



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

27. Januar 2022

Aktienmärkte: Russisches Roulette?

Die Aktienmärkte haben das Jahr 2022 mit einem klassischen Fehlstart begonnen. Technologiewerte, die in den vergangenen Jahren die Börsenrallye angeführt haben, weisen dabei die höchsten Verluste auf. Es gibt verschiedene Gründe, die zu dieser Entwicklung beitragen:

1. Die weltweit hohen Inflationsraten haben zu einer Neubewertung der zukünftigen **Geldpolitik** geführt. Es wird erwartet, dass die US-Notenbank im März beginnt, die Zinsen zu erhöhen. Bis Jahresende wird mittlerweile von fünf Zinserhöhungen ausgegangen, weitere Schritte dürften 2023 folgen. Zudem wird im zweiten Halbjahr damit begonnen, die Bilanzsumme zu reduzieren („quantitative tightening“). Fed-Präsident Powell hat hierzu auf der jüngsten Pressekonferenz sehr deutliche Hinweise gegeben. So war auffällig, wie oft Powell auf die Gefahr einer sich überheizenden Wirtschaft hinwies, in der sich die Omikron-Variante auf dem Rückzug befindet, Knappheiten bei Material, Rohstoffen und Vorprodukten bestehen bleiben, zu wenige Arbeitskräfte in den Arbeitsmarkt zurückkehren und die Löhne stärker steigen als die Produktivität. All das sind Hinweise darauf, dass die Fed das Potenzial für eine dauerhaft erhöhte Inflation mittlerweile kritischer einschätzt als noch vor einigen Monaten. Aus unserer Sicht ist diese Sorge durchaus gerechtfertigt. Zudem hat die Fed deutlich gemacht, wie sie vorgehen wird, um die aufgeblähte Notenbankbilanz in geordneten Bahnen wieder auf ein Normalmaß zu reduzieren. Hier wurde davon gesprochen, dass der Abbau der Fed-Bilanz in einem „signifikanten“ Umfang erfolgen wird, in dem fällige Wertpapiere auslaufen und nicht mehr reinvestiert werden. Andere Notenbanken werden dem Vorbild der Federal Reserve folgen und ebenfalls die Zinsen erhöhen,

wobei die EZB bisher betont, in diesem Jahr an ihrer Geldpolitik festhalten zu wollen. Dennoch bedeutet dies, dass der geldpolitische Rückenwind, von dem die Kapitalmärkte in den letzten drei Jahre profitiert haben, abnehmen wird.

2. Die **Omikron**-Welle spielt an den Kapitalmärkten keine große Rolle. Einzig die Null-Covid-Strategie in einigen asiatischen Ländern, vor allem in China, bleibt ein Risikofaktor, da dort weitere Lockdowns möglich sind, die negative Auswirkungen auf die Produktion und Lieferketten haben könnten. Dies würde eine Normalisierung der Inflation verzögern und könnte dementsprechend weitere Zinserhöhungen der Notenbanken erfordern.

3. Seit Jahresbeginn sind die **Zinsen** an den internationalen Kapitalmärkten aufgrund von Inflations Sorgen und der zu erwartenden Reaktion der Geldpolitik angestiegen. Vor allem sogenannten Growth-Aktien, zu denen vor allem Technologiewerte gehören, reagieren sehr sensibel auf Zinsveränderungen, da der Barwert zukünftiger Gewinne oder Cash-Flows bei steigenden Zinsen sinkt und Unternehmen damit weniger an der Börse wert sind.

4. Neu hinzu gekommen ist die **Kriegsangst**. Die zunehmenden politischen Spannungen zwischen Russland und der Ukraine bzw. Russland und der NATO erhöhen die Unsicherheiten und vermindern den Risikoappetit der Anleger. Russland soll mittlerweile rund 100.000 Soldaten an der Grenze zur Ukraine zusammengezogen haben. Um das einmal in Relation zu setzen: Das US-Verteidigungsministerium hat angekündigt, 8.500 amerikanische Soldaten in die Region zu verlegen, falls Russland die Ukraine angreift. Und die Bundeswehr könnte selbst im

Ernstfall ad hoc kaum mehr als 50.000 Soldaten mobilisieren. Zudem darf nicht unterschätzt werden, wie zielstrebig die russische Armee auch technologisch aufgerüstet hat. Die jetzt an der Grenze zur Ukraine zusammengezogenen Einheiten haben nichts mehr mit den Truppen aus späten Zeiten der Sowjetunion gemein und weisen eine sehr hohe Kampfkraft auf. Hintergrund der jüngsten Truppenbewegungen sind Bestrebungen, den russischen Einfluss in der Ostukraine zu vergrößern, um damit eine mögliche wirtschaftliche und vor allem militärische Anbindung der Ukraine an den Westen zu verhindern. Vor allem geht es Moskau darum, den Beitritt der Ukraine zur NATO zu unterbinden. Gleichzeitig hat man als autokratisches System wenig Interesse daran, dass in unmittelbarer Nachbarschaft ein zunehmend westlich orientiertes Gesellschaftssystem entsteht, das Russland im Systemwettbewerb zunehmend unattraktiv aussehen lässt.

Allerdings ist es höchst unsicher, ob Russland tatsächlich eine (Teil-)Invasion der Ukraine wirklich in Erwägung zieht. Denn die damit verbundenen politischen und wirtschaftlichen Risiken sind äußerst hoch. So ist im Falle einer kriegerischen Auseinandersetzung mit scharfen Sanktionen der USA zu rechnen. Dazu dürften ein Halbleiter-Embargo gehören, Zugangsbeschränkungen russischer Banken zum internationalen Zahlungsverkehr (SWIFT), Beschränkungen im Güterverkehr, ein Handelsverbot russischer Staatsanleihen für internationale Banken und Anleger sowie generelle Zugangsbeschränkungen zum US-Dollar als wichtigster internationaler Leitwährung. Es ist sehr wahrscheinlich, dass sich die europäischen Staaten dieses Mal den Sanktionen unmittelbar anschließen werden, wenn auch möglicherweise etwas halbherzig. Dies liegt daran, dass die meisten europäischen Länder über engere Handelsbeziehungen zu Russland verfügen als es in den USA der Fall ist. Vor allem für die deutsche Wirtschaft steht viel auf dem Spiel. Zwar gehört Russland mit einem Anteil von rund zwei Prozent an den gesamten Ausfuhren nicht zu den wichtigsten Handelspartnern, anders sieht es jedoch bei den Lieferungen von russischem Öl und Gas aus. Wenn man bedenkt, dass Deutschland zu mehr als 50 Prozent sein Gas aus Russland bezieht, gerade drei sehr große Kernkraftwerke abgestellt wurden und die Gasspeicher nur noch zu 40 Prozent gefüllt sind, zeigt sich, dass nicht nur Russland etwas zu verlieren hat. Ein möglicher starker Anstieg der Öl- und Gaspreise durch auftretende Versorgungsengpässe ist kurzfristig nicht zu kompensieren, auch wenn zusätzliche Lieferungen aus Norwegen, Qatar

und den USA das Schlimmste verhindern könnten. Europa würde aber versuchen, sich möglichst schnell unabhängig von russischen Energielieferungen zu machen, wodurch Russland zukünftig sogar als Energielieferant komplett überflüssig werden könnte. Dies wiederum hätte verheerende Auswirkungen auf die russische Wirtschaft. Käme es zum Krieg, würden somit beide Seiten nur verlieren können. Diese Überlegungen sollten sowohl für Russland als auch für den Westen genügend Anreize bieten, um die Situation zu deeskalieren, so dass ein ernsthafter kriegerischer Konflikt vermieden werden kann. Ein Restrisiko bleibt aber zweifellos bestehen.

An der Börse haben all diese Aspekte zu einem Stimmungswechsel geführt – die Mehrzahl der Marktteilnehmer ist mittlerweile „bearish“, erwartet also weiter fallende Kurse. Die Anlegerstimmung ist jedoch häufig ein Kontraindikator und ein Indiz dafür, dass mittlerweile viele negative Nachrichten in den Kursen enthalten sind. Ob dies zu einer schnellen Trendwende führen wird, ist dennoch nicht vorhersehbar. Vor allem die zukünftige Geldpolitik gilt es als Anleger im Blick zu behalten, denn in der Vergangenheit war es häufig so, dass die Aktienkurse im Vorfeld der ersten Zinserhöhung nachgegeben haben, um sich danach wieder zu erholen. Insofern könnte es noch bis Mitte März an den Märkten turbulent zugehen.

Trotz des schwachen Jahresauftakts, der auch zu einer deutlichen Eintrübung der Markttechnik geführt hat, gehen wir davon aus, dass sich die Aktienkurse wieder erholen werden. Solange es nicht zu einer gravierenden wirtschaftlichen Abschwächung kommt, sollten die sich verbessernden Unternehmensgewinne und die zuletzt wieder gesunkenen Bewertungen zu neuen Mittelzuflüssen in den Aktienmarkt führen. So zeigt die derzeit laufende Berichtssaison für das vierte Quartal 2021, dass die Mehrzahl der Unternehmen die Gewinn- und Umsatzerwartungen erneut übertreffen konnte: 81 bzw. 76 Prozent im S&P 500, 82 bzw. 76 Prozent im Dow Jones 30 und 100 bzw. 86 Prozent im Nasdaq 100 (Quelle: Factset). Damit haben gerade die derzeit bei Anlegern unbeliebten und unter Abgabedruck stehenden Technologieunternehmen im Schlussquartal 2021 wieder einmal außergewöhnlich gute Ergebnisse erzielt. Dies macht Hoffnung für die nächsten Monate.

Marktdaten

	Stand 27.01.2022 15:59	Veränderung zum				
		20.01.2022 -1 Woche	24.12.2021 -1 Monat	26.10.2021 -3 Monate	26.01.2021 -12 Monate	31.12.2021 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	34670	-0,1%	-3,6%	-3,0%	12,1%	-4,6%
S&P 500	4411	-1,6%	-6,7%	-3,6%	14,6%	-7,5%
Nasdaq	13720	-3,1%	-12,3%	-9,9%	0,7%	-12,3%
Russell 2000	2000	-1,2%	-10,8%	-12,9%	-7,0%	-10,9%
DAX	15562	-2,2%	-1,2%	-1,2%	12,2%	-2,0%
MDAX	33321	-3,0%	-4,3%	-5,1%	5,6%	-5,1%
TecDAX	3403	-5,2%	-12,1%	-11,5%	0,3%	-13,2%
EuroStoxx 50	4200	-2,3%	-1,3%	-0,6%	16,9%	-2,3%
Stoxx 50	3781	-1,4%	-0,1%	3,0%	18,4%	-1,0%
SMI (Swiss Market Index)	12172	-3,1%	-4,8%	0,2%	11,0%	-5,5%
FTSE 100	7583	0,0%	2,9%	4,2%	14,0%	2,7%
Nikkei 225	26170	-5,8%	-9,1%	-10,1%	-8,3%	-9,1%
Brasilien BOVESPA	112773	3,4%	7,5%	6,0%	-3,2%	7,6%
Russland RTS	1407	-3,0%	-11,2%	-26,6%	-1,1%	-11,8%
Indien BSE 30	57277	-3,7%	0,3%	-6,6%	18,5%	-1,7%
China CSI 300	4620	-4,2%	-6,1%	-6,9%	-16,2%	-6,5%
MSCI Welt (in C)	2980	-1,8%	-5,8%	-2,1%	17,7%	-6,4%
MSCI Emerging Markets (in C)	1211	-2,0%	0,7%	-2,7%	-5,1%	-0,2%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	170,35	61	-208	166	-717	-102
Bobl-Future	132,81	15	-75	-143	-243	-43
Schatz-Future	112,05	8	-5	-9	-26	2
3 Monats Euribor	-0,55	2	3	2	-2	4
3M Euribor Future, Dez 2021	-0,31	-1	3	23	25	0
3 Monats \$ Libor	0,28	2	6	14	6	7
Fed Funds Future, Dez 2022	1,18	11	42	110	110	0
10-jährige US Treasuries	1,80	-4	31	18	76	30
10-jährige Bunds	-0,06	1	20	6	51	12
10-jährige Staatsanl. Japan	0,15	3	9	7	14	8
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,01	0	20	8	45	13
US Treas 10Y Performance	677,63	-0,1%	-3,0%	-1,4%	-4,3%	-3,0%
Bund 10Y Performance	657,88	0,4%	-1,4%	-0,1%	-3,8%	-0,7%
REX Performance Index	488,37	0,2%	-0,9%	-0,3%	-2,2%	-0,5%
IBOXX AA, C	0,55	-2	12	15	51	7
IBOXX BBB, C	1,04	0	22	24	50	16
ML US High Yield	5,23	12	34	49	37	33
Wandelanleihen Exane 25	7866	0,0%	-3,4%	-4,6%	-5,7%	-4,0%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	619,55	1,3%	11,0%	3,6%	42,8%	10,4%
MG Base Metal Index	483,96	-0,5%	5,6%	4,3%	32,8%	4,9%
Rohöl Brent	90,77	2,7%	19,5%	5,0%	62,2%	15,8%
Gold	1807,78	-2,0%	0,0%	1,1%	-2,5%	-0,8%
Silber	23,79	-3,4%	3,9%	-1,0%	-6,6%	2,2%
Aluminium	3106,00	-0,8%	9,3%	10,3%	53,3%	10,7%
Kupfer	9952,50	-0,7%	3,7%	0,0%	24,3%	2,2%
Eisenerz	129,40	0,2%	15,0%	5,7%	-23,7%	15,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	1296	-12,1%	-41,5%	-68,0%	-21,9%	-41,5%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1160	-1,6%	-1,4%	-3,9%	-8,1%	-1,5%
EUR/ GBP	0,8327	0,2%	-1,4%	-1,0%	-5,9%	-0,8%
EUR/ JPY	128,69	-0,6%	-0,6%	-2,9%	2,2%	-1,3%
EUR/ CHF	1,0381	0,0%	-0,2%	-2,8%	-3,8%	0,5%
USD/ CNY	6,3613	0,3%	-0,1%	-0,3%	-1,6%	0,1%
USD/ JPY	114,65	0,5%	0,2%	0,4%	10,6%	-0,4%
USD/ GBP	0,7462	1,9%	0,1%	2,9%	2,5%	1,1%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
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 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.