



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

6. Mai 2022

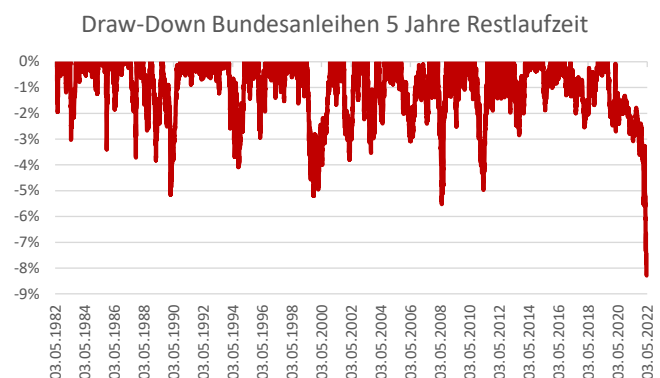
Und was kommt jetzt? Fünf Szenarien für die nahe Zukunft

Lenin soll angeblich einmal gesagt haben, dass es Jahrzehnte gäbe, in denen nichts passiert, und dann Wochen, in denen Jahrzehnte passieren. Nun hat man Lenin dieses Zitat wahrscheinlich untergeschoben, und es spricht viel dafür, dass er dies so nie gesagt hat. Trotzdem steckt in diesem Zitat eine Menge Wahrheit, wobei sich der Eindruck aufdrängt, dass die Welt im Moment genau die Wochen erlebt, in denen Jahrzehnte passieren. Jedenfalls hat sich die geopolitische Großwetterlage nachhaltig geändert und auch an den Finanzmärkten wird durch eine restriktivere Geldpolitik eine Zeitenwende eingeläutet. Makroökonomisch steht das Gespenst der Stagflation vor der Tür – ebenfalls ein Sachverhalt, mit dem die Weltwirtschaft seit Jahrzehnten nicht mehr konfrontiert war.

Und als wenn das alles nicht genug wäre, kommt vor allem die europäische Wirtschaft nicht aus dem Stottermodus heraus, da immer noch China-bedingte Lieferkettenprobleme bestehen, die sogar zunächst noch drohen, schlimmer zu werden. Selbst wenn die Corona-Pandemie eines Tages endgültig vorbei sein wird, werden diese Lieferkettenprobleme nicht vollständig der Vergangenheit angehören, so zumindest unsere Sorge. Denn China hat inzwischen bemerkt, welche strategische Macht auf den Westen durch reduzierte Lieferungen von Chips, Stahl und Rohstoffen ausgeübt werden kann. Diese Muskeln wird man auch vermutlich in Zukunft hin und wieder spielen lassen, wenn sich die westliche Welt vielleicht nicht so verhält, wie man es in China gerne sähe.

So wie Russland durch Öl- und Gaslieferungen ein erhebliches Erpressungspotenzial aufgebaut hat, gilt das gleiche für die Abhängigkeit des Westens von chinesischen Industrieprodukten. Das alles ist kein Umfeld, bei

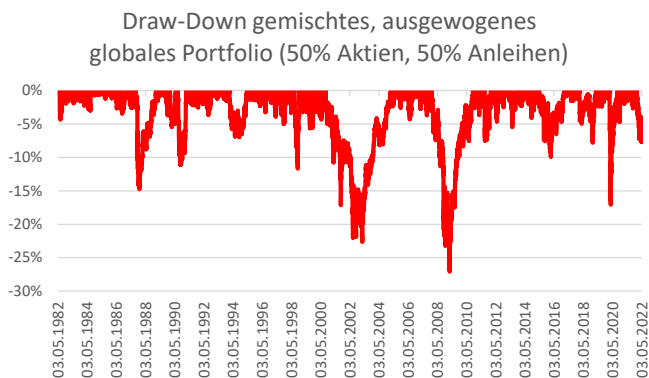
dem Kapitalmärkte in Jubel verfallen. Wir haben an dieser Stelle schon einmal die Grafik des Unterwassercharts von Staatsanleihen gezeigt; inzwischen ist die Situation aber noch ein wenig extremer als vor einigen Wochen. Inzwischen haben selbst Bundesanleihen mit einer „harmlosen“ Restlaufzeit von nur fünf Jahren über acht Prozent an Wert verloren! Aber es kommt noch schlimmer: Italienische Staatsanleihen mit einer Laufzeit von zehn Jahren haben nun aus der Spitze 18% verloren. Das ist ein Crash, wie wir ihn seit der Euro-Schuldenkrise nicht mehr erlebt haben. Auch der Aktienmarkt hat in diesem Umfeld nachgegeben; in den USA hat der S&P 500 den schlechtesten Jahresstart seit Jahrzehnten erlebt.



Trotzdem ist der Rückgang des S&P von seinem zuvor erreichten Höchststand mit etwa 13% noch relativ überschaubar. In vergangenen Krisen sind Rückschläge am Aktienmarkt teilweise deutlich dramatischer ausgefallen. Dementsprechend zeigt der Unterwasserchart eines gut diversifizierten globalen Portfolios derzeit „nur“ Rückschläge, die sich noch im Rahmen des Üblichen bewegen. Jedenfalls sind wir derzeit sehr weit davon entfernt,

Konjunktur und Strategie

Rückschläge wie in der Finanzkrise 2008 beklagen zu müssen, in denen selbst sehr gut diversifiziertes Portfolios aus Aktien und Anleihen aus der Spitze heraus 25% oder mehr verlieren konnten. Selbst in der kurzen Corona-Krise im März 2020 gaben gemischte Portfolios oft mehr als 15% nach, was inzwischen gerne verdrängt wird. Und nach dem Platzen der Internetblase (2000 – 2003) dauerte es mehrere Jahre, bis die alten Höchststände wieder erreicht wurden.



Wie realistisch ist es nun, dass sich in den kommenden Monaten und Quartalen ein ähnlich kritisches Szenario entwickelt? Die ehrliche Antwort lautet: Wir wissen es nicht genau. Und im Übrigen wäre es auch eine Anmaßung von Wissen zu behaupten, dass es möglich wäre, hier treffsichere Prognosen abzuliefern. Denn wenn wir dies können, könnten es andere Investoren auch. Dann aber wäre der Sachverhalt so offensichtlich, dass er augenblicklich von den Märkten eingepreist wäre. Damit würde sich wiederum jede Art von Prognose erübrigen, denn die Zukunft wäre schon jetzt perfekt in den Preisen reflektiert. Zur Wahrheit gehört daher, sich darüber bewusst zu werden, dass an Märkten letztlich nicht Gewissheiten, sondern immer nur Wahrscheinlichkeiten für verschiedene Szenarien gehandelt werden. Und abhängig vom Tagesgeschehen und neuen Informationen werden diesen Szenarien kontinuierlich neue Wahrscheinlichkeiten zugeordnet. Daher erscheint es sinnvoll, an dieser Stelle ebenfalls zu versuchen, mögliche Szenarien aufzuzeigen und diese mit einer Wahrscheinlichkeit zu versehen, um so ein besseres Verständnis über die möglichen Entwicklungen an den Kapitalmärkten zu erhalten.

Szenario I: Russland entscheidet sich zu einer Generalmobilmachung und weitet den Krieg auf Transnistrien und ggf. Moldau aus. Auf Waffenlieferungen des Westens wird mit einem Stopp der Gaslieferungen reagiert. Provokationen Russlands an den Nato-Grenzen (beispielsweise durch Eindringen von

Flugzeugen in den Luftraum) nehmen stetig zu und versetzen auch die NATO in eine erhöhte Alarmbereitschaft. Schweden und Finnland treten der Nato bei, während Russland mit äußerster militärischer Gewalt und massivsten Angriffen versucht, den Krieg zu gewinnen. Russland droht zudem sehr glaubwürdig mit dem Einsatz „kleiner“ nuklearer taktischer Waffen. Gleichzeitig verhält sich China in dem Konflikt nicht neutral, sondern unterstützt Russland wirtschaftlich und sogar militärisch. Am Ende kommt es zu einem sog. „Diktatfrieden“. Rohstoff- und Materialengpässe werden extremer, die Welt stürzt in eine massive Stagflation. Die Notenbanken bekämpfen eine extreme Lohn-Preis-Spirale mit einer sehr kontraktiven Geldpolitik. In der Eurozone wird eine neue Schuldenkrise nur durch die Vergemeinschaftung von Schulden gerade noch verhindert. Ein diversifiziertes globales Portfolio (50% Aktien, 50% Renten) verliert weitere 30%. Unsere Wahrscheinlichkeit für dieses Szenario: 5%.

Szenario II: Russland entscheidet sich zu einer Generalmobilmachung; eine weitere heftige Eskalation des Krieges bleibt jedoch aus. Statt dessen kommt es zu einem Abnutzungskrieg auf beiden Seiten. Mit der Zeit wird für alle Seiten offensichtlich, dass Russland den Krieg nicht gewinnen kann; ein gesichtswahrendes Ende des Krieges ist für Russland aber schwer zu erreichen. Daher stellt sich die Welt auf einen schwelenden Dauerkonflikt ein. Ein Stopp der Gaslieferungen wird mehrfach angedroht, jedoch kommt es zu keiner dauerhaften Einstellung der Lieferungen. Die Wirtschaft in Europa fällt trotzdem in eine schwere Rezession, während sich die USA konjunkturell vergleichsweise gut halten. Die Notenbanken betreiben eine kontraktive Geldpolitik, wobei die EZB im Rahmen ihrer Möglichkeiten eine neue Euro-Schuldenkrise zu verhindern sucht. Durch sehr selektives Eingreifen gelingt dies schließlich. Dabei werden bisherige Regeln bezüglich des Kaufes von Staatsanleihen (Kauf proportional zu Kapitalanteilen an der EZB etc.) komplett abgeschafft, der EZB-Leitzins steigt aber trotzdem über das bisher erwartete Niveau deutlich an. Eine Vergemeinschaftung der Schulden wird schließlich unausweichlich, um die negativen Konsequenzen hoher Leitzinsen abzufangen. Die Inflation bleibt sehr hoch, es gelingt Unternehmen aber, Preise zu überwälzen und Margen zu einem gewissen Grad zu halten. Trotzdem besteht am Markt der Konsens, dass die bisherigen Bewertungsniveaus nicht nachhaltig sind; eine steigende Risikoprämie führt zu niedrigeren KGVs. Die Kurse

fallen dementsprechend schneller als die Gewinne. Zudem setzt sich an den Märkten die Einschätzung durch, dass die Gewinnwachstumsraten langfristig niedriger ausfallen werden, da die Produktion wieder lokaler wird, Transaktionskosten dauerhaft höher sind sowie Rohstoffe und diverse Vorprodukte knapp bleiben. Ein diversifiziertes globales Portfolio (50% Aktien, 50% Renten) verliert weitere 20%. Unsere Wahrscheinlichkeit für dieses Szenario: 15%.

Szenario III: Ähnlich wie Szenario II, jedoch fällt die konjunkturelle Entwicklung weniger problematisch aus. Auch die Inflation bildet sich ab Ende 2022 spürbar zurück, so dass die Notenbanken auf extreme Leitzinserhöhungen verzichten können. Rohstoff- und Materialknappheiten fallen weniger kritisch aus und verlieren an Bedeutung. Es kommt zu keiner signifikanten Veränderung der als fair empfundenen Bewertungsrelationen, allerdings lässt sich eine leichte Reduktion des Trendwachstums bei Gewinnen nicht vermeiden. Ein diversifiziertes globales Portfolio (50% Aktien, 50% Renten) verliert weitere 10%. Unsere Wahrscheinlichkeit für dieses Szenario: 25%.

Szenario IV: Makroökonomisch ähnlich wie Szenario III, jedoch fällt die Entwicklung des Ukraine-Kriegs weniger belastend aus. Russland erkennt, dass ein Sieg über die gesamte Ukraine mit einem damit einhergehenden Regimewechsel nicht realistisch ist. In langwierigen Verhandlungen zieht man sich auf die Position zurück, Gebietsansprüche „nur“ noch für die Krim und die sog. Separatistengebiete (Donezk und Luhansk) aufrechtzuerhalten. Die Kampfhandlungen verlieren an Intensität, es kommt aber zu keinem nachhaltigen Frieden. Die Situation ähnelt in gewisser Weise der Zeit vor dem Krieg, wo auch schon kleinere Gefechte zum Alltag gehörten. Eine dauerhafte Lösung zeichnet sich in diesem Konflikt nicht ab, jedoch stellt diese Situation für die Kapitalmärkte keine besondere Belastung mehr dar. Ein diversifiziertes globales Portfolio (50% Aktien, 50% Renten) verliert weitere 5%. Unsere Wahrscheinlichkeit für dieses Szenario: 40%.

Szenario V: Russland erkennt, dass einerseits ein kurzfristiger militärischer Sieg in der Ukraine extrem unwahrscheinlich geworden ist, sich andererseits aber auch das Zeitfenster schließt, aus einer propagandistischen Sicht noch halbwegs ungeschoren das misslungene Kriegsabenteuer zu beenden, da die Deutungshoheit der gleichgeschalteten Medien über die Ereignisse in der Ukraine in der russischen Öffentlichkeit

sukzessive zu erodieren scheint. Russland entschließt sich daher kurzfristig zu verkünden, dass die offiziellen Kriegsziele erreicht wurden und zieht sich aus der Ukraine zurück. Der Westen hebt die Sanktionen sukzessive auf, China verhält sich gegenüber dem Westen kooperativ und verzichtet auf Provokationen im chinesischen Meer und im Südpazifik. Lieferkettenprobleme reduzieren sich schneller als erwartet, Rohstoffpreise fallen deutlich und führen zu signifikant fallenden Inflationsraten. Dementsprechend ändern Notenbanken ihr Wording und signalisieren den Märkten, dass die Leitzinsen weniger stark steigen werden als bisher geplant. Renditen von Anleihen gehen deutlich zurück, Aktien steigen sprunghaft. Die Konjunktur profitiert von dem Stimmungsumschwung; der erhebliche Bestand an Aufträgen wird schneller als erwartet abgearbeitet. Die Beschäftigung steigt, die Gewinne steigen, Bewertungsrelationen steigen ebenfalls. Ein diversifiziertes globales Portfolio (50% Aktien, 50% Renten) erreicht seinen Tiefpunkt und durchschreitet diesen. Unsere Wahrscheinlichkeit für dieses Szenario: 15%.

Errechnet man auf Basis dieser Szenarien den Erwartungswert für einen weiteren Draw-Down eines global diversifizierten Portfolios, ergibt sich mathematisch ein Wert von neun Prozent. Das erscheint recht viel, zumal das Hauptszenario (Nr. IV) mit einer Wahrscheinlichkeit von 40% nur mit einem Draw-Down von fünf Prozent einhergeht. Das Problem sind die negativen Szenarien I und II. Deren kumulierte Wahrscheinlichkeit liegt zwar nur bei 20%, jedoch wären die zu erwartenden Draw-Downs signifikant. Hier zeigt sich auch, dass es manchmal nicht reicht, Investitionsentscheidungen allein am Median-Szenario oder am wahrscheinlichsten Szenario auszurichten. Am Ende muss jeder Investor für sich überlegen, ob die hier aufgezeigten Szenarien ein realistisches Bild des Möglichkeitsraumes liefern und ob den Szenarien die richtigen Wahrscheinlichkeiten zugeordnet wurden. Wenn man jedoch unterstellt, dass wir mit unserer Einschätzung nicht ganz falsch liegen, spräche viel dafür, Portfoliostrukturen noch ein wenig defensiver aufzustellen. Übertreiben sollte man es dabei aber nicht: Wenn sich eines in den letzten Jahren gezeigt hat, dann die Erkenntnis, dass Rückschläge schneller aufgeholt werden, als sich dies die meisten vorher vorstellen konnten. Daher gilt trotz aller Vorsicht: Überreaktionen in der taktischen Allokation werden selten belohnt. Wer eine ruhige Hand besitzt, fährt langfristig meist besser.

Marktdaten

	Stand	Veränderung zum					
	05.05.2022	01.04.2022	07.03.2022	07.01.2022	07.04.2021	23.02.2022	31.12.2021
Aktienmärkte	16:42	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	Kriegsbeginn	YTD
Dow Jones	33292	-4,4%	1,4%	-8,1%	-0,5%	0,5%	-8,4%
S&P 500	4199	-7,6%	-0,1%	-10,2%	2,9%	-0,6%	-11,9%
Nasdaq	12499	-12,4%	-2,6%	-16,3%	-8,7%	-4,1%	-20,1%
Russell 2000	1898	-9,3%	-2,8%	-12,9%	-14,6%	-2,4%	-15,5%
DAX	14003	-3,1%	9,1%	-12,2%	-7,7%	-4,3%	-11,8%
MDAX	29574	-5,2%	4,3%	-15,4%	-9,0%	-7,3%	-15,8%
TecDAX	3091	-6,5%	3,1%	-16,6%	-10,3%	-1,5%	-21,2%
EuroStoxx 50	3731	-4,8%	6,2%	-13,4%	-5,7%	-6,1%	-13,2%
Stoxx 50	3661	-2,0%	7,8%	-4,1%	9,3%	0,0%	-4,1%
SMI (Swiss Market Index)	11942	-2,0%	6,6%	-6,7%	7,3%	0,0%	-7,3%
FTSE 100	7559	0,3%	8,6%	1,0%	9,8%	0,8%	2,4%
Nikkei 225	26819	-3,1%	6,3%	-5,8%	-9,8%	1,4%	-6,9%
Brasilien BOVESPA	105564	-13,2%	-5,4%	2,8%	-10,3%	-5,8%	0,7%
Russland RTS	1141	10,3%	21,7%	-26,2%	-20,2%	-5,3%	-28,5%
Indien BSE 30	55702	-6,0%	5,4%	-6,8%	12,2%	-2,7%	-4,4%
China CSI 300	4010	-6,2%	-7,9%	-16,8%	-21,4%	-13,3%	-18,8%
MSCI Welt (in €)	2864	-1,8%	5,0%	-3,4%	12,1%	6,0%	-4,8%
MSCI Emerging Markets (in €)	1064	-2,7%	-0,7%	-7,0%	-10,4%	-5,1%	-7,2%
Zinsen und Rentenmärkte							
Bund-Future	153,18	-517	-1672	-1682	-1849	-1281	-1819
Bobl-Future	126,96	-179	-607	-586	-826	-402	-628
Schatz-Future	110,16	-56	-215	-183	-196	-154	-187
3 Monats Euribor	-0,43	16	15	15	12	10	16
3M Euribor Future, Dez 2022	0,69	39	80	-9931	125	1	1
3 Monats \$ Libor	0,99	2	34	75	79	49	78
Fed Funds Future, Dez 2022	2,72	36	124	0	264	1	2
10-jährige US Treasuries	3,04	65	129	127	138	105	154
10-jährige Bunds	1,02	48	107	109	138	82	120
10-jährige Staatsanl. Japan	0,24	2	10	12	15	4	17
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,86	26	69	86	115	58	100
US Treas 10Y Performance	631,39	-2,4%	-7,6%	-7,4%	-6,7%	-5,6%	-9,6%
Bund 10Y Performance	613,30	-1,0%	-6,3%	-6,5%	-8,4%	-4,1%	-7,4%
REX Performance Index	462,13	-1,7%	-5,6%	-5,5%	-6,6%	-3,9%	-5,8%
IBOXX AA, €	1,45	10	47	91	126	36	96
IBOXX BBB, C	2,18	12	43	123	155	45	130
ML US High Yield	6,48	22	44	138	170	63	158
Wandelanleihen Exane 25	7369	0,0%	2,9%	-9,7%	-11,3%	-2,3%	-10,0%
Rohstoffmärkte							
S&P Commodity Spot Index	709,11	-1,7%	-11,8%	22,7%	50,9%	7,6%	26,4%
MG Base Metal Index	532,24	-0,6%	-8,6%	14,5%	34,1%	7,2%	15,4%
Rohöl Brent	111,73	6,9%	-9,3%	36,5%	76,6%	15,2%	42,5%
Gold	1888,98	-2,0%	-4,6%	5,4%	8,4%	-0,9%	3,7%
Silber	24,51	-1,0%	-3,7%	9,9%	-2,7%	0,0%	5,3%
Aluminium	3361,26	-2,2%	-9,9%	15,7%	50,0%	1,2%	19,8%
Kupfer	10314,50	-0,3%	0,6%	6,4%	15,6%	4,1%	5,9%
Eisenerz	142,90	-10,6%	-10,0%	13,2%	-15,6%	0,0%	27,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	2485	5,4%	11,2%	8,6%	16,8%	10,7%	12,1%
Devisenmärkte							
EUR/ USD	1,0541	-4,6%	-3,2%	-6,7%	-11,3%	-7,1%	-6,9%
EUR/ GBP	0,8520	1,2%	2,9%	1,9%	-1,3%	2,0%	1,5%
EUR/ JPY	137,18	1,4%	9,3%	4,8%	5,1%	5,1%	5,2%
EUR/ CHF	1,0385	1,6%	3,1%	-0,4%	-6,0%	-0,4%	0,5%
USD/ CNY	6,6416	4,4%	5,1%	4,1%	1,5%	5,2%	4,5%
USD/ JPY	123,94	1,2%	7,5%	7,2%	12,8%	7,8%	7,7%
USD/ GBP	0,8083	6,0%	6,2%	9,7%	11,4%	9,6%	9,5%

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 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.