



## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

24. März 2022

### Orientierung in schwierigen Zeiten: Sieben Thesen

Wer nicht mehr ganz jung ist, kann sich vielleicht noch gut an den Fall der Mauer erinnern. Wer damals genau aufpasste, konnte schon vor dem Fall der Mauer zarte Anzeichen für einen gewaltigen Umbruch erahnen – so schrieb beispielsweise Klaus Meine von den Scorpions schon im September 1989 (!) die bewegende Rockballade „Wind of Change“, mit der er die gewaltigen anstehenden Veränderungen fast auf gespenstische Art antizipierte. Trotzdem traf der Fall der Mauer und letztlich damit das Ende des kalten Krieges die Welt wie ein Schlag. Politik, Wirtschaft und Gesellschaft waren kollektiv weitgehend unvorbereitet auf das, was folgte. Die mangelnde Vorbereitung war allerdings nicht wirklich problematisch, da es sich ja um eine grundlegend positive Veränderung handelte. In Folge der Ereignisse konnte für etwa drei Jahrzehnte eine gewaltige Friedensdividende in Form geringer Rüstungsausgaben und einer deutlichen Zunahme der Globalisierung vereinnahmt werden. Der ungehinderte Austausch auch im Bereich der Wissenschaften führte zu erstaunlichen technologischen Entwicklungen und einem nie zuvor dagewesenen Wohlstand der gesamten Erdbevölkerung, auch wenn natürlich lange nicht alle Probleme überwunden wurden. Und so hieß es bei den Scorpions zu Recht:

*Listening to the wind of change  
The world is closing in  
Did you ever think  
That we could be so close, like brothers  
The future's in the air  
Can feel it everywhere  
Blowing with the wind of change*

Leider ist das nun erst einmal vorbei. In gewisser Weise befindet sich die Welt wieder an einer historischen Wegmarke; vermutlich noch markanter als 1989. Auch diesmal konnte man ahnen, dass der Wind drehen würde – man musste allerdings genau hinhören und auch hinhören wollen. Aber wieder wurde die Welt nahezu unvorbereitet davon getroffen, dass der Wind nun anders weht. Diesmal leider nicht als warmer Sommerwind, sondern als arktischer Gegenwind, der selbst im besten Fall noch zu viel Tod und Leid führen wird.

Auch wenn es zynisch klingt – als Asset Manager hat man die Aufgabe, trotz des Leides auch in solchen Zeiten einen kühlen Kopf zu bewahren und Schlüsse aus den Geschehnissen zu ziehen. Das ist nicht einfach, denn Referenzszenarien für die aktuelle Gemengelage an Problemen gibt es kaum. Da kann es helfen, Thesen darüber aufzustellen, welche Entwicklungen in der näheren und fernerer Zukunft zu erwarten sind und was dies jeweils für die Kapitalmärkte bedeuten könnte. Wir sind uns darüber bewusst, dass sich jede dieser Thesen als falsch herausstellen könnte. Und in vielen Fällen wären wir aus humanitärer Perspektive sogar froh, wenn wir falsch lägen. Manchmal muss man aber bereit sein, auch unbequemen Wahrheiten oder Möglichkeiten ins Auge zu schauen – eine Fähigkeit, die gerade die westliche Gesellschaft und insbesondere die deutsche Gesellschaft ein wenig verlernt hat. Daher hier unsere sieben Thesen, die Orientierung über das bieten können, was uns bevorsteht:

1. Putin hat sein Kriegsziel, in kurzer Zeit eine Marionettenregierung in der Ukraine zu installieren, nicht erreicht. Auch ein schneller klassischer mi-

litärischer Sieg Russlands ist nicht mehr zu erwarten. Viel wahrscheinlicher ist ein monatelanger, aufreibender Krieg, der – angeheizt durch weitere bewusst eingegangene Kriegsverbrechen der russischen Armee – zu ungeahnten Flüchtlingsströmen führen wird. Es ist zu befürchten, dass am Ende dieses Krieges große Teile der Ukraine entvölkert sind. Eine Verhandlungslösung, die zu einem schnellen Frieden führt, erscheint unwahrscheinlich.

2. Die vom Westen ausgesprochenen Sanktionen entfalten keine hinreichende Wirkung. Zudem ist der Schachzug Putins, Zahlungen für Gas ab jetzt in Rubel zu verlangen, ausgesprochen geschickt und unterminiert die Sanktionen erheblich. Die Gefahr eines echten Embargos auf Öl, Gas und Kohle ist größer geworden, auch wenn dies kaum einer glauben mag.
3. Im Zuge einer weiteren Zuspitzung des Konfliktes wird sich China überlegen müssen, wie man sich positioniert. Angesichts eigener Pläne, in Taiwan einzumarschieren, wird sich China nicht signifikant von Russland distanzieren und ganz im Gegenteil sogar helfen, Sanktionen zu umgehen. Eine weitere Abkühlung des Verhältnisses zwischen der westlichen Welt und China ist kaum abzuwenden und führt zu einer weiteren Deglobalisierung. Lieferkettenprobleme werden noch für mehrere Jahre die Wirtschaft belasten.
4. Es wird viel länger als erhofft dauern, russisches Gas durch Gas aus anderen Regionen zu ersetzen. Zudem sollten wir uns darüber bewusst sein, dass sich die Lieferanten im Nahen Osten in den letzten Jahren deutlich in Richtung Russland und China geöffnet haben. Wir begeben uns hier von einer ungünstigen Abhängigkeit in eine andere ungünstige Abhängigkeit. Dementsprechend knapp und teuer wird Energie im Laufe der nächsten Jahre sein und bleiben. Es profitieren die USA, die ihre Öl- und Gasproduktion massiv ausweiten können und auch werden.
5. Fehlende Düngemittel (Ammonium-Nitrat und Kali kommen zu großen Anteilen aus Russland) sowie ausfallende Ernten in der Ukraine führen zu größeren Hungersnöten und Futtermittelknappheit für Tiere.
6. Die Stimmung der Konsumenten wird in Europa über längere Zeit auf extrem niedrigem Niveau verbleiben; in den USA ist dies weniger der Fall. Insgesamt sind die Konjunkturerwartungen für

die westliche Welt aber noch zu optimistisch. Die restriktivere Geldpolitik wird in den kommenden Quartalen zu negativen realwirtschaftlichen Effekten führen, wobei unsere Konjunkturmodelle schon jetzt eine deutlich rückläufige konjunkturelle Dynamik in den USA und Europa anzeigen.

7. Die Verschuldung von Staaten wird dramatisch ansteigen. Allein im Bereich der Rüstung sind signifikante Anstrengungen zu finanzieren. Als beispielsweise die Bundesrepublik Deutschland noch eine funktionierende Bundeswehr hatte, wurden drei bis vier Prozent des BIP für Verteidigung ausgegeben. Die jetzt geplanten zwei Prozent reichen für eine wirksame Abschreckung nicht aus, wenn das Schlachtfeld eines dritten Weltkrieges vermutlich Deutschland wäre. Zudem wird die Ukraine aufgebaut werden müssen. Wenn es letztlich gelingt, eine russische Marionettenregierung zu verhindern und ein westliches Gesellschaftsmodell beizubehalten, wird vor allem die EU die Rechnung für diesen Aufbau zahlen. Eine Vergemeinschaftung von Schulden ist damit auf EU-Ebene noch wahrscheinlicher geworden. Deutschland sollte daher keine Hemmungen haben, in den kommenden Jahren die Verschuldung dramatisch für eigene Zwecke auszuweiten. Jeder Euro, der jetzt gespart wird, bildet zusätzliches Verschuldungspotenzial zu Gunsten einer EU-Schuldenunion. Deutschland würde durch Sparen also doppelt bestraft: Man verzichtet auf eigenen Konsum und eigene Investitionen und zahlt am Ende doch die Rechnung – aber dann für die ganze EU.

Das sind alles keine günstigen Rahmenbedingungen. Daher ist es erstaunlich, wie gut sich die Aktienmärkte bisher gehalten haben – auch mit Blick auf das fast schon katastrophale Abscheiden an den Rentenmärkten. Muss dies als Zeichen der Stärke gewertet werden? Vielleicht schon. Offensichtlich gibt es nach wie vor eine gewaltige Liquidität bei gleichzeitig fehlenden Anlagealternativen. Auf der anderen Seite erscheint es plausibel zu unterstellen, dass angesichts der derzeitigen Unsicherheiten die Kurs-Gewinn-Verhältnisse kein Schnäppchen mehr darstellen. Gewinne können aber trotzdem steigen; das gilt z.B. für Düngemittelhersteller sowie Werte aus dem Öl-, Agrar- und Rüstungssektor. Die USA sollten zudem weniger leiden als Europa. Eine passive Buy-and-Hold-Philosophie wird dieser komplexen Lage nicht gerecht.

## Marktdaten

	Stand 24.03.2022 13:37	Veränderung zum				
		04.03.2022 -1 Woche	10.02.2022 -1 Monat	10.12.2021 -3 Monate	10.03.2021 -12 Monate	31.12.2021 YTD
<b>Aktienmärkte</b>						
Dow Jones	34359	2,2%	-2,5%	-4,5%	6,4%	-5,4%
S&P 500	4456	2,9%	-1,1%	-5,4%	14,3%	-6,5%
Nasdaq	13923	4,6%	-1,9%	-10,9%	6,5%	-11,0%
Russell 2000	2052	2,6%	0,1%	-7,2%	-10,2%	-8,6%
DAX	14252	8,8%	-8,0%	-8,8%	-2,0%	-10,3%
MDAX	31471	9,1%	-6,1%	-8,5%	-0,3%	-10,4%
TecDAX	3268	7,6%	-3,4%	-14,7%	-1,1%	-16,6%
EuroStoxx 50	3861	8,6%	-8,0%	-8,1%	1,1%	-10,2%
Stoxx 50	3689	7,7%	-2,5%	-0,9%	12,8%	-3,4%
SMI (Swiss Market Index)	12110	7,2%	-1,7%	-4,0%	11,0%	-6,0%
FTSE 100	7460	6,8%	-2,8%	2,3%	10,9%	1,0%
Nikkei 225	28110	8,2%	1,5%	-1,2%	-3,2%	-2,4%
Brasilien BOVESPA	117457	2,6%	3,6%	9,0%	4,2%	12,1%
Russland RTS	937	0,0%	-39,4%	-41,9%	-36,7%	-41,3%
Indien BSE 30	57596	6,0%	-2,3%	-2,0%	12,3%	-1,1%
China CSI 300	4251	-5,5%	-8,4%	-15,9%	-15,0%	-13,9%
MSCI Welt (in €)	3013	3,5%	1,6%	-3,0%	17,6%	-3,8%
MSCI Emerging Markets (in €)	1141	-0,8%	-5,0%	-5,4%	-6,7%	-4,5%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>						
Bund-Future	159,80	-1116	-514	-1444	-1152	-1157
Bobl-Future	129,58	-399	-84	-452	-536	-366
Schatz-Future	111,03	-149	-52	-115	-104	-101
3 Monats Euribor	-0,49	8	8	8	5	10
3M Euribor Future, Dez 2022	0,16	29	6	74	68	0
3 Monats \$ Libor	0,80	19	41	60	62	59
Fed Funds Future, Dez 2022	2,13	69	48	205	204	1
10-jährige US Treasuries	2,38	65	34	90	86	88
10-jährige Bunds	0,53	67	26	88	87	71
10-jährige Staatsanl. Japan	0,24	9	2	19	12	17
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,52	36	24	84	79	66
US Treas 10Y Performance	667,31	-2,5%	0,1%	-4,2%	-2,1%	-4,5%
Bund 10Y Performance	637,03	-3,4%	0,3%	-5,4%	-4,8%	-3,8%
REX Performance Index	473,51	-2,8%	-1,4%	-4,4%	-4,1%	-3,5%
IBOXX AA, €	1,23	37	22	88	102	75
IBOXX BBB, €	1,99	41	41	124	130	112
ML US High Yield	6,21	29	53	123	124	130
Wandelanleihen Exane 25	7241	0,0%	-5,8%	-11,3%	-11,1%	-11,6%
<b>Rohstoffmärkte</b>						
S&P Commodity Spot Index	727,48	-7,1%	14,5%	33,6%	49,9%	29,6%
MG Base Metal Index	556,04	2,4%	11,0%	24,9%	42,7%	20,6%
Rohöl Brent	121,30	2,5%	32,6%	61,0%	78,3%	54,7%
Gold	1947,26	-0,7%	5,9%	9,1%	13,4%	6,9%
Silber	25,91	1,3%	9,2%	16,8%	-0,5%	11,3%
Aluminium	3408,50	-12,1%	4,3%	30,3%	58,4%	21,5%
Kupfer	10095,00	-5,7%	-2,0%	6,2%	13,7%	3,6%
Eisenerz	149,57	-1,8%	-1,3%	42,4%	-11,2%	33,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	2575	19,9%	32,7%	-21,3%	30,1%	16,1%
<b>Devisenmärkte</b>						
EUR/ USD	1,0980	0,5%	-4,0%	-2,6%	-7,7%	-3,1%
EUR/ GBP	0,8319	0,7%	-1,2%	-2,7%	-2,8%	-0,9%
EUR/ JPY	133,55	5,8%	0,9%	4,2%	3,4%	2,4%
EUR/ CHF	1,0221	1,6%	-3,3%	-1,9%	-7,7%	-1,1%
USD/ CNY	6,3663	0,7%	0,2%	-0,1%	-2,1%	0,2%
USD/ JPY	116,14	1,2%	0,1%	2,4%	7,1%	0,9%
USD/ GBP	0,7579	0,2%	3,2%	0,3%	5,4%	2,7%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude  
+49403282-2572  
cklude@mmwarburg.com

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

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

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

Mark Simon Landt  
+49 40 3282-2988  
mlandt@mmwarburg.com

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

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.