



Die Sanktionen gegen Russland

Waren die Russland-Sanktionen ein Fehler?



Dr. Michael Heise on Global Economics

August / September 2022

Auf den ersten Blick fällt die Bilanz der Russland-Sanktionen ernüchternd aus. Ein Einlenken im Krieg gegen die Ukraine ist nicht einmal in Ansätzen erkennbar. Der Energiepreisschock hat den Volkswirtschaften in Europa dagegen schwer zugesetzt. Waren die Sanktionen ein Fehler?

Vor etwa 7 Monaten haben die EU, die USA sowie zahlreiche weitere Industrieländer damit begonnen, vielfältige Sanktionen gegenüber 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 Rekorderlöse im Energiegeschäft und einen gewaltigen Außenhandelsüberschuss erzielen dürfte.

Die 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, so dass russische Firmen vielfach den Zugang zu den entwickelten Märkten verloren haben.

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.

Kurzfristig erzielt Russland Rekordüberschüsse

Kurzfristig sieht das Bild allerdings ganz anders aus. Russland wird zwar in 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 überkompensiert diesen Rückgang bei weitem. Der Preis-

Die Sanktionen gegen Russland

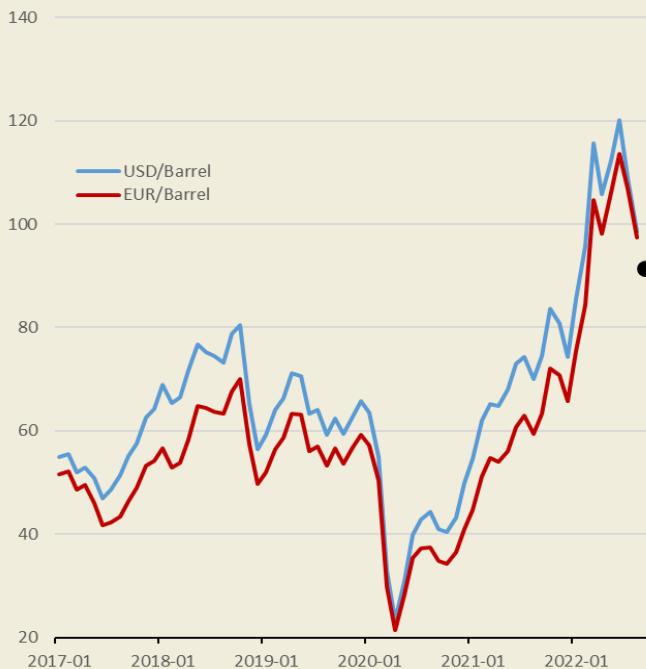
Prof. Dr. Michael Heise on Global Economics – August / September 2022

Seite 2

anstieg wurde auch dadurch verstärkt, dass auf internationaler Ebene monatlang 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.

Abb.1 Heftige Verwerfungen am Ölmarkt in Europa

Rohölpreis (Brent, Spot)*



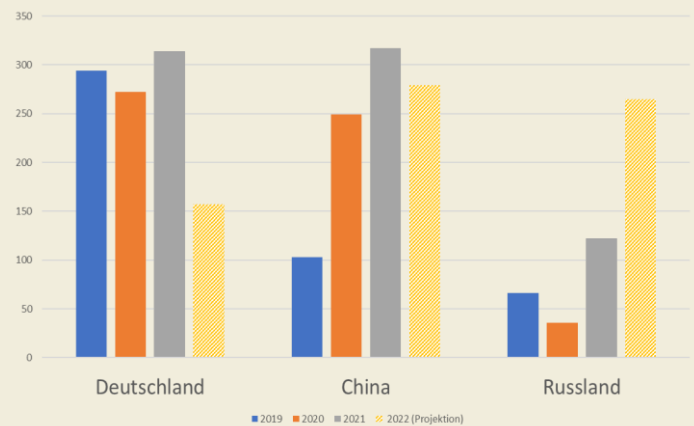
* Punkt markiert Durchschnitt vom 01.09-12.09.2022

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

Zusammen mit rückläufigen Importen wird dies den Leistungsbilanzüberschuss Russlands in diesem Jahr wohl auf einen Rekordwert von 250 bis 300 Milliarden Dollar ansteigen lassen. 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.

Abb.2 Gewaltiger Exportüberschuss Russlands

Leistungsbilanzsalden in Mrd. Dollar



Quelle: IWF External Sector Report 2022; eigene Projektion für Deutschland 2022, Destatis

Mögliche Folgen von Preisobergrenzen für russisches Gas & 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. 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.

Die Sanktionen gegen Russland

Prof. Dr. Michael Heise on Global Economics – August / September 2022

Seite 3

Viele europäische Länder sind immer noch von russischer Energie abhängig

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 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 verkraftbar, die für die Finanzierung des Krieges ohnehin nicht die ausschlaggebende Rolle spielen.

Die langfristige Schwächung der russischen Volkswirtschaft durch dauerhafte niedrige Energieexporte in die Märkte der OECD-Länder wären 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.

Die Bündnisse der Autokraten

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. Die Bündnisse zwischen Russland und China sowie die mit anderen autokratischen Staaten werden deutlich stärker, auch wenn die jüngste Eskalation im Ukrainekrieg 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, werden die Handelsströme und die Kapitalströme etwa zwischen Russland, China und den ihnen politisch und wirtschaftliche nahestehenden verbündeten Staaten intensivieren. Und 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.

Rasche Lösungen sind nicht absehbar

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 verkraftbar.

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 Kriege herbeizuführen und damit auch Wirtschaftsbeziehungen zu Russland wiederaufzunehmen. 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 Drohpotential 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 eines 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.

Hinweise zu Anlagestrategie- Anlageempfehlung gem. § 85 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) i.V.m. VO (EU) Nr. 596/2014

Allgemeines

Die Anlagestrategie- und/oder Anlageempfehlungen (nachfolgend „Analysen“ genannt) werden von der LeanVal Research GmbH nur zu Informationszwecken erstellt.

Weder die LeanVal Research GmbH noch ihre Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung der Analysen oder ihres Inhalts oder auf andere Weise in Zusammenhang mit diesen entstehen. Die Analysen stellen weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendeines Wertpapiers dar, noch bilden diese oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß gebilligten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage der Analysen. Investoren sollten sich bei ihrer Anlageentscheidung durch einen Anlageberater beraten lassen. Die Analysen können insoweit keine Beratungsfunktion übernehmen. Die in den Analysen enthaltenen Meinungen, Einschätzungen und Prognosen sind allein diejenigen der jeweiligen Verfasser. Sie sind datumsbezogen, nicht notwendigerweise auch Meinung der LeanVal Research GmbH und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Die hier wiedergegebenen Informationen und Wertungen („Information“) sind primär für Kunden der LeanVal Research GmbH in Deutschland bestimmt. Sollte der ursprüngliche Empfänger die Analyse weiterleiten, so ist er verpflichtet, dies unter Einhaltung bestehender Regelungen und Gesetze zu tun und es ergibt sich hieraus keinerlei Verpflichtung der LeanVal Research GmbH gegenüber einer dritten Partei. Insbesondere ist die Information nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz oder Wohnsitz in Großbritannien, den USA oder in Kanada bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden. Die Verteilung der Analysen in anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz die Analysen gelangen, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkungen zu beachten, kann eine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze darstellen. Nachdruck, Weiterverbreitung sowie Veröffentlichung der Analysen und ihrer Inhalte im Ganzen oder Teilen ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der LeanVal Research GmbH gestattet.

Informationsquellen

Sämtliche Analysen werden auf der Grundlage der Daten eines Datenanbieters sowie von allgemein zugänglichen Quellen („Informationen“) erstellt, die die LeanVal Research GmbH für zuverlässig hält. Die LeanVal Research GmbH hat die Informationen jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der LeanVal Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und LeanVal Research GmbH haftet nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernimmt die LeanVal Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen. Obwohl die Analysen mit aller Sorgfalt zusammengestellt werden, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. Die LeanVal Research GmbH, deren Anteilseigner, Organe und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen, die aus in den Analysen enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Datenquelle für alle historischen Kurse ist Morningstar und LeanVal Research.

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

Die Bewertungen, die den Anlageempfehlungen für von der LeanVal Research GmbH analysierte Aktien zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleiche, NAV-Bewertungen und - wo möglich - ein Sum-of-the-parts-Modell. Die errechneten Scores (Value, Quality, Stability, Growth) sind das Ergebnis eines proprietären Modells der LeanVal Research GmbH. Sie ergeben sich aus dem Vergleich fundamentaler Kennzahlen des quantitativ analysierten Unternehmens im Verhältnis zu Vergleichsunternehmen innerhalb eines Sektors (ggf. einer Region). Hinweise zur generellen Vorgehensweise befinden sich unter www.leanval.investments. Das absolute Kursziel und damit verbunden die absolute Einschätzung (unterbewertet, neutral überbewertet) ergeben sich unter Verwendung eines in die Zukunft gerichteten DCF- oder ROIC (Return on Invested Capital) Verfahrens. Als Grundlage dienen hierbei die Schätzungen der zukünftigen Gewinne. Die Gewinnschätzungen basieren entweder auf einem Konsensus oder werden von der LeanVal Research GmbH selbst vorgenommen.

Aktualisierungen

Ein Anspruch der Empfänger auf Veröffentlichung von aktualisierten Analysen besteht nicht. Die LeanVal Research GmbH behält sich vor, Aktualisierungen von Analysen unangekündigt vorzunehmen. Eine regelmäßige Aktualisierung dieses Dokuments ist nicht vorgesehen.

Compliance

Die LeanVal Research GmbH hat in Umsetzung der gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen zu vermeiden. Insbesondere bestehen institutsinterne Informationschranken, die den Zugang der Analysten zu Insiderinformationen verhindern. Die Einhaltung wird durch den Compliance-Beauftragten überwacht.

Erläuterung der Empfehlungssystematik

Die relative Einschätzung basiert auf den verschiedenen Scores der einzelnen Unternehmen in den Bereichen Value, Quality, Stability, Growth und Momentum welche mit den Durchschnittswerten des Gesamtmarktes und/oder auch mit den jeweiligen Sektoren verglichen werden. Die Unternehmen werden auf einer Skala von 0 bis 100 eingestuft. Hieraus werden die drei Ratings „unattraktiv“ (0 bis 30 auf der Skala), „neutral“ (31 bis 70 auf der Skala) und „attraktiv“ (71 bis 100 auf der Skala) abgeleitet. Die relative Einschätzung kann sich aufgrund der hohen Komplexität der Scores und der vielfältigen Abhängigkeiten zwischen den analysierten Unternehmen kurzfristig ändern.

Das Ratingsystem der LeanVal Research GmbH für die absolute Bewertung umfasst die Ratings „unterbewertet“, „fair bewertet“ und „überbewertet“. Das Rating einer Aktie basiert auf der erwarteten Rendite für die kommenden sechs bis zwölf Monate. Die erwartete Rendite setzt sich aus der prognostizierten Veränderung des Aktienkurses und der voraussichtlichen Dividendenrendite zusammen. Änderungen des Diskontierungsfaktors oder der prognostizierten Cashflows können zu erheblichen Änderungen des Kursziels führen.

Ratingsystem der absoluten Bewertung:

Buy	Potenzial > +15%
Hold	Geringes Aufwärts- und Abwärtspotential
Sell	Potenzial < - 15%

Interessenkonflikte

In den Finanzanalysen sind Umstände oder Beziehungen, die Interessenkonflikte begründen können, weil sie die Unvoreingenommenheit - der Mitarbeiter der LeanVal Research GmbH, die die Analyse erstellt haben, - der LeanVal Research GmbH als für die Erstellung verantwortlichen Unternehmen oder mit ihr verbundener Unternehmen oder - der sonstigen für die LeanVal Research GmbH tätigen und an der Erstellung mit-wirkenden Personen oder Unternehmen gefährden könnten, anzugeben. Offenlegungspflichtige Informationen über Interessen oder Interessenkonflikte liegen insbesondere vor, wenn

1. wesentliche Beteiligungen (= Beteiligung > 5 % des Grundkapitals) zwischen den o.g. Personen oder Unternehmen und den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, bestehen,
2. o.g. Personen oder Unternehmen Finanzinstrumente, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen betreuen (Market Making/ Designated Sponsoring),
3. o.g. Personen oder Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt waren, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind,
4. o.g. Personen oder Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate gegenüber Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden waren oder in diesem Zeitraum aus einer solchen Vereinbarung eine Leistung oder ein Leistungsversprechen erhielten, soweit von der Offenlegung dieser Informationen keine vertraulichen Geschäftsinformationen betroffen sind,
5. o.g. Personen oder Unternehmen mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen haben,
6. o.g. Personen Vorstands- oder Aufsichtsratsmandate bei Emittenten, deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, wahrnehmen oder
7. o.g. Personen oder Unternehmen sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf die Emittenten haben, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind.

LeanVal Research GmbH
Bleichstraße 52

60313 Frankfurt am Main
Telefon: +49 69 9494 88 050
E-Mail: research@leanval.investments