



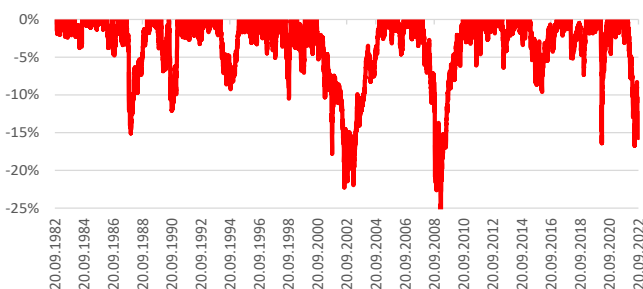
KONJUNKTUR UND STRATEGIE

22. September 2022

Wirtschaft- und Finanzpolitik in Deutschland: Ratschläge für schwierige Zeiten

Es wäre gelogen, wenn man behaupten würde, dass die Welt in der Vergangenheit unkompliziert gewesen wäre. Menschen tendieren dazu, aktuelle Herausforderungen als besonders dramatisch einzuschätzen, während vergangene Probleme in der Erinnerung schnell verblassen und damit tendenziell unterschätzt werden. Trotzdem wird wohl niemand widersprechen, wenn man die Meinung vertritt, dass die aktuelle Gemengelage diesmal tatsächlich kritisch ist. Wenn Kapitalmärkte als Gradmesser verwendet werden, dürfte die aktuelle Situation sogar besonders kritisch sein. In den 10435 Handelstagen der letzten 40 Jahre lag nach unseren Berechnungen der Unterwasserchart eines globalen Mischportfolios aus Aktien und Anleihen an nur etwa drei Prozent der Tage unter den aktuellen Niveaus. Mit anderen Worten: An fast 97% der Handelstage waren die jeweiligen Rückschläge gegenüber dem vorherigen Höchststand geringer als aktuell.

Draw-Down gemischtes, ausgewogenes
globales Portfolio (50% Aktien, 50% Anleihen)



Das ist keine Überraschung. Wie sollen Märkte auch reagieren, wenn in Russland eine Teilmobilisierung stattfindet, um den Angriffskrieg gegen die Ukraine zu verschärfen, die Gas- und Strompreise schwindelerregende Höhen erreichen, Gasversorger verstaatlicht werden

müssen, die Produzentenpreise so stark steigen wie seit den 20er Jahren des letzten (!) Jahrhunderts nicht mehr, die Leitzinsen rund um den Globus signifikant angehoben werden, Frühindikatoren in den rezessiven Bereich rutschen und in Italien am kommenden Wochenende eine Wahl ansteht, die für Europa gewaltigen Sprengstoff in sich bergen dürfte?

Für die Wirtschafts- und Finanzpolitik eines Landes stellen diese Gegebenheiten extreme Herausforderungen dar. Da kann und darf es nicht überraschen, wenn die politischen Entscheidungen von außen betrachtet einen roten Faden vermissen lassen. Für eine derartige Situation gibt es schließlich kein Drehbuch, nach dem man sich richten könnte. Trotzdem gilt es ab jetzt, so wenig Fehler wie möglich zu machen und mit den Herausforderungen strategisch bestmöglich umzugehen. Denn jetzt werden die Weichen dafür gestellt, ob die aktuelle Situation eine temporäre Krise bleibt oder aber der Ausgangspunkt für den langfristigen Niedergang Deutschlands und letztlich des Kontinentes darstellt. Daher erlauben wir uns, (ungefragt) einige Ratschläge in den Ring der politischen Meinungsbildung zu werfen. Dabei mag sich der eine oder andere Leser fragen, ob man als volkswirtschaftliche Abteilung einer Bank dazu berufen ist, hier schlaue Ratschläge erteilen zu können. Wir denken allerdings schon, dass ein gewisser Mehrwert geliefert werden könnte. Denn als Volkswirt lernt man zum einen schon im Studium, dass die Ausbildung auch dazu dient, später Politikberatung betreiben zu können und dies ggf. auch zu tun, wenn dies nötig erscheint. Letztlich ist man als Volkswirt immer auch Botschafter ökonomischer Denkstrukturen, die sich von politischen (und damit auch

manchmal ideologischen) Denkstrukturen meist abheben. Und zum anderen geht einem die Fähigkeit zum strategischen Denken in Fleisch und Blut über, wenn man tagein, tagaus Entscheidungen an Kapitalmärkten zu treffen hat. Gerade weil man jeden Tag Entscheidungen unter großer Unsicherheit treffen muss, sind Kapitalmärkte eine geradezu ideale Schule nicht nur zur Erlangung von Demut, sondern eben auch für strategisches Denken. Legen wir also los und greifen einige wenige Punkte heraus:

Die hohen Strom- und Gaspreise sind Ausdruck einer physischen Knappheit bei der Verfügbarkeit von Gas. Dieses Problem wird so lange bestehen bleiben, wie die physische Knappheit nicht reduziert wird. Da sich der Kauf von russischem Gas auf absehbare Zeit erledigt haben dürfte, gilt es jetzt, Lieferungen aus anderen Ländern so schnell wie möglich zu erhöhen und den eigenen Verbrauch zu reduzieren. Vor allem der eigene Verbrauch ist eine Stellschraube, an der noch etwas gedreht werden kann. Hier gilt es, so viele Atomkraftwerke und so viele Kohlekraftwerke wie möglich wieder in den Betrieb zu nehmen oder weiter laufen zu lassen, damit Gas niemals mehr im Grundlastbetrieb der Stromerzeugung verbrannt wird, sondern nur noch als Regelenergie im Wechselspiel mit Wind- und Solarstrom.

Uns ist schon klar, dass diese Aussagen das Potenzial haben, einen „Shitstorm“ auszulösen. Aber Aufgabe einer Strategieberatung besteht ja nicht darin, dem Zeitgeist nach dem Mund zu reden, sondern Fakten zusammenzutragen und darauf basierend Entscheidungen zu treffen. Und da gehört es eben zur Wahrheit, dass der Weiterbetrieb von deutschen Atomkraftwerken für ein paar Jahre sicherheitstechnisch vertretbar ist und der zusätzlich anfallende Atommüll die ohnehin zu lagernde Menge nur um wenige Prozentpunkte (wenn überhaupt) erhöht. Auch der Betrieb von Kohlekraftwerken ist viel weniger kritisch als von vielen gedacht. Natürlich stoßen Kohlekraftwerke pro produzierter Megawattstunde Strom mehr CO₂ aus als Gaskraftwerke, doch müssen dafür ja Emissionsrechte gekauft werden. Und da die Menge an europäischen Emissionsrechten zwingend begrenzt ist, können in der Summe auch nicht mehr Emissionen entstehen, wenn mehr deutsche Kohlekraftwerke laufen. Die Emissionen müssen dann aber woanders eingespart werden – wo das genau passiert, entscheidet der Markt, und dem Markt gelingt dies recht effizient. Mehr Atomkraft und mehr Kohleverstromung können aber nur kurzfristige Lösungen sein, um uns aus der aktuellen Notsituation zu befreien. Langfristig führt kein Weg daran vorbei, den (übrigens deutlich steigenden) Strombedarf so weit

wie eben möglich über erneuerbare Energien abzudecken, auch um gegenüber anderen Ländern und Lieferanten unabhängig zu sein. In Deutschland spielt hier vor allem die Windenergie eine wichtige Rolle. Wenn aber in Deutschland (in sagen wir mal 15 Jahren) der dominante Anteil an Strom und Wasserstoff mit Windkraft erzeugt werden soll, dann steht uns eine Herkulesaufgabe bevor, die in ihrer Dimension – bei allem Respekt – von der Politik noch nicht ansatzweise verstanden wurde. Wir brauchen dafür eine ganz neue Gesetzgebung, die den Ausbau von Stromtrassen und Wasserstoffpipelines sowie von Wasserstoffspeichern in kürzester Zeit ermöglicht. Und wir brauchen Behörden, die personell und technisch dazu befähigt werden, so schnell wie möglich Vergabeverfahren durchzuführen. Hier sind Anstrengungen möglich, die man sonst eigentlich nur aus der Kriegswirtschaft kennt. Das sind harte Worte, aber allein die Tatsache, dass sich der pro-Kopf-CO₂-Ausstoß in Deutschland in den letzten 20 Jahren kaum verändert hat, spricht Bände und zeigt, dass wir mit jetzigen Verfahren und Methoden komplett auf dem Holzweg sind. Und wenn man schon diesem Bereich eine strategische Bedeutung beimisst, dann wäre es auch sinnvoll, die heimische Windkraftindustrie selektiv zu unterstützen. Denn wenn wir so weitermachen wie aktuell, werden in fünf Jahren nicht nur alle Solarmodule aus China kommen, sondern auch alle Windkraftanlagen. Kostet das alles sehr viel Geld? Natürlich! Muss der Staat hier unterstützen? Natürlich! Gilt es, soziale Härten abzufangen, die in den kommenden Jahren zwangsläufig entstehen und noch größer werden? Auf jeden Fall! Sollte man dafür die deutsche Verschuldungsbremse einmotten? Wir denken schon! Denn ein Sachverhalt wird in dieser Debatte aus unserer Sicht komplett übersehen: Angesichts der Erwartung eines weiteren Anstiegs der Leitzinsen der EZB, sich ausweitender Renditeabstände zwischen deutschen und südeuropäischen Staatsanleihen sowie dem Erfolg extrem europafeindlicher Parteien in vielen Ländern Europas ist es ohnehin nur noch eine Frage der Zeit, bis die europäischen Schulden vergemeinschaftet werden und eine Transfer- und Fiskalunion eingeführt wird. Damit wird dann ein zusätzliches deutsches Verschuldungspotenzial von 1.500 bis 2.000 Mrd. Euro angezapft – eine Summe, die Deutschland jetzt noch für sich selbst ausgeben könnte. Das Zeitfenster dafür schließt sich aber, und mutige Entscheidungen sind gefragt. Handlungsmuster entlang historischer Verhaltensweisen sind kein guter Ratgeber. Alles muss auf den Prüfstand. Wenn die Politik dies nicht sehr schnell versteht, wird uns diese Krise nicht mehr loslassen.

Marktdaten

	Stand 22.09.2022 15:51	Veränderung zum					
		15.09.2022 -1 Woche	19.08.2022 -1 Monat	21.06.2022 -3 Monate	21.09.2021 -12 Monate	23.02.2022 Kriegsbeginn	31.12.2021 YTD
Aktienmärkte							
Dow Jones	30043	-3,0%	-10,9%	-1,6%	-11,4%	-9,3%	-17,3%
S&P 500	3783	-3,0%	-10,5%	0,5%	-13,1%	-10,5%	-20,6%
Nasdaq	11184	-3,2%	-12,0%	1,0%	-24,2%	-14,2%	-28,5%
Russell 2000	1754	-3,9%	-10,4%	3,6%	-19,8%	-9,8%	-21,9%
DAX	12580	-2,9%	-7,1%	-5,4%	-18,0%	-14,0%	-20,8%
MDAX	23371	-4,4%	-13,4%	-15,1%	-33,2%	-26,7%	-33,5%
TecDAX	2718	-6,2%	-12,6%	-4,6%	-30,4%	-13,4%	-30,7%
EuroStoxx 50	3461	-2,3%	-7,2%	-1,0%	-15,5%	-12,9%	-19,5%
Stoxx 50	3430	-2,1%	-6,6%	0,4%	-2,4%	-6,3%	-10,2%
SMI (Swiss Market Index)	10370	-3,5%	-7,1%	-1,0%	-12,0%	-13,2%	-19,5%
FTSE 100	7227	-0,8%	-4,3%	1,1%	3,5%	-3,6%	-2,1%
Nikkei 225	27154	-2,6%	-6,1%	3,5%	-9,0%	2,7%	-5,7%
Brasilien BOVESPA	113136	2,9%	1,5%	13,5%	2,6%	1,0%	7,9%
Russland RTS	1178	-8,5%	0,6%	-14,6%	-31,2%	-2,2%	-26,2%
Indien BSE 30	59120	-1,4%	-0,9%	12,5%	0,2%	3,3%	1,5%
China CSI 300	3869	-3,9%	-6,8%	-10,5%	-20,3%	-16,3%	-21,7%
MSCI Welt	2517	-2,9%	-9,7%	-1,1%	-17,5%	-13,5%	-22,1%
MSCI Welt SRI	2410	-2,7%	-10,8%	-1,5%	-18,6%	-14,5%	-25,6%
MSCI Emerging Markets	932	-2,8%	-6,9%	-8,3%	-26,1%	-22,8%	-24,3%
Zinsen und Rentenmärkte							
Bund-Future	141,20	-202	-1097	-213	-3054	-2479	-3017
Bobl-Future	119,71	-182	-540	-141	-1577	-1127	-1353
Schatz-Future	106,87	-67	-243	-123	-540	-483	-516
3 Monats Euribor	1,12	46	120	170	166	165	171
3M Euribor Future, Dez 2022	2,28	3	95	0	282	2	3
3 Monats \$ Libor	3,60	8	65	145	348	311	339
Fed Funds Future, Dez 2022	4,05	0	60	0	397	2	3
10-jährige US Treasuries	3,66	20	66	35	233	167	216
10-jährige Bunds	1,97	23	80	21	230	178	215
10-jährige Staatsanl. Japan	0,25	-1	5	1	21	5	18
10-jährige Staatsanl. Schweiz	1,33	25	69	-13	158	105	146
US Treas 10Y Performance	591,98	-0,4%	-3,8%	-0,8%	-16,1%	-11,5%	-15,3%
Bund 10Y Performance	554,00	-1,3%	-5,7%	-0,1%	-17,6%	-13,3%	-16,4%
REX Performance Index	444,54	-0,5%	-3,2%	-0,6%	-10,0%	-7,6%	-9,4%
IBOXX AA, C	3,15	22	86	19	291	207	267
IBOXX BBB, C	4,32	25	92	31	374	259	345
ML US High Yield	8,77	17	98	27	418	291	387
Wandelanleihen Exane 25	6427	0,0%	-6,3%	2,0%	-22,2%	-14,8%	-21,5%
Rohstoffmärkte							
S&P Commodity Spot Index	629,97	-0,5%	-6,0%	-16,6%	19,1%	-4,4%	12,3%
MG Base Metal Index	381,52	-0,5%	-4,3%	-13,0%	-12,6%	-23,2%	-17,3%
Rohöl Brent	92,51	1,6%	-4,5%	-19,4%	23,8%	-4,6%	18,0%
Gold	1673,79	0,4%	-4,3%	-9,0%	-5,9%	-12,2%	-8,2%
Silber	19,46	1,3%	1,6%	-10,7%	-14,1%	-20,6%	-16,4%
Aluminium	2177,50	-5,3%	-9,0%	-13,6%	-22,9%	-34,4%	-22,4%
Kupfer	7749,00	-1,3%	-4,3%	-13,9%	-13,7%	-21,8%	-20,4%
Eisenerz	98,65	-1,7%	-6,6%	-26,1%	-17,1%	-31,0%	-12,3%
Frachtraten Baltic Dry Index	1746	8,3%	36,5%	-29,7%	-60,4%	-22,2%	-21,2%
Devisenmärkte							
EUR/ USD	0,9841	-1,5%	-2,1%	-6,7%	-16,2%	-13,2%	-13,1%
EUR/ GBP	0,8744	0,5%	2,8%	1,7%	1,8%	4,7%	4,1%
EUR/ JPY	139,63	-2,6%	1,4%	-2,9%	8,8%	6,9%	7,1%
EUR/ CHF	0,9657	0,9%	0,4%	-5,5%	-11,0%	-7,4%	-6,5%
USD/ CNY	7,0649	1,0%	3,6%	5,6%	9,2%	11,9%	11,1%
USD/ JPY	144,05	0,4%	5,2%	5,4%	31,9%	25,3%	25,2%
USD/ GBP	0,8887	2,1%	4,9%	9,2%	21,2%	20,5%	20,4%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude
+49403282-2572
cklude@mmwarburg.com

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

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

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

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

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussagen 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 Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.