



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

29. September 2022

Wie wirksam sind die westlichen Sanktionen gegen Russland?

In den vergangenen Wochen und Monaten wurden die Wirkungen der westlichen Sanktionen auf Russland zunehmend in Frage gestellt. Die Diskussion angefeuert haben insbesondere die rasant steigenden Energiepreise, wobei nunmehr nicht nur Gas, sondern auch Strom von historischen Preissteigerungsraten betroffen ist. Dagegen scheinen die Sanktionen auf die russische Wirtschaft kaum oder nur sehr langsam zu wirken. Daher stellt sich die Frage, inwieweit die westlichen Sanktionen geeignet sind, die verfolgten Ziele tatsächlich zu erreichen und ob sie zu einem baldigen Ende des Krieges beitragen können.

Seit Kriegsbeginn hat die Europäische Union sieben Sanktionspakete verabschiedet, die Russlands wirtschaftliche Möglichkeiten soweit beschränken sollen, dass eine Fortsetzung des Krieges gegen die Ukraine auf längere Frist unmöglich wird. Dazu soll neben der expliziten militärischen Unterstützung der Ukraine durch den Westen vor allem die Kriegsfinanzierung des Kremls massiv beeinträchtigt werden. Gleichzeitig sollen der für die Invasion verantwortlichen politischen Elite Russlands unmissverständlich sehr hohe wirtschaftliche und politische Kosten auferlegt werden. Der Umfang der Sanktionen ist dabei, wie Olaf Scholz in seiner Zeitenwendenrede beteuerte, „nie dagewesen“. Entsprechend sind auch die Folgen für die russische wie aber auch für die europäische Wirtschaft immens.

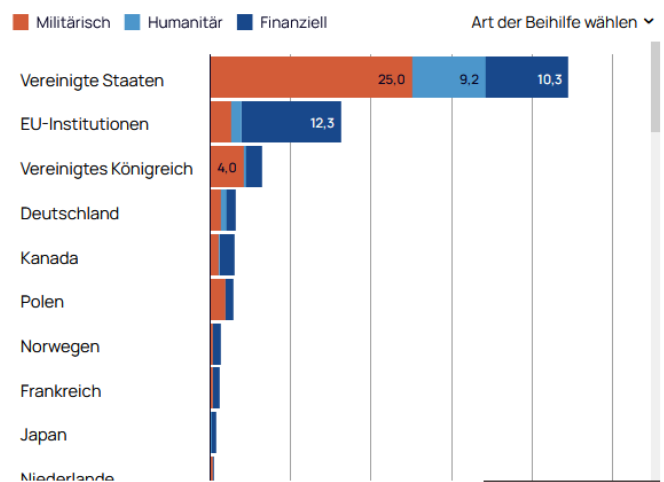
Möchte man die wirtschaftlichen Folgen für Russland abschätzen, ist man allerdings mit Herausforderungen konfrontiert. Denn seit Kriegsausbruch gibt es für viele ökonomische Indikatoren aus Russland keine aktuellen Zahlen mehr. Zudem ist darauf hinzuweisen, dass viele Daten

aus Russland geschönt sein dürften oder bewusst nur Ausschnitte der Realität zeigen und wichtige Erkenntnisse aus den Erhebungen verschleiern.

Regierungshilfen an die Ukraine: Art der Unterstützung, in € Milliarden



Hilfeleistungen von 24. Jan bis 3. Aug 2022. Daten zu 41 Gebern; scrollen, um weitere Geber zu sehen



Quelle: Antezza et al. (2022) "The Ukraine Support Tracker" Kiel WP

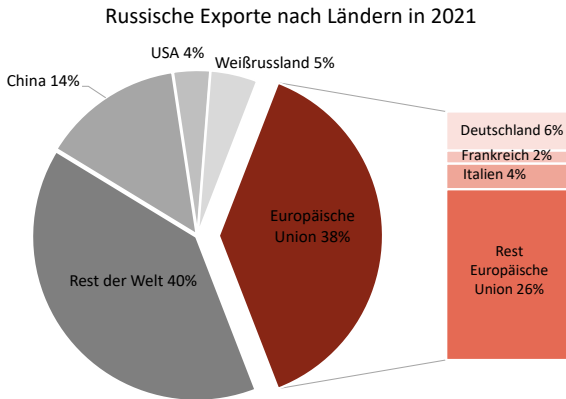
ifw-kiel.de/ukrainetracker

<https://www.ifw-kiel.de/de/themendossiers/krieg-gegen-die-ukraine/ukraine-support-tracker/>

Die wesentlichen Rahmenbedingungen scheinen für die Volkswirtschaft dennoch ungünstig zu sein. Russlands Wirtschaft ist sehr abhängig von Europa, vor allem was den Verkauf von Rohstoffen betrifft. Zunehmend versucht Russland zwar, seinen Handel mit China und Indien zu forcieren, das ist aber nicht überall möglich oder deutlich weniger rentabel als der Handel mit Europa. Für Gas beispielsweise ist eine Pipelineinfrastruktur nötig, die zwischen Russland und China bislang bestenfalls im Ansatz besteht. Die bedeutendste Pipeline zwischen Russland und China („Power of Sibiria 1“) wurde 2014 gebaut, als Russland im Zuge der Krim-Krise und den

Konjunktur und Strategie

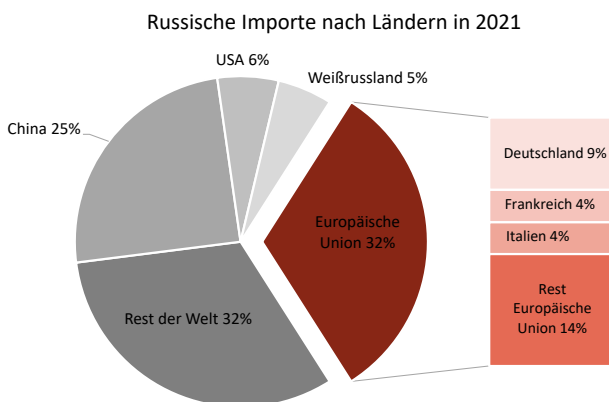
damals verhängten Sanktionen bereits versuchte, sich neue Handelspartnerschaften in Ostasien zu erschließen. Zwar ist „Power of Siberia 2“ als eine weitere Gaspipeline zwischen Russland und China in Planung, jedoch wird der Betrieb erst ab 2030 erwartet.



Quelle: Refinitiv Datastream

Nicht zuletzt weiß China um die schwierige strategische Situation Russlands und konnte die Rohstoffe, die es seit Kriegsbeginn aus Russland importiert, zu deutlich geringeren Kosten erwerben, als es zuvor für Europa der Fall war. Für ein Barrel seines Öls musste Russland beispielsweise einen Rabatt von rund 35 US-Dollar erlassen. Auf lange Frist dürften solche Devisenrückgänge ihre Wirkungen auf die russische Wirtschaft nicht verfehlen.

Auch weitere Indikatoren weisen darauf hin, dass die russische Wirtschaft massiven Schaden nimmt. So haben sich knapp 1500 internationale Firmen aus dem Land zurückgezogen. Entsprechend dürfte die Rückwirkung auf Investitionen und den weiteren Handel mit Russland enorm sein, schon allein weil knapp fünf Millionen Arbeitsplätze in Russland von ausländischen Investitionen abhängig sind.



Quelle: Refinitiv Datastream

Auch unter den ausbleibenden Importen aus Europa leidet die russische Wirtschaft enorm. Das liegt in erster Linie an der asymmetrischen Handelsstruktur, die Russland mit Europa unterhält. Während Europa vor allem Rohstoffe aus Russland importiert und allein Erdgas und –Öl

im Jahr 2021 knapp 60% der deutschen Einfuhren ausmachten, bezieht Russland in erster Linie komplexe technologische Produkte aus Europa, die eine entscheidende Rolle zum Beispiel in der Luftfahrt und im Maschinenbau spielen. Diese Abhängigkeit kann Russland, anders als behauptet, nicht einfach durch vermehrte Importe aus anderen Ländern, zum Beispiel China, ausgleichen. Zum einen sind viele Strukturen in Russland auf westliche Technologie ausgerichtet und können nicht einfach durch chinesische Produkte substituiert werden, zum anderen zieht sich auch China teilweise aus Russland zurück. Aus Angst vor westlichen Sanktionen hat beispielsweise Huawei seine Präsenz in dem Land zuletzt reduziert. Das ist sicher auch dadurch bedingt, dass westliche Länder für China weitaus wichtigere Handelspartner sind und nicht vergrault werden sollen. Viele chinesische Unternehmen riskieren daher nicht, von westlichen Sanktionen betroffen zu sein, wenn sie weiter in großem Umfang mit Russland Handel treiben. Das hat sicher nicht nur für Privatpersonen Konsequenzen, die in ihrem Alltag häufig auf westliche Technik und Software zurückgreifen. Auch der Militärssektor dürfte vor allem im Rahmen fehlender Technologieimporte in eine Mangellage geraten, weil die russische IT-Industrie bei weitem nicht in der Lage ist, notwendige Alternativen in angemessener Menge und Qualität bereitzustellen.

Gleichzeitig ist Russland unter den Entwicklungsländern aber auch eine der globalisiertesten Volkswirtschaften - lediglich die Türkei und Mexiko haben in dieser Gruppe einen noch höheren Außenhandelsanteil am BIP. Das führt dazu, dass sich die Sanktionen gegen Russland auch auf die westlichen Volkswirtschaften selbst negativ auswirken. Darüber hinaus hat auch Russland wirtschaftliche Gegenmaßnahmen ergriffen, um auf den Druck aus dem Westen zu reagieren.

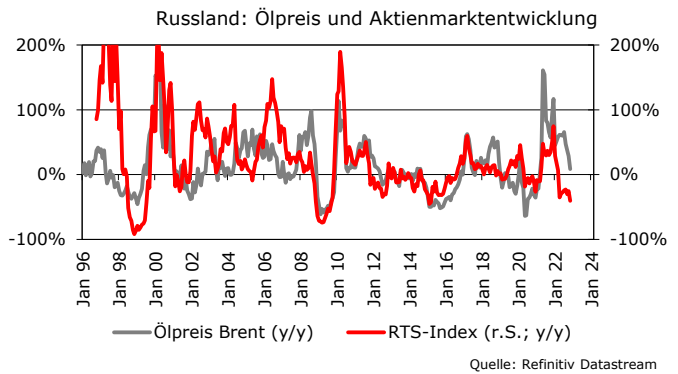
Am offensichtlichsten ist der Druck, den Russland über den Energiesektor auf Europa ausübt. Vor allem aufgrund der Abhängigkeit von russischem Gas ist Deutschland dabei stärker betroffen als seine europäischen Nachbarn. Zum einen ist der Gasbedarf selbst in Deutschland höher als im europäischen Ausland, weil Gas im Rahmen der Energiewende eine wichtige Brückenfunktion übernehmen sollte. Zugleich war der Anteil an russischem Erdgas in Deutschland besonders groß. Das trifft zwar auch auf eine Reihe osteuropäischer Länder zu, diese verfügen aber entweder schon über Strukturen für LNG-Technologie oder aber können besser auf andere Energieträger zurückgreifen, als es in Deutschland der Fall ist. Anders als im Rahmen der Krim-Krise 2014 dürften aber

sonstige von Russland ausgehende Sanktionen eine weniger gewichtige Rolle spielen. Einige Unternehmen litten damals besonders darunter, dass sie sowohl von den EU-Sanktionen als auch von den Maßnahmen der russischen Seite betroffen waren. Die damalige Doppelbelastung wirkte auf Branchen, die aufgrund ihrer Wertschöpfungskette weitreichende Folgen für die gesamte Wirtschaft hatten und führte zu einer Eintrübung der Lage in weiteren Branchen. Damals war die Betroffenheit weiterer Branchen also vor allem durch eine Art Hebelwirkung der Sanktionen zu begründen. Zumindest in Relation zu den Wirkungen durch die Energiepreise und die große Unsicherheit durch die geopolitischen Spannungen dürfte die Wirkung dieser Kanäle dieses Mal geringer ausfallen.

Im Zuge der Entwicklung der Energiepreise ergibt sich allerdings ein weiteres Paradoxon bezüglich der Wirksamkeit der Sanktionen. Während deutsche Exporte nach Russland im laufenden Jahr um knapp 35% zurückgegangen sind, hat sich der Wert der Importe aus Russland um mehr als die Hälfte erhöht. Das wirft natürlich die Frage auf, wie so die Finanzierung des russischen Kriegs gestoppt werden kann. Tatsächlich wird für Russland in diesem Jahr ein Handelsbilanzüberschuss in Höhe von 285 Milliarden US-Dollar vorhergesagt. Das entspricht fast der Menge an russischem Vermögen, das in Europa, Japan, Amerika und anderswo eingefroren wurde.

Gleichwohl bleibt festzustellen, dass der gestiegene Wert der Exporte in erster Linie den Preiseffekt der Energiegüter widerspiegelt. Das Geld entstammt einem Vermögen, das Russland für „regnerische Tage“ aufgebaut hat und mit dem Russland bislang viele Folgen des Krieges finanzieren konnte. Sicher, auch dieses Vermögen wird irgendwann aufgebraucht sein, bislang wurden aber nur knapp 75 Milliarden US-Dollar von den noch verfügbaren knapp 300 Milliarden aufgewandt. Wie bei vielen ökonomischen Entwicklungen dürfte auch hier also ein besonders langer Atem von westlicher Seite gefragt sein. Angesichts der Tatsache, dass knapp 85% der deutschen Importe aus Russland Energieträger sind, dürfte sich die Handelsbilanz durch die EU-Embargos auf Öl und Kohle sowie das Ende der Gaslieferungen aber von nun an dramatisch verbessern.

Leicht wird dies dennoch nicht, soviel steht schon fest. In einer Hinsicht hatte Putin also wohl recht: Einen - wie er es nannte - „ökonomischen Blitzkrieg“ wird es nicht geben.



Wir bedanken uns bei Ben Kerner für die tatkräftige Unterstützung zu diesem Beitrag.

Marktdaten

	Stand	Veränderung zum					
	29.09.2022 10:33	15.09.2022 -1 Woche	19.08.2022 -1 Monat	21.06.2022 -3 Monate	21.09.2021 -12 Monate	23.02.2022 Kriegsbeginn	31.12.2021 YTD
Aktienmärkte							
Dow Jones	29684	-4,1%	-11,9%	-2,8%	-12,5%	-10,4%	-18,3%
S&P 500	3719	-4,7%	-12,0%	-1,2%	-14,6%	-12,0%	-22,0%
Nasdaq	11052	-4,3%	-13,0%	-0,2%	-25,1%	-15,2%	-29,4%
Russell 2000	1715	-6,0%	-12,4%	1,3%	-21,5%	-11,8%	-23,6%
DAX	11998	-7,4%	-11,4%	-9,7%	-21,8%	-18,0%	-24,5%
MDAX	22004	-10,0%	-18,5%	-20,0%	-37,1%	-31,0%	-37,4%
TecDAX	2644	-8,8%	-15,0%	-7,2%	-32,3%	-15,8%	-32,5%
EuroStoxx 50	3285	-7,2%	-11,9%	-6,0%	-19,8%	-17,3%	-23,6%
Stoxx 50	3298	-5,9%	-10,2%	-3,4%	-6,1%	-9,9%	-13,6%
SMI (Swiss Market Index)	10067	-6,3%	-9,8%	-3,9%	-14,6%	-15,7%	-21,8%
FTSE 100	6873	-5,6%	-9,0%	-3,9%	-1,5%	-8,3%	-6,9%
Nikkei 225	26422	-5,2%	-8,7%	0,7%	-11,5%	-0,1%	-8,2%
Brasilien BOVESPA	108451	-1,4%	-2,7%	8,8%	-1,6%	-3,2%	3,5%
Russland RTS	1081	-16,1%	-7,6%	-21,7%	-36,8%	-10,2%	-32,2%
Indien BSE 30	56422	-5,9%	-5,4%	7,4%	-4,4%	-1,4%	-3,1%
China CSI 300	3827	-5,0%	-7,8%	-11,5%	-21,2%	-17,2%	-22,5%
MSCI Welt	2439	-5,9%	-12,5%	-4,1%	-20,0%	-16,2%	-24,5%
MSCI Welt SRI	2410	-2,7%	-10,8%	-1,5%	-18,6%	-14,5%	-25,6%
MSCI Emerging Markets	876	-8,6%	-12,5%	-13,9%	-30,6%	-27,4%	-28,9%
Zinsen und Rentenmärkte							
Bund-Future	137,91	-531	-1426	-542	-3383	-2808	-3346
Bobl-Future	118,85	-268	-626	-227	-1663	-1213	-1439
Schatz-Future	106,83	-72	-247	-127	-544	-488	-521
3 Monats Euribor	1,23	57	131	181	177	176	182
3M Euribor Future, Dez 2022	2,31	6	98	0	285	2	3
3 Monats \$ Libor	3,60	8	65	145	348	311	339
Fed Funds Future, Dez 2022	4,02	-3	57	0	394	2	3
10-jährige US Treasuries	3,83	37	83	53	251	185	233
10-jährige Bunds	2,23	48	105	46	255	203	240
10-jährige Staatsanl. Japan	0,25	0	5	1	21	6	18
10-jährige Staatsanl. Schweiz	1,40	31	75	-6	165	111	153
US Treas 10Y Performance	591,98	-0,4%	-3,8%	-0,8%	-16,1%	-11,5%	-15,3%
Bund 10Y Performance	554,00	-1,3%	-5,7%	-0,1%	-17,6%	-13,3%	-16,4%
REX Performance Index	434,39	-2,8%	-5,4%	-2,9%	-12,1%	-9,7%	-11,5%
IBOXX AA, €	3,15	22	86	19	291	207	267
IBOXX BBB, €	4,32	25	92	31	374	259	345
ML US High Yield	8,77	17	98	27	418	291	387
Wandelanleihen Exane 25	6427	0,0%	-6,3%	2,0%	-22,2%	-14,8%	-21,5%
Rohstoffmärkte							
S&P Commodity Spot Index	629,97	-0,5%	-6,0%	-16,6%	19,1%	-4,4%	12,3%
MG Base Metal Index	381,52	-0,5%	-4,3%	-13,0%	-12,6%	-23,2%	-17,3%
Rohöl Brent	88,05	-3,3%	-9,1%	-23,3%	17,9%	-9,2%	12,3%
Gold	1642,90	-1,5%	-6,1%	-10,6%	-7,7%	-13,8%	-9,8%
Silber	19,46	1,3%	1,6%	-10,7%	-14,1%	-20,6%	-16,4%
Aluminium	2177,50	-5,3%	-9,0%	-13,6%	-22,9%	-34,4%	-22,4%
Kupfer	7749,00	-1,3%	-4,3%	-13,9%	-13,7%	-21,8%	-20,4%
Eisenerz	98,52	-1,9%	-6,7%	-26,2%	-17,2%	-31,1%	-12,4%
Frachtraten Baltic Dry Index	1799	11,6%	40,7%	-27,6%	-59,2%	-19,8%	-18,9%
Devisenmärkte							
EUR/ USD	0,9644	-3,5%	-4,1%	-8,6%	-17,8%	-15,0%	-14,9%
EUR/ GBP	0,8940	2,8%	5,1%	3,9%	4,0%	7,0%	6,5%
EUR/ JPY	139,51	-2,7%	1,3%	-2,9%	8,7%	6,8%	7,0%
EUR/ CHF	0,9494	-0,8%	-1,3%	-7,0%	-12,5%	-9,0%	-8,1%
USD/ CNY	7,2025	3,0%	5,6%	7,6%	11,3%	14,1%	13,3%
USD/ JPY	144,05	0,4%	5,2%	5,4%	31,9%	25,3%	25,2%
USD/ GBP	0,9271	6,5%	9,4%	13,9%	26,5%	25,7%	25,6%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude
+49403282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Mark Simon Landt
+49 40 3282-2401
mlandt@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.