

---

# Finanzmarktpolitik in Kriegszeiten: Wie wirkungsvoll sind die Finanzsanktionen gegen Russland?

CHRISTOPH SCHERRER UND JOSCHA WULLWEBER\*

---

Christoph Scherrer, Professor für Globalisierung & Politik, Universität Kassel, E-Mail: scherrer@uni-kassel.de  
Joscha Wullweber, Professor of Politics, Transformation and Sustainability, Universität Witten/Herdecke, E-Mail: joscha.wullweber@uni-wh.de

---

**Zusammenfassung:** Die westlichen Regierungen haben gleich zu Beginn der Invasion Russlands in die Ukraine umfangreiche Finanzsanktionen gegen Russland beschlossen, wobei das Einfrieren der russischen Fremdwährungsreserven besonders hervorsteicht. Während diese Sanktionen anfangs eine große Wirkung zeigten und der Kurs des Rubel abstürzte, entwickelte Russland erfolgreiche Gegenstrategien, die den Rubel schließlich wieder stabilisierten. Es stellt sich daher die Frage, ob finanzmarktpolitische Sanktionen überhaupt als Druckmittel gegen Russland Wirkung zeigen. Der Beitrag versucht, diese Frage durch eine Analyse der besonderen Bedingungen Russlands, seiner Gegenmaßnahmen und der finanzmarktpolitischen Methoden Nazideutschlands zu beantworten.

**Summary:** Western governments adopted extensive financial sanctions against Russia at the very beginning of Russia's invasion of Ukraine, with the freezing of Russia's foreign currency reserves being particularly prominent. While these sanctions initially had a major impact and the ruble's exchange rate crashed, Russia developed successful counterstrategies that eventually stabilized the ruble again. The question therefore arises whether financial sanctions are effective at all as a means of exerting pressure on Russia. The article attempts to answer this question by analyzing Russia's particular conditions, its countermeasures and Nazi Germany's fiscal policy methods.

→ JEL classification: F51, H56

→ Keywords: Financial sanctions, Russia, currency reserves, war finance

\* Wir danken einer anonymen Gutachterin oder Gutachter.

## I Einleitung

Nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine verhängten die USA, Großbritannien, die EU und ihre westlichen Verbündeten umfangreiche Maßnahmen, um Russlands Finanzsektor und den Rubel zu schwächen. Die Maßnahmen sollen dazu beitragen, dass die russische Führung die kriegerischen Handlungen beendet. Seit Beginn des Krieges wurden verschiedene Sanktionsmaßnahmenpakete beschlossen, die vor allem von den Zentralbanken und den Finanzministerien durchgeführt wurden.

Der Einsatz von Währungs- und Finanzmarktpolitik zur Kriegsführung oder als Druckmittel ist nicht neu. Im Gegenteil besteht ein enger Zusammenhang zwischen Staat, Finanzmarktpolitik und Sicherheitsinteressen. Bereits die Entstehung moderner Staaten ist eng verbunden mit Staatsverschuldung, nicht zuletzt zur Beschaffung nötiger Finanzmittel zur Kriegsfinanzierung, wie z. B. Kriegsanleihen (Brantlinger 1996; Aitken 2003). Auch die Gründung der Bank of England im Jahr 1694 geht auf den Bedarf nach Kriegsfinanzierung der englischen Krone unter William den III. zurück, vor allem für den Aufbau der Royal Navy gegen Frankreich. Zentralbanken sind also weder per se unpolitisch noch sind Finanzinfrastrukturen, wie das SWIFT, neutrale Finanznetze (Wullweber 2020, 2021a; de Goede 2021). Vielmehr wurde die globale Finanzstruktur insbesondere nach 2001 als Antwort auf die Zerstörung des World Trade Center in New York City zunehmend Teil der finanziellen Kriegsführung (de Goede 2012). Zudem nehmen die USA mit dem US-Dollar als globaler Leitwährung, der mit Abstand am häufigsten im Handel und bei Finanztransaktionen verwendeten Währung, eine zentrale Rolle hinsichtlich finanzmarktpolitischer Sanktionen ein (Bell 2001; Mehrling 2015). Auch der Versuch, das Finanzwesen eines gegnerischen Landes zu schädigen, ist eine alte Kriegstaktik. In früheren Zeiten zielten Finanzkriege vor allem auf die Stabilität der Währung ab. Mit gefälschten Pfund-Noten versuchte beispielsweise die SS im Zweiten Weltkrieg das britische Pfund zu schwächen, jedoch ohne Erfolg (Osuch 2009). Erst die hohen Kriegsschulden der Briten gegenüber den USA schwächten den Außenwert des Pfundes.

Seit den 1990er Jahren ist allerdings eine stetige Zunahme an Finanzsanktionen insbesondere von den USA, aber auch von der EU zu beobachten (Pop, Fleming und Politi 2022). Neben den Finanzministerien spielen die Zentralbanken eine wichtige Rolle, insbesondere da die neuen Maßnahmen die Guthaben der russischen Zentralbank betreffen (Wullweber 2021b). Diese von den Regierungen (bzw. Europäischen Union) beschlossenen, umfangreichen Finanzsanktionen gegen Russland sind die ersten gegen eine Atommacht. Es ist zudem das erste Mal, dass solche Maßnahmen im Rahmen eines Krieges durchgeführt wurden. Die Sanktionen schienen anfangs durchaus erfolgreich zu sein: Russland wurde von der globalen Finanzinfrastruktur weitgehend ausgeschlossen und die ausländischen Devisen eingefroren. Der Kurs des Rubels stürzte ab, der Handel mit Russland wurde durch das Aussetzen des SWIFT-Abkommens und vor allem durch die Finanzsanktionen der meisten Korrespondenzbanken, also der Banken, die den grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr durchführen, extrem erschwert. Entsprechend hoch waren die Erwartungen, dass die russische Wirtschaft massiv beschädigt und damit auch der russischen Kriegsführung die wirtschaftliche Basis entzogen werden würde (Engerer 2022).

Der anfängliche Erfolg verpuffte jedoch zumindest auf der Währungsfront recht rasch. Drei Monate nach Beginn der Sanktionen übersteigt der Wechselkurs des Rubels gegenüber dem US-Dollar sogar das Vorkriegsniveau. Dies wirft die Frage auf, inwiefern die finanz- und währungspolitischen Sanktionen überhaupt wirksam sind. Der Beitrag ist daher folgendermaßen aufgebaut:

Nachdem wir kurz die bislang getroffenen Finanzmarktsanktionen gegen Russland aufzeigen, wollen wir die Frage nach der Wirksamkeit der Finanzsanktionen mit drei Argumentationssträngen beantworten: erstens stellen wir die besonderen sozio-ökonomischen Bedingungen Russlands dar; zweitens beschreiben wir die Gegenmaßnahmen der russischen Regierung; und drittens rekurren wir als historische Analogie auf die finanzmarktpolitischen Methoden der Nationalsozialisten in Vorbereitung und Durchführung des Zweiten Weltkriegs. Letzteres ist insofern interessant, als die Bedingungen für Nazideutschland weniger vorteilhaft für die Kriegsfinanzierung waren als für das heutige Russland unter Putin. Im letzten Abschnitt bewerten wir basierend auf diesen Argumenten insgesamt die Wirksamkeit der bislang getroffenen Finanzsanktionen.

## 2 Die Finanzsanktionen gegen Russland

Seit der Invasion Russlands in die Ukraine am 24. Februar ist es zu einer Vielzahl von Finanzsanktionen gegen Russland gekommen (für eine Übersicht siehe PIIE 2022). Diese reichen von Sanktionen gegen einzelne russische Banken und Individuen über den Ausschluss russischer Banken vom SWIFT Zahlungssystem und dem Verbot des Kaufs russischer Wertpapiere bis hin zum Verbot, Transaktionen mit der russischen Zentralbank durchzuführen und dem Sperren der Devisenreserven der russischen Zentralbank bei ausländischen Banken und Zentralbanken. Letzteres war die Sanktion, die zunächst am direktesten Wirkung zeigte. Mit den Reserven im Wert von etwa 643 Milliarden US-Dollar hoffte die russische Regierung, gegenüber ausländischen Exporteuren und Investoren stets zahlungsfähig zu bleiben. Vor allem wollte sie mit diesen Reserven in der Lage sein, den Rubel zu stützen (Pop et al. 2022). Die Fremdwährungen im Portfolio der russischen Zentralbank sind vor allem der Euro, der Dollar und das britische Pfund (bzw. auf diese Währungen laufende Staatsanleihen). Ungefähr die Hälfte dieser Bestände liegen auf Konten bei den Zentralbanken anderer Länder sowie bei kommerziellen Banken an den großen Währungshandelsplätzen (Sandbu 2022a). Ohne Sanktionen könnte die russische Regierung diese Reserven zum Marktwert an den jeweiligen Börsen entweder zur Stützung des Außenwerts des Rubels verkaufen oder für die Bezahlung kriegswichtiger Importe einsetzen.

Tabelle 1

### Verwahrungsorte Russlands Fremdwährungsreserven zum 1. Januar 2022

Gold im Bestand der Zentralbank	21,5%
China	16,8%
Deutschland	15,7%
Frankreich	9,9%
Japan	9,3%
USA	6,4%
Großbritannien	5,1%
Supranationale Organisationen	4,3%
Kanada	2,7%
Österreich	2,5%
Sonstige	5,8%

Quelle: Anger und Volker 2022.

Die Sanktionen gegen die russische Zentralbank zielen also darauf ab, die von der russischen Regierung getroffene Vorsorge durch die Anhäufung von Devisenreserven im Falle von Sanktionen gegenüber ihren Banken zu neutralisieren. Durch die Sanktionen gegen die russische Zentralbank ist ein erheblicher Teil dieser Mittel nun eingefroren und kann nicht mehr eingesetzt werden. Allerdings stehen der russischen Zentralbank weiterhin etwa die Hälfte der Devisenreserven, die nicht bei „westlichen“ Banken oder Zentralbanken liegen, sowie ein erheblicher Teil ihrer 2300 Tonnen schweren Goldreserven zur Verfügung. Da diese nun begrenzteren Mittel nicht sogleich für die Stützung des Rubelkurses verwendet werden sollten, war es der russischen Zentralbank nur bedingt möglich, den Rubel durch massiven Aufkauf zu stützen (Jones und Cotterill 2022).

Die Notwendigkeit der Kursstützung ergibt sich auch aufgrund der latenten Dollarisierung Russlands. Aufgrund vorangegangener Rubel-Krisen ist das Vertrauen der Geldvermögenden in Russland in die Stabilität des Rubels gering, so dass sie in Vorsorge einen Teil ihres Vermögens in ausländischer Währung halten (zumeist US-Dollar). Es war daher absehbar, dass diese im Krisenfall versuchen würden, möglichst schnell weitere Rubel in ausländische Währung umzutauschen, was den Devisenkurs des Rubels nach unten gedrückt hätte (Ponomarenko et al. 2013).

Eine weitere Finanzsanktion bestand im Ausschluss einiger russischer Banken vom SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications), ein internationales Informationssystem, über das 80 Prozent des weltweiten Zahlungsverkehrs abgewickelt wird. Allerdings sind wichtige russische Banken, insbesondere die Gazprombank, immerhin der drittgrößte Kreditgeber des Landes und eine Tochtergesellschaft des staatlichen Energieunternehmens Gazprom, von diesen Sanktionen ausgenommen (Walker 2022). Wichtiger als die SWIFT Sanktionen waren die Finanzsanktionen der USA gegenüber den Korrespondenzbanken. Als die USA Anfang April „full blocking“ Sanktionen gegen die Sberbank, Russlands größtes Finanzinstitut, und die Alfa-Bank, die größte Privatbank des Landes, verhängten, wurden die wichtigsten Kanäle Russlands zum internationalen Zahlungssystem gekappt (Weaver et al. 2022).

### 3 Spezifische Situation Russlands

Trotz ihres Umfanges können die finanz- und währungspolitischen Sanktionen gegenüber Russland nur begrenzte Wirkung zeigen, wenn diese nicht von handelspolitischen Maßnahmen begleitet werden. Grund dafür ist, dass Russland über Ressourcen verfügt, von denen die aus Sicht Russlands feindliche Partei (insbesondere die Europäische Union) und Dritte (Teile des „globalen Südens“) abhängig sind, vor allem etwa 25 Prozent der weltweiten Gasreserven und 5 Prozent der weltweiten Ölreserven (Wilson und Astrasheuskaya 2022). Ein Land mit wiederholten Leistungsbilanzüberschüssen bedarf keiner externen Finanzierung und ist somit deutlich weniger verwundbar als die große Zahl von Ländern, die dauerhafte Leistungsbilanzdefizite vorweisen.

Die weiterhin hohen Handelsbilanzüberschüsse auf der Basis von fossilen Energieträgern, Gold, Rüstungsgütern und Agrarprodukten (<https://oec.world/en/profile/country/rus>) führen zu einem stetigen Zufluss an Fremdwährungen, mit der notwendige Importe finanziert werden können. Nur wenn also die währungspolitischen Sanktionen gekoppelt sind mit Exportverboten nach Russland und wenn auf Dritte Druck ausgeübt werden kann, kriegswichtige Güter nicht an Russland zu liefern, dann nützt der Zufluss an Fremdwährung Russland wenig. Selbst wenn die währungspolitischen Maßnahmen dazu führten, dass Russland im Ausland nicht mehr einkaufen

könnte, bleiben diese Maßnahmen aufgrund der relativen Autarkie Russlands allerdings von geringer Wirksamkeit. An Grundnahrungsmitteln produziert Russland heutzutage einen Überschuss (The Economist 2018), sodass eine Hungersnot, die der gesellschaftlichen Verankerung der Diktatur gefährlich werden könnte, nicht absehbar ist. Da außerhalb der Großstädte das Konsumniveau prinzipiell recht niedrig ist (Wegren 2016), wird der Verzicht auf Importware wenig ins Gewicht fallen.

Bei einigen Medikamenten und insbesondere bei medizinischen Geräten besteht eine Abhängigkeit vom Ausland. Dies ist allerdings eher für die Mittelschichten problematisch, da nur die Mittelschichten sich diese Medikamente und die Behandlung mit modernen Geräten leisten können. Die medizinische Versorgung ist für die Masse der Bevölkerung ansonsten auf niedrigem Niveau, sodass ein geringerer Bezug von Medikamenten aus dem Ausland kaum gesellschaftspolitisch von Bedeutung ist (Pichon und Russell 2022). Die gesellschaftliche Tolerierung vergleichsweise geringer Lebenserwartung (insbesondere von Männern durch Alkoholkonsum) und die Hinnahme einer hohen Übersterblichkeit in der Covid-Pandemie (Kobak 2021) lässt darauf schließen, dass eine durch währungspolitische Sanktionsmaßnahmen verursachte schlechtere medizinische Versorgung gleichfalls hingenommen wird.

Ein Teil der Industrieproduktion und auch der Dienstleistungen (Luftverkehr) ist von kritischen Vorprodukten abhängig. Wenn diese aufgrund von US-amerikanischen und europäischen Exportkontrollen nicht mehr bezogen werden können (wobei die währungspolitischen Maßnahmen dabei nur eine untergeordnete Rolle spielen), kann nicht nur die Versorgung mit diesen Gütern, sondern auch das Beschäftigungsniveau betroffen sein. Allerdings trifft dieser Effekt mit einer Verzögerung ein. In der Zwischenzeit versucht die russische Regierung die Importsubstitution zu fördern und parallel dazu neue Lieferanten in neutralen Staaten zu finden. Hier bleibt abzuwarten, für welche Produkte und wie schnell Ersatz gefunden werden kann (Schreiber 2022).

Für die Kriegsführung ist natürlich die Rüstungsindustrie zentral. Diese ist in Russland weitgehend autark. Engpässe bestehen bei Hochtechnologie-Komponenten, die für moderne Waffensysteme benötigt werden (Schreiber 2022). Derzeit ist die Masse der von der russischen Armee eingesetzten Waffen allerdings nicht von den neuesten Hightechkomponenten abhängig. Da nur eine begrenzte Anzahl an Ländern die Sanktionen ernsthaft überwachen (Vlasiuk 2022), ist zu vermuten, dass sich Russland, im Falle eines länger währenden Krieges, die erforderlichen Hightechkomponenten beschaffen kann. Hauptbetroffene der Sanktionsmaßnahmen werden daher vor allem die städtischen Mittelschichten sein, die Importware im nennenswerten Umfang kaufen und Auslandsreisen unternehmen. Schließlich ist die „Spin-Diktatur“ (Guriev und Treisman 2022) Putins auf dem Weg zu einer klassischen repressiven Diktatur (Guriev 2022). Wie am Beispiel vieler Länder zu sehen ist, ändern Diktaturen aufgrund von Sanktionen nicht ihren grundlegenden Kurs. Selbst angesichts einer vernichtenden militärischen Niederlage kam es in Nazideutschland nicht zu einem Kurswechsel

#### 4 **Russlands derzeitige finanzielle Gegenstrategien**

Vor dem Hintergrund dieser spezifischen Bedingungen Russlands war die russische Zentralbank zusammen mit der russischen Regierung in der Lage, effektive finanzielle Gegenstrategien zu entwickeln.

#### 4.1 Rubelkurs

Russland ist es inzwischen erfolgreich gelungen, den Druck vom Rubel zu nehmen. Als der Rubelkurs zu Beginn der Invasion einbrach und gegenüber dem US-Dollar nur noch etwa die Hälfte an Wert besaß, hob die russische Zentralbank die Leitzinsen von 9,5 auf 20 Prozent an. Es wurden strenge Devisenkontrollen eingeführt (Weaver und Duguid 2022). Dieser Erfolg der Finanzsanktionen war allerdings nicht von langer Dauer. Bereits Anfang April senkte die russische Zentralbank die Leitzinsen wieder. Anfang Juni lagen diese bereits wieder bei nur noch 11 Prozent. Dieses Absenken der Leitzinsen war möglich, da sich der Wert des Rubel gegen dem US-Dollar seit seinem Tiefpunkt im März mehr als verdoppelt hat. Inzwischen ist der Rubel gegenüber dem US-Dollar sogar stärker notiert als vor dem Krieg. Mittlerweile bereitet nicht ein zu schwacher, sondern eher ein zu starker Rubel der russischen Zentralbank Sorge. Für die Stabilisierung des Rubels waren neben der Hochzinspolitik vor allem die eingeführten strikten Kapitalverkehrskontrollen verantwortlich. Den Russen wurde verboten, Geld auf ihre eigenen Auslandskonten zu überweisen, in den nächsten sechs Monaten mehr als 10.000 Dollar in internationalen Währungen abzuheben oder mehr als diese Summe in bar aus dem Land zu bringen. Banken und Brokern wurde vorübergehend der Betrieb von Bargeld-basierten Devisenmärkten für Dollar und Euro untersagt. Zudem wurde es ausländischen Investoren verboten, russische Wertpapiere zu verkaufen (Stubbington und Ivanova 2022).

Eine Strategie der russischen Zentralbank ist es nun, die zu Kriegsbeginn eingeführten Kapitalverkehrskontrollen wieder zu lockern. Hierbei handelt es sich allerdings um kein einfaches Unterfangen, da zu lockere Kontrollen wiederum starke Kapitalabflüsse verursachen könnten. Die mittlerweile erfolgte Aufwertung des Rubels ist aber auch Folge des massiven Einbruchs der Importe und der weiterhin hohen Exporteinnahmen vor allem durch den Verkauf fossiler Energieträger. Russlands Leistungsbilanzüberschuss stieg im ersten Quartal 2022 auf einen Rekordwert von 58 Mrd. Dollar. Diese hohen Leistungsbilanzüberschüsse verursachen eine starke Nachfrage nach Rubel und wirken insgesamt stabilisierend (Stubbington und Astrasheuskaya 2022).

#### 4.2 Zahlungsausfall

Ein weiteres Ziel der Sanktionsmaßnahmen ist es, den Zahlungsausfall Russlands gegenüber den Besitzern von russischen Dollar-Anleihen (Fremdwährungsanleihen) und damit dessen Staatsbankrott zu provozieren. Hierfür sollen die Refinanzierungsmöglichkeiten der russischen Regierung und der Wirtschaft über den internationalen Kapitalmarkt unterbunden oder zumindest stark eingeschränkt werden (Saeedy et al. 2022). In einem ersten Schritt wurde es US-amerikanischen Anlegern verboten, neue russische Dollar-Anleihen zu zeichnen. Anfang Juni 2022 kam es zum Verbot des Erwerbs solcher Anleihen auch auf Sekundärmärkten. Die Europäische Union verkündigte ebenfalls Sanktionen, die Geschäfte mit dem russischen National Settlement Depository verbieten, einem Depot, in dem viele russische Emittenten Gelder hinterlegen, die an Gläubiger im Ausland überwiesen werden sollten (Saeedy und Biswas 2022). Angesichts des hohen Zuflusses an Devisen nach Russland und vor dem Hintergrund, dass ein solches Verbot die eigenen Staatsbürger und Staatsbürgerinnen schädigt, die solche Anleihen halten, ist die Zielsetzung eines Zahlungsausfalls nicht recht verständlich. Zumal nicht nur außereuropäische Investoren, sondern sogar Schweizer Banken Interesse am Aufkauf von russischen Fremdwährungsanleihen zeigen (Saeedy und Biswas 2022).

Auf der anderen Seite versuchte die russische Regierung, den Zahlungsausfall zu vermeiden. Das ist insofern verwunderlich, als dass Russland nicht auf die internationalen Kapitalmärkte angewiesen ist. Dennoch mobilisierte Russland Teile seiner noch verbliebenen Dollar-Reserven für zwei ursprünglich Anfang April fällige Zahlungen an Investoren (Politi und Stubbington 2022). Außerdem verfolgt Russland den Plan, Zahlungen auf seine Fremdwährungsschulden in Rubel zu leisten (Handelsblatt 2022). Für eine in Euro lautende Anleihe ist die Zahlung der Zinsen in einer alternativen Währung erlaubt, jedoch nicht für andere Anleihen (Morpurgo et al. 2022).

Ende Juni 2022 kam es dann tatsächlich zu einem technischen Zahlungsausfall Russlands. Technischer Zahlungsausfall bedeutet, dass Russland das Geld gehabt hätte, seine ausstehenden Zahlungen von 100 Millionen US-Dollar zu begleichen, dieses aber aufgrund der Sanktionen nicht überweisen konnte (Asgari 2022). Allerdings dürfte sich der Schaden in Grenzen halten. Insbesondere US-Investoren hatten die russischen Dollar-Anleihen bereits weitgehend gemieden, sich mittels Swaps abgesichert und Anteile der Anleihen weiterverkauft (Washington Post 2022). Entsprechend hat dieser Zahlungsausfall in der Finanzwelt bislang nicht weiter für Wirbel gesorgt (Maki und Morpurgo 2022). Russland selbst bestreitet den Zahlungsausfall (Asgari 2022). Das Argument, dass Investoren aufgrund der jetzigen negativen Erfahrungen mit dem Zahlungsausfall nach Ende des Krieges für russische Fremdwährungsanleihen höhere Zinsen verlangen würden (Asgari 2022), halten wir für nicht stichhaltig. Der Zinsaufschlag wird eher davon abhängen, wie wahrscheinlich eine neuerliche Konfrontation der G-7 Länder mit Russland ist. Es handelt sich daher insgesamt vor allem um Symbolpolitik.

Symbolische Politik scheint auch die Forderung der russischen Regierung zu sein, dass die Öl- und Gaslieferungen Russlands in Rubel und nicht in US-Dollar oder in Euro beglichen werden sollen. Es hat sich gezeigt, dass die europäischen Gasimporteure weiterhin Euro an eine russische Bank überweisen können, die diese Euro dann in Rubel umtauscht. Die einzigen Verlierer sind die russischen Gasexporteure, vor allem Gazprom, die nicht mehr in den Genuss von Devisen kommen werden (Honohan 2022).

Trotz des Einfrierens der Reserven bei den westlichen Banken und Zentralbanken bleiben der russischen Zentralbank ihre Reserven in der Währung der V.R. Chinas, dem Renminbi. Mittels der chinesischen Banken könnte die russische Zentralbank nicht nur den Handel mit China finanzieren, sondern auch ihre Renminbi-Reserven in US-Dollar umtauschen. Inwieweit die chinesischen Banken angesichts möglicher US-amerikanischer Sanktionen letztere Umtauschaktionen mitmachen werden, ist ungewiss. China macht bislang keine Anstalten, sich den Sanktionen gegen Russland anzuschließen, möchte es sich zugleich aber auch nicht mit seinen westlichen Handelspartnern verscherzen (Gross und Seddon 2022).

Im Falle dessen, dass Russland weder seine Fremdwährungsreserven noch seine Goldbestände für notwendige Importe einsetzen kann, bleibt ihr immer noch die Möglichkeit des unmittelbaren Warentauschs (Barter). Barter steht insbesondere einem Land zur Verfügung, dessen Ressourcen im Ausland stark nachgefragt werden. Als Vorstufe zum Barter mit einem höheren Maß an Flexibilität können bilaterale Swap-Linien (BSLs; Verrechnungsabkommen) über ein bestimmtes Austauschvolumen mit befreundeten oder neutralen Nationen angesehen werden. In einem solchen Fall tauschen sich die Währungen direkt gegeneinander aus, und nicht mittels der am stärksten genutzten internationalen Währung. Eine solche Vereinbarung verschafft den Vertragsparteien Flexibilität hinsichtlich der Produkte, die jeweilig vom anderen Partner bezogen werden. Die wichtigste Swap-Vereinbarung besteht mit der Volksrepublik China. Dank einer Swap-

Linie in Höhe von 150 Mrd. RMB (24 Mrd. US-Dollar) kann Russland mit China einen wachsenden Teil seines bilateralen Handels ohne Rückgriff auf US-Dollar abwickeln. Erleichtert wird dies zudem durch Chinas grenzüberschreitendes Interbank-Zahlungssystem (CIPS). Darüber hinaus haben russische Banken Kredit-/Debitkarten ausgegeben, die mit dem internationalen System Union Pay von China verbunden sind, nachdem Visa und Mastercard den russischen Markt verlassen haben (Tran 2022).

#### 4.3 SWIFT

Die russische Zentralbank versucht ihren Banken, Alternativen zum SWIFT-System des Interbanken-Zahlungsverkehrssystem anzubieten, doch scheinen diese Alternativen nur begrenzt wirksam zu sein. Bereits nach den Sanktionen gegen Russland aufgrund der Annexion der Krim hatte Russland ein eigenes Zahlungssystem eingeführt. Dieses ist aber vor allem für Zahlungen innerhalb Russlands relevant. Viel hängt von den sogenannten Korrespondenzbanken in den jeweiligen Ländern ab. Nicht zuletzt die EU hat diverse Ausnahmeregelungen erlassen, damit weiterhin für russisches Gas und Öl bezahlt werden kann. Es wurden also nicht alle russischen Banken vom Euro-Korrespondenzbankgeschäft und vom SWIFT ausgeschlossen (Sandbu 2022a). Das Ausschließen Russlands vom SWIFT System ist also bei Weitem nicht so effektiv, wie andere Finanzsanktionen (Westermeier 2022). Zudem bleiben den russischen Banken die altmodischen Kommunikationsformen mit Telefax und Telefon erhalten, die jedoch deutlich umständlicher sind und mehr Vertrauen voraussetzen (Consilium 2022).

### 5 **Prinzipielle Begrenztheit der Sanktionsmaßnahmen am Beispiel der Finanzierung des deutschen Angriffskriegs 1939**

Solange die Ressourcen für die Kriegsführung im eigenen Land vorhanden sind, ist der Zugang zu Fremdwährung nicht nötig. Die in Friedenszeiten geltenden Bedenken gegen eine von der Zentralbank ermöglichten expansiven Fiskalpolitik sind im Kriegsfall hinfällig. Kreditfinanziert durch die eigene Währung kann die Rüstungsproduktion ausgeweitet und der Sold für die Soldaten und Soldatinnen bezahlt werden. Die damit einhergehende Aufblähung der Zentralbankbilanz führt theoretisch erst dann zur Inflation, wenn die Kapazitäten ausgeschöpft sind. Allerdings entstehen in Kriegszeiten schnell Lieferengpässe, sodass Inflationsschübe bereits mit Kriegsbeginn eintreten können (oder auch bereits in der Aufrüstungsphase in Vorbereitung auf den Krieg). Durch Preis- und Lohnstoppverordnungen können die Inflationstendenzen begrenzt werden. Zudem kann patriotisches Zwangssparen angeordnet werden.

Das entsprechende Handlungsrepertoire hat das nationalsozialistische Deutschland angewendet. Es begann mit den berühmten Mefo-Wechseln, die sich der damalige Reichsbankpräsident und spätere Wirtschaftsminister Hjalmar Schacht in Vorbereitung des deutschen Angriffskrieges ausgedacht und bereits im Laufe des Jahres 1933 in Umlauf gebracht hatte. Die Einlösung dieser Wechsel garantierte das Reich nach spätestens fünf Jahren, sodass diese fast ohne Risiko von den Rüstungsunternehmen, die damit bezahlt worden sind, an ihre Zulieferer zur Bezahlung weitergegeben werden konnten. Zu Kriegsbeginn unterstellte sich Hitler die Reichsbank direkt und verpflichtete sie, der Regierung unbegrenzt Kredite zu gewähren. Entsprechend waren die Mefo-Wechsel nicht mehr für die Kriegsfinanzierung notwendig (van der Hek 2020).



Im Unterschied zum heutigen Russland herrschte im nationalsozialistischen Deutschland ein Devisennotstand. Diesem Notstand begegnete Schacht mit einer Einfuhrkontrolle zugunsten rüstungswirtschaftlicher Vorprodukte und einer Bevorzugung von Ländern, die „im Falle von Verwicklungen im Bereich der eigenen Waffen“ lagen (Volkman 1981, S. 86). Mittels bilateraler Handelsverträge und Verrechnungsabkommen sollte sichergestellt werden, dass nur von dort importiert wird, wohin auch exportiert wird.

Die Gleichschaltung der Sparkassen, Banken und Versicherungen erlaubte eine „geräuschlose Kriegsfinanzierung“: Die Finanzdienstleistungsinstitute wurden verpflichtet, Staatsanleihen zu zeichnen oder Staatskredite zu geben. Damit schöpfte der Staat einen Teil der privaten Guthaben ab und nutzte sie für die Bezahlung des Militärs, aber auch zum Einkauf von Waffen und Kriegsmaterial. Während sich der Staat zunehmend bei den Banken verschuldete, spürte die Bevölkerung von diesen Vorgängen wenig. Durch den Lohn- und Preisstopp wurde Geldwertstabilität vorgetäuscht. Da es nicht genug Produkte zu kaufen gab, wurde das überschüssige Geld (Kaufkraftüberhang) wieder bei den Banken angelegt. Hier konnte es bei Bedarf erneut durch den Staat abgeschöpft werden. Zusätzlich förderte der Staat das Sparen, zum Beispiel mit der Aktion *Eisernes Sparen* (van der Hek 2020). Letztlich jedoch haben nach Kriegsbeginn die unterworfenen Länder die Kosten des Krieges getragen (Kilian 2017).

Regierungen können ihre Zentralbanken anweisen, über den Aufkauf ihrer jeweiligen Staatsanleihen neues Geld zu schaffen. Selbst wenn also der internationale Handel von russischen Staatsanleihen seit Anfang Juni zum Stillstand gekommen ist, nachdem neue US-Sanktionen US-Firmen und US-Banken untersagen, russische Wertpapiere, einschließlich Aktien, Unternehmens- oder Staatsanleihen, zu erwerben (Stubbington 2022), ist der russische Staat auf diese ausländischen Investoren gar nicht angewiesen. Das Hauptrisiko einer solchen Politik besteht darin, dass tendenziell die Inflation ansteigt, sobald die Wirtschaft Vollbeschäftigung erreicht hat, wobei es sehr verschiedene Gründe für Inflation gibt, nicht zuletzt auch resultierend aus der Preisgestaltungsmacht der Unternehmen. Statt einer Haushaltsbeschränkung besteht eher eine Beschränkung durch Inflation. Diese wiederum kann durch verschiedene Maßnahmen bekämpft werden, wie Steuererhöhungen (Wray 2015; Fullwiler et al. 2019). Zwar gelten diese Aussagen vor allem für Länder mit dauerhaften Leistungsbilanzüberschüssen (bzw. hoher internationalen Nachfrage für ihre Währung), da im Falle einer beschleunigten Geldentwertung, ein Anreiz besteht, für Transaktionen und Geldvermögenssicherung andere Währungen zu nutzen (Palley 2020). Im Kriegsfall verfügt eine Regierung allerdings über Instrumente, den Umtausch in andere Währung zu erschweren. Davon hat die russische Regierung auch nach Sanktionsankündigung Gebrauch gemacht.

## 6 **Ausblick: Notwendige, aber begrenzt wirksame Finanzsanktionen**

Russlands Wirtschaft befindet sich inzwischen in einer Rezession. Es wird erwartet, dass das russische Bruttoinlandsprodukt in diesem Jahr um bis zu 15 Prozent schrumpfen könnte (Gross und Seddon 2022). Es gibt praktisch keinen freien Markt für den Rubel mehr, ebenso wenig für russische Finanzanlagen. Gleichzeitig ist das erklärte Ziel, den Rubel zu schwächen, gescheitert. Der Importrückgang von russischen Öl und Gas hat finanzpolitisch bislang kaum Wirkung gezeigt. Im Gegenteil sind die Preise für Öl so stark gestiegen, dass der staatliche russische Ölkonzern Rosneft Rekorddividenden auszahlt. Auch Gazprom, der staatliche Gasproduzent Russlands,

kündigte seine bisher höchste jemals ausgezahlte Dividende an (Dempsey 2022). Die Interpretation der Gesamtsituation ist daher gemischt.

Insgesamt ist davon auszugehen, dass die Sanktionen Russland nicht vom Krieg abhalten werden. Finanzsanktionen, ebenso wie alle anderen Formen von Wirtschaftssanktionen, haben eher einen mittel- bis langfristigen Effekt. Vor allem wirken sich die Finanzsanktionen nicht direkt darauf aus, wie die russische Regierung im eigenen Land agieren kann. Hierfür ist vielmehr die Entwicklung der russischen Wirtschaft ausschlaggebend. Russland ist in zentralen Bereichen, wie Landwirtschaft (inkl. Düngemittel) und Energie, weitgehend autark. Auch die russische Armee ist von den Finanzsanktionen nur sehr bedingt bis gar nicht betroffen. Denn die Soldaten werden mit Rubel bezahlt. Die Sanktionen treffen zunächst eher die Mittelklasse, insbesondere die Geldvermögenden. Allerdings greift es zu kurz, daraus zu schließen, die Finanz- und Handelssanktionen seien wirkungslos. Sandbu (2022b) argumentiert, dass sich die Sanktionen auf Energielieferungen durchaus auch auf den russischen Staatshaushalt auswirken. Rosneft und Gazprom zahlen ihre Steuer in Rubel. Je niedriger die Einnahmen dieser Konzerne ausfallen, umso weniger Steuern werden sie bezahlen und umso geringer fallen die russischen Staatseinnahmen aus. Allerdings wurde oben argumentiert, dass Russland im Zweifelsfall gar keine Steuereinnahmen benötigt, da die Regierung schlicht die russische Zentralbank anweisen kann, Rubel zu drucken. Das scheint die russische Regierung ähnlich zu sehen: Im Mai wurde eine zweistellige Erhöhung des Mindestlohns und der Renten angekündigt, um die wirtschaftlichen Folgen der Sanktionen gegen Russland abzufedern (Astrasheuskaya 2022). Der finanzpolitische Spielraum Russlands ist also weiterhin recht hoch.

Zumindest kann Russland die Fremdwährungsreserven, die es für seine Energielieferungen erhält, derzeit nicht verwenden. Solange die Handelssanktionen anhalten, hat Russland praktisch nichts von den Devisen, die ins Land fließen. Allerdings ist der Puffer an Reserven, der sich nun bei der russischen Zentralbank ansammelt, für die Nachkriegszeit hilfreich, wenn Russland wieder in den Welthandel und auch in das globale Finanzsystem einsteigen möchte. Die Reserven sind seit Kriegsbeginn so stark angewachsen, dass die russische Regierung es sich Mitte Juni 2022 leisten konnte, die Gaslieferungen in die Europäische Union, z. B. nach Deutschland um 60 Prozent und nach Italien um 15 Prozent, zu drosseln (Sheppard et al. 2022).

Dauert der Krieg deutlich länger, könnten die wirtschaftlichen Folgen der Finanzsanktionen und ihre innenpolitischen Auswirkungen insgesamt zu einem Kurswechsel von Putin beitragen. Russlands Importe sind im März insgesamt um etwa 50 Prozent eingebrochen, Tendenz weiterhin fallend (Sandbu 2022b). Russland wird vermutlich wirtschaftlich sehr hart für diesen Krieg bezahlen. Aber nicht nur Russland: Letztlich wird eine große Anzahl an Ländern wirtschaftspolitisch auch nach dem hoffentlich baldigen Ende des Krieges zu leiden haben. Denn zusammen mit den Auswirkungen der COVID-19-Pandemie hat Russlands Angriffskrieg zu einer stark erhöhten Inflation, zu gestörten Lieferketten und zu fehlenden Grundnahrungsmitteln weltweit geführt.

Die Ankündigung drastischer Sanktionen hat die russische Regierung nicht davon abgehalten, den Angriffskrieg zu beginnen. Ebenso wenig haben nach Kriegsbeginn die dann erstaunlich rasch erlassenen Sanktionen die Fortsetzung des Krieges verhindert. Die währungspolitischen Auswirkungen der Sanktionen waren nur von kurzer Dauer. Die Gründe hierfür liegen in der spezifischen Situation Russlands als Exportnation von Rohstoffen, von denen insbesondere die Mitgliedstaaten der Europäischen Union abhängig sind. Diese Abhängigkeit führt zu einem beständigen Devisenzufluss nach Russland. Zudem konnte durch Russlands Kapitalverkehrskontrollen

die Flucht der vermögenden russischen Mittelschichten in den US-Dollar unterbunden werden. Swaplinien mit dem wichtigsten Handelspartner Russlands, der Volksrepublik China, machen zudem Russland partiell unabhängig vom Besitz an Fremdwährungen. Das Beispiel des nationalsozialistischen Deutschlands zeigt darüber hinaus, dass Kriegsführung auch für ein rohstoffarmes und unter Devisennotstand leidendes Land möglich ist.

In der Kombination mit handelspolitischen Sanktionen schwächen die finanz- und währungspolitischen Sanktionen allerdings längerfristig die russische Wirtschaft, vor allem den Zugang zu die Kriegsführung unterstützenden Hightechkomponenten. Auch haben die Sanktionen bewirkt, dass der Krieg für die russische Bevölkerung nicht nur an den Grenzen zur Ukraine sichtbar, sondern gerade auch in Moskau spürbar wurde. Der massenhafte Exodus russischer IT-Spezialisten:innen kann wahrscheinlich auch auf die Sanktionen zurückgeführt werden. Der Verlust dieser hochqualifizierten Personen könnte sich längerfristig negativ auf die Kriegsführung auswirken. Auch sollte nicht unterschätzt werden, dass die Sanktionen einen recht geschlossenen „Westen“ signalisieren, wozu sogar der Finanzsektor einen Beitrag leistet.

## Literaturverzeichnis

- Aitken, Rob (2003): The democratic method of obtaining capital. *Culture, governmentality and ethics of mass investment*. *Consumption, Markets and Culture*, 6/4, 293–317.
- Anger, Heike und Carsten Volkery (2022): Lassen sich die eingefrorenen Währungsreserven der russischen Zentralbank anzapfen? *Handelsblatt*, 27. Mai. <https://www.handelsblatt.com/politik/international/ukraine-krieg-lassen-sich-die-eingefrorenen-waehrungsreserven-der-russischen-zentralbank-anzapfen/28377590.html>.
- Asgari, Nikou (2022): Russia heading for first default in decades. *Financial Times*, 28. Juni. <https://www.ft.com/content/0b1c64f3-fbe6-4b3f-9b29-c2662f096647>.
- Astrasheuskaya, Nastassia (2022): Russia raises pension and minimum wage as inflation hits economy. *Financial Times*, 25 May. <https://www.ft.com/content/5bad4c29-d4af-4182-a11e-c2ddef3b19a>.
- Bell, Stephanie (2001): The role of the state and the hierarchy of money. *Cambridge Journal of Economics*, 25/2, 149–163.
- Brantlinger, Patrick (1996): *Fictions of State. Culture and Credit in Britain*. Cornell University Press. Ithaca, NY.
- Consilium (2022): EU sanctions against Russia explained. <https://www.consilium.europa.eu/en/policies/sanctions/restrictive-measures-against-russia-over-ukraine/sanctions-against-russia-explained>.
- Dempsey, Harry (2022): Rosneft to pay record dividend despite western sanctions. *Financial Times*, 30. May. <https://www.ft.com/content/6f31bbae-8f2c-4502-8b57-fdefba143041>.
- Engerer, Hella (2022): Sanktionen gegen die russische Zentralbank sind ein starkes Instrument. *DIW aktuell*, Nr. 79, 3. März. [https://www.diw.de/de/diw\\_01.c.836728.de/publikationen/diw\\_aktuell/2022\\_0079/sanktionen\\_gegen\\_die\\_russische\\_zentralbank\\_sind\\_ein\\_starke\\_instrument.html](https://www.diw.de/de/diw_01.c.836728.de/publikationen/diw_aktuell/2022_0079/sanktionen_gegen_die_russische_zentralbank_sind_ein_starke_instrument.html).
- Fullwiler, Scott, Rohan Grey und Nathan Tankus (2019): An MMT response on what causes inflation. *Financial Times*, 1. March. <https://www.ft.com/content/539618f8-b88c-3125-8031-cf46ca197c64>.
- Goede, Marieke de (2012): *Speculative Security. The Politics of Pursuing Terrorist Monies*. University of Minnesota Press. Minnesota.

- Goede, Marieke de (2021): Finance/security infrastructures. *Review of International Political Economy*, 28/2, 351–368.
- Gross, Anna und Max Seddon (2022): ‚Everything is gone‘. Russian business hit hard by tech sanctions. *Financial Times*, 2. June. <https://www.ft.com/content/caf2cd3c-1f42-4e4a-b24b-coed803a6245>.
- Guriev, Sergei (2022): War in Ukraine: reflections on the economic consequences for Russia, Webinar 17. März. <https://www.bruegel.org/events/war-in-ukraine-reflections-on-the-economic-consequences>.
- Guriev, Sergei und Daniel Treisman (2022). *Spin Dictators*. Princeton University Press. Princeton.
- Handelsblatt (2022): Russischer Finanzminister Siluanow. Kreml will Bedienung von Eurobond-Schulden analog zu Gas. <https://www.handelsblatt.com/politik/international/sanktionen-russischer-finanzminister-siluanow-kreml-will-bedienung-von-eurobond-schulden-analog-zu-gas/28382462.html>.
- Hek, Arie van der (2020): Hjalmar Schacht – Präsident der Reichsbank zwischen zwei Weltkriegen. Springer. Wiesbaden.
- Honohan, Patrick (2022): Russia’s ruble actions are monetary theatre of the absurd. Peterson Institute for International Economics, 6. April. <https://www.piie.com/blogs/real-time-economic-issues-watch/russias-ruble-actions-are-monetary-theater-absurd>.
- Jones, Claire und Joseph Cotterill (2022): Russia’s FX reserves slip from its grasp. *Financial Times*, 28. February. <https://www.ft.com/content/526ea75b-5b45-48d8-936d-dcc3cec102d8>.
- Kilian, Jürgen (2017): *Krieg auf Kosten anderer*. Walter de Gruyter. Berlin.
- Kobak, Dmitry (2021): Excess mortality reveals Covid’s true toll in Russia. *Significance*, 18/1, 16–19.
- Maki, Sydney und Giulia Morpurgo (2022): Russia’s Foreign Bond Investors Left Caught in Sanctions Web. Bloomberg, 28. Juni. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-06-28/russia-s-foreign-bond-investors-left-caught-in-sanctions-web>
- Mehrling, Perry (2015): Elasticity and Discipline in the Global Swap Network. *International Journal of Political Economy*, 44/4, 311–324.
- Morpurgo, Giulia, Abhinav Ramnarayan und Irene García Pérez (2022): Russia’s Default Tussle With Bondholders Is Only Just Starting, 7. Juni. <https://news.bloomberglaw.com/bankruptcy-law/russias-default-tussle-with-bondholders-is-only-just-starting>.
- Osuch, Florian (2009): „Blüten“ aus dem KZ. VSA Verlag. Hamburg.
- Palley, Thomas (2020): What’s wrong with Modern Money Theory. *Macro and political economic restraints on deficit-financed fiscal policy*. *Review of Keynesian Economics*, 8/4, 472–493.
- Pichon, Eric und Martin Russell (2022): Human development in Putin’s Russia. European Parliamentary Research Service. Brussels.
- PIIE [Peterson Institute for International Economics] (2022): Russia’s war on Ukraine. A sanctions timeline. <https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/russias-war-ukraine-sanctions-timeline>.
- Politi, James und Tommy Stubbington (2022): Russia moves closer to default as Washington blocks debt payments through US banks. *Financial Times*, 5. April. <https://www.ft.com/content/81f59d57-0b59-4d54-a21f-6fod8d43353e>.
- Ponomarenko, Alexey, Alexandra Solovyeva und Elena Vasilieva (2013): Financial dollarization in Russia. Causes and consequences. *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies*, 6/2, 221–243.

- Pop, Valentina, Sam Fleming und James Politi (2022): Weaponisation of finance. How the west unleashed ‚shock and awe‘ on Russia. *Financial Times*, 6. April. <https://www.ft.com/content/5b397d6b-bde4-4a8c-b9a4-080485d6c64a>.
- Saeedy, Alexander und Soma Biswas (2022): Russian Debt Ban Leaves Investors With Questions. *The Wall Street Journal*, 9. June. <https://www.wsj.com/articles/russian-debt-ban-leaves-investors-with-questions-11654801508>.
- Saeedy, Alexander, Andrew Duehren und Caitlin Ostroff (2022): Treasury Moves to Block U.S. Investors From Buying Russian Debt. *The Wall Street Journal*, 7. June. [https://www.wsj.com/articles/treasury-moves-to-block-u-s-investors-from-buying-russian-debt-11654609570?mod=Searchresults\\_pos3&page=1](https://www.wsj.com/articles/treasury-moves-to-block-u-s-investors-from-buying-russian-debt-11654609570?mod=Searchresults_pos3&page=1).
- Sandbu, Martin (2022a): The effects of sanctions on the Russian economy. *Financial Times*, 5. May. <https://www.ft.com/content/31fa004c-01d7-4fb6-adbf-867014c41dd8>.
- Sandbu, Martin (2022b): Why ending energy imports from Russia remains essential. *Financial Times*, 9. July. <https://www.ft.com/content/b5c73ea9-f0c7-4bd8-afb6-1570bdf0e9ae>.
- Schreiber, Marcus (2022): Embargo zwecklos. Die russische Rüstungsindustrie ist weitestgehend autark. *Handelsblatt*, 3. Juni. <https://www.handelsblatt.com/meinung/gastbeitraege/expertenrat/schreiber/gastkommentar-embargo-zwecklos-die-russische-ruestungsindustrie-ist-weitestgehend-autark/28390924.html>.
- Sheppard, David, Tom Wilson, Guy Chazan und Roman Olearchyk (2022): Russia reduces gas exports to Germany and Italy in ‚political‘ move. *Financial Times*, 15. Juni. <https://www.ft.com/content/1e972cf5-f42b-4ed8-b81b-6969dd91ccfd>.
- Stubbington, Tommy (2022): Trading in Russian debt stalls as US spells out ban. *Financial Times*, 7. June. <https://www.ft.com/content/7d4c53b9-3424-4abe-a8eb-179d7328ad5a>.
- Stubbington, Tommy und Nastassia Astrasheuskaya (2022): Russia slashes rates in effort to cool rouble’s rapid ascent. *Financial Times*, 26. May. <https://www.ft.com/content/22bd612b-c5d9-4f8f-98b8-5f5b69arda37>.
- Stubbington, Tommy und Polina Ivanova (2022): Russia steadies rouble with harsh capital controls and investment curbs. *Financial Times*, 1. April. <https://www.ft.com/content/4ebderbf-674c-468d-a8fo-2b306496962d>.
- *The Economist* (2018): Russia has emerged as an agricultural powerhouse. <https://www.economist.com/business/2018/12/01/russia-has-emerged-as-an-agricultural-powerhouse>.
- Tran, Hung (2022): Internationalization of the Renmibi via bilateral swap lines. *Atlantic Council*, 18. March. <https://www.atlanticcouncil.org/blogs/econographics/internationalization-of-the-renmibi-via-bilateral-swap-lines>.
- Vlasiuk, Vladyslav (2022): 10 tricks Russia uses to evade sanctions. <https://euromaidanpress.com/2022/06/06/sanctions-circumvention-how-russian-nationals-corporations-bypass-global-sanctions/>
- Volkmann, Hans-Erich (1981): Außenhandel und Aufrüstung in Deutschland 1933 bis 1939. In: Friedrich Forstmeier, Hans-Erich Volkmann (Hrsg.): *Wirtschaft und Rüstung am Vorabend des Zweiten Weltkrieges*. Düsseldorf, 86–112.
- Walker, Owen (2022): EU plans to evict largest Russian lender from Swift but spare energy bank. *Financial Times*, 4. May. <https://www.ft.com/content/deb36bec-41df-44eb-83fd-cfbce7aac2b>.
- *Washington Post* (2022): A Russian Default Won’t Win the War. Analysis by The Editors. 2. June. [https://www.washingtonpost.com/business/energy/a-russian-default-wont-win-the-war/2022/06/02/062e8e42-e2a7-11ec-ae64-6b23e5155b62\\_story.html](https://www.washingtonpost.com/business/energy/a-russian-default-wont-win-the-war/2022/06/02/062e8e42-e2a7-11ec-ae64-6b23e5155b62_story.html).

- Weaver, Courtney und Kate Duguid (2022): US insists sanctions are working despite rouble's rebound. *Financial Times*, 1. April. <https://www.ft.com/content/39acf9fa-9daf-4313-b223-dfd9d434ee70>.
- Weaver, Courtney, James Politi, Colby Smith und Jasmine Cameron-Chileshe (2022): US imposes 'severe' sanctions on Russian banks after Bucha atrocities. *Financial Times*, 6. April. <https://www.ft.com/content/a0865d3b-1557-44d4-b23d-c9f9cfr70bf9>.
- Wegren, Stephen K. (2016): The Quest for Rural Sustainability in Russia. *Sustainability*, 8/7, 602.
- Westermeier, Carola (2022): Von globalisierter Vernetzung zu neuer Fragmentierung? *Politikum*, 8/2, 14–21.
- Wilson, Tom und Nastassia Astrasheuskaya (2022): Russian oil and gas. Headed for long-term decline? *Financial Times*, 7. June. <https://www.ft.com/content/9dd4df75-48ee-4dcd-aaf5-0ecbo5eaade4>.
- Wray, L. Randall (2015): *Modern Money Theory. A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*. Palgrave Macmillan. Basingstoke/New York.
- Wullweber, Joscha (2020): Embedded finance. The shadow banking system, sovereign power, and a new state-market hybridity. *Journal of Cultural Economy*, 13/5, 592–609.
- Wullweber, Joscha (2021a): The politics of shadow money. Security structures, money creation and unconventional central banking. *New Political Economy*, 26/1, 69–85.
- Wullweber, Joscha (2021b): *Zentralbankkapitalismus. Transformationen des globalen Finanzsystems in Krisenzeiten*. Suhrkamp. Berlin.