheitern der Gespräche — ein Lehrstück über den Unterschied zwischen Friedensrhetorik und Friedensordnung.

⁴⁰ Das Bonmot „Kaufen, wenn die Kanonen donnern“ wird dem Bankhaus Rothschild zugeschrieben; es beschreibt korrekt die Risikoprämien am Punkt maximaler Angst — verschweigt aber die Fälle, in denen die Kanonen das Eigentum selbst trafen.

Tabelle 4: Aktienmärkte kriegführender Staaten um den Kriegsbeginn

Markt / Konflikt	Beginn	Kursreaktion	Zwei Jahre danach	Besonderheit
USA, Dow Jones (Zweiter Weltkrieg)	Dez. 1941	–20 % bis April 1942	+19 %	Wende vor der Schlacht um Midway
Deutschland (Zweiter Weltkrieg)	Sep. 1939	Kurse ab 1943 eingefroren	real rund –90 % bis 1948	Preis- und Dividendenregulierung verdeckte die Verluste
Japan (Zweiter Weltkrieg)	Dez. 1941	Börse ab Aug. 1945 geschlossen	real rund –95 % bis 1947/49	Wiedereröffnung erst Mai 1949
Russland, MOEX (Ukraine-Krieg)	Feb. 2022	–33 % an einem Tag; –52 % unter dem Hoch von Okt. 2021	+2 % in Rubel, –10 % in USD	einmonatige Schließung; Ausländer ausgesperrt; Aug. 2026: –32 % (Rubel) bzw. –37 % (USD) unter Vorkriegsniveau
Ukraine, PFTS/UX (Ukraine-Krieg)	Feb. 2022	Handel ausgesetzt	kein regulärer Handel	Aktienhandel bis heute nicht wiederaufgenommen
Israel, TA-125 (Gaza-Krieg)	Okt. 2023	–11 % binnen drei Wochen	+79 %	Erholung binnen Wochen; ab 2025 Allzeithochs
Russland, Petrograder Börse (Revolution)	1917	Handel eingestellt	–100 %	entschädigungslose Enteignung in- und ausländischer Anleger

Anmerkungen: Kursreaktionen in lokaler Währung, sofern nicht anders angegeben; „zwei Jahre danach“ bezogen auf den letzten Vorkriegsstand.

Quellen: Dimson, Marsh und Staunton (2002); Biggs (2008); Jorion und Goetzmann (1999); Moscow Exchange; TASE; eigene Berechnungen.

Die Kehrseite des Musters bilden die Fälle, in denen die dritte Phase nie eintrat. Die Petrograder Börse öffnete nach 1917 nicht wieder; in- wie ausländische Aktionäre und die 1,6 Millionen französischen Zeichner russischer Anleihen verloren alles. Deutsche und japanische Anleger erlebten die Verluste nicht als Crash, sondern als jahrelange Illusion regulierter Kurse, die sich in Währungsreform und Vermögensabgabe entlud. Jorion und Goetzmann (1999) haben gezeigt, dass die berühmte langfristige Aktienrendite ein Ergebnis der überlebenden Märkte ist: Wer die ausgelöschten — Russland 1917, China 1949 — mitrechnet, erhält deutlich bescheidenere Werte. Für Anleger heißt das: Der Einbruch zu Kriegsbeginn ist nicht automatisch eine Kaufgelegenheit; er ist es nur in Märkten, deren Eigentumsordnung den Krieg überlebt.⁴¹

6.2 Zins- und Inflationsentwicklung: die stille Enteignung der Gläubiger

Bei den Zinsen kennt die Kriegsgeschichte zwei Wege, die für Anleiheanleger auf dasselbe hinauslaufen. Der erste Weg ist die finanzielle Repression: Der Staat hält die Nominalzinsen

⁴¹ Jorion und Goetzmann (1999) beziffern den realen Aktienertrag des Medianmarktes 1921 bis 1996 auf nur 0,8 Prozent pro Jahr — gegenüber 4,3 Prozent für die USA: Die bekannten Langfristzahlen stammen von den Überlebenden.

künstlich unter der Inflation, um seine Kriegsschulden billig zu finanzieren und real zu entwerten. Das Musterbeispiel sind die Vereinigten Staaten von 1942 bis 1951, als die Notenbank die Rendite langer Staatsanleihen bei 2,5 Prozent deckelte, während die Inflation nach Kriegsende auf 18 Prozent schoss; Reinhart und Sbrancia (2015) beziffern die so bewirkte stille Schuldentilgung auf jährlich zwei bis vier Prozent des Bruttoinlandsprodukts zulasten der Sparer — über Jahrzehnte. Kriegsanleihen waren historisch fast überall ein Verlustgeschäft: Die deutschen Zeichner verloren zweimal binnen dreißig Jahren praktisch alles, die japanischen 1945/47 ebenso.⁴²

Der zweite Weg ist der Hochzins, wie ihn Russland seit 2023 und die Ukraine seit 2022 gehen: Die Zentralbank stemmt sich mit 21 beziehungsweise 25 Prozent Leitzins gegen die Kriegsinflation. Für Anleger ist auch dieser Weg keine Rettung. Erstens erleiden Bestandsanleihen bei jedem Zinsanstieg schwere Kursverluste; russische Bundesanleihen (OFZ) rentierten 2024 zeitweise über 17 Prozent, was Kursverluste von einem Viertel und mehr auf lange Laufzeiten bedeutete. Zweitens bleibt nach Inflation und — für Ausländer — nach Wechselkursverlust und Transfersperre real wenig übrig. Drittens endet Kriegsfinanzierung nicht selten im Zahlungsausfall selbst: Russland fiel im Juni 2022 erstmals seit 1918 auf Fremdwährungsschulden aus — nicht mangels Geld, sondern weil die Zahlungswege blockiert waren; die Ukraine musste ihre Auslandsanleihen 2024 mit einem Kapitalschnitt von 37 Prozent umschulden. Das wiederkehrende Muster: Inflation während des Krieges, Repression oder Ausfall danach — der Anleihegläubiger zahlt in jedem Szenario.⁴³

Dass es auch anders gehen kann, zeigt der israelische Kontrapunkt — und er zeigt, woran es hängt: an Glaubwürdigkeit. Die Bank of Israel stellte unmittelbar nach dem Überfall vom Oktober 2023 ein Verteidigungsprogramm für den Schekel von bis zu 30 Mrd. US-Dollar aus den Währungsreserven bereit; die Währung erholte sich binnen Wochen vollständig, die Inflation blieb nahe drei Prozent, und Anfang 2024 konnte die Notenbank die Zinsen mitten im Krieg sogar senken. Der Unterschied zu Moskau und Kiew liegt nicht in der Geldtechnik, sondern in der Substanz: hohe Reserven, eine flexible, weltmarktintegrierte Wirtschaft, offene Kapitalmärkte und unabhängige Institutionen. Für Anleiheanleger folgt daraus eine Rangordnung der Kriegsrisiken: Nicht die Existenz eines Krieges bestimmt den Schaden, sondern das Verhältnis der Kriegslast zur institutionellen Tragfähigkeit des Schuldners.⁴⁴

⁴² Reinhart, C. M. und Sbrancia, M. B. (2015), *Economic Policy* 30(82): „liquidation of government debt“; die Realverzinsung von US- und UK-Staatsschulden war 1945 bis 1980 etwa die Hälfte der Zeit negativ.

⁴³ Die ukrainische Umschuldung vom August 2024 betraf gut 20 Mrd. USD; Halter erhielten neue Papiere mit Nennwertabschlag von 37 Prozent. Russlands Default betraf Eurobonds über rund 40 Mrd. USD.

⁴⁴ Die Bank of Israel kündigte am 9. Oktober 2023 Devisenverkäufe von bis zu 30 Mrd. USD sowie Swaplinien über 15 Mrd. USD an; der Schekel notierte binnen weniger Wochen fester als vor dem Angriff.

6.3 Illiquidität: wenn der Ausgang verschlossen ist

Die zweite Kriegslektion für Anleger betrifft nicht den Preis, sondern die Verfügbarkeit: Krieg macht Vermögenswerte unverkäuflich. Tabelle 5 zeigt, dass Börsenschließungen keine exotische Ausnahme sind, sondern der Regelfall großer Kriege — von den viereinhalb Monaten der New Yorker Börse 1914 über die fast vierjährige Schließung Tokios bis zur Kiewer Börse, die seit Februar 2022 keinen regulären Aktienhandel mehr gesehen hat. Auch ohne formale Schließung trocknet die Liquidität aus: Geld-Brief-Spannen weiten sich, Umsätze brechen weg, Einzelwerte werden vom Handel ausgesetzt, und Anleihemärkte — als Freiverkehrsmärkte besonders vertrauensabhängig — stellen den Handel faktisch ein, lange bevor es eine Behörde anordnet.

Tabelle 5: Börsenschließungen und Handelsaussetzungen in Kriegszeiten

Börse	Schließung	Dauer	Anmerkung
New York (NYSE)	Juli bis Dez. 1914	4,5 Monate	längste Schließung der NYSE-Geschichte
Wien	ab Juli 1914	rund 5 Jahre	regulärer Aktienhandel erst 1919 wieder
Berlin	ab Juli 1914	über 3 Jahre	Wiedereröffnung Ende 1917, reguliert
St. Petersburg / Petrograd	Juli 1914 bzw. 1917	dauerhaft	nach kurzer Wiedereröffnung 1917 endgültig geschlossen; Verstaatlichung 1918
Tokio	Aug. 1945	fast 4 Jahre	Wiedereröffnung Mai 1949
Kuwait	Aug. 1990	rund 2 Jahre	irakische Invasion
			längste Unterbrechung seit 1998; danach Verkaufsverbote für Ausländer,
Moskau (MOEX)	25.2. bis 23.3.2022	1 Monat	Leerverkaufsverbot, Stützungskäufe
			regulärer Aktienhandel nicht
Kiew (PFTS/UX)	seit 24.2.2022	andauernd	wiederaufgenommen
			Handel nach dem 7.10.2023 durchgehend
Tel Aviv (TASE)	keine Schließung	—	offen

Quellen: Silber (2007); Dimson, Marsh und Staunton (2002); Börsenangaben; eigene Zusammenstellung.

Der russische Fall fügt dem klassischen Bild die moderne, infrastrukturelle Variante hinzu. Mit der wechselseitigen Blockade der Verwahrketten — westliche Sanktionen gegen den russischen Zentralverwahrer, russische Sperrkonten für „unfreundliche“ Ausländer — wurden Wertpapiere im dreistelligen Milliardenwert nicht etwa wertlos, sondern unerreichbar: Hunderttausende westliche Depotinhaber halten russische Aktien und Anleihen, die sie weder verkaufen noch übertragen können, während Dividenden und Kupons auf Sperrkonten in Rubel auflaufen; spiegelbildlich sitzen russische Anleger auf eingefrorenen westlichen Titeln. Diese Form der Illiquidität trifft auch den, der alles „richtig“ gemacht hat — sie ist mit keiner Diversifikation innerhalb des betroffenen Marktes zu vermeiden, sondern nur durch Begrenzung des Engagements in Rechtsräumen, deren Eigentumsgarantie im Ernstfall nicht trägt.⁴⁵

⁴⁵ Am Brüsseler Zentralverwahrer Euroclear allein liegen immobilisierte russische Vermögenswerte von rund 190 Mrd. Euro; umgekehrt schätzte die Bank Rossii die auf C-Konten und in der Verwahrkette blockierten Ausländerbestände früh auf mehrere Billionen Rubel.

Auf der ukrainischen Seite zeigt sich das Anleihegesicht derselben Lektion. Während der Aktienhandel ruht, finanzierte sich der Staat im Inland über Kriegsanleihen und im Ausland über offizielle Hilfen; private Halter ukrainischer Auslandsanleihen aber sahen die Kurse 2022 zeitweise unter 20 Cent je Dollar fallen. Wer in dieser Phase verkaufen musste, realisierte Kriegspreise; wer durchhielt, wurde 2024 mit einem Nennwertabschlag von 37 Prozent umgeschuldet und hält seither Papiere, deren Wert am Kriegsverlauf hängt. Anleihemärkte preisen Krieg schneller und härter als Aktienmärkte, weil ihre Gläubiger kündigen, fliehen und abschreiben können — für den Emittenten heißt das: Die Kriegsfinanzierung über den Markt versiegt genau dann, wenn sie am dringendsten gebraucht wird, und der Staat greift zu Notenpresse oder Zwang. Illiquidität ist insofern nicht Begleiterscheinung, sondern Wesenszug der Kriegsfinanzierung.

6.4 Staatliche Eingriffe: von der Kapitalverkehrssperre bis zur Enteignung

Tabelle 6 ordnet die staatlichen Eingriffe, die Kriegsanleger historisch zu gewärtigen haben — eine Stufenleiter wachsender Härte, die fast jeder große Krieg von neuem durchschreitet: erst Beschränkungen des Kapitalverkehrs, dann Eingriffe in Erträge und Preise, dann Sonderabgaben, schließlich Zwangsverwaltung und Enteignung.⁴⁶

⁴⁶ Die Stufenfolge ist keine Rechtstheorie, sondern empirische Regelmäßigkeit; vgl. die Zusammenstellungen bei Reinhart und Sbrancia (2015) sowie KSE Institute (2025).

Tabelle 6: Staatliche Eingriffe zulasten von Anlegern in Kriegszeiten

Eingriff	Beispiele	Wirkung für Anleger
Kapitalverkehrsbeschränkungen	Großbritannien 1939–1979; Deutschland ab 1931; Russland und Ukraine seit 2022	Mittel nicht transferierbar; Zwangsumtausch; Ausreise des Kapitals nur mit Genehmigung
Einfrieren von Vermögen	USA 1917 und 1941 (Alien Property Custodian); Westen 2022: russische Zentralbankreserven (rund 300 Mrd. USD); Russland 2022: „C-Konten“ für Ausländer	Verfügungsverlust auf unbestimmte Zeit; Erträge nur auf Sperrkonten
Dividenden- und Kursregulierung	Deutschland 1941 (Dividenden max. 6 %) und 1943 (Kursstopp); Russland 2022 (Dividendenausfälle, u. a. Gazprom)	laufender Ertrag entfällt; Preisbildung ausgesetzt
Übergewinn- und Sondersteuern, Vermögensabgaben	Großbritannien 1941 (Übergewinnsteuer 100 %); USA 1943–45 (bis 95 %); Lastenausgleich Deutschland 1952 (50 %); Japan 1946/47 (25–90 %)	Kriegsgewinne werden abgeschöpft; Substanzverlust auch für Unbeteiligte
Zwangsverwaltung und Enteignung	Sowjetrussland 1918; Ägypten 1956–61; Kuba 1960; Iran 1979; Russland ab 2023: Uniper, Fortum, Danone, Carlsberg/Baltika; Verstaatlichungen von insgesamt rund 6,5 Bio. Rubel bis Mitte 2026 (u. a. Domodedowo 2025, Rusagro 2026)	Teil- bis Totalverlust; Rechtsschutz faktisch entfallen
Zwangsverkauf mit Abschlag und „Exit-Abgabe“	Russland seit 2022: Genehmigungspflicht, Mindestabschlag 50 bis 60 % auf den Marktwert, Abgabe von zuletzt 35 %	Verkauf nur weit unter Wert; kumulierte Verluste ausländischer Firmen über 170 Mrd. USD
Staatsbankrott und Schuldenverweigerung	Sowjetrussland 1918 (Zarenanleihen); Russland Juni 2022 (Fremdwährungsdefault)	Anleihen wertlos oder unbedienbar; Zahlungswege blockiert

Quellen: KSE Institute (2025); Reuters (2024); The Moscow Times (2026a); Reinhart und Sbrancia (2015); eigene Zusammenstellung.

Russland seit 2022 bietet das vollständigste Anschauungsmaterial seit 1945 — gerade für die Behandlung ausländischer Investoren. Per Dekret wurden Beteiligungen westlicher Konzerne unter „vorübergehende externe Verwaltung“ gestellt und faktisch übernommen: die Kraftwerksgesellschaften von Uniper (Buchwert rund 22 Mrd. Euro Verlust für den Mutterkonzern) und Fortum im April 2023, die Russland-Töchter von Danone und Carlsberg (Baltika) im Juli 2023. Wer „freiwillig“ verkaufen wollte, benötigte eine Regierungsgenehmigung, musste einen Abschlag von zunächst mindestens 50, später 60 Prozent hinnehmen und eine Abgabe von zuletzt 35 Prozent des Transaktionswertes an den Haushalt leisten — eine Enteignung auf Raten, die das Kyiv School of Economics Institute auf kumulierte Verluste der ausländischen Unternehmen von über 170 Mrd. US-Dollar beziffert. Parallel läuft eine Verstaatlichungswelle im Inneren: Bis Mitte 2026 wurden Vermögen von rund 6,5 Bio. Rubel — knapp 90 Mrd. US-Dollar — per

Gerichtsbeschluss auf den Staat übertragen, vom Moskauer Flughafen Domodedowo (2025) bis zum Agrarkonzern Rusagro (2026).⁴⁷

Dass davon auch österreichische Anleger unmittelbar betroffen sind, zeigt der Fall der Raiffeisen Bank International: Ein russisches Gericht verurteilte deren Russland-Tochter Anfang 2025 im Zusammenhang mit der eingefrorenen Strabag-Beteiligung zur Zahlung von 2,04 Mrd. Euro an eine dem sanktionierten Oligarchen Deripaska zugerechnete Gesellschaft; die Berufung blieb erfolglos, weitere Klagen folgten. Die Lehre reicht über den Einzelfall hinaus: In Kriegs- und Sanktionslagen wird der Rechtsweg des Gastlandes selbst zum Enteignungsinstrument, und zwischenstaatliche Investitionsschutzabkommen sind faktisch nicht durchsetzbar. Hinzu kommt das Gegenstück auf westlicher Seite: Auch die Immobilisierung der russischen Zentralbankreserven und die Diskussion über deren Verwendung für die Ukraine zeigen, dass Eigentum im Krieg zur Verhandlungsmasse zwischen Staaten wird — mit dem privaten Anleger als Randfigur.⁴⁸

6.5 Wann lohnt der Wiedereinstieg?

Aus dem Dreiphasenmuster des Abschnitts 6.1 folgt zunächst eine zeitliche Regel: Der Markt dreht am Punkt der Unsicherheitsauflösung, nicht am Tag des Friedensschlusses. Wer 1942 nach der Schlacht um Midway amerikanische Aktien kaufte, 1948 nach der Währungsreform deutsche oder Ende 2023 israelische, kaufte jeweils Jahre vor dem formalen Kriegsende beziehungsweise unmittelbar nach der institutionellen Zäsur — und erzielte außerordentliche Erträge; die deutsche Aktiendekade 1949 bis 1959 brachte real rund 30 Prozent pro Jahr. Umgekehrt war das bloße Ende der Kampfhandlungen nie ein verlässliches Signal: Wer 1917 auf die Wiedereröffnung der Petrograder Börse wartete, wartet noch heute.⁴⁹

Daraus ergeben sich fünf Prüfsteine, die ein Wiedereinstieg in den Markt eines (ehemaligen) Kriegslandes bestehen sollte. Erstens eine glaubwürdige, überprüfbare Friedens- oder Waffenstillstandsordnung — nicht bloß Verhandlungsrhetorik; die russische „Friedenshoffnungsrally“ vom Februar 2025 und ihr Verpuffen zeigen den Unterschied. Zweitens Währungsstabilisierung und ein realistischer Zinspfad, denn ohne stabile Rechnungseinheit bleibt jeder Kursgewinn nominal. Drittens die Aufhebung der Kapitalverkehrsbeschränkungen einschließlich funktionierender Verwahr- und Zahlungswege — für Ausländer die harte Bedingung, an der ein Russland-Engagement auf absehbare Zeit scheitert, solange Sanktionen und C-Konten bestehen. Viertens wiederhergestellte Eigentumsrechte mit nachprüfbarem Rechtsweg; eine Börse, auf der der

⁴⁷ KSE Institute (März 2025): 481 vollständige Rückzüge, 1.357 laufende; Abschlüsse bei Zwangsverkäufen häufig 90 bis 100 Prozent unter Marktwert. Verstaatlichungssumme: The Moscow Times (Juni 2026).

⁴⁸ Raiffeisen Bank International, Pressemitteilungen Januar bis April 2025 (Rasperia-Verfahren, 2,044 Mrd. Euro) und Dezember 2025 (weitere 339 Mio. Euro Rückstellung).

⁴⁹ Der Dow-Tiefpunkt fiel auf den 28. April 1942; die Schlacht um Midway folgte im Juni. Märkte antizipierten die Wende, bevor sie militärisch sichtbar war.

Staat per Gerichtsbeschluss enteignet, ist keine Anlageklasse, sondern eine Wette auf Gnade. Fünftens Bewertungen, die auch nach Risikoabschlag eine Sicherheitsmarge lassen.⁵⁰

Hinzu tritt für westliche Anleger eine rechtliche Dimension, die es in früheren Nachkriegsphasen so nicht gab: Sanktionsregime enden nicht mit den Kampfhandlungen, sondern durch politische Beschlüsse mit eigener Logik und Dauer. Wer vor deren förmlicher Aufhebung russische Vermögenswerte erwirbt, riskiert Bußgelder und Vermögenssperren im eigenen Rechtsraum; Genehmigungsvorbehalte, Altbestände blockierter Papiere und mögliche Rückabwicklungen enteigneter Vermögen werden die Rechtslage zudem auf Jahre unübersichtlich halten. Praktisch bedeutet das: Der erste Tag nach einem Frieden gehört den Inlandsanlegern; für Ausländer beginnt die Uhr erst mit der Sanktionsklarheit — ein Grund mehr, Friedensrallys nicht hinterherzulaufen, sondern die Prüfsteine abzuwarten.

Für den russischen Markt heißt das konkret: Ein glaubwürdiger Friede könnte dem MOEX eine Bewertungsexpansion von 30 bis 60 Prozent bescheren, und russische Inlandsanleger würden sie vereinnahmen. Westliche Anleger sollten sich davon nicht blenden lassen — ihnen bleibt der Zugang rechtlich versperrt, und selbst nach einer Sanktionslockerung stünde der Markt eines Landes zur Wahl, das binnen vier Jahren Enteignung, Zwangsabschläge und Zahlungssperren gegen ausländisches Kapital verhängt hat. Die strukturell bessere Nachkriegsgelegenheit liegt nach den Maßstäben dieser Arbeit auf der anderen Seite der Front: im ukrainischen Wiederaufbau mit seinem Bedarf von 588 Mrd. US-Dollar, der EU-Beitrittsperspektive und der Beteiligung europäischer — auch österreichischer — Unternehmen, wie sie die Fallstudie dieses Hauses im Einzelnen entwickelt. Als Grundregeln gelten dort wie überall: klein dosieren, breit streuen, Liquidität misstrauen und politische Zusagen erst nach ihrer Institutionalisierung bepreisen.

7 Fazit und Ausblick

Die Forschungsfrage dieser Arbeit lässt sich abschließend klar beantworten: Kriege rentieren sich unter modernen Bedingungen ökonomisch nicht — für niemanden. Die Theorie erklärt, warum es gar nicht anders sein kann: Zerstörung schafft keinen Wohlstand (Bastiat), Eroberung zerstört die Grundlagen des eigenen Reichtums (Angell), und der Umweg über die Rüstungsnachfrage scheitert an Multiplikatoren unter eins und an der Natur von Gütern, die verbraucht werden, statt Nutzen zu stiften. Die Empirie bestätigt es über 176 Kriegsschauplätze und anderthalb Jahrhunderte: rund 30 Prozent Wirtschaftsleistung und 15 Prozentpunkte Preisstabilität kostet ein Krieg das eigene Land, ein Zehntel der Wirtschaftsleistung die unbeteiligten Nachbarn. Und die Fallstudie Russland führt es in Echtzeit vor: Kriegskosten von 550 Mrd. US-Dollar für Territorium,

⁵⁰ Bewertungsseitig wäre die Voraussetzung in Russland erfüllt — Kurs-Gewinn-Verhältnisse von 4 bis 6 implizieren bei Normalisierung erhebliches Potenzial; es scheitert an den Bedingungen eins bis vier.

dessen Bodenwert ein Dreißigstel davon beträgt; 1,5 bis 1,8 Millionen dauerhaft fehlende Arbeitskräfte; aufgezehrte Reserven, erhöhte Steuern, 14 bis 21 Prozent Zinsen — und ein Aktienmarkt, der in harter Währung ein Drittel unter dem Vorkriegsstand notiert.⁵¹

Aus dem Ergebnis folgt keine wirtschaftspolitische Naivität. Verteidigungsfähigkeit bleibt geboten — gerade weil Kriege so teuer sind, rechtfertigt ihre Verhinderung erhebliche Versicherungsprämien. Die europäische Wiederaufrüstung mit ihren Programmen von mehreren hundert Milliarden Euro und dem neuen NATO-Ausgabenziel sollte aber ehrlich als das ausgewiesen werden, was sie ökonomisch ist: eine Schutzausgabe zulasten anderer Verwendungen, kein Konjunkturprogramm. Wo Rüstungsaufträge als Wachstumspolitik verkauft werden, hat die Parabel vom zerbrochenen Fenster ihren Auftritt — bezahlt wird mit dem Unsichtbaren: den Schulen, Netzen und Fabriken, die nicht entstehen.

Für Anleger verdichten sich die Ergebnisse zu einer einfachen Ordnung. Während des Krieges dominieren vier Risiken: Kursverlust, Geldentwertung, Illiquidität und staatlicher Zugriff — vom Dividendenstopp über Sonderabgaben bis zur Enteignung, wie sie Russland seit 2022 in einer Härte vollzieht, die ausländisches Kapital auf Jahrzehnte abschrecken wird. Chancen entstehen an zwei Punkten: am Moment der Unsicherheitsauflösung in Märkten mit überlebensfähiger Eigentumsordnung — historisch der beste Einstiegszeitpunkt des Jahrhunderts — und im Wiederaufbau nach glaubwürdigem Frieden, für den die Ukraine der kommende Anwendungsfall ist. Die fünf Prüfsteine des Kapitels 6.5 — Friedensordnung, Währungsstabilität, offener Kapitalverkehr, Eigentumsrechte, Bewertungsreserve — bieten dafür den nüchternen Maßstab.

Der Ausblick ist verhalten und doch nicht ohne Hoffnung. Im August 2026 verweigert sich Moskau einem Waffenstillstand, und jede weitere Kriegswoche verschiebt die hier gezogene Bilanz weiter ins Negative — um Menschen, um Kapital, um Zukunft. Zugleich zeigt die Geschichte, dass auf die teuersten Kriege die stärksten Friedensdividenden folgen können, wenn Institutionen tragen: Europas Nachkriegsjahrzehnte bleiben der Beweis. Die Forschung wird zu klären haben, wie eingefrorene Reserven, Reparationen und Wiederaufbaufinanzierung zu ordnen sind, und die Vermögensverwaltung wird den Moment erkennen müssen, in dem aus einem Kriegsrisiko eine Friedenschance wird. Bis dahin gilt der Satz, mit dem sich diese Arbeit zusammenfassen lässt: Krieg ist die teuerste Art, ärmer zu werden — und der Friede die günstigste Investition, die eine Volkswirtschaft tätigen kann.⁵²

⁵¹ Auch der Angegriffene rentiert nicht — die Ukraine trägt Schäden von 195 Mrd. USD und einen Wiederaufbaubedarf von 588 Mrd. USD; der Unterschied liegt darin, dass ihr Abwehrkampf keine Rentabilitäts-, sondern eine Existenzfrage beantwortet.

⁵² Vgl. die Fallstudie R&B Wealth Management (2026) zu Wiederaufbauchancen einschließlich der Positionierung österreichischer und deutscher Unternehmen.

Literaturverzeichnis

- Amihud, Y., Wohl, A. (2004). Political news and stock prices: The case of Saddam Hussein contracts. *Journal of Banking and Finance*, 28(5), 1185–1200.
- Angell, N. (1910). *The Great Illusion: A Study of the Relation of Military Power in Nations to their Economic and Social Advantage*. London: William Heinemann.
- Bank of Finland, BOFIT (2026). Russian economy lost steam in 2025. BOFIT Weekly 7/2026. Helsinki.
- Barro, R.J. (2006). Rare disasters and asset markets in the twentieth century. *Quarterly Journal of Economics*, 121(3), 823–866.
- Barro, R.J., Redlick, C.J. (2011). Macroeconomic effects from government purchases and taxes. *Quarterly Journal of Economics*, 126(1), 51–102.
- Bastiat, F. (1850). *Ce qu'on voit et ce qu'on ne voit pas*. Paris: Guillaumin.
- Biggs, B. (2008). *Wealth, War and Wisdom*. Hoboken: John Wiley & Sons.
- Broadberry, S., Harrison, M. (Hrsg.) (2005). *The Economics of World War I*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Brooks, S.G. (2005). *Producing Security: Multinational Corporations, Globalization, and the Changing Calculus of Conflict*. Princeton: Princeton University Press.
- Collier, P., Elliott, V.L., Hegre, H., Hoeffler, A., Reynal-Querol, M., Sambanis, N. (2003). *Breaking the Conflict Trap: Civil War and Development Policy*. Washington: World Bank und Oxford University Press.
- Crawford, N.C. (2021). *The U.S. Budgetary Costs of the Post-9/11 Wars*. Costs of War Project, Watson Institute, Brown University.
- Dimson, E., Marsh, P., Staunton, M. (2002). *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns*. Princeton: Princeton University Press.
- Federle, J., Meier, A., Müller, G.J., Mutschler, W., Schularick, M. (2024). *The Price of War*. Kiel Working Paper Nr. 2262. Kiel: Institut für Weltwirtschaft.
- Federle, J., Meier, A., Müller, G.J., Mutschler, W., Schularick, M. (2024). *Ökonomische Folgen: Was Kriege die Welt kosten*. *Wirtschaftsdienst*, 104(4), 283–284.
- Glick, R., Taylor, A.M. (2010). Collateral damage: Trade disruption and the economic impact of war. *Review of Economics and Statistics*, 92(1), 102–127.
- Guidolin, M., La Ferrara, E. (2010). The economic effects of violent conflict: Evidence from asset market reactions. *Journal of Peace Research*, 47(6), 671–684.
- Hanson, M. (2025). *Post-Invasion Russian Migration: Exit as Voice in Central Asia and the Caucasus*. Vortrag, Moynihan Institute, Maxwell School, Syracuse University, 25. September 2025.
- Hazlitt, H. (1946). *Economics in One Lesson*. New York: Harper & Brothers.

- Hess, G.D. (2003). The economic welfare cost of conflict: An empirical assessment. CESifo Working Paper Nr. 852. München.
- Higgs, R. (1992). Wartime prosperity? A reassessment of the U.S. economy in the 1940s. *Journal of Economic History*, 52(1), 41–60.
- Institut Montaigne (2025). Tragedy After Disaster? War in Ukraine and Demography (B. Tertrais). Reihe Expressions, 24. Februar 2025. Paris.
- Institute for Economics and Peace (2024). Global Peace Index 2024: Measuring Peace in a Complex World. Sydney: IEP.
- International Monetary Fund (IMF) (2026). World Economic Outlook, April 2026. Washington: IMF.
- Jorion, P., Goetzmann, W.N. (1999). Global stock markets in the twentieth century. *Journal of Finance*, 54(3), 953–980.
- Keynes, J.M. (1919). *The Economic Consequences of the Peace*. London: Macmillan.
- KSE Institute (2025). Assessing Foreign Companies’ Direct Losses in Russia. Kyiv School of Economics, März 2025.
- Leigh, A., Wolfers, J., Zitzewitz, E. (2003). What do financial markets think of war in Iraq? NBER Working Paper Nr. 9587. Cambridge, MA.
- Lieberman, P. (1996). *Does Conquest Pay? The Exploitation of Occupied Industrial Societies*. Princeton: Princeton University Press.
- Mofid, K. (1990). *The Economic Consequences of the Gulf War*. London: Routledge.
- Oosterlinck, K. (2016). *Hope Springs Eternal: French Bondholders and the Repudiation of Russian Sovereign Debt*. New Haven: Yale University Press.
- R&B Wealth Management (2026). Der negative Return of Investment eines Krieges — Fallstudie Russland. Eine ökonomische Betrachtung (R. Rupprechter). Dornbirn, 9. Juni 2026.
- Ramey, V.A. (2011). Can government purchases stimulate the economy? *Journal of Economic Literature*, 49(3), 673–685.
- Reinhart, C.M., Sbrancia, M.B. (2015). The liquidation of government debt. *Economic Policy*, 30(82), 291–333.
- Reuters (2024). Foreign firms’ losses from exiting Russia top 107 billion US dollars. 28. März 2024.
- Silber, W.L. (2007). *When Washington Shut Down Wall Street: The Great Financial Crisis of 1914*. Princeton: Princeton University Press.
- SIPRI (2025). Trends in World Military Expenditure, 2024. SIPRI Fact Sheet, April 2025. Stockholm.
- SIPRI (2026). A Budget for a Fifth Year of War: Military Spending in Russia’s Budget for 2026 (J. Cooper). SIPRI Insights on Peace and Security Nr. 2026/01, März 2026. Stockholm.

- Stiglitz, J.E., Bilmes, L.J. (2008). The Three Trillion Dollar War: The True Cost of the Iraq Conflict. New York: W.W. Norton.
- The Moscow Times (2026a). Russia Confiscates 7.6 Billion US Dollars in Assets in Largest Nationalization Yet. 12. Juni 2026.
- The Moscow Times (2026b). Russian Economy Returns to Growth, but Economists Warn Rebound May Be Short-Lived. 13. August 2026.
- World Bank, Government of Ukraine, European Commission, United Nations (2026). Ukraine: Fifth Rapid Damage and Needs Assessment (RDNA5), February 2022 – December 2025. Washington, Februar 2026.