



Die Ökonomie von Sanktionen: Der Westen kann Härte zeigen

19. Mai 2014

David Folkerts-Landau
Group Chief Economist

Editoren

Gilles Moec
Head of European Economic Research

Barbara Böttcher
Head of European Policy Research

Stefan Schneider
Chief German Economist

Deutsche Bank AG
Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

www.dbresearch.de

Bis jetzt war der Westen in seinem Versuch, Russlands Übergriffe auf die Ukraine einzudämmen, relativ zurückhaltend und hat von ökonomisch bzw. finanziell schmerzhaften Sanktionen abgesehen. Die zunehmenden Spannungen im Osten der Ukraine haben die Wahrscheinlichkeit schärferer Sanktionen erhöht. Ohnehin belasten die indirekten Konsequenzen des Konflikts mit dem Westen – eine massive Zunahme von Kapitalabflüssen aus Russland – bereits jetzt die russische Wirtschaft erheblich. Zwar kann Russland dies durchaus einige Zeit tolerieren, da es weiterhin über erhebliche Devisenreserven verfügt und seine Nettoverschuldung sehr gering ist. Wir erwarten für dieses Jahr zwar noch einen geringen BIP-Zuwachs von 0,6%, können aber nicht ausschließen, dass sich ein Produktionsrückgang von 10%, ähnlich dem der Rubelkrise Ende der 1990er Jahre, wiederholt.

Eine tiefe Rezession in Russland hätte spürbare Konsequenzen für die Länder am östlichen Rand Europas, wo es zu BIP-Rückgängen kommen würde. Die Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum Deutschlands – dem einzigen großen Euroland mit signifikanten Handelsbeziehungen mit Russland – lägen im Bereich von 0,5%-Punkten: Sicherlich nicht zu vernachlässigen, aber zu bewältigen für ein Land, für das wir ein BIP-Wachstum von 1,8% in 2014 prognostizieren. Letztlich macht der Handel mit Russland nicht einmal 4% der gesamten deutschen Handelsaktivitäten aus. Die Erholung im Euroraum würde wohl gedämpft, aber die russische Wirtschaft ist u.E. nach nicht groß genug, um einen Rückfall in die Rezession zu bewirken.

Die ökonomischen Kosten wären zweifelsohne höher, wenn die russischen Energielieferungen an den Westen gefährdet wären. Dies hätte jedoch einen sehr hohen Preis für Russland selbst, da die Lieferungen sich auf 10% des russischen BIP belaufen.

Die USA scheinen eine Ausweitung der Finanzsanktionen zu favorisieren, was Europa mit seinen stärkeren wirtschaftlichen und finanziellen Verbindungen zu Russland in eine unkomfortable Position bringen würde. Schätzungen der Auswirkungen von Finanzsanktionen sind mit viel größeren Unsicherheiten behaftet als die Schätzung der Effekte von Handelsrestriktionen, aber auch hier wären die Konsequenzen für den Westen insgesamt zu bewältigen, wenn es nicht zu einem vollständigen Zahlungsausfall Russlands käme.

Die Ukraine Krise und weitere Sanktionen sind nicht unerheblich für das Profil der europäischen Konjunkturerholung. Aber angesichts der Verteilung der Kosten, sollte sich der Westen ein härteres Vorgehen gegenüber Moskau leisten können.



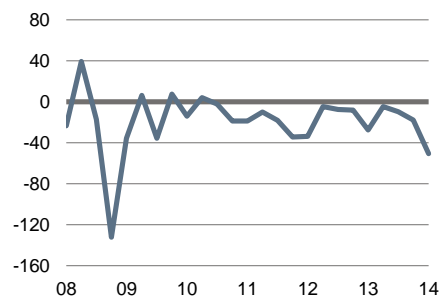
Kapitalabflüsse – ein schwerer Schlag für bereits stark geschwächte russische Wirtschaft

Die Sanktionen des Westens gegenüber Russland haben sich in den letzten Monaten verschärft, da die Krise in der Ukraine bislang nicht gelöst werden konnte. Bislang wurden die Sanktionen vor allem gegen Individuen verhängt. Die EU hat die Vermögenswerte von 61 russischen und ukrainischen Individuen eingefroren und ihre Reisetätigkeit eingeschränkt, wobei dies in den meisten Fällen mit der gewaltsamen Sezession und Annexion der Krim sowie Führern der pro-russischen Sezessionsbewegungen an der ukrainischen Ostgrenze in Zusammenhang stand. Zuletzt wurden zwei Unternehmen auf der Krim auf die Sanktionsliste gesetzt. Die USA verhängten ähnliche Restriktionen, nahmen dabei jedoch stärker die Beamten und Vertrauten aus Präsident Putins "innerem Zirkel" ins Visier, sowie einige Unternehmen und Banken, die sich in deren Besitz oder unter deren Kontrolle befinden. Außerdem haben die USA in der letzten Zeit den Export von High-Tech-Produkten untersagt, die für militärische Zwecke verwendet werden können.

Nettokapitalzufluss

1

Privater Sektor, USD Mrd.



Quelle: IWF

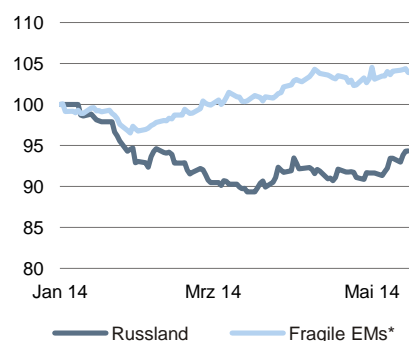
Sowohl die USA als auch die EU haben damit gedroht, falls notwendig, weitere Sanktionen zu verhängen. Die USA haben bereits einen Beschluss erlassen, der ihnen das Recht gibt, die Sanktionen auf Schlüsselsektoren der russischen Wirtschaft auszuweiten, u.a. Finanzdienstleistungen, Energie, den Metallbereich und Bergbau, Maschinenbau und Militär. Für die EU ist es aus politischen und juristischen Gründen möglicherweise schwieriger, ein schärferes Vorgehen an den Tag zu legen, obwohl die Europäische Kommission ersucht worden ist, umfangreichere Wirtschafts- und Handelsanktionen vorzubereiten. Darüber hinaus haben sich die EU und die USA darauf verständigt, umfangreiche Sanktionen durchzuführen, falls Russland die Wahlen in der Ukraine massiv stören sollte.

Bisher waren die direkten wirtschaftlichen Auswirkungen der Sanktionen begrenzt, was ihren zielgerichteten Charakter widerspiegelt. Die russischen Unternehmen und Banken beispielsweise, gegen die US-Sanktionen verhängt wurden, sind klein und haben eine begrenzte internationale wirtschaftliche und finanzielle Bedeutung. Nicht eines dieser Unternehmen ist börsennotiert. Obwohl gegen die Chefs einiger der größten russischen Staatsunternehmen (wie z. B. Igor Sechin, den Vorstandsvorsitzenden von Rosneft) individuelle Sanktionen verhängt worden sind, haben sie keine Mehrheitsbeteiligungen bei diesen Unternehmen, so dass diese nicht von den Sanktionen betroffen sind.

Wechselkursentwicklung

2

Lokale Währung gg. USD, 01.01.2014=100



* Brasilien, Indien, Indonesien, Südafrika und Türkei

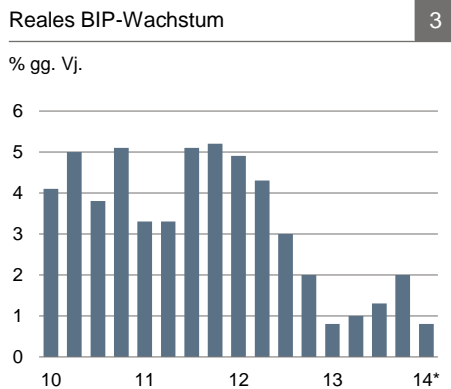
Quelle: Bloomberg Finance LP

Die indirekten wirtschaftlichen Auswirkungen sind größer. Die Kapitalabflüsse haben sich erhöht, der Rubel hat sich abgeschwächt, die Inflationsrate hat sich beschleunigt und die inländische Liquidität ist knapper geworden. Dies dürfte die ohnehin schwache Konjunkturerholung weiter dämpfen.

- Kapitalabflüsse sind seit vielen Jahren ein typisches Merkmal der russischen Wirtschaft, haben sich in den letzten Monaten jedoch deutlich beschleunigt. Ca. USD 51 Mrd. wurden im 1. Quartal dieses Jahres abgezogen, kaum weniger als die gesamten jährlichen Kapitalabflüsse der letzten zwei Jahre.
- Der Rubel schwächte sich von Jahresbeginn bis Mitte März um 10% ab. In den letzten Wochen hat er sich leicht erholt, da die russische Zentralbank einen Teil ihrer Reserven verkauft hat, um den Abwertungsdruck zu beschränken. Die Inflationsrate ist seit Jahresbeginn von 6 auf 7,3% gestiegen und dürfte sich in den nächsten Monaten weiter erhöhen, da die Preise sich weiterhin an den schwächeren Rubel anpassen. Die russische Zentralbank



Die Ökonomie von Sanktionen: Der Westen kann Härte zeigen



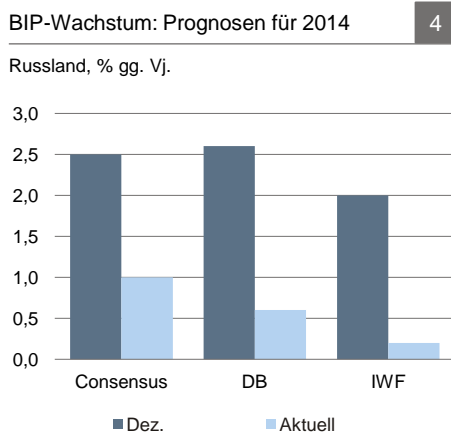
* Basiert auf vorläufigen Angaben des russischen Wirtschaftsministeriums

Quelle: Russisches Wirtschaftsministerium

- hat die Zinsen um 200 Bp. auf 7,5% erhöht, um die Inflation in Schach zu halten.
- Die Finanzierungskosten insgesamt sind gestiegen. Die russische Prime-Lending-Rate wurde z.B. von 7% Ende Februar kräftig auf 10% angehoben. Die Neuemissionen im Bereich Unternehmensanleihen befinden sich auf dem geringsten Niveau seit 2009. Die Renditen von Staatsanleihen sind von knapp 8% zum Jahresbeginn auf ca. 9,5% gestiegen. Es besteht ein hohes Risiko, dass Staatstitel ihr Investment Grade Rating verlieren könnten, wenn die Krise weiter eskaliert.
- Die Wirtschaft hatte sich bereits nach den Wahlen zu Beginn des Jahres 2012 stark abgeschwächt auf Wachstumsraten von deutlich unter 2% im vergangenen Jahr. Vorläufige Daten deuten darauf hin, dass die russische Wirtschaft in den ersten drei Monaten dieses Jahres um weniger als 1% gg. Vorjahr wuchs und dass die Produktion in der Tat saisonbereinigt gegenüber dem Schlussquartal 2013 gefallen sein könnte.

Selbst unter der Annahme einer relativ raschen Lösung der Ukraine-Krise in der zweiten Jahreshälfte und nur begrenzter neuer Sanktionen wird die russische Wirtschaft in diesem Jahr kaum mehr als 0,6% wachsen können. Dieses Szenario hat jedoch hohe Abwärtsrisiken.

Es ist schwierig, die Auswirkungen neuer Sanktionen oder gewaltsamer Übergriffe in der Ukraine zu quantifizieren. Alles, was den Handel mit Energieerzeugnissen beeinträchtigt, hätte jedoch extrem negative Folgen: er macht ca. 1/4 des BIP aus, die Hälfte der Staatseinnahmen und 2/3 des Exports. Die russischen Öl- und Gaslieferungen nach Europa belaufen sich auf ca. 10% des russischen BIP. Europäische oder russische Restriktionen auf diese Lieferungen sind eher unwahrscheinlich, da sie gegenseitige Schäden verursachen würden. Allerdings könnte es im Falle starker Feindseligkeiten in der Ukraine zu Lieferunterbrechungen kommen. Andere umfassende Sanktionen, z.B. gegen den Bankensektor oder die wichtigsten Staatsunternehmen, würden die Finanzierungskosten weiter erhöhen und sich negativ auf die Investitionen auswirken.



Quelle: IWF, Deutsche Bank Research, Bloomberg Finance LP

Die russischen Bilanzen sind stark genug, um großem wirtschaftlichen Druck widerstehen zu können. Selbst nach den jüngsten Interventionen der russischen Zentralbank belaufen sich die Devisenreserven immer noch auf USD 471,1 Mrd., mehr als genug zur Deckung der in diesem Jahr fällig werdenden (fast ausschließlich privaten) Auslandsverschuldung von ca. USD 200 Mrd. Die öffentliche Verschuldung befindet sich ebenfalls in guter Verfassung. Die Nettostaatsverschuldung, einschließlich der Vermögenswerte in Russlands Ölstaatsfonds, liegt bei nur ca. 4% des BIP. Der schwächere Rubel ist ebenfalls hilfreich, den Wert der staatlichen Öleinnahmen in Inlandswährung zu steigern. So hat die Abwertung seit Jahresbeginn die Einnahmen um ca. 0,8% des BIP erhöht. Die Zentralbank wird deshalb in der Lage sein, den Abzug ausländischer Liquidität (und den Anstieg russischer Kapitalflucht) zu kompensieren und gleichzeitig für eine weitere Abschwächung des Rubel gewappnet zu sein. Die Regierung hat deshalb einen gewissen Spielraum, die Staatsausgaben zu erhöhen. Solche Schritte könnten helfen, die ökonomischen Auswirkungen einer weiteren Eskalation der gegenwärtigen Krise zu begrenzen. Sie wären jedoch nicht ausreichend, eine signifikante Verschärfung der inländischen Liquiditätssituation und damit eine starke wirtschaftliche Talfahrt abzuwenden.

Angesichts des ohnehin geringen Schwungs, mit dem die russische Wirtschaft auf die gegenwärtige Krise zusteuert, ist eine Rezession im Bereich des Möglichen, wenn nicht sogar bereits Realität. Ein sich lange hinziehender Konflikt in der Ukraine und anhaltende Unsicherheiten wären allein wahrscheinlich ausreichend, eine Rezession auszulösen. Eine signifikante Eskalation der Feindseligkeiten und die Verhängung substanzieller wirtschaftlicher und finanzieller Sanktionen würden aller Voraussicht nach eine tiefe Rezession bewirken. Ob diese

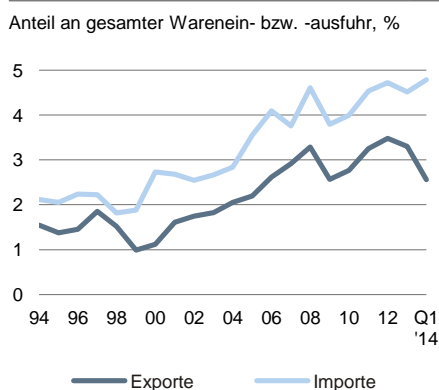


Die Ökonomie von Sanktionen: Der Westen kann Härte zeigen

den Produktionsrückgängen von 10% der Jahre 1997-98 und 2008-09 annähernd gleichkäme, ist schwer zu sagen. Die inländischen wirtschaftlichen Ungleichgewichte waren 1997-98 viel größer. Das globale Umfeld, einschließlich des Einbruchs der Ölpreise, war 2008-09 erheblich schwieriger. Der Schock, dem die Wirtschaft derzeit ausgesetzt ist, ist vom Charakter her völlig unterschiedlich, es ist aber durchaus möglich, dass die Auswirkungen ähnlich sein werden.

Selbst ein negatives Szenario dürfte für Westeuropa zu verkraften sein

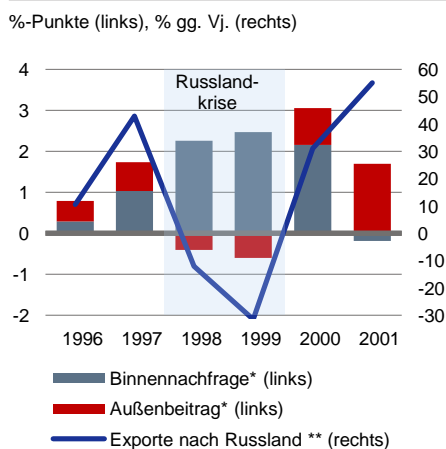
Deutscher Außenhandel mit Russland 5



Der offensichtlichste Transmissionskanal im Fall eines drastischen Rückgangs der Nachfrage aus Russland infolge verstärkter Kapitalabflüsse und/oder schärferer Sanktionen sind die Handelsströme. Russland nimmt 4,7% der Exporte des Eurowährungsraums ab; dies entspricht zwei Dritteln des Anteils Chinas. Zwar ist Russland mehr als nur ein "marginaler" Handelspartner für Europa, doch selbst Zweitrundeneffekte eines BIP-Einbruchs in Russland über die Weltwirtschaft wären zu verkraften. In der Tat entspricht der Anteil Russlands an den globalen Importen mit 2% nur einem Fünftel des chinesischen Anteils.

Innerhalb des Euroraums wären einige kleine Länder am östlichen Rand (Finnland, Estland) von einem Rückgang der russischen Nachfrage stärker betroffen, da der Anteil Russlands an ihren Gesamtexporten ca. 10% beträgt. In den größeren Ländern sind die Handelswirkungen eher gering, und dies nicht nur, da für Frankreich, Italien und Spanien der Anteil Russlands an ihren Exporten 2,5% nicht übersteigt, sondern auch, weil der Anteil der gesamten Exporte am BIP relativ niedrig ist.

Deutschland: Wirtschaftswachstum & Exporte nach Russland (1996-2001) 6



Deutschland ist das einzige Land, für das der Handel mit Russland tatsächlich von größerer Bedeutung ist. Russland nimmt 3,3% der gesamten deutschen Warenexporte auf¹ und liegt somit an 11. Stelle der Exportdestinationen (nach Platz 13 im Jahr 2005); das entspricht mehr als 1,5% des BIP. Der russische Anteil an den deutschen Gesamtexporten ist in den vergangenen Jahren gestiegen. Die mit Abstand wichtigsten Branchen sind die Automobilindustrie und der Maschinenbau, auf die zusammen 43,5% der deutschen Exporte nach Russland entfallen. Die Ausfuhren nach Russland machen allerdings nur 5% der gesamten Maschinenbauexporte und 4% der Exporte der Automobilindustrie aus. Mit 5,5% hat die Bekleidungsbranche – die in Deutschland nur von geringer Bedeutung ist – den größten Anteil der Exporte nach Russland. In allen anderen Sektoren macht der russische Anteil an den Exporten weniger als 4% aus.

Ein substantiell negatives Szenario wie am Ende des vorherigen Abschnitts beschrieben, würde in Deutschland zu Verlusten beim BIP-Wachstum von ca. 0,5 Prozentpunkten führen. So wäre bei einem angenommenen Rückgang des russischen BIP um nahezu 9% – ähnlich der Russland-Krise in H2 1998 – der Außenbeitrag zum deutschen BIP-Wachstum um 0,3 Prozentpunkte geringer. Dies beinhaltet direkte und indirekte Effekte (Auswirkungen über Drittmärkte, die wir auf Basis der Elastizitäten des OECD-Interlink-Modells berechnet haben). Diese könnten infolge steigender Energiepreise entstehen, die den Erholungsprozess in den EWU-Staaten behindern, oder aus der Tatsache, dass die Länder Osteuropas stärker von Handelssanktionen betroffen wären. Ebenso berücksichtigt haben wir einen Importrückgang aufgrund der großen Importabhängigkeit des deutschen Exportsektors. Sinkende Exporte und eine erhöhte Unsicherheit würden wiederum die Investitionen sowie den privaten Konsum belas-

¹ Der Anteil an den nicht-EWU Exporten lag 2013 sogar bei 5,3% und damit höher als der Anteil Russlands an den Exporten der Eurozone von 4,7%.

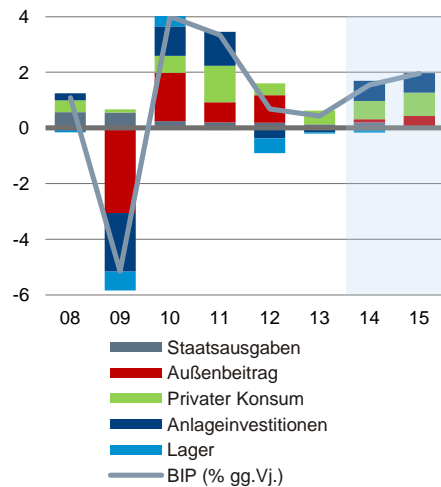


Die Ökonomie von Sanktionen: Der Westen kann Härte zeigen

Deutschland: Wachstumsbeiträge

7

%-Punkte



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

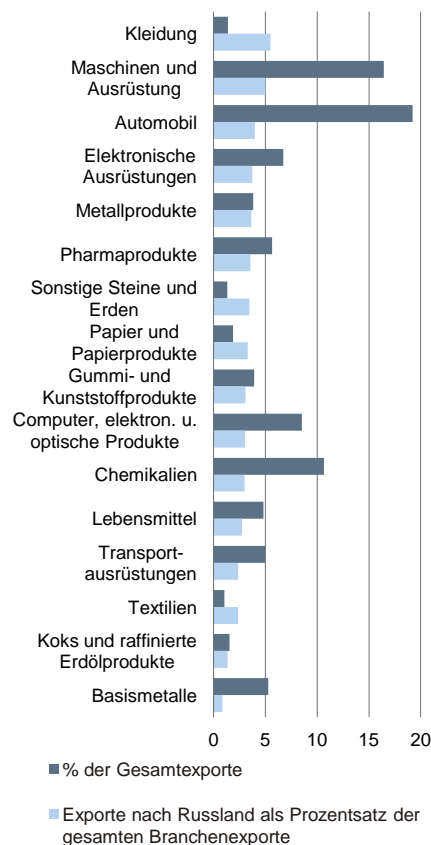
ten (beides wirkt sich auch negativ auf die Importe aus), so dass das BIP-Wachstum insgesamt um weitere 0,2 Prozentpunkte gedämpft wird.

Letztendlich werden die Auswirkungen jedoch von möglichen Substitutionseffekten bei der in- und ausländischen Nachfrage abhängen. In unserem Basis-Szenario eines von den USA getragenen globalen Konjunkturaufschwungs sowie einer robusten inländischen Nachfrage in Deutschland (wir rechnen für 2014 mit einem BIP-Wachstum von 1,8% und für 2015 mit 2,0%), dürften die Konsequenzen eines Konjunkturreinbruchs in Russland zu bewältigen sein. Während der Russland-Krise 1998/99 brach das reale deutsche Exportwachstum von 11,5% 1997 auf 5,8% 1999 ein (die Ausfuhren nach Russland schrumpften um 40%) und während der Außenbeitrag 1997 noch 0,7 Prozentpunkte zum Wirtschaftswachstum beitrug, dämpfte er 1999 das Wachstum um 0,6 Prozentpunkte. Allerdings legte das gesamtwirtschaftliche Wachstum tatsächlich leicht zu (von 1,7% auf 1,9%), was auf eine stärkere Inlandsnachfrage zurückzuführen war, deren Wachstum sich von 1% (1997) auf 2,6% (1999) beschleunigte.

In einem Szenario, in dem die Russland-Krise tiefere Spuren in der Weltwirtschaft hinterlässt, was wir mit einem gegenüber unserem Basis-Szenario 0,5 Prozentpunkte geringeren weltwirtschaftlichen Wachstum angesetzt haben, würde das deutsche Exportwachstum um insgesamt 3 Prozentpunkte und der Außenbeitrag zum BIP-Wachstum um 0,8 Prozentpunkte niedriger ausfallen, so dass insgesamt ein Wachstumsverlust von 1 Prozentpunkt verzeichnet würde (einschließlich der Auswirkungen auf Investitionen und Konsum). Diese Schätzungen stimmen ungefähr mit den internen Szenarien der Europäischen Kommission überein, die in den Medien diskutiert wurden.

Deutsche Industrie: Exportabhängigkeit von Russland

8



Quelle: Statistisches Bundesamt

Unter dem Strich lägen also in unserem Basis-Szenario, das keine weitere massive Eskalation des Konflikts und ein russisches BIP-Wachstum von 0,6% vorsieht, die Auswirkungen auf das deutsche BIP-Wachstum innerhalb der Fehlermarge unserer ohnehin konservativen Prognose eines deutschen BIP-Wachstums von 1,8%.

Die Energiefrage: Erhebliche Kosten für beide Seiten

Wenn eine Eskalation der Krise vermieden werden kann, wären die Auswirkungen auf die Energieversorgung in Deutschland sowie die deutsche Energiepolitik gering. Kurzfristige Anpassungen am Erdgasmarkt könnten jedoch erforderlich sein, wenn Russland seine Gasexporte drosseln oder die Lieferung vorübergehend vollständig einstellen würde – derzeit stammen 38% des deutschen Erdgasverbrauchs aus Russland. Wir gehen jedoch nicht davon aus, dass dieser Fall eintritt. Sollte es jedoch dazu kommen, müsste Deutschland spätestens im 4. Quartal 2014 mehr Erdgas von anderen Lieferanten beziehen, wie zum Beispiel aus den Niederlanden, die heute 26% des deutschen Gasbedarfs liefern, aus Norwegen (20%) oder die Versorgung aus inländischen Vorkommen (10%) erhöhen.

Auf dem EU/US-Gipfel in Brüssel am 26. März signalisierte US-Präsident Obama, dass die USA Energieexporte aus den USA nach Europa politisch unterstützen würden. Auf kurze Sicht fehlen jedoch die technischen Kapazitäten für die Produktion und Lieferung von verflüssigtem Erdgas (LNG) nach Europa. Während eine Erdgasverknappung für Heizwärme ein Problem darstellen könnte, besteht im Elektrizitätssektor die Möglichkeit, Gas zum Teil durch Kohle zu ersetzen. Alles in allem hat die Bundesregierung zu Recht festgestellt, dass die Verwundbarkeit der deutschen Energieversorgung zu bewältigen ist. Sollte Russland seine Erdgaslieferungen als Druckmittel einsetzen, könnte dies die großen Abnehmer dazu bewegen, sich mittel- bis langfristig anderen Anbietern

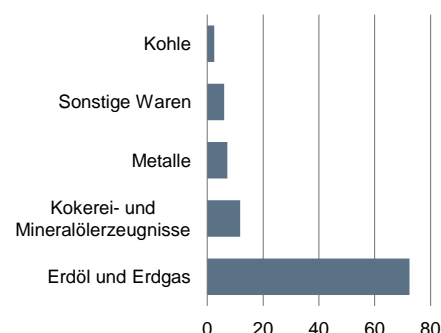


Die Ökonomie von Sanktionen: Der Westen kann Härte zeigen

Deutsche Importe aus Russland

9

Anteile 2013, %



Quelle: Statistisches Bundesamt

zuzuwenden, was zu einer massiven Verschlechterung der russischen Budgetsituation und der allgemeinen wirtschaftliche Lage des Landes führen dürfte.

Eine Reduzierung der Erdgaslieferungen aus Russland um 50% (ca. 80 Mrd. Kubikmeter) könnte eventuell dadurch ausgeglichen werden, dass für den Export nach Asien bestimmtes verflüssigtes Erdgas (z.B. aus dem Nahen Osten) nach Europa umgeleitet wird, sowie durch eine Substitution durch Erdöl und den Betrieb von Kohlekraftwerken mit einer höher als geplanten Kapazitätsauslastung (was derzeit aufgrund einer Regulierung zur Reduzierung von CO₂-Emissionen nur begrenzt möglich ist). Engpässe in den europäischen Strom- und Gasnetzen sind wahrscheinlich, dürften aber unseres Erachtens ausgeglichen werden können. Eine potentielle Drosselung der russischen Erdgaslieferungen um 50% würde wohl zu Preiserhöhungen um 50% führen; was erforderlich wäre, um das teurere Gas von Asien nach Europa umzulenken. So kostet Erdgas in Europa USD 8/MMBtu, in Asien dagegen USD 16/MMBtu. Zudem wurde die Lieferung eines Großteils des LNG-Gases nach Asien bereits bis Mitte bzw. Ende 2015 zugesagt. In Deutschland führt der Merit-Order-Effekt bereits zu einem Rückgang der Stromerzeugung mittels Erdgas. Sollten die Erdgasimporte drastisch sinken, wäre der erste Schritt wohl eine Ausweitung der Stromerzeugung über Kohlekraftwerke. Eine neuerliche Diskussion über eine Verzögerung oder einen Abbruch des Atomausstiegs würde unserer Einschätzung nach nur unter dramatischen Umständen und bei einer drastischen Energieverknappung ausgelöst.

Hierbei ist zu beachten, dass eine Anpassung der deutschen Energiepolitik zwar zu verschmerzende finanzielle und politische Kosten auslösen würde, man aber auf europäischer Ebene über Unterstützung für einige Mitgliedstaaten nachdenken müsste, sollte Russland seine Energielieferungen reduzieren. In der Tat sind die EU-Mitglieder mit den intensivsten Handelsverflechtungen mit Russland diejenigen, die auch in einem höheren Maße von russischen Energielieferungen abhängig sind: so kommt z.B. das in Finnland verbrauchte Erdgas zu 100% aus Russland.

Abgesehen von den unmittelbaren technischen Problemen würde eine zusätzliche Unterbrechung der Erdgasversorgung u.E. nach zu deutlich höheren Gaspreisen führen und eine Priorisierung der Gasversorgung erforderlich machen, da das Erdgas zu 40% für die Wärmeerzeugung, zu 30% für industrielle Zwecke und zu 30% zur Stromerzeugung genutzt wird; Einschnitte in der Gasversorgung der Industrie hätten die größten Auswirkungen auf das Bruttoinlandsprodukt.

Preiserhöhungen von 50% bei Erdgas würden die Margen im operativen Geschäft der deutschen Unternehmen massiv belasten. Am stärksten würde sich dies bei den Versorgern niederschlagen; diese Branche fährt bereits jetzt zum Teil Verluste ein. Grundsätzlich führt ein Anstieg der Gesamtkosten aufgrund höherer Energiepreise um 1% zu einem Rückgang der operativen Marge um 0,5 Prozentpunkte, wobei davon auszugehen ist, dass andere Energiepreise parallel steigen. Im deutschen Unternehmenssektor machen Energiekosten im Schnitt 2% der Gesamtkosten aus, und der 10-Jahres-Durchschnitt der operativen Marge liegt bei 7,6%.

Finanzsanktionen: Mittel, Wege und Implikationen

Das Einfrieren russischer Vermögenswerte, die in den USA und der EU gehalten werden, könnte eine der nächsten potenziellen Sanktionen sein.

Bisher hatten die gegen Russland verhängten Sanktionen nur ein geringes Ausmaß. Sie gelten für eine Liste bestimmter Personen und einige wirtschaftliche Einheiten, nicht aber russische staatliche Institutionen oder große Unter-



Die Ökonomie von Sanktionen: Der Westen kann Härte zeigen

nehmen. Auch wurden sie nicht konsequent abgestimmt, denn die von den USA verhängte Liste von Personen, die von den Sanktionen betroffen sind, ist etwas umfangreicher als die Liste der EU. Dies schwächt tendenziell die Auswirkungen und stärkt die Position der Zielpersonen, die Sanktionen zu umgehen.

Die Vermögenswerte von Personen, die von US-Sanktionen betroffen sind, können von jedem US-Staatsbürger oder Einheit, die diese Vermögenswerte verwaltet, als Intermediär eintritt oder besitzt, eingefroren werden. Transaktionen in USD werden ebenfalls blockiert – insbesondere weil Transaktionen auf USD-Basis ein von US-Personen kontrolliertes Zahlungsverkehrssystem durchlaufen müssen, können solche Zahlungsflüsse je nach Auftragslage in eingefrorene Konten geleitet werden. US-Hinterlegungsstellen und Asset Manager müssen die Konten aufgeführter Einheiten ebenfalls einfrieren. Auch die Vermögen Dritter, die helfen, die Finanzsanktionen zu umgehen, können eingefroren werden. Dadurch können die Sanktionen unbegrenzt als sekundäre Boykotts ausgeweitet werden, solange solche Ausweitungen geopolitisch nicht zu riskant sind.

Wenn ähnliche Aktionen von den EU-Ländern unternommen würden – in Kombination mit US-Sanktionen –, könnten diese die meisten im Ausland gehaltenen Vermögenswerte und internationalen Zahlungen erfassen, wie im Falle Iran geschehen. Außerdem würde eine entschlossenerer Teilnahme der EU SWIFT zum Einsatz bringen und die meisten Zahlungen blockieren, da der SWIFT-Datentransfer für Transaktionen in den meisten Währungen verwendet wird. Da die EU jedoch in Bezug auf den Export – und besonders den Energieimport – viel zu verlieren hat, wären die Kosten solcher Zahlungsverkehrssanktionen im Vergleich zu den USA sehr hoch. Deshalb dürfte die EU unter der Voraussetzung, dass es nicht zu einer direkten Invasion der Ukraine durch Russland kommt, vermeiden, so strikt zu agieren wie die USA. SWIFT, eine private Institution im Besitz ihrer Mitgliedsbanken, für Sanktionen zu benutzen, könnte zudem die zentrale Rolle der EU im globalen Finanzsystem unterminieren, da dies den Prozess beschleunigen könnte, auch anderswo Substitute einzurichten.

Die aktuelle sehr langsame Verhängung der Finanzsanktionen hat es Gläubigern auf beiden Seiten ermöglicht, ihr gegenseitiges Finanzexposure abzubauen, indem sie Investitionen repatriierten. Dies dürfte das Risiko für die Bilanzen auf beiden Seiten erheblich begrenzen, sollten die Finanzsanktionen gravierend und Anlagen eingefroren werden.

Einer der nächsten Schritte im Rahmen von Sanktionen könnte das Einfrieren russischer Vermögenswerte in den USA und der EU sein. In diesem Zusammenhang ist zu bedenken, dass Moskau darauf mit dem Einfrieren ausländischer Vermögenswerte in Russland reagieren könnte, oder die Kreditwürdigkeit russischer Vermögenswerte in Folge einer Eskalation der Krise deutlich sinken könnte. Auf Basis der BIZ-Statistik lassen sich die möglichen Implikationen eines solchen Schrittes für den internationalen Bankensektor gut abschätzen.

In absoluten Zahlen liegt das – mit Abstand – größte Exposure bei den französischen Banken; im 3. Quartal 2013 beliefen sich ihre Forderungen an Russland (Kredite und Wertpapiere) auf USD 51 Mrd. Diesen Forderungen müssen jedoch die gesamten Bankaktiva in den einzelnen Ländern gegenübergestellt werden, um einen Eindruck von den systemischen Auswirkungen eines Einfrierens von Vermögenswerten oder einer Verschlechterung der Kreditwürdigkeit russischer Vermögenswerte zu gewinnen. Nach dieser Rechnung hätte Österreich den höchsten Wert (1,4%), gefolgt von den Niederlanden und Italien.

Wir vermuten, dass diese Risiken auf eine kleine Anzahl von Banken konzentriert sind – was das systemische Risiko erhöht –, da eine Kreditvergabe außerhalb des Eurowährungsraum nicht zum üblichen "Brot- und Buttergeschäft" der meisten Banken gehört.



Die Ökonomie von Sanktionen: Der Westen kann Härte zeigen

Auf der anderen Seite des europäischen Spektrums, d.h. in Deutschland und in noch stärkerem Maße in Spanien, sind die Risiken, die sich über den Finanzkanal ergeben, sehr begrenzt (0,2% bzw. unter 0,1%).

Aggregiert ist die Anfälligkeit des europäischen Bankensektors gegenüber russischen Risiken signifikant höher als das der amerikanischen und japanischen Banken. Zwar ändert sich dieses Bild, sobald man zu den Forderungen an Russland die von der BIZ als "weiteres Exposure" klassifizierten Risiken (Derivatekontrakte, Garantien und Handelskredite) hinzurechnet. Tatsächlich steigt der Umfang der "gefährdeten Vermögenswerte" des US-Bankensektors dann um USD 92 Mrd. auf ein Gesamtniveau, das doppelt so hoch ist wie das Frankreichs.

Allerdings stammt der weitaus größte Teil dieses "weiteren Exposure" aus "Garantien", die sich wahrscheinlich auf CDS-Kontrakte großer internationaler Banken mit Sitz in den USA (und Großbritannien) beziehen. So lange Russland seine Staatsanleihen weiter bedient, hätten diese Eventualverbindlichkeiten allerdings geringe Auswirkungen auf den internationalen Bankensektor.

Hierbei ist zu beachten, dass das internationale Finanzsystem – über das Einfrieren von Vermögenswerten oder eine Verschlechterung der Kreditwürdigkeit hinaus – mit möglichen Verwerfungen durch ein potentiell Handelsverbot mit russischen Finanzinstituten zu kämpfen haben könnte. Dies könnte sich auf Liquidität und Gewinne auswirken, wobei die unzureichenden Daten für solche Zusammenhänge keine Quantifizierung erlauben.

Bei allgemeinem Druck auf die Kapitalquoten der Banken kann allerdings ein erhöhtes Wertberichtigungsrisiko nicht ignoriert werden. Um eine solche Entwicklung auszulösen, müsste jedoch der extreme Fall eintreten, dass Russland entweder zahlungsunfähig wird oder akzeptiert, dass es vollständig vom internationalen Finanzsystem abgeschnitten wird. Unseres Erachtens wären in einem solchen Fall die Konsequenzen für die russische Wirtschaft erheblich schwerer zu verkraften als die Nebenwirkungen für Westeuropa.

Josef Auer (+49 69 910-31878, josef.auer@db.com)

Robert Burgess (+44 20 754-71930, robert.burgess@db.com)

Peter Garber (+1 212 250-5466, peter.garber@db.com)

Gilles Moec (+44 20 754-52088, gilles.moec@db.com)

Stefan Schneider (+49 69 910-31790, stefan-b.schneider@db.com)

© Copyright 2014. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg