

Absolutreport

Neue Perspektiven für
institutionelle Investoren



Beitrag in Ausgabe 05 | 2022

Standpunkt

DR. MICHAEL HEISE HQ Trust

Was die Sanktionen gegen Russland
bewirkt haben

Dr. Michael Heise

Chefökonom

HQ Trust GmbH, Bad Homburg v. d. Höhe



Was die Sanktionen gegen Russland bewirkt haben

Vor etwa sieben Monaten haben die EU, die USA sowie zahlreiche weitere Industrieländer damit begonnen, vielfältige Sanktionen über Russland zu verhängen. Es steht bereits fest, dass die Maßnahmen einen Teil der Hoffnungen, die in sie gesetzt wurden, nicht erreicht haben. Die Sanktionen werden der russischen Wirtschaft zwar langfristig erheblichen Schaden zufügen, kurzfristig aber haben sie Russland kaum geschwächt, das im Jahr 2022 Rekordeinnahmen im Energiegeschäft und einen gewaltigen Außenhandelsüberschuss erzielen dürfte.

Die maßgeblich von der Europäischen Union und den USA verhängten Sanktionen gegen Russland verfolgen das Ziel, die russische Wirtschaft und die politische Elite des Landes erheblich zu schwächen. Die EU hat bislang mit acht Sanktionspaketen reagiert. Auch zahlreiche weitere Länder haben wirtschaftliche Maßnahmen gegen Russland aufgrund des Krieges in der Ukraine in Kraft gesetzt, indem sie – wie etwa die Schweiz oder Norwegen – dem Vorgehen der EU folgen.

Auch Japan hat sich in wesentlichen Teilen den westlichen Wirtschafts- und Finanzsanktionen gegenüber Russland angeschlossen.

Zu den Sanktionen gehören Wirtschaftssanktionen, gezielte Maßnahmen gegen Einzelpersonen und diplomatische Maßnahmen sowie Beschränkungen für russische Medien. Die individuellen Sanktionen richten sich gegen Personen, die für die Unterstützung, Finanzierung oder Durchführung von Handlungen, die die territoriale Unversehrtheit, die Souveränität und die Unabhängigkeit der Ukraine untergraben, verantwortlich sind oder von diesen Handlungen profitieren.

Ab dem 12. September hat die EU auch das seit 2007 bestehende Visa-Erleichterungsabkommen der Europäischen Union mit Russland vollständig ausgesetzt. Somit gelten die allgemeinen Bestimmungen des Visakodex für russische Bürger. Zudem wurde die Sendetätigkeit von fünf staatseigenen russischen Medien in der EU ausgesetzt. Dies soll der Verbreitung staatlicher russischer Desinformation entgegenwirken.

Die Wirtschaftssanktionen ergänzen die weniger umfassenden Sanktionen, die bereits seit der Annexion der Krim durch Russland 2014 in Kraft sind. Auf der Liste der Produkte, die nicht nach Russland exportiert werden dürfen, stehen mittlerweile u. a. hochwertige Elektronikzeugnisse, Halbleiter und Software, bestimmte Maschinen und Fahrzeuge, Ausrüstung für die Energiewirtschaft sowie die Luft- und Raumfahrtindustrie, Güter mit doppeltem Verwendungszweck (die sowohl militärisch als auch zivil eingesetzt werden können) und Luxusgüter (**ABBILDUNG 1**).

Die Importsanktionen betreffen unter anderem Kohle, Gold, Stahl, Eisen, Holz, Spirituosen und – mit Übergangsfristen und Ausnahmen – Erdöl. Konkret gilt im Rahmen des sechsten EU-Sanktionspakets u. a. ein Verbot der Einfuhr von russischem Rohöl über den Seeweg ab dem 5. Dezember 2022 und ein Einfuhrverbot von verarbeiteten russischen Erdölzeugnissen über den Seeweg ab dem 5. Februar 2023 (bis dahin ist nur die Erfüllung von Lieferverträgen möglich, die bis zum 4. Juni 2022 abgeschlossen wurden). Auch ein Verbot der Versicherung und Rückversicherung des Transportes von russischem Rohöl und Erdölzeugnissen auf dem Seeweg gilt ab dem 5. Dezember 2022 (bis dahin ist nur die Erfüllung von Versicherungsverträgen möglich, die bis zum 4. Juni 2022 abgeschlossen wurden).

Überdies haben sich die G7-Staaten (USA, Kanada, Großbritannien, Frankreich, Italien, Japan und Deutschland) darauf geeinigt, den Preis russischen Erdöls zu deckeln. Die Ausgestaltung wird zum Inkrafttreten des EU-Ölembargos gegen Russland im Dezember erwartet.

Sanktionen wirken langfristig

Die meisten Ökonomen waren sich schon im Vorfeld weitgehend einig, dass Sanktionen ihre Wirkungen in der Regel nur über viele Jahre entfalten können. Russlands Wirtschaft wird – soweit die Sanktionen beibehalten werden – auf lange Sicht erheblich Schaden nehmen und in seiner Entwicklung zurückgeworfen werden. Westliche Unternehmen haben sich weitgehend aus dem Land zurückgezogen. Dass Technologieimporte aus den westlichen Ländern untersagt sind, erschwert wohl heute schon die Produktion beispielsweise im Luftfahrt- oder Automobilbereich. Zudem wurden russische Finanzinstitute einschließlich der Zentralbank vom internationalen Zahlungsverkehr abgeschnitten, sodass russische Firmen vielfach den Zugang zu den entwickelten Märkten verloren haben. Dies alles wird nach Aussagen der westlichen Medien in regierungsinternen Berichten in Moskau auch schon sehr deutlich angesprochen.

Vor allem für die russischen Energieunternehmen wird es auf lange Sicht ein erheblicher Nachteil sein, dass sich westliche Abnehmer Schritt für Schritt von Importen aus Russland unabhängig machen. Die Hoffnung, dass sich der Verlust etablierter Absatzmärkte ohne Weiteres durch intensivere Handelsbeziehungen zu China, Indien sowie zu anderen Schwellenländern kompensieren ließe, wird wohl enttäuscht werden. Diese Länder werden Zugeständnisse fordern, und sie haben bei Weitem nicht die Zahlungskraft der OECD-Länder.

1 | Überblick: EU-Sanktionen gegen Russland

Wirtschaftssanktionen

Finanzen

- ▶ SWIFT-Ausschluss russischer Banken
- ▶ Beschränkungen des Zugangs Russlands zu den Kapital- und Finanzmärkten der EU
- ▶ Verbot von Transaktionen mit der russischen Zentralbank
- ▶ Verbot der Lieferung von Euro-Banknoten an Russland
- ▶ Verbot von Einlagen in Krypto-Wallets

Verkehr

- ▶ Schließung des EU-Luftraums für russische Flugzeuge
- ▶ Schließung von EU-Häfen für russische Schiffe
- ▶ Embargo gegen russische Kraftverkehrsunternehmen
- ▶ Exportverbot von Gütern und Technologien nach Russland in den Bereichen Luftfahrt, Seeverkehr und Raumfahrt

Energie

- ▶ Einfuhrverbot für Kohle und Öl aus Russland
- ▶ Exportverbot von Gütern und Technologien für die Erdölraffination nach Russland
- ▶ Verbot neuer Investitionen in den russischen Energiesektor

Rohstoffe und andere Güter

- ▶ Einfuhrverbot für Eisen, Stahl, Holz, Zement, Meeresfrüchte und Spirituosen aus Russland
- ▶ Verteidigung: Verbot der Ausfuhr von Zivilgütern und Militärtechnologie nach Russland
- ▶ Einfuhrverbot für Gold, einschl. Schmuck, aus Russland
- ▶ Ausfuhrverbot für Luxusgüter nach Russland

Sanktionen gegen Einzelpersonen

- ▶ Einfrieren von Vermögen und Reiseverbot für Mitglieder der russischen Staatsduma, des Nationalen Sicherheitsrates, Militärpersonal und hochrangige Beamte, Geschäftsleute und Oligarchen

Weitere Maßnahmen

- ▶ Beschränkungen für Medien: Aussetzung der Sendetätigkeiten von staatlichen Propagandasendern in der EU
- ▶ Diplomatische Maßnahmen: Aussetzung der Visaerleichterungsbestimmungen für russische Diplomaten und Beamte sowie Geschäftsleute

Quelle: Europäischer Rat

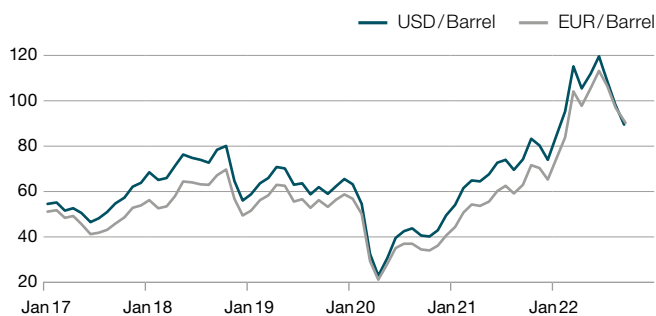
Kurzfristig erzielt Russland Rekordüberschüsse

Kurzfristig sieht das Bild allerdings ganz anders aus. Russland wird zwar 2022 und 2023 wohl einen deutlichen Rückgang des Bruttoinlandsprodukts verzeichnen, aber weder ist die Finanzierung des Krieges durch die Sanktionen wesentlich erschwert worden noch haben die Sanktionen die politischen Entscheidungen erkennbar beeinflusst. Da der Energiebereich von den Sanktionen nicht in vollem Umfang betroffen war, sind die Exporterlöse Russlands stark gestiegen und bewegen sich im Jahr 2022 auf Rekordwerte zu.

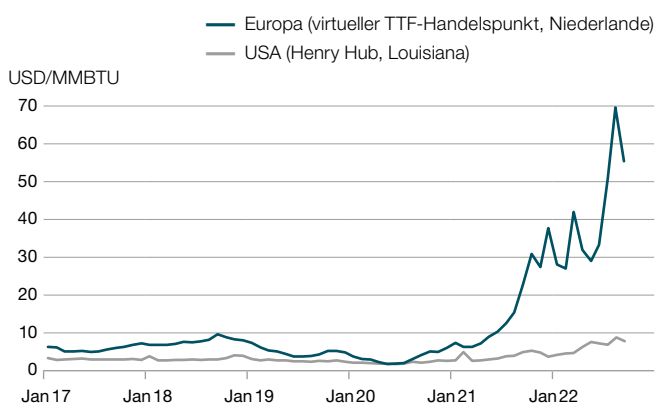
Russland exportiert zwar mengenmäßig weniger Öl, Kohle und Gas in die westliche Welt, aber der Preisanstieg für diese Energieträger (**ABBILDUNG 2**) überkompensiert diesen Rückgang bei Weitem. Der Preisanstieg wurde auch dadurch

2 | Preisentwicklung bei Rohöl und Erdgas

a Rohölpreis (Brent, Spot)

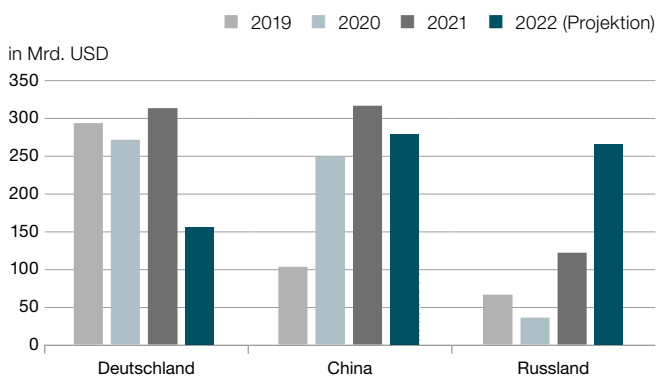


b Erdgas (Spot)



Quellen: Weltbank, EZB, EEX, US Energy Information Administration, eigene Berechnungen

3 | Leistungsbilanzsalden



Quellen: IWF External Sector Report 2022; eigene Projektion für Deutschland 2022

verstärkt, dass auf internationaler Ebene monatelang über Sanktionen und mögliche Energieembargos gegenüber Russland diskutiert wurde, die tatsächlichen Importmengen aber nur moderat zurückgingen. Und was Russland im Westen nicht absetzen konnte, floss nach Asien und in andere Schwellenländer, die Russland nahestehen. So sind die russischen Exporterlöse nach Aussagen der Zentralbank deutlich stärker gestiegen als erwartet.

Zusammen mit rückläufigen Importen wird dies den Leistungsbilanzüberschuss Russlands in diesem Jahr wohl auf einen Rekordwert von 250 bis 300 Mrd. US-Dollar ansteigen lassen (ABBILDUNG 3). Russlands Exportüberschuss wäre damit wohl in etwa so groß wie der chinesische und doppelt so hoch wie der Überschuss des früheren Exportweltmeisters Deutschland. Auch wenn die erheblich steigenden Devisenreserven Russlands aufgrund der Finanzsanktionen nicht mehr frei verwendet werden können, kann von Finanzierungsproblemen des Landes nicht die Rede sein.

In den Abnehmerländern von russischen Energiere Ressourcen haben die krassen Preissteigerungen erheblichen Schaden angerichtet. Das Ausmaß des Energiepreisschocks lässt sich vor allem an den Erzeugerpreisen der Industrie ablesen, die wie noch nie zuvor in der Nachkriegszeit angestiegen sind – beispielsweise in Deutschland um mehr als 45 % im August des Jahres (ABBILDUNG 4).

Preisobergrenzen für russisches Gas und Öl

Derzeit wird auf internationaler Ebene über Preisobergrenzen für russisches Öl und russisches Gas gesprochen, um die Einnahmen Russlands und den Preisauftrieb in den Abnehmerländern zu deckeln. Tatsächlich könnten solche Instrumente einen noch umfänglicheren Lieferstopp Russlands zur Folge haben, denn Putin hat deutlich gemacht, dass Russland sich nicht an die Verträge halten wird, wenn solche Sanktionen ergriffen werden, und kein Öl und Gas an Firmen liefert, die einen Preisdeckel verlangen.

Eine besondere Bedeutung hat hierbei der Gasmarkt. Gas wird nicht allein zur Wärmergewinnung benötigt, es ist als Rohstoff für die Produktion vielfach nicht ersetzbar und dient nach wie vor für Stromerzeugung und sorgt hier für die exorbitant hohen Strompreise auf dem europäischen Markt. Käme es, wie von Putin angedeutet, zu einem abrupten vollumfänglichen Lieferstopp für Öl und Gas, würde das zwar erhebliche Einnahmeausfälle auf russischer Seite bedeuten, aber es wäre auch ein Schock für die europäischen Länder.

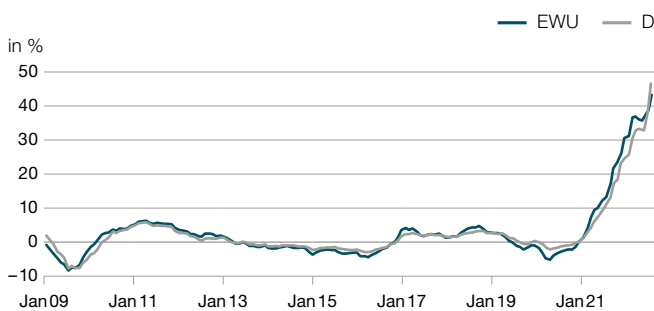
Es ist zwar richtig, dass die EU die Importe an russischem Gas in den Sommermonaten auf einen Anteil von etwas unter 10% zurückführen konnte. Deutschland erhält nur noch geringfügige Mengen von Gas aus Russland und hat seine Speicher aufgefüllt. Das ist ein guter Erfolg, der allerdings nicht zur Entwarnung Anlass geben kann. Denn in den Wintermonaten wird die Nachfrage nach Gas sehr stark ansteigen und es werden dann erhebliche Einsparungen oder gar Rationierungen nötig sein, wenn die Lieferungen aus Russland, wie nicht anders zu erwarten ist, ausbleiben.

Abhängigkeit von russischer Energie bleibt hoch

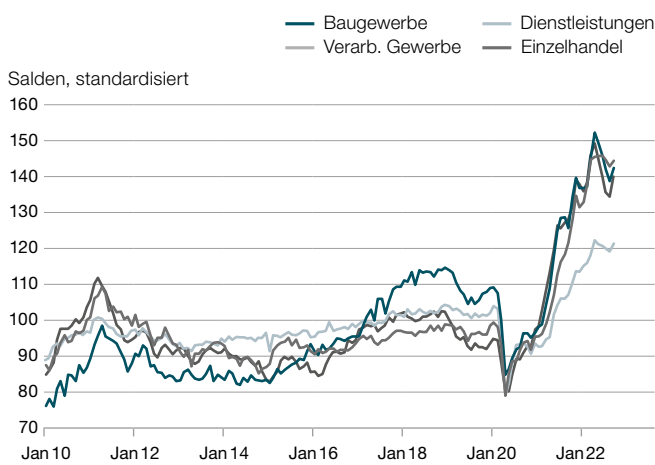
Überdies gibt es in Europa zahlreiche Länder, die trotz der Einsparaktivitäten und neuer Lieferanten noch immer stark von russischer Energie abhängig sind und aufgrund der Energiepreiserhöhungen schon am Rande einer Rezession stehen. Dazu zählen osteuropäische Volkswirtschaften wie

4 | Auswirkungen des Energiepreisschocks

a EWU und D: Erzeugerpreise in der Industrie ggü. Vorjahr



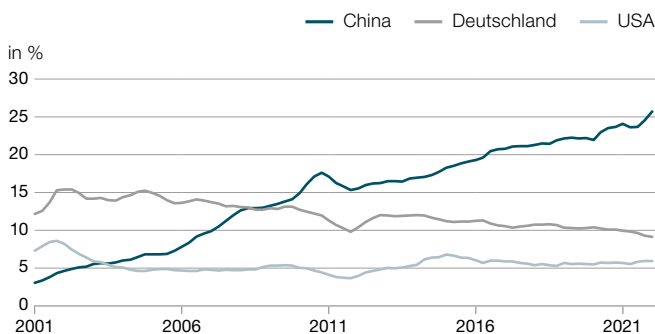
b EWU: Preiserwartungen nächste 3 Monate



Quellen: EU Kommission, Eurostat, eigene Berechnungen

5 | Russische Warenimporte nach Herkunft

Anteile, gleitende Durchschnitte über 4 Quartale



Quelle: IWF, eigene Berechnungen

Bulgarien, Ungarn und die Tschechische Republik, aber auch Finnland und Österreich. Ein abrupter Lieferstopp für alle EU-Länder würde die Energiekrise durch Preiserhöhungen für Gas und Strom erheblich verstärken.

Preisdeckel oder Importembargos für Energie aus Russland werden wohl kaum Änderungen der russischen Kriegspolitik auslösen. Der Ausfall an Deviseneinnahmen wäre für Russland angesichts der hohen Devisenpolster für einige Zeit

verkräftbar, die für die Finanzierung des Krieges ohnehin nicht die ausschlaggebende Rolle spielen. Die langfristige Schwächung der russischen Volkswirtschaft durch dauerhaft niedrige Energieexporte in die Märkte der OECD-Länder wäre allerdings gravierend. In Anbetracht der jüngsten Eskalation des Konflikts und der Teilmobilmachung Russlands darf man jedoch bezweifeln, dass diese Langfristwirkungen im politischen Kalkül Putins eine Rolle spielen. Möglicherweise wird darauf vertraut, dass man die Energielieferungen in befreundete Staaten wie China und Indien langfristig entsprechend erhöhen könnte.

Neue Bündnisse in der Globalisierung

Die Umlenkung von Handels- und Kapitalströmen ist bereits in vollem Gange. China hat seine Exporte nach Russland über die Jahre massiv ausgebaut und ist schon vor dem Krieg der mit weitem Abstand größte Lieferant Russlands geworden; eine Position, die vor zwanzig Jahren noch Deutschland innehatte (ABILDUNG 5). Die Bündnisse zwischen Russland und China sowie die mit anderen autokratischen Staaten werden deutlich stärker, auch wenn die jüngste Eskalation im Ukraine-Krieg etwa in China politisch missfällt. Die Aussicht auf günstige Energie- und andere Rohstoffimporte aus Russland ist für viele Schwellenländer äußerst positiv, denn sie verspricht höheren Wohlstand und neue Wettbewerbsvorteile gegenüber den entwickelten Volkswirtschaften.

Wenn sich die Entwicklung so fortsetzt, wie es sich in diesem Jahr abzeichnet, dann werden sich die Handelsströme und die Kapitalströme etwa zwischen Russland, China und den ihnen politisch und wirtschaftlich nahestehenden verbündeten Staaten intensivieren. Gleichzeitig werden die demokratischen Länder des Westens zusammen mit entwickelten Volkswirtschaften Asiens den Handel und den Kapitalverkehr untereinander intensivieren. Die Globalisierung wird nicht enden, aber doch ihr Muster ändern.

Aus der Sicht der demokratischen Ländergemeinschaft ist eine Blockbildung keine gute Entwicklung, weder politisch noch ökonomisch. Die Vorteile des weltweiten Warenaustauschs werden in geringerem Umfang genutzt und die ohnehin überschaubare Zusammenarbeit in wichtigen weltpolitischen Fragen wie der Klimapolitik oder der Entwicklungspolitik wird weiter gemindert. Um dem etwas entgegenzusetzen, bedarf es des Dialogs und der Weiterentwicklung des internationalen Regelwerks. Auf wirtschaftliche Sanktionen, die sich zunehmend auch gegen China richten könnten, darf man sich nicht verlassen, sie werden eher nationalistische Tendenzen in der Politik verschärfen.

Keine kurzfristigen Lösungen

Man muss sich wohl darauf einstellen, dass die Kämpfe in der Ukraine für geraume Zeit weitergehen werden. Sanktionen werden die Situation kurzfristig wohl kaum verändern, eher militärische Misserfolge der russischen Armee. Da ein Waffenstillstand und politische Verhandlungen nicht absehbar

sind, müssen sich insbesondere die europäischen Länder auf eine längere Phase der Belastungen und der Energieknappheit einstellen. Die Bereitschaft der Bevölkerung, harte Einschränkungen aufgrund der Sanktionen und der Gegenreaktionen zu akzeptieren, wird allerdings auf die Probe gestellt werden.

Sanktionen, die den Adressaten nicht entscheidend schwächen und nicht zu politischen Zugeständnissen bewegen, aber gleichzeitig den Initiator wirtschaftlich stark treffen, werden immer schwerer vermittelbar werden. Wirtschaftspolitisch wird das zur Folge haben, dass noch weitere Entlastungspakete für die privaten Haushalte und die betroffenen Unternehmen verabschiedet werden dürften. Das wird zu zunehmender Verschuldung der öffentlichen Haushalte führen und damit sehr langfristige Auswirkungen der Ukraine-Krise zur Folge haben.

Eine Lockerung der Sanktionen steht derzeit politisch nicht zur Debatte, da keine Verhandlungsangebote Moskaus gegeben sind. Die langfristigen Schäden für die russische Wirtschaft scheinen keine Bereitschaft zum Umsteuern auszulösen, und kurzfristig ist der wirtschaftliche Druck für Russland verkräftbar. Die Krise wird über militärische und politische Prozesse gelöst werden müssen, nicht über Sanktionen. Gelingt das in naher Zukunft nicht, wird Russland mit seinem gewaltigen Rohstoffreichtum immer stärker zum Verbündeten Chinas und anderer autokratischer Staaten werden. China wird dadurch an Stärke gewinnen. Diese Einsicht dürfte auch in der US-amerikanischen Politik vorhanden sein,

deren Fokus ja vor allem in Asien liegt. Das könnte den Druck erhöhen, eine politische Lösung der Ukraine-Kriegen herbeizuführen und damit auch Wirtschaftsbeziehungen zu Russland wieder aufzunehmen. Die Aussicht darauf ist allerdings noch etwas entfernt.

Schlussfolgerungen für die Kapitalmärkte

Die Unsicherheit über den Ukraine-Konflikt und die Versorgungslage sowie die Preisentwicklung an den Energie- und Rohstoffmärkten wird auf unbestimmte Zeit anhalten.

Dies sowie die Erwartung einer rezessiven Entwicklung vor allem in den europäischen Volkswirtschaften sollte in den Bewertungen der Börsen allerdings schon weitgehend enthalten sein, die ja zuletzt erheblich nachgegeben haben.

Das Drohpotenzial Russlands hat mit den rückläufigen Marktanteilen an der Energieversorgung der westlichen Länder stark abgenommen. Insofern dürfte auch ein Anhalten des Konflikts einer späteren Erholung der Kurse nicht im Wege stehen. Entscheidend dafür ist die Aussicht auf einen Rückgang der derzeit sehr hohen Inflationsraten und damit die Erwartung einer weniger restriktiven Geldpolitik. Diese Entwicklungen sind nicht völlig unabhängig von der Entwicklung in der Ukraine, aber doch in viel stärkerem Maße von der weltwirtschaftlichen Entwicklung und der Ausrichtung der wichtigsten Zentralbanken abhängig.

