



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

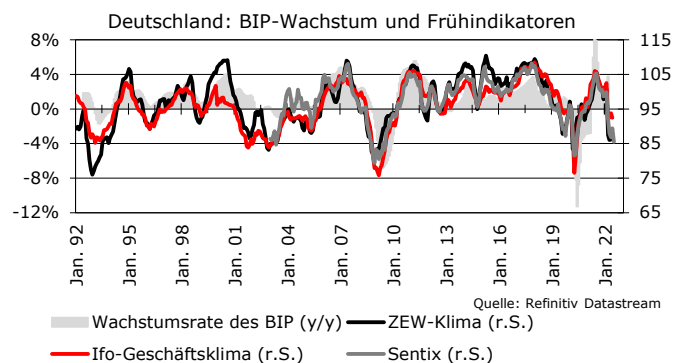
7. Juli 2022

Kommt es zu einer Rezession?

Das Thema Rezession ist derzeit in aller Munde und beschäftigt auch die Kapitalmärkte. Dabei sah es noch zu Beginn des Jahres so aus, also ob 2022 unter wirtschaftlichen Gesichtspunkten ein gutes Jahr werden würde. Sowohl realwirtschaftliche Daten als auch Frühindikatoren befanden sich zu der Zeit auf sehr hohen Niveaus und signalisierten eine Fortsetzung des Aufschwungs. Doch mit dem Beginn des russischen Überfalls auf die Ukraine haben sich die ökonomischen Rahmenbedingungen kontinuierlich verschlechtert. Aufgrund der hohen Abhängigkeit von russischen Rohstoffen, vor allem von Öl und Gas, haben sich insbesondere in Europa und speziell bei uns in Deutschland die wirtschaftlichen Aussichten stark eingetrübt. Bereits vor dem Beginn des Krieges gab es Stagflationstendenzen, d.h. die Wirtschaft ist kaum gewachsen, während gleichzeitig die Inflationsrate kontinuierlich anstieg. Doch obwohl die Corona-bedingten wirtschaftlichen Einschränkungen hierzulande mittlerweile aufgehoben wurden, hat sich der negative Trend jedoch fortgesetzt.

Dies liegt vor allem daran, dass der Krieg zwischen Russland und der Ukraine mittlerweile viereinhalb Monaten anhält und er sich wahrscheinlich auch noch über eine lange Zeit fortsetzen wird, denn eine diplomatische Lösung ist weiterhin nicht in Sicht. Einerseits hat Russland sicherlich die Wehrhaftigkeit und den Widerstandswillen der ukrainischen Bevölkerung unterschätzt, zumal auch die Waffenlieferungen des Westens mittlerweile Wirkung zeigen. Andererseits zeigt sich aber auch, dass der Westen die Folgewirkungen der Sanktionen gegenüber Russland ebenfalls unterschätzt hat. So scheint die russische Wirtschaft zumindest bisher weniger unter den

Sanktionen zu leiden als man vermutet hatte. Natürlich steht die russische Wirtschaft unter Druck und die Wirtschaft schrumpft, aber zumindest die offiziellen Daten, deren Glaubwürdigkeit man sicherlich hinterfragen muss, vermitteln den Eindruck, dass die Sanktionen bisher weniger Spuren hinterlassen haben als gedacht. Das ist u.a. darauf zurückzuführen, dass sich die Rohstoffpreise seit Februar massiv verteuert haben, sodass die mengenmäßigen Ausfälle bislang weitgehend kompensiert werden konnten. Hinzu kommt, dass sich viele Länder nicht an den Sanktionen beteiligen, weil sie Öl und andere Rohstoffe direkt aus Russland mit einem Abschlag gegenüber den Weltmarktpreisen beziehen können. Zu den wichtigsten Kunden Russlands zählen vor allem Schwellenländer wie China, Indien, aber auch Südafrika. Die Strategie des Westens, Russland komplett zu isolieren, ist bisher gescheitert.



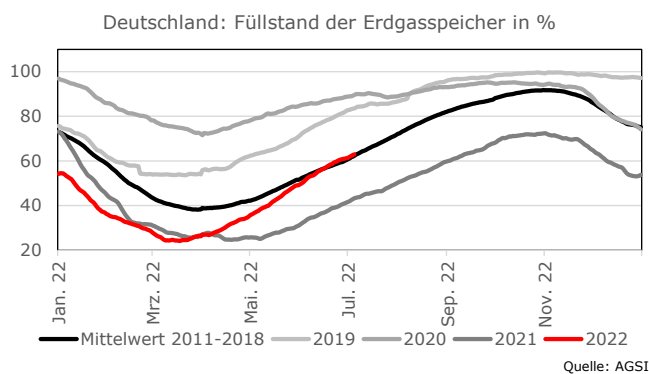
Die westlichen Industrieländer müssen hingegen Rohstoffe zu den hohen Weltmarktpreisen kaufen. Dies belastet die Unternehmen, aber vor allem die Privathaushalte, deren Kaufkraft sich deutlich verringert hat. Hinzu

kommt die Unsicherheit über die zukünftige Versorgungslage, weil befürchtet wird, dass Russland seine Erdgaslieferungen nach Westeuropa, die Mitte Juni um 60 Prozent reduziert wurden, komplett einstellen könnte. Sollte dies der Fall sein, würden sich die Preise bei uns weiter verteuern. Dies hätte zum einen weitere negative Konsequenzen für die Budgets der Haushalte zur Folge, zum anderen würde dies die deutsche Industrie stark treffen, wenn es zu Produktionseinschränkungen oder -unterbrechungen käme. Hinzu kommt die politische Dimension, weil erstmals seit langem der soziale Frieden in Deutschland gefährdet ist.

Als Folge der hohen Preissteigerungsraten – die Inflationsraten sind in den USA und in Europa so hoch wie seit 40 Jahren nicht mehr – sind die Notenbanken dazu übergegangen, die Zinsen zu erhöhen oder sie stellen dies – wie die EZB – in Aussicht. Die restriktivere Geldpolitik kommt eigentlich zur Unzeit, denn wenn sich die Wirtschaft abschwächt, müssten die Notenbanken unter konjunkturellen Gesichtspunkten die Zinsen eigentlich senken und nicht erhöhen. Somit wird die Wirtschaft auch von der Geldpolitik in die Zange genommen, sodass die Rezessionsgefahr steigt.

Aber was ist eine Rezession? Bei einer Rezession handelt es sich um einen erheblichen Rückgang der Wirtschaftstätigkeit, von dem die gesamte Volkswirtschaft betroffen ist und der länger als ein paar Monate anhält. Es gibt aber keine feste Definition, was „erheblich“ und „länger“ genau bedeutet und welche Konjunkturdaten für die Beurteilung der wirtschaftlichen Lage relevant sind. Die meisten Volkswirte beobachten die Entwicklung der realen Einkommen, die Beschäftigung, den realen Konsum und die Industrieproduktion. Kapitalmärkte stellen dagegen oftmals auf die Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts ab, das als umfassendste Größe der wirtschaftlichen Aktivität in einem Land oder in einer Region gilt. Von einer technischen Rezession spricht man beispielsweise dann, wenn das reale Bruttoinlandsprodukt zwei Quartale hintereinander gegenüber den drei vorhergehenden Monaten gesunken ist, doch auch diese Betrachtung hat ihre Schwächen. In den USA hat das National Bureau of Economic Research (NBER) die Aufgabe, festzulegen, wann eine Rezession beginnt und wann sie endet. Das Problem hierbei ist aber, dass das NBER erst mit einer zeitlichen Verzögerung feststellt, wann der Konjunkturzyklus gedreht hat. So wurde beispielsweise die US-Rezession von Dezember 2007 bis Mai 2009 im Dezember 2008 ausgerufen und im September 2010 für beendet erklärt.

Aufgrund dieser Probleme achten wir vor allem auf Frühindikatoren, zu denen beispielsweise Umfragen unter Unternehmen und Verbrauchern gehören, aber auch Daten zu Auftragseingängen oder der Geldmengenentwicklung. Aus den jüngsten Daten kann die Schlussfolgerung gezogen werden, dass sich das Wirtschaftswachstum in vielen Ländern und Regionen verlangsamt hat. Vor allem die Industrie kämpft mit Gegenwind, dort haben sich die Rahmenbedingungen durch hohe Preise, einen Mangel an Fachkräften und Vorleistungsgütern sowie aufgrund der wirtschaftlichen und politischen Unsicherheiten deutlich verschlechtert. Im Dienstleistungssektor sieht es dagegen besser aus, dieser profitiert beispielsweise von den Corona-Lockerungen und den dadurch bedingten Nachhol- und Aufholeffekten. Zudem wird der Tourismus in den Sommermonaten die Wirtschaft stützen. Doch ab dem vierten Quartal wird es schwieriger werden, die Nachholeffekte dürften dann auslaufen und die real verfügbaren Einkommen sinken, sodass eine Rezession nicht mehr ausgeschlossen werden kann. Die große Unbekannte ist dabei, ob Russland nach den planmäßigen Wartungsarbeiten an der Pipeline Nord Stream 1, die zwischen dem 11. und 21. Juli stattfinden, die Gasbelieferung wieder aufnimmt oder nicht. Eine Einstellung der Gaslieferungen würde die Wahrscheinlichkeit einer Rezession deutlich erhöhen, weil die Speicher wahrscheinlich nicht ausreichen würden, um damit über den Winter zu kommen. Aktuell liegt der Füllstand bei knapp 63 Prozent, für einen „normalen“, also nicht zu kalten Winter, müssten die Speicher mindestens zu etwa 80 Prozent befüllt sein. Selbst wenn man Kohlekraftwerke wieder ans Netz nimmt, dürfte es eng werden – Rationierungen wären dann wahrscheinlich, negative wirtschaftliche Konsequenzen, also eine Rezession, auch.



Lässt sich eine Rezession also gar nicht mehr abwenden? Wir gehen davon aus, dass Russland auch weiterhin auf Einnahmen aus Gaslieferungen in den Westen angewiesen ist, zumal diese angesichts der hohen Preise weiterhin sehr lukrativ für Moskau sind. Da Gas im Unterschied zu

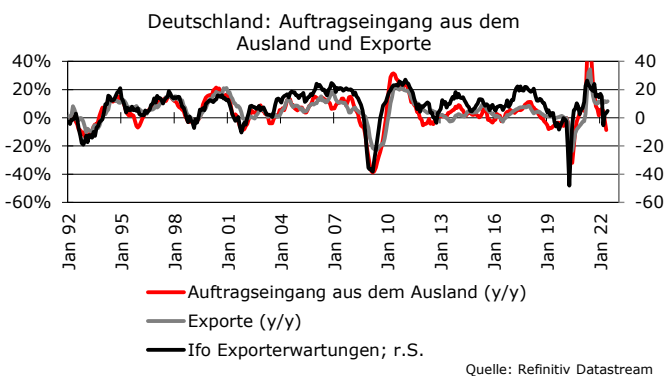
Konjunktur und Strategie

Öl und anderen Rohstoffen fast nur über Pipelines und nicht über Schiffe oder LKWs transportiert werden kann, ist es schwierig, kurzfristig andere Abnehmer zu finden. Fehlendes Gas könnte somit im Winter gar nicht das Hauptproblem der deutschen Wirtschaft sein. Kritischer sehen wir hingegen die generelle deutsche Exportabhängigkeit. So wies die deutsche Handelsbilanz, also die Differenz zwischen Ex- und Importen, im Mai das erste Mal seit der deutschen Wiedervereinigung ein Minus auf. Mit knapp einer Milliarde Euro wurde das größte Defizit seit Beginn der Zeitreihe im Jahr 1962 erzielt. Nachdem die deutsche Wirtschaft jahrzehntelang von ihrem Handelsüberschuss profitiert hat, sind diese Zeiten wohl nun erstmal vorbei, zumindest solange, wie die Importpreise so stark ansteigen wie es in den letzten Monaten der Fall gewesen ist. Denn die Importpreise sind zuletzt mit rund 30 Prozent fast doppelt so stark angestiegen wie die Exportpreise (+16 Prozent). Insofern dürfte vom deutschen Außenhandel schon im zweiten Quartal und vermutlich auch in der Folgezeit ein negativer Beitrag für das Wirtschaftswachstum ausgehen. Im zweiten und im dritten Quartal dürften der private Konsum, der Staatsverbrauch und die Investitionen die negativen Handelseffekte noch kompensieren können, doch im Winter ist ein Schrumpfen der Wirtschaft nicht auszuschließen. Allerdings halten wir eine scharfe Rezession, wie beispielsweise während der Finanz- und Wirtschaftskrise von 2008/2009, für unwahrscheinlich, da die deutsche Wirtschaft keine unnötigen Kapazitäten aufgebaut hat, die bereinigt werden müssen. Zudem ist die Verschuldung der meisten Privathaushalte eher gering und viele Unternehmen verfügen über solide Bilanzen. Ein wirtschaftlicher Einbruch ist somit unwahrscheinlich.

Druck geraten können. Dies wird von den Märkten meistens frühzeitig eingepreist, deswegen verzeichnen Aktienmärkte meistens im Vorfeld und zu Beginn einer Rezession die schwächste Kursentwicklung. Doch das Bild ist in solchen Marktphasen keineswegs einheitlich, manchmal laufen die Aktienkurse der wirtschaftlichen Entwicklung hinterher, manchmal voraus. In der Vergangenheit gab es häufig Phasen, in denen die Aktienkurse schon vor der Wirtschaft ihren Tiefpunkt erreicht haben. Angesichts der Kursverluste in diesem Jahr liegt die Vermutung nahe, dass es auch diesmal so sein könnte, denn eine gewisse wirtschaftliche Abschwächung haben die Kapitalmärkte mittlerweile schon vorweggenommen, allerdings noch keine Rezession. Die beste Phase für Aktien ist meistens die, wenn die Rezession gerade ihren Tiefpunkt erreicht hat. Aus diesem Grund sollte man die Frühindikatoren genau im Blick behalten. Denn sobald diese den Boden erreicht haben und sich wieder erholen, verbessern sich die Chancen für eine nachhaltige Kurserholung.

Rezessionen		Performance S&P 500						"Offizielle" Ankündigung des NBER	
Beginn	Ende	-6 Monate	während	+1 Jahr	+3 Jahre	+5 Jahre	+10 Jahre		
31.07.1953	30.04.1954	-7,2%	13,8%	36,7%	63,0%	106,7%	186,8%		
30.08.1957	31.03.1958	5,5%	-8,1%	33,4%	52,3%	55,9%	111,6%		
29.04.1960	31.01.1961	-2,2%	7,2%	15,7%	25,6%	54,4%	54,3%		
31.12.1969	30.10.1970	-9,4%	-9,5%	17,3%	28,3%	-1,6%	50,8%		
30.11.1973	28.02.1975	0,6%	-27,7%	29,6%	15,6%	47,9%	129,5%		
31.01.1980	30.06.1980	5,8%	2,6%	19,5%	46,8%	70,9%	227,9%	Jun 80	Jul 81
31.07.1981	29.10.1982	-4,4%	-6,0%	35,9%	51,7%	168,4%	241,3%	Jan 82	Jul 83
31.07.1990	28.02.1991	1,7%	-4,6%	19,4%	39,8%	86,1%	300,4%	Apr 91	Dez 92
30.03.2001	31.10.2001	-18,4%	-16,3%	-18,4%	8,9%	28,2%	5,8%	Nov 01	Jul 03
31.12.2007	29.05.2009	-4,2%	-40,4%	37,0%	45,6%	114,7%	233,2%	Dez 08	Sep 10
28.02.2020	31.03.2020	10,0%	-4,9%	26,3%				Jun 20	Jul 21

Quelle: Refinitiv Datastream, NBER



Was bedeutet das für die Aktienmärkte? In Phasen einer konjunkturellen Abschwächung tun sich Aktien fast immer schwer, weil die Unternehmensgewinne als wichtiger singulärer Einflussfaktor der Aktienkurse unter

Marktdaten

	Stand 07.07.2022 12:21	Veränderung zum					
		30.06.2022 -1 Woche	06.06.2022 -1 Monat	06.04.2022 -3 Monate	06.07.2021 -12 Monate	23.02.2022 Kriegsbeginn	31.12.2021 YTD
Aktienmärkte							
Dow Jones	31038	0,9%	-5,7%	-10,0%	-10,2%	-6,3%	-14,6%
S&P 500	3845	1,6%	-6,7%	-14,2%	-11,5%	-9,0%	-19,3%
Nasdaq	11362	3,0%	-5,8%	-18,2%	-22,5%	-12,9%	-27,4%
Russell 2000	1728	1,1%	-8,6%	-14,3%	-24,0%	-11,1%	-23,1%
DAX	12755	-0,2%	-13,0%	-9,9%	-17,8%	-12,8%	-19,7%
MDAX	25443	-1,5%	-16,7%	-16,9%	-26,3%	-20,2%	-27,6%
TecDAX	2932	1,6%	-8,3%	-10,8%	-18,6%	-6,6%	-25,2%
EuroStoxx 50	3472	0,5%	-9,5%	-9,2%	-14,3%	-12,6%	-19,2%
Stoxx 50	3490	1,2%	-5,1%	-6,6%	-0,9%	-4,6%	-8,6%
SMI (Swiss Market Index)	10916	1,6%	-5,3%	-11,4%	-8,8%	-8,6%	-15,2%
FTSE 100	7187	0,2%	-5,5%	-5,3%	1,2%	-4,2%	-2,7%
Nikkei 225	26491	0,4%	-5,1%	-3,1%	-7,5%	0,2%	-8,0%
Brasilien BOVESPA	98719	0,2%	-10,4%	-16,5%	-21,1%	-11,9%	-5,8%
Russland RTS	1104	-17,9%	-6,3%	6,7%	-32,9%	-8,3%	-30,8%
Indien BSE 30	54178	2,2%	-2,7%	-9,1%	2,5%	-5,3%	-7,0%
China CSI 300	4443	-0,9%	6,7%	4,2%	-12,6%	-3,9%	-10,1%
MSCI Welt	2561	0,6%	-8,2%	-15,0%	-15,8%	-12,0%	-20,7%
MSCI Welt SRI	2475	0,8%	-7,0%	-15,7%	-14,7%	-12,1%	-23,5%
MSCI Emerging Markets	981	-2,0%	-8,4%	-14,1%	-27,1%	-18,7%	-20,4%
Zinsen und Rentenmärkte							
Bund-Future	151,93	315	298	-531	-2167	-1406	-1944
Bobl-Future	125,25	106	-1	-323	-913	-573	-799
Schatz-Future	109,52	38	-29	-117	-266	-218	-251
3 Monats Euribor	-0,15	44	44	43	39	38	44
3M Euribor Future, Dez 2022	0,97	-25	-3	0	151	1	1
3 Monats \$ Libor	2,35	6	68	136	221	185	214
Fed Funds Future, Dez 2022	3,30	3	57	0	321	2	3
10-jährige US Treasuries	2,96	-2	-8	35	159	97	146
10-jährige Bunds	1,28	-9	-4	66	160	109	146
10-jährige Staatsanl. Japan	0,27	4	3	3	24	7	20
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,80	-24	-25	14	107	52	93
US Treas 10Y Performance	617,57	0,6%	1,3%	-2,6%	-11,5%	-7,6%	-11,6%
Bund 10Y Performance	587,99	2,1%	1,7%	-4,3%	-12,2%	-8,0%	-11,2%
REX Performance Index	460,85	1,3%	1,0%	-1,9%	-6,7%	-4,2%	-6,1%
IBoxx AA, €	2,36	-27	11	94	212	128	188
IBoxx BBB, €	3,61	-26	46	148	300	188	274
ML US High Yield	8,86	-10	150	242	430	300	395
Wandelanleihen Exane 25	6206	0,0%	-9,0%	-16,0%	-26,0%	-17,7%	-24,2%
Rohstoffmärkte							
S&P Commodity Spot Index	664,15	-6,4%	-18,7%	-6,9%	25,6%	0,8%	18,3%
MG Base Metal Index	380,38	-5,6%	-20,4%	-29,4%	-12,2%	-23,4%	-17,5%
Rohöl Brent	101,61	-11,6%	-15,0%	0,3%	36,0%	4,8%	29,6%
Gold	1742,09	-3,6%	-5,5%	-9,7%	-3,4%	-8,6%	-4,4%
Silber	19,14	-6,5%	-13,4%	-21,8%	-26,8%	-21,9%	-17,7%
Aluminium	2393,25	-1,3%	-13,0%	-29,9%	-4,6%	-27,9%	-14,7%
Kupfer	7506,25	-9,1%	-23,0%	-27,0%	-19,1%	-24,2%	-22,9%
Eisenerz	112,38	-13,6%	-22,4%	-29,8%	-48,4%	-21,4%	-0,1%
Frachtraten Baltic Dry Index	2043	-8,8%	-20,2%	-4,0%	-35,7%	-9,0%	-7,8%
Devisenmärkte							
EUR/ USD	1,0208	-1,7%	-4,8%	-6,5%	-13,8%	-10,0%	-9,9%
EUR/ GBP	0,8495	-1,3%	-0,5%	1,8%	-0,8%	1,7%	1,2%
EUR/ JPY	138,76	-2,0%	-1,0%	2,6%	5,9%	6,3%	6,4%
EUR/ CHF	0,9918	-0,4%	-3,9%	-2,6%	-9,3%	-4,9%	-4,0%
USD/ CNY	6,7010	0,0%	0,7%	5,4%	3,4%	6,1%	5,4%
USD/ JPY	135,95	0,1%	3,1%	9,8%	22,9%	18,2%	18,1%
USD/ GBP	0,8324	1,1%	4,5%	9,0%	15,0%	12,9%	12,7%

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 herein 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.