

Die Welt ordnet sich neu

Erste Thesen zu den mittelfristigen Auswirkungen des Ukrainekriegs auf Wirtschaft und Kapitalmarkt



- **Endgültig: Großmachtwettbewerb das neue Ordnungsprinzip**
- **Neben Klimawandel zweiter Treiber für massive Transformation der Weltwirtschaft**
- **Kapitalmarktwirkungen ambivalent und von großer Unsicherheit geprägt**

Einleitung

„Deutschland hat seine Sicherheit an die Vereinigten Staaten outgesourct, seine Energieversorgung an Russland und sein exportorientiertes Wachstum an China!“ Dieses Zitat der deutschen Publizistin und Außenpolitik-Expertin Constanze Stelzenmüller aus dem Economist¹ bringt auf den Punkt, warum Russlands Angriff auf die Ukraine für Deutschland – vermutlich mehr als für fast alle anderen Länder – eine fundamentale Zäsur bedeutet. Und es spiegelt die meisten der strategischen, mittel- bis langfristig relevanten Themen wider, die spätestens seit dem 24. Februar 2022 ganz oben auf der Liste stehen: Sicherheitspolitik, Energieversorgung, der Umgang mit Ländern wie Russland und China – und die Zukunft der Globalisierung.

Aus Kapitalmarktperspektive allerdings sind die spezifischen Herausforderungen Deutschlands nicht das zentrale Thema. Denn: Der Krieg im Osten Europas hat tiefgreifende globale Bedeutung. Anders als die Corona-Pandemie, die von einem Tag auf den anderen alles veränderte, kam Russlands neuerliche Aggression allerdings nicht aus heiterem Himmel. Um es mit Worten aus der Welt der Musik zu beschreiben: Es gab ein jahrelanges geopolitisches Crescendo – der russische Einmarsch ist der finale Paukenschlag. Und spätestens ab jetzt wird die Musik, die gespielt wird, eine gänzlich andere sein.

Neue Weltordnung
bildet sich

Viele sprechen deshalb bereits von einer neuen Weltordnung. Als geopolitisches Sortierprinzip für eine neue Blockbildung trifft dies in der Tat jetzt schon zu. Bezogen auf Ordnung als Zustand ist es hingegen bestenfalls eine Perspektive. Denn für den Moment ist erstmal ziemlich viel Unordnung, ist die Situation durch ein hohes Maß an Instabilität geprägt. Die Risiken sind enorm – für die Kapitalmärkte bedeutet das naturgemäß ein hohes Maß an Makrovolatilität.

Dieses Thesenpapier blendet die kurz- bis mittelfristigen Aspekte des Ukrainekriegs allerdings eher aus, etwa die Folgen für Wachstum und Inflation, für Geld- und Fiskalpolitik im laufenden Jahr. Der Fokus liegt auf von uns erwarteten, mittel- bis langfristigen, strukturellen Auswirkungen. Auch wenn es nur erste Thesen sind: Das grobe Bild, das dabei entsteht, lässt auf grundlegende Änderungen auch an den Kapitalmärkten schließen. Dies gilt vor allem natürlich in der regionalen Dimension, aber auch bezogen auf Sektoren sowie strukturgebende Merkmale wie Zahlungssysteme und Reservewährungen.

These 1: Ein neues altes Ordnungsprinzip für die Welt: Großmachtwettbewerb statt Globalisierung

Rückblende in die Jahre 1990/1991: In Deutschland wurde die Wiedervereinigung vollzogen, die Sowjetunion löste sich auf. Der Kalte Krieg war vorbei. Was folgte, war unter anderem eine drastische Beschleunigung der (wirtschaftlichen) Globalisierung, eng verknüpft mit dem ökonomischen Aufstieg Chinas. Welthandel und ausländische Direktinvestitionen stiegen stark,

¹ The Economist, 5. März 2022 (Paywall); Zitat im englischen Original: “Germany had out-sourced its security to the United States, its energy needs to Russia and its export-led growth to China.”

Lieferketten unter Beteiligung einer Vielzahl von Ländern entstanden. Überspitzt gesagt: Jeder handelte möglichst viel mit (fast) jedem – unabhängig von politischen Systemen. Nirgendwo weiß man das besser als beim langjährigen Exportweltmeister Deutschland, für den seit Jahren das unter Präsident Xi noch autoritärer gewordene China einer der wichtigsten Handelspartner ist. Aber lange Zeit galt eben das Primat ökonomischer Interessen, auch im Umgang mit dem rohstoffreichen Russland.

Globalisierung wird zurückgedrängt

Das ist nun vorbei! Dabei setzten die Änderungen leise und fast unmerklich mit der Finanzkrise 2008/2009 ein. Was sich dann beginnend im Jahr 2017 mit dem Handelsstreit zwischen den USA und China und späteren Technologiesanktionen klar abgezeichnet hatte, findet jetzt in der Reaktion des Westens auf den Einmarsch Russlands in der Ukraine und den hier weiter zu erwartenden Entwicklungen seine Vollendung. Das Ordnungsprinzip heißt nicht mehr Globalisierung, sondern (wieder) Großmachtwettbewerb, ökonomische treten hinter nationale bzw. regionale Sicherheitsinteressen zurück.² Wo – allgemeiner gesprochen – strategische Abhängigkeiten berührt sind, greifen die Staaten wieder stärker in das nationale und internationale Wirtschaftsgeschehen ein. Ökonomische Ineffizienzen werden von der Politik bewusst in Kauf genommen. Die Globalisierung wird in Teilbereichen zurückgedrängt und fragmentiert sich.

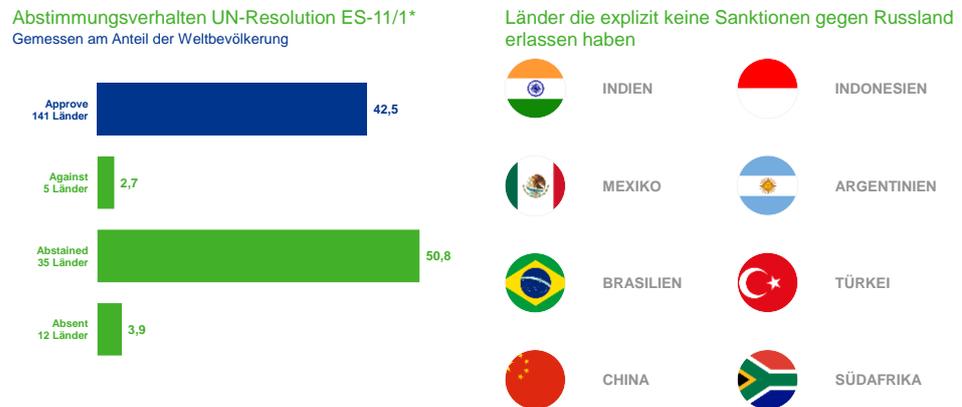
Blockzugehörigkeit endgültig geklärt

In diesem Lichte betrachtet klärt der Ukraine-Krieg die Frontlinien in diesem Großmachtwettbewerb weiter – vielleicht sogar endgültig. Denn von den großen strategischen Blöcken schien lediglich Europa bis zuletzt den Paradigmenwechsel nicht wahrhaben zu wollen, glaubte, noch nach den Spielregeln der Globalisierung handeln zu können.

Wie sieht das “big picture” nunmehr aus? Im Mittelpunkt steht der strategische Wettbewerb zwischen den USA und China. Die (vor allem militärische) Rivalität der USA und Russlands war etwas aus dem Blickfeld geraten, ist nun aber wieder sehr präsent. Die Querverbindungen intensivieren sich ebenfalls: Ein ökonomisch vom Westen abgekoppeltes Russland wird sich – notgedrungen – enger nach China orientieren. Die Bindung von Europa an die USA (transatlantisches Bündnis) wird wieder stärker. Bezogen auf andere Länder geht es letztlich um Einflusssphären – wer macht sich von wem abhängig, bindet sich an wen, oder versucht sich einigermaßen neutral durchzulavieren?

² Siehe unsere Paper „Systemschock für den Welthandel“ aus dem August 2020 sowie „Vom Tradewar zum Techwar“ aus dem November 2020.

Abbildung 1: Es geht um Einflussphären



* Aggression gegen die Ukraine. Quellen: Peterson Institute, UN, Union Investment. Stand: 31. März 2022

Der neue Kalte Krieg ist dabei auf gewisse Weise vielschichtiger als sein historischer Vorgänger. Neben der klassischen, militärischen Dimension hat er zusätzliche, „moderne“ Facetten: Es geht auch um digitale Vorherrschaft, um Cybersecurity, Lieferketten, Social-Media-Sphären und ähnliches. Und es geht auch um das Weltfinanzsystem, wie die Blockade russischer Devisenreserven und Teilspernung des SWIFT-Systems gezeigt haben. Wirtschaft und Kapitalmärkte sind vielfältiger und direkter betroffen, als das vor 1990 der Fall war.

Situation und Interessenslage sind dabei zwischen China und Russland nicht synchron. Letztlich ist Russland eine absteigende Großmacht, bei der schon seit längerem nicht ganz klar ist, welche Agenda sie jenseits der reinen Machtpolitik verfolgt – außer irgendwie die Weltordnung zu stören, wie zum Beispiel die Aktivität bei Hackerangriffen auf westliche Staaten und Unternehmen zeigt. So besehen ist Russland in allererster Linie ein Sicherheitsrisiko.

Bei China hingegen ist die Agenda sehr klar: Das Reich der Mitte ist eine aufsteigende Großmacht, will die Nummer 1 werden – es will die Weltordnung zu seinen Gunsten verändern. Der strategische Wettbewerb mit dem Westen findet – vorerst – weiter vor allem im wirtschaftlichen und technologischen Bereich statt. Auch im Falle Chinas ist zu einem späteren Zeitpunkt allerdings nicht ausgeschlossen, dass sich die Konkurrenz auf eine militärische Ebene verlagert (siehe hierzu auch These 5).

Die Welt ist instabiler geworden

Auf welcher Ebene auch immer der Großmachtwettbewerb jeweils ausgetragen wird: Die Welt ist instabiler, als sie es zu Hochzeiten der Globalisierung war. Diese stand für Vernetzung und letztlich gemeinsame Interessen, nämlich die Ausschöpfung der Renditen internationaler Arbeitsteilung. Gegenseitige Abhängigkeiten hielten die (Wirtschafts-)Beziehungen in der Balance. Großmachtwettbewerb steht hingegen für Fragmentierung und gegeneinander gerichtete Interessen – das Muster des Kalten Kriegs. Durch den Angriff Russlands auf die Ukraine hat die Instabilität der Welt einen gewaltigen Schub bekommen.

Neue Spielregeln
müssen sich erst
etablieren

Das ist durchaus typisch für die Anfangsphase einer geänderten geostrategischen Grundkonstellation, weil sich gewissermaßen erst neue Spielregeln etablieren müssen. In der Frühphase des Kalten Kriegs äußerte sich diese Instabilität in Berlinblockade sowie Korea- und dann Kubakrise. So besehen ist es vielleicht kein Zufall, dass die Rhetorik zum möglichen Einsatz von Nuklearwaffen – in diesem Fall von Russlands Präsident Putin – nun so scharf ist wie seit der Kubakrise 1962 nicht mehr.

Kapitalmarktimplikationen

- Mehr Instabilität bedeutet generell mehr Makrovolatilität an den Kapitalmärkten. Auch wenn der Einfluss des Ukrainekriegs auf die Kapitalmärkte zunächst wieder nachgelassen hat: Die indirekten Wirkungen des Kriegs erzeugen gleichermaßen Volatilität: Ein Beispiel ist der höhere Druck, dem die Zentralbanken durch die Inflationswirkungen ausgesetzt sind.
- Weniger Globalisierung heißt: Die ökonomischen Prämien internationaler Arbeitsteilung reduzieren sich. Für sich genommen führt dies zu geringerem Wachstum und höheren Preisen. Im Einzelnen aber werden die Auswirkungen auf Länder, Regionen und Einzelunternehmen sehr unterschiedlich sein, wie immer wird es Gewinner und Verlierer geben (siehe nachfolgende Thesen). Das exportorientierte Deutschland gehört definitiv zu den Ländern mit den größten Herausforderungen.
- Die größere Nähe zu Russland belegt europäische Assets isoliert betrachtet mit einer geopolitischen Risikoprämie (siehe These 4).

These 2: Reduzierung strategischer Abhängigkeiten bringt mehr Inflation – und mehr Wachstum

Nach der Eskalation des USA-China-Konflikts ab 2017 und der Corona-Pandemie ab 2020 ist der Ukrainekrieg nun das dritte Ereignis, das das Thema internationaler strategischer Abhängigkeiten in den Vordergrund rückt.

Zwischen den USA und China steht bislang vor allem der Bereich der Hochtechnologie im Mittelpunkt. Speziell bei High-End-Chips ist China bislang nicht autark vom Westen und insbesondere von den USA. Durch die Corona-Pandemie traten auf Unternehmensebene vor allem die Abhängigkeiten von internationalen Lieferketten zu Tage; massive Probleme gab (und gibt) es sowohl bei der Herstellung als auch beim Transport von End- und Vorleistungsprodukten. Spezifische strategische Abhängigkeiten wurden naturgemäß vor allem in den Bereichen Medizin und Pharma offensichtlich, beispielsweise bei medizinischer Schutzkleidung und den für die Impfstoffproduktion benötigten Materialien.

Krieg legt
Abhängigkeiten
schonungslos offen

Der Ukrainekrieg hebt die Problematik in zweierlei Hinsicht auf eine neue Ebene: Zum einen rücken zusätzliche Felder strategischer Abhängigkeiten ins Visier. Allen voran natürlich das Thema Rüstung sowie der Energiebereich, bei dem viele europäische Länder stark abhängig sind von Russland (siehe These 3). Aber auch der Agrarsektor (Getreide, Speiseöle, Düngemittel) ist betroffen. Nicht zu vergessen eine Reihe von Metallen wie etwa Palladium und Nickel, von denen einige im Übrigen für die grüne Transformation der

Wirtschaft benötigt werden³. Zum anderen aber ist der Kontext, in dem diese Abhängigkeiten stehen, ein anderer als bei der Aufarbeitung der Coronakrise. Geht es dort vor allem darum, Vorsorge zu treffen für das Risiko ähnlicher Pandemien in der Zukunft, müssen die durch den Ukrainekrieg betroffenen Abhängigkeiten vor dem Hintergrund des neuen Großmachtwettbewerbs gesehen werden. Anders ausgedrückt: Hier geht es nicht um ein „Eventrisiko“, sondern um einen strukturellen geopolitischen Trend.

Produktion wieder
näher und bei
„Freunden“

Das bringt es mit sich, dass Schlagworten wie „re-shoring“ und „near-shoring“, die in den letzten Jahren prominent wurden, nun ein weiterer Anglizismus hinzugefügt wird: der des „friend-sourcing“. Mit „re-shoring“ und „near-shoring“ ist gemeint, dass zumindest Teile der Produktion von Zwischen- oder Endgütern re-nationalisiert oder in unmittelbar benachbarten Ländern angesiedelt werden. Im Falle von Donalds Trumps „make-america-great-again“-Politik hatte dies bereits eine geopolitische Konnotation, im Kontext der Corona-Pandemie ging es allerdings eher um den Fakt, dass längere Transportwege Lieferketten per se anfälliger machen.

Beim „friend-sourcing“ geht es nun vor allem darum, Handelsbeziehungen mit politisch möglichst stabilen und gleichgesinnten Partnern auf- oder weiter auszubauen. Im Idealfall sind das Länder wie die rohstoffreichen, demokratischen Australien und Kanada, mit gewissen Einschränkungen auch Mexiko. Aber auch die Nähe zu anderen Ländern Lateinamerikas, zumindest im Falle Brasiliens durch die fragwürdige Politik von Präsident Bolsonaro eher etwas ins Abseits gerutscht, könnte wieder mehr gesucht werden. Daneben wird das „friend-sourcing“ aber auch darauf abzielen, Länder, die geographisch „vor der Haustüre“ liegen, dem Einfluss von Russland oder China zu entziehen und stärker an sich zu binden. Das gilt beispielsweise aus der Perspektive Europas für Nordafrika oder auch – aus Sicht der USA – für Venezuela. In beiden Fällen existieren engere Bindungen sowohl zu China als auch zu Russland.

Erzwungener Um-
bruch kann Innovati-
onskräfte freisetzen

Die Instabilität, die der Ukrainekrieg für die Welt bedeutet, die entstehende neue Weltordnung, hat den Druck zur Reduktion strategische Abhängigkeiten stark erhöht, sprich: es muss schneller gehen, wie das Beispiel der Energiesicherheit Europas zeigt (siehe These 3). Schneller bedeutet aber meistens zunächst auch: teurer! Ökonomisch könnte diese Konstellation mittelfristig zu einer Parallelität von höheren Wachstumsraten *und* höherer Inflation führen. Woran liegt das? Phasen des Umbruchs, die unter anderem von hohen (erwarteten) Kosten getrieben werden, bieten starke Anreize für Investitionen und Innovationen. Die erste Phase des Kalten Kriegs war auch durch einen technologischen Wettlauf geprägt, der etwa das Fundament legte für die Entstehung des Silicon Valley. Im Idealfall wird ein solcher Umbruch zur Mission wie seinerzeit die Mondlandung, setzt entsprechende Positivkräfte frei und führt über technischen Fortschritt zu höherem Wachstum und höherer Produktivität. Die Bereiche Energieproduktion, -nutzung und -speicherung sind aktuelle Beispiele – Innovationen, die zu „alten“ Bedingungen noch unattraktiv

³ Siehe unsere Veröffentlichung „Rohstoffmärkte werden grün“ aus dem November 2021.

Inflationsraten
werden strukturell
höher liegen

erschienen oder, Stichwort grüne Transformation, eher mittelfristig anvisiert wurden, werden auf einmal akut interessant. Staatlicherseits kann dies – abgesehen von regulatorischen Eingriffen – durch gezielte Investitionsanreize unterstützt werden.

Aber: Es gibt Bereiche, in denen das Innovationspotenzial begrenzt ist und schlicht nur die Preise steigen. Angebotsengpässe bei bestimmten Rohstoffen lassen sich, wenn überhaupt, nur langfristig lösen, weil der Ausbau von Kapazitäten in der Regel viele Jahre dauert. Diese Bereiche sind es, die mittelfristig für ein höheres Niveau von Inflationsraten sorgen werden, als es vor dem Ukrainekrieg erwartet worden war.

Kapitalmarktimplikationen

- Sofern der vorstehend skizzierte Innovations- und Investitionsschub ausreichend dynamisch ausfällt, was wir annehmen, sollten die aktuellen Stagflationstendenzen ein kurzfristiges und vorübergehendes Phänomen bleiben. Mittelfristig höheres Wachstum und Produktivitätszuwächse lassen die Unternehmensgewinne steigen, zunächst vor allem in jenen Bereichen, die von der Reduktion strategischer Abhängigkeiten betroffen sind. Konkret begünstigt werden diejenigen Firmen, die am Bau neuer Produktionsstätten beteiligt sind. Die Anlageklasse Aktien profitiert entsprechend. Global agierende Logistikunternehmen könnten mittelfristig allerdings zu den Verlierern der Entwicklung gehören.
- Vor allem höhere Rohstoffpreise werden zu einem höheren angebotsinduzierten Inflationsniveau führen. Diesen Teil der Inflation kann die Geldpolitik nicht direkt beeinflussen, was die Zentralbanken in eine Zwickmühle bringt. Die Ausbalancierung der Notenbankpolitik zwischen Angebots- und Nachfrageeffekten wird zum Ritt auf der Rasierklinge, die Gefahr von Fehlern, die das Wachstum abwürgen, ist hoch. Für die betroffenen Unternehmen ist die zentrale Frage, ob sie Preissteigerungen an die Konsumenten weitergeben können, oder die Margen sinken.
- Nominalzinsen werden steigen, weil (abgesehen von höheren Leitzinsen) die zur Reduktion strategischer Abhängigkeiten notwendigen Investitionen die Kreditnachfrage treiben. Unter der (realistischen) Prämisse, dass der Nachfrageeffekt von Investitionen und Zweitrundeneffekten mittelfristig ausreichend groß ist, gehen perspektivisch auch die Realzinsen hoch (Überkompensation bzw. Reduktion der angebotsinduzierten Inflation).

These 3: Der Pfad zur Klimaneutralität wird anders verlaufen

Die wohl größte strategische Abhängigkeit des Westens – und hier vor allem Europas – betrifft die Energiesicherheit. Über 40 Prozent der EU-Gasnachfrage und rund 25 Prozent der EU-Ölimporte werden bisher durch Russland gedeckt, bei Kohle sind es sogar knapp 50 Prozent. Hier rächt sich nun, dass sich Europa (und insbesondere Deutschland) nach den Spielregeln der Globalisierung von einem unberechenbaren, autoritären Regime abhängig gemacht hat. Nach vorne geschaut hat die durch den Krieg in diesem Bereich entstandene Konstellation einen besonders bitteren Beigeschmack: Man

muss *kurz- bis mittelfristig* um die Versorgung mit exakt jenen fossilen Energieträgern fürchten, deren Verbrauch man vor dem Hintergrund des Kampfs gegen den Klimawandel *langfristig* ohnehin stark reduzieren wollte. Nun ist es nicht so, dass der sich über zwei bis drei Jahrzehnte erstreckende Pfad zur Klimaneutralität vor dem russischen Angriff schon exakt vorgezeichnet war. Aber so viel ist wohl sicher: Der Krieg wird seinen Verlauf ändern, zumindest für Europa.

Energielieferketten
müssen radikal um-
gelenkt werden

Bei der Analyse muss aber sorgfältig unterschieden werden zwischen Rohöl, verarbeitetem Öl, z.B. Diesel, und Erdgas. Und es ist zu differenzieren, ob man über die globale, aggregierte Angebots-/Nachfragesituation von Energierohstoffen spricht, oder über die Lieferabhängigkeit bestimmter Regionen wie der EU (bzw. des Westens als geopolitischem Block). Ein Beispiel: Rohöl ist im Vergleich zu Erdgas leichter zu transportieren, der entsprechende Markt ist auch deshalb sehr global organisiert. Mittelfristig ist eher unwahrscheinlich, dass die Menge weltweit gehandelten Rohöls deutlich sinkt. Russland wird einen großen Teil seines Öls – vor Kriegsbeginn etwa elf Prozent der globalen Produktion – an andere Länder verkaufen können (Indien, China), Drittländer werden die Fördermengen erhöhen (z.B. die USA bei Schieferöl) oder generell wieder eine stärkere Rolle im Markt spielen (Iran, Venezuela).

Schon der seit etwa November 2020 beobachtbare Anstieg des Ölpreises vor Ausbruch des Kriegs war überwiegend nachfrage- und nicht angebotsgetrieben – über kurz oder lang wird sich dieses Muster wieder einstellen. Dafür spricht auch die Historie: Angebotsschocks im Ölpreis waren meist eher kurzlebig.⁴ Sprich: Es ist ein realistisches Szenario, dass der Preis sich „normalisieren“ wird. Unabhängig davon stellt sich aus Perspektive der EU konkret die Frage, woher genau künftig das Öl kommen soll, das die bisher aus Russland bezogenen Mengen ersetzt. Entsprechend des vorstehend beschriebenen Prinzips des „friend-sourcing“ werden hier wohl unter anderem die USA eine deutlich größere Rolle spielen als bisher. Denn anders als Europa sind die Vereinigten Staaten nicht abhängig von Energieimporten. Wenn die Preise eine rentable Förderung deutlich größerer Mengen von Schieferöl ermöglichen, was jetzt wieder der Fall ist, gibt es sogar erhebliche Reserven für den Export.

Erdgas als europäi-
sche Achillesferse

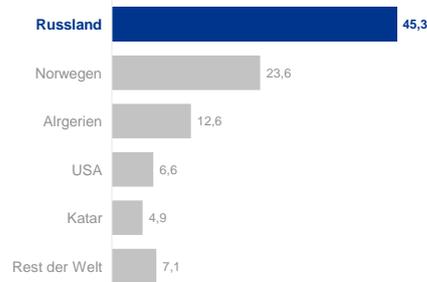
Die weitaus größere Herausforderung unter den strategischen Abhängigkeiten Europas liegt aber beim Erdgas. Das hat im Wesentlichen zwei Gründe: Erstens ist der russische Lieferanteil deutlich höher (wie erwähnt über 40 Prozent) und zweitens ist gerade Erdgas schwieriger zu transportieren und damit stärker infrastrukturabhängig. Dieses Papier ist nicht der Ort, mögliche Lösungen im Detail zu diskutieren, vermutlich ist es dafür auch zu früh. Die grundsätzlichen Fragen liegen aber auf der Hand: (1) Wer sollen und können die Gaslieferanten der Zukunft sein? (2) Welche Investitionen sind – sowohl in den Lieferländern als auch innerhalb der EU – notwendig, und was ist Voraussetzung, dass sie auch erfolgen?

⁴ Siehe unsere Analyse „Bremst der Ölpreisschock den Aktienmarkt aus?“ aus dem März 2022.

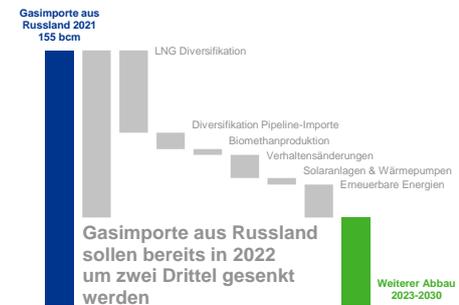
Abbildung 2: Der Westen strebt nach Energieunabhängigkeit

EU: Russische Gasimporte in 2021

Anteil in Prozent



REPowerEU: Maßnahmen zum Abbau der Gasabhängigkeit von Russland



Quellen: Europäische Kommission, IEA, Union Investment. Stand: 31. Dezember 2021

Merklicher Shift in Klimapolitik nötig

Punkt (1) stärkt – siehe oben – politisch stabile und befreundete Produktionsländer für fossile Rohstoffe.⁵ Auch bei Gas dürften die USA deshalb künftig eine größere Rolle für Europa spielen. Punkt (2) allerdings führt zu einem neuen Aspekt, der Auswirkungen auf den Zeitpfad der grünen Transformation hat. Für Kapazitätsausweitungen (wo auch immer) und Transport der größeren Mengen muss investiert werden. Energieinfrastrukturprojekte haben lange Amortisationszeiten, private Investoren werden eingedenk der Klimaneutralitätsziele Sicherheiten verlangen, dass die Anlagen ausreichend lange betrieben werden können. Anders ausgedrückt: Es wäre naiv zu glauben, dass Unternehmen in Technologien mit klarem Ablaufdatum investieren, nur um Steigbügelhalter für den möglichst schnellen und reibungslosen Übergang zur klimaneutralen Wirtschaft zu sein. Unsere Hypothese ist deshalb: Es wird einen merklichen Shift in der Klimapolitik und eine Rekalibrierung der entsprechenden Regulatorik geben (müssen). Vor allem Kohle wird kurzfristig intensiver und im Ergebnis länger genutzt werden, als dies eigentlich geplant war. Wenn die Anreize klug gesetzt werden, wird bei Neuinvestitionen im Bereich der fossilen Energien aber zumindest moderne Technologie eingesetzt, das Motto lautet gewissermaßen „so sauber wie möglich“. Pläne für neue Atomkraftwerke etwa in Frankreich (und die längere Nutzung alter Anlagen) erhalten durch die Situation ebenfalls neue Nahrung.

Bleibt die Frage, ob die Wende hin zu Erneuerbaren Energien am Ende nicht auch beschleunigt wird? Auch dies kann hier nicht vertieft diskutiert werden. Es ist aber plausibel anzunehmen, dass unter dem Druck der Situation dreigleisig gefahren wird: (1) Kurz- bis mittelfristige Energiesicherheit über neue Lieferanten für fossile Energieträger und entsprechende Investitionen herstellen, bestehende Kapazitäten intensiver und länger nutzen. (2) Den Ausbau Erneuerbarer Energien forcieren, technologische Innovationen (z.B. bei

⁵ Es sei dahingestellt, ob diese Formulierung auch Länder wie das Emirat Katar umfasst, das zu den größten LNG-Produzenten weltweit gehört und deshalb jüngst von Wirtschaftsminister Habeck besucht wurde. Man kann Katar sicherlich momentan als „politisch stabil“ bezeichnen, zur Frage des „befreundet sein“ gibt es unterschiedliche Sichtweisen. Es trifft aber sicher eher noch auf Katar zu als auf die Vereinigten Arabischen Emirate.

Langfristig Beschleunigung der Energiewende möglich

grünem Wasserstoff) stärker fördern. (3) Energiesparmaßnahmen z.B. bei Immobilien forcieren.

Für den Zeitpfad bis zur anvisierten Klimaneutralität (2050 bzw. im Falle Deutschlands 2045) könnte dies mit Blick auf Europa bedeuten, dass sich die Emissionsreduktion zunächst etwas verlangsamt bzw. die Emissionen gerade in den nächsten Jahren absolut sogar steigen. Anders ausgedrückt: Die unter dem Druck der Situation verstärkten Energiesparmaßnahmen reichen zunächst nicht aus, um etwa die erhöhte Nutzung von Kohle zu kompensieren. In der mittleren Phase (grob: in den 2030er-Jahren) ist der Nettoeffekt offener: Einerseits wirken Sparmaßnahmen und der Ausbau Erneuerbarer Energien. Andererseits wird, wie beschrieben, die neue fossile Infrastruktur länger genutzt. Vielleicht schon in dieser Phase, spätestens aber in den 2040er-Jahren dürfte sich die Emissionsreduktion dann aber stärker beschleunigen als es bisher zu erwarten war. Letztlich könnte damit die Vollendung der Energiewende sogar ein paar Jahre früher vollzogen werden.

Im Falle der USA sind die Auswirkungen auf den Emissionsreduktionspfad unklarer: Die Vereinigten Staaten sind in ihrer Energieversorgung autark, auch hier dürften allerdings die Preise anziehen und entsprechende Anreize zum Energiesparen und dem Ausbau Erneuerbarer Energien steigen. Andererseits wird die stärkere Rolle der USA für die Energieversorgung Europas eben auch einen Ausbau der Förderung fossiler Energieträger erfordern, mit den oben skizzierten Implikationen. Im Falle Indiens und Chinas ist vorerst nicht mit Änderungen der ohnehin wenig ambitionierten Klimapolitik zu rechnen.

Kapitalmarktimplikationen

- Höhere Energiekosten einerseits (zumindest bei Erdgas), adjustierte Regulatorik und Subventionen andererseits verändern die Rahmenbedingungen insbesondere für energieintensive Unternehmen. Die Anpassungsreaktionen werden aber sehr unterschiedlich ausfallen.
- Infrastrukturhersteller für die Gas- und Ölindustrie, aber auch für Erneuerbare Energien, Kreislaufwirtschaft und regenerative Heiztechnik werden ebenfalls profitieren (u.a. einfachere und schnellere Genehmigungsverfahren).
- Die US-Energiewirtschaft wird kurz- bis mittelfristig einer der Hauptprofitore sein.
- Lateinamerika könnte nach der „Bolsonaro- und Maduro-Depression“ eine Renaissance erleben und auch für Investoren wieder interessanter werden.

These 4: Europa und der Westen rücken enger zusammen

Es wäre angesichts der schrecklichen Ereignisse in der Ukraine unangebracht davon zu sprechen, man könne der Entwicklung auch positive Aspekte abgewinnen. Aber es darf zumindest als Fortschritt und Chance bezeichnet werden, dass die westliche Welt im Angesicht des Krieges eine alte Weisheit beherzigt: In der Not, Streitigkeiten beiseite stellen und zusammenrücken! So fiel die bisherige Reaktion des Westens auf den Angriff Russlands sehr geschlossen aus – sowohl bezogen auf das transatlantische Bündnis zwischen den USA und Europa als auch innerhalb der EU.

Was den Anteil der USA an der kriegsbedingten Wiedererstarkung des Transatlantikbündnisses angeht, mag man den Gedanken haben, dass dies unter einem Präsidenten Donald Trump anders hätte aussehen können als jetzt unter Joe Biden. Was die Frage aufwirft, was passiert, wenn in zweieinhalb Jahren jemand anderes ins Weiße Haus gewählt wird. Es ist müßig, darüber jetzt und hier zu spekulieren, aber so viel lässt sich vielleicht sagen: Zumindest im Establishment der republikanischen Partei werden die Geschehnisse das Bewusstsein dafür geschärft haben, dass ein politisch erfahrener und überlegt handelnder Präsident in bestimmten Situationen noch wichtiger ist als in normalen Zeiten.

Die diesbezüglichen Lehren für die EU gehen in eine etwas andere Richtung. Mag Europa unter dem Vorzeichen der Globalisierung aus wirtschaftlichen Interessen herumlaviert haben in Bezug auf China und Russland, so hat der Ukrainekrieg die Blockzugehörigkeit der EU mehr als deutlich gemacht. Insbesondere für Deutschland und seine global agierenden Unternehmen wird es nun noch schwieriger werden, die richtige Position zu China zu definieren. Denn Russland ist auch ein Lehrbeispiel, wie schnell Direktinvestitionen in und Handel mit einem autoritären und aggressiven Regime zusammenbrechen können. Umgekehrt wird auch im wirtschaftlichen Bereich die Intensität der Beziehungen zwischen der EU und den USA wieder zunehmen, gerade im Energiesektor (siehe These 3).

Chance zur weiteren
Festigung der EU

Zoomt man ins Innenleben der EU, kreiert die aktuelle Situation definitiv auch eine Chance für eine stärkere Integration – in manchen Bereichen lässt sich auch von einer Notwendigkeit sprechen. Auch hier gilt, dass äußere Bedrohungen für eine gewisse Zeit ein Momentum des Zusammenrückens schaffen. Es wird darüber spekuliert, dass Russlands Präsident Putin auch deshalb nicht vor der Invasion der Ukraine zurückgeschreckt ist, weil er die EU für ein schwaches Gebilde hält. So besehen liegt es auch im Sicherheitsinteresse der EU, Gemeinsamkeit und Stärke zu demonstrieren. Klar ist allerdings auch: Ein solches Momentum lässt irgendwann wieder nach. Insofern gilt: Je schneller nun etwas passiert, desto größer könnten die Integrationsschritte ausfallen.

In den einzelnen Aktionsbereichen wie der Verteidigungspolitik, der Flüchtlings- und Migrationsproblematik, der Energiesicherheit und dem Agrarbereich ist eines auch mehr oder minder offensichtlich: Die EU-Länder werden gut beraten sein, gemeinsam vorzugehen. Beispiel Energiesicherheit: Das eine ist, dass bestimmte Infrastrukturthemen wie z.B. innereuropäische

Pipelines für LNG-Gas ohnehin nur supranational gelöst werden können. Das andere ist, dass nationales Vorpreschen beispielsweise bei der Akquirierung neuer Energielieferanten letztlich nur die Preise weiter hochtreiben wird. Anders ausgedrückt: In einer Situation ohnehin drastisch verschärfter Knappheiten muss die EU zumindest ihre Einkaufsmacht bündeln, koordiniert und strategisch überlegt vorgehen, Ineffizienzen vermeiden – und sich nicht intern Konkurrenz machen.

Weitere Integration bei Fiskalpolitik und Finanzierung nötig

In Summe werden die Stärkung der Verteidigungsfähigkeit und die Reduzierung strategischer Abhängigkeiten, abgesehen von der ohnehin anstehenden grünen Transformation, hohe öffentliche und private Investitionen erfordern. Insofern muss sich die stärkere fiskalpolitische Integration innerhalb der EU spiegelbildlich auch auf die Finanzierungsseite erstrecken, denn irgendwie muss all dies ja bezahlt werden. Fragen, die dadurch zusätzlich befeuert werden, sind beispielsweise die nach einer stärker gemeinschaftlichen Steuerpolitik und natürlich die nach einer Kapitalmarktunion. Benötigt wird in jedem Fall ein sehr gut funktionierender europäischer Kapitalmarkt. Ob am Ende dieser Entwicklung die viel diskutierten „Eurobonds“ stehen, sei dahingestellt. Aber Konstruktionen wie der im Zuge der Corona-Pandemie geschaffene Wiederaufbaufonds (der sich von regelmäßig emittierten Eurobonds im Kern auch nur noch durch den Einmalcharakter und Details der Haftung unterscheidet), werden mutmaßlich auch in den nächsten Jahren wieder verstärkt diskutiert werden. Sprich: So oder so werden mehr von der EU begebene Anleihen kommen. Und direkte Zuschüsse für Investitionsvorhaben (statt reiner Kredite) werden wie beim Wiederaufbaufonds eine zunehmend wichtige Rolle spielen.

Maastricht-Regeln auf dem Prüfstand

Mit Blick auf die im Vertrag von Maastricht vereinbarten Verschuldungsregeln – für die während der Corona-Pandemie eine Aussetzung bis Ende 2022 beschlossen wurde, die nun möglicherweise noch mal verlängert wird – dürfen Zweifel angemeldet werden, ob sie in dieser Form am Ende wirklich wieder in Kraft treten. Angesichts der notwendigen Investitionen in Resilienz, Klimapolitik und Digitalisierung wird über viele Jahre ein hohes Maß an Finanzierungsflexibilität erforderlich sein, dem solchermaßen starre Regeln eher im Wege stehen.

In den Jahren nach der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise war viel über ein mögliches Auseinanderbrechen der EU spekuliert worden. An den Kapitalmärkten äußerte sich dies in einer Art politischen Risikoprämie für europäische Assets. Bereits in der Coronakrise war es – nach anfänglichen Schwierigkeiten (Grenzschließungen, nationale Alleingänge bei medizinischem Equipment) – gelungen, die Vorteile gemeinsamen Handelns zur Geltung zu bringen. Der Beschluss eines Wiederaufbaufonds war eine grundlegende Zäsur – im positiven Sinne. Und auch bei der Beschaffung von Impfstoffen siegte am Ende der Gemeinschaftswille. Der Ukrainekrieg hat das Potenzial, diese Entwicklung weiter zu fördern. Dies würde auch am Kapitalmarkt honoriert werden.

Kapitalmarktimplikationen

- Eine stärkere Integration der EU hat das Potenzial, die „innenpolitische“ Risikoprämie für europäische Assets aus der Zeit der Staatsschuldenkrise weiter zu senken. Dies würde die aus der Nähe zu Russland resultierende geopolitische Risikoprämie (teilweise) kompensieren.
- Der Druck zu mehr Investitionen ist in verschiedenen Bereichen (weiter) gestiegen (u.a. Verteidigung, Energie, Digitalisierung inkl. Cybersecurity). Unternehmen aus diesen Bereichen werden profitieren.
- Die Bedeutung von auf EU-Ebene begebenen Anleihen wird weiter wachsen. Die Tendenz zu echten Eurobonds wird stärker.
- Die Rolle der Fiskalpolitik wird stärker, die Fokussierung der Kapitalmärkte auf westliche Zentralbanken könnte damit sinken.

These 5: Der Krieg verändert die Position Chinas deutlich

Der russische Einmarsch in der Ukraine stellt China vor mehrere Probleme. Zum einen gerät Peking aufgrund seiner Unterstützung Russlands in die Defensive. Zum anderen liefert die konzertierte Reaktion des Westens auf den Angriffskrieg eine Blaupause dessen, was China bei einer möglichen Annexion Taiwans erwarten könnte. Pekings politischer Entscheidungsspielraum ist damit kleiner und der weitere Weg als aufstrebende Weltmacht risikoreicher geworden.

Beschleunigtes Decoupling Chinas

Dass der laufende Großmachtwettbewerb zwischen den USA und China (und nun auch zwischen dem Westen und Russland) mittelfristig zu einer neuen Blockbildung führen wird, haben wir bereits an anderer Stelle ausführlich erläutert (siehe These 1).⁶ Der Krieg in der Ukraine dürfte nun dafür sorgen, dass dieses *Decoupling* Chinas noch schneller vonstattengeht. Denn das Tempo, die Entschlossenheit und Einigkeit, mit der der Westen auf den russischen Einmarsch reagiert hat, zwingen China, sich früher als von der Führung geplant eindeutig zu positionieren. Und da eine Annäherung etwa in Richtung der NATO-Positionen unwahrscheinlich ist, muss Peking zwangsläufig seine Unabhängigkeitsbestrebungen vom Westen beschleunigen.

Zwar unterscheiden sich die Muster des Großmachtwettbewerbs zwischen China und den USA vom aktuellen Konflikt zwischen Russland und dem Westen (siehe These 1). So ist Russland etwa mit Blick auf die Wirtschafts- und Innovationskraft meilenweit von der Bedeutung Chinas entfernt. Dennoch gibt es Parallelen zwischen den Konflikten – etwa den chinesischen Umgang mit der Taiwan-Frage. Für China geht es dabei um eine „Wiedervereinigung“ mit einem (aus ihrer Perspektive) schon immer als zur Volksrepublik gehörigem Landesteil. Argumente für eine Eigenständigkeit und Unabhängigkeit des hochentwickelten Industriestandorts werden von der Führung der Kommunistischen Partei nicht anerkannt. Auch wenn es in den vergangenen Jahrzehnten eine Annäherung zwischen China und Taiwan gab – insbesondere durch enge Verflechtungen auf wirtschaftlicher Ebene – bleibt Chinas Bestrebung,

⁶ Siehe unser Paper „Vom Tradewar zum Techwar“ aus dem November 2020.

sich den kleinen Nachbarn einzuverleiben, eine zentrale politische Forderung. Und am grundsätzlichen Willen zu deren langfristiger Umsetzung bestehen auch weiter wenig Zweifel.

Sicherheitsgarantien für Taiwan, nicht für die Ukraine

Im Gegensatz zur Ukraine, das eben nicht Teil von EU und NATO ist, gibt es für Taiwan allerdings eindeutig formulierte Sicherheitsgarantien der USA. So sagte US-Präsident Joe Biden im Oktober vergangenen Jahres auf die Frage, ob das US-Militär Taiwan gegen China verteidigen würde: „Ja, wir sind dazu verpflichtet.“⁷ Allerdings stehen auch die Vereinigten Staaten im Fall der Fälle vor dem Dilemma, dass Taiwan – ähnlich wie West-Berlin zu Zeiten des „ersten“ Kalten Kriegs – zwar von enormer strategischer Bedeutung, allerdings bei einem tatsächlich Angriff deutlich schwerer zu verteidigen ist als ein Flächenland wie die Ukraine.

Trotz allem wird China, mit Blick auf die schnelle und harte Reaktion des Westens auf den russischen Einmarsch in der Ukraine, seine Taiwan-Pläne nach hinten verschieben. Das Reich der Mitte wird einen Angriff auf Taiwan erst erwägen, wenn das Risiko eines Misserfolgs so gut wie ausgeschlossen ist. Das wird dann der Fall sein, wenn das Land seine Macht und seine militärischen Fähigkeiten aufgrund weiteren technologischen und wirtschaftlichen Fortschritts weiter ausgebaut hat.

Wir rechnen damit, dass dieser Status frühestens zum Ende des Jahrzehnts erreicht ist. Für China bedeutet das aber auch, dass bis dahin die Verflechtungen mit dem Westen nochmals drastisch reduziert werden müssen. Neben technologischen Abhängigkeiten, etwa in der Halbleiterindustrie, gilt dies insbesondere für das globale Finanzsystem. Neben dem Aufbau eines eigenen Zahlungssystems dürfte dies auch in einer Umstellung des Rohstoffhandels von US-Dollar auf den heimischen Renminbi sowie den Abbau der Fremdwährungsreserven münden (siehe These 6).

China und Russland rücken zusammen

Die Zusammenarbeit zwischen China und Russland wird im Zuge dessen intensiviert, die Bedingungen diktiert dabei China. Zugespitzt formuliert: Russland wird zur Tankstelle Chinas. Im Gegenzug erhofft sich Russland, Technologien aus dem Reich der Mitte zu erhalten, die aufgrund der Sanktionen nicht mehr aus dem Westen kommen werden.

Allerdings wird China bei alledem immer kontrolliert vorgehen. An Russlands geopolitischen Manövern wird Peking ebenso wenig teilnehmen, wie es auch aktuell nicht allzu offensichtlich die Maßnahmen des Westens unterwandern wird. Denn China kann in der derzeitigen Situation keine harten Sanktionen gegen sich riskieren. Insbesondere bei der Hochtechnologie ist das Land noch zu stark auf ausländische Einfuhren angewiesen. Ein Importstopp von Schlüsselgütern würde das Land empfindlich treffen und die ehrgeizigen Zukunftspläne gefährden. Eine schnelle weitere Verschlechterung der ohnehin unterkühlten Beziehungen zum Westen ist daher nicht in Chinas Interesse.

Auch aus Richtung des Westens dürfte die Hürde, sich schnell und hart von China zu entkoppeln, deutlich höher sein, als das bei Russland der Fall war

⁷ Joe Biden: USA würden Taiwan gegen Angriff Chinas verteidigen | ZEIT ONLINE (22. Oktober 2021)

und ist. Die wirtschaftliche Bedeutung Chinas ist – für Staaten und Unternehmen – um ein Vielfaches größer, die Verflechtungen auf vielen Ebenen enger. Fraglich wäre allerdings auch hier, wie Staaten und Unternehmen mit einem stark steigenden öffentlichen Druck umgehen würden. Denn das Reputationsrisiko ist enorm.

Kapitalmarktimplikationen

- Der Wirtschaftsstandort China wird von westlichen Unternehmen mittelfristig mit größeren Fragezeichen versehen werden. Die harten Sanktionen gegen Russland haben gezeigt, wie schnell Direktinvestitionen wertlos sein können. Immer mehr westliche Konzerne ziehen sich, auch unter hohem öffentlichen Druck, komplett aus Russland zurück. Ein ähnliches Szenario ist grundsätzlich auch für China denkbar. Für Investoren bedeutet das: Konzerne mit großem direktem China-Engagement werden zunächst einmal mit einer Risikoprämie belegt.
- Der Druck auf chinesische Assets steigt perspektivisch weiter an. Zum einen aus Richtung des chinesischen Regulierers, zum anderen mit Blick auf mögliche Sanktionen des Westens – etwa bei einer Eskalation des Taiwan-Konflikts. Ein Beispiel: Russische Aktien waren für knapp vier Wochen nicht handelbar und damit für ausländische Investoren praktisch wertlos. Die aktuellen Russland-Sanktionen entziehen zudem einzelnen Unternehmen, etwa Banken, die Geschäftsgrundlage.
- Käme es (sanktionsbedingt) zum Zahlungsausfall einzelner Unternehmen oder des gesamten Landes, wären auch Anleiheinvestoren betroffen.

These 6: Der US-Dollar verliert als Weltreservewährung langfristig (etwas) an Bedeutung

Mit dem Einfrieren eines Teils der russischen Währungsreserven und dem Ausschluss mehrerer russischer Banken vom internationalen Zahlungssystem SWIFT wurde ein Tabu gebrochen. Zwar haben die USA in den vergangenen Jahrzehnten die dominante Rolle des Dollars im globalen Finanzsystem immer wieder zur Durchsetzung von Wirtschaftssanktionen genutzt. Das Ausmaß und vor allem das konzertierte Vorgehen des Westens gegen Russland ist bisher aber einzigartig.

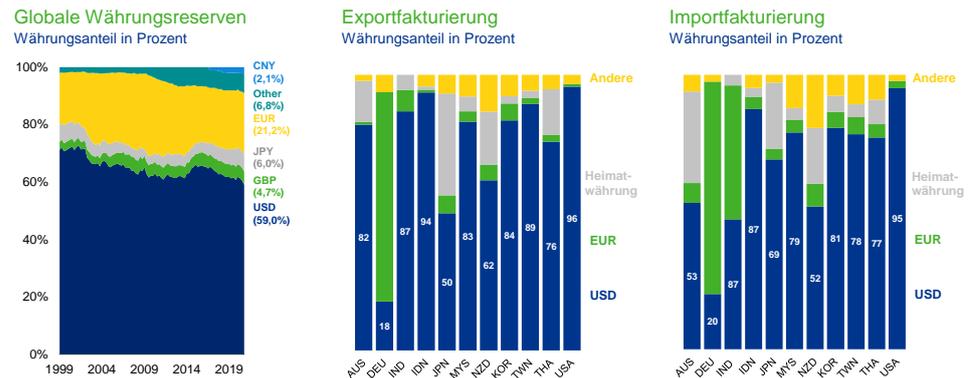
Nach eigenen Angaben kann Russland aktuell auf rund 300 Milliarden US-Dollar seiner Devisenreserven im Gesamtwert von etwa 640 Milliarden US-Dollar nicht zugreifen. Nach Daten der Russischen Zentralbank hielt das Land im Juni 2021 rund 16 Prozent der Reserven in US-Dollar, 32 Prozent entfielen auf Euro-Devisen, 13 Prozent auf den Chinesischen Renminbi. Gerade letztere dürften Russland auch weiterhin zur Verfügung stehen, will China doch die Wirtschaftsbeziehungen mit dem Land aufrechterhalten (siehe These 5).

Für den US-Dollar, der immer noch fast 60 Prozent der weltweiten Devisenreserven ausmacht (siehe Abbildung 3), dürften die aktuellen Entwicklungen aber langfristig eine Zeitenwende markieren. Denn die Botschaft hinter den harten und schnellen Sanktionen ist auch für andere Länder deutlich: In einem Konflikt mit dem Westen sind Devisenreserven in westlichen Währungen

Zeitenwende für
den US-Dollar
als Reservewährung

im Zweifelsfall wertlos. Der US-Dollar, aber auch der Euro, der Japanische Yen und das Britische Pfund dürften damit zumindest für das eine oder andere Land mittel- bis langfristig als Weltreservewährungen an Bedeutung verlieren.

Abbildung 3: Der Westen hat mit dem Einfrieren der russischen Zentralbankreserven ein Tabu gebrochen



Quellen: Internationaler Währungsfonds, Union Investment. Stand: 31. Dezember 2020

Potenzielle Konfliktparteien – und zu denen gehört eben auch China (siehe These 5) mit seinen Devisenreserven im Gesamtwert von aktuell rund 3,2 Billionen US-Dollar – werden sich verstärkt nach Alternativen umsehen. Aktuell ist allerdings noch keine in Sicht. Beispiel Gold: Das Edelmetall erfüllt zwar die Anforderung als Wertaufbewahrungsmittel. So halten die USA, das Vereinigte Königreich, Japan und die vier großen Euroländer rund 40 Prozent ihrer Währungsreserven in Gold. Allerdings kann es das Edelmetall mit Blick auf die Liquidität und die Marktgröße bei weitem nicht mit dem US-Dollar aufnehmen. Und: Die G7-Staats- und Regierungschefs wollen als Verschärfung der Sanktionen auch den Goldhandel der russischen Zentralbank unterbinden. Eine schnelle Abkehr von der US-Währung ist über diesen Kanal also nicht möglich.

Gold und Kryptowährungen als Profiteure

Dennoch dürfte Gold mittelfristig deutlich profitieren. So verfügt etwa China aktuell nur über vergleichsweise geringe Goldreserven. Würde das Reich der Mitte seine Reserven auf eine vergleichbare Quote wie Russland (ca. 20 Prozent) aufstocken, entspräche das einer Versechsfachung vom aktuellen Niveau. Um auf eine ähnliche Quote wie die USA zu kommen, wäre sogar eine Verzwanzigfachung von Nöten. Mehrere zehntausend Tonnen Gold würden auf diese Weise nachgefragt – eine Menge, die am Goldmarkt gar nicht darstellbar ist: Die jährliche Mienenproduktion liegt nur bei etwa 3.500 Tonnen. Parallel wird China noch schneller versuchen, die Abhängigkeiten vom US-Finanzsystem zu verringern. Dazu gehört zum einen die Etablierung eigener Zahlungssysteme und die Vernetzung mit Partnern außerhalb der westlichen Welt. Zum anderen dürfte die Einführung digitaler Zentralbankwährungen nochmals beschleunigt werden⁸. Schließlich wird China auch darauf drängen,

⁸ Siehe unsere Veröffentlichung „Lieber spät als nie“ aus dem Juli 2021.

beim Rohstoffhandel vermehrt die eigene Währung zu nutzen. Laut aktuellen Medienberichten erwägt etwa Saudi-Arabien, für seine Exporte nach Fernost auch Renminbi zu akzeptieren.

In Summe wird die Bedeutung des US-Dollars langfristig zumindest etwas abnehmen, ebenso wie die Wirksamkeit von Finanzsanktionen. Das zeigt sich schon heute: Russland versucht, sich seine Energie-Exporte in Rubel anstelle von Euro und US-Dollar zahlen zu lassen. Eine Maßnahme, die die heimische Währung gegenüber den westlichen Devisen stützen würde.

Auch Kryptowährungen dürften von dieser Entwicklung profitieren. Aufgrund enormer Preisschwankungen sind sie zwar als Wertaufbewahrungsmittel und damit Reservewährung ungeeignet. Um Zahlungen abzuwickeln, die Sanktionen unterlaufen sollen, werden sie aber aktuell und damit erwartbar auch in vergleichbaren Situationen häufiger eingesetzt.

Kapitalmarktimplikationen

- Langfristig dürften Alternativen zum US-Dollar und weiteren westlichen Devisen profitieren. Neben Gold und Kryptowährungen trifft dies auch auf den Chinesischen Renminbi zu, dessen Rolle etwa im Rohstoffhandel gestärkt würde.
- US-Anleihen würden stärker schwanken, ihre Renditen anziehen. Die Gründe dafür sind vielfältig: Erstens steigt das Risiko, dass sich große Marktakteure wie China von Teilen ihrer erheblichen Bestände trennen könnten. Zweitens würde die Nachfrage bei Neuemissionen durch Konfliktparteien wegfallen. Und daraus folgt, drittens, eine geringere Liquidität, die sich auch in einer höheren Volatilität niederschlagen würde.
- Aus ähnlichen Gründen dürfte der US-Dollar in einer solchen Welt – für sich genommen – unter Abwertungsdruck geraten.

Entwicklung Abhängig von Dollar-Nutzung im Welthandel

Klar ist aber auch, dass dieses Szenario erheblich davon abhängt, ob und wie stark der US-Dollar als Leitwährung im internationalen Handel zurückgedrängt wird. Noch ist fraglich, ob China über die nötige Verhandlungsmacht verfügt, um hier strukturelle Veränderungen herbeizuführen. Solange die Dollar-Dominanz an dieser Stelle hält, werden auch die beschriebenen Folgewirkungen über die Reserveentwicklung größtenteils ausbleiben. Denn für viele Länder bleiben die westlichen Devisen weiterhin die zuverlässigsten Reservewahrungen, da sie von innovationsstarken Volkswirtschaften und verlässlichen Rechtsstaaten getragen werden.

Auch für Rohstoff-Exporteure hätte eine Abkehr vom US-Dollar in Richtung Chinesischem Renminbi nicht nur Vorteile, da man sich in neue Abhängigkeiten begabe. Gleichzeitig ist der Westen weiterhin der wichtigste Abnehmer chinesischer Exporte, womit China seinerseits noch einen weiten Weg in Richtung Unabhängigkeit zu gehen hat (siehe These 5).

Wichtig ist aber vor allem, dass die Wahrscheinlichkeit des Endes der „Dollar-Hegemonie“ gestiegen ist. Und schon allein die Spekulation darüber könnte an den Kapitalmärkten eine entsprechende Wirkung haben.

Schlussbemerkungen

Die vorstehenden Thesen konzentrieren sich auf die wichtigsten geopolitischen und ökonomischen Aspekte des Ukrainekriegs, soweit sie eine mittel- bis langfristige, strukturelle Wirkung haben. Eine Reihe von ebenfalls relevanten Themen wird ausgeblendet oder nur gestreift, die Folgen für den Agrar- und Ernährungsbereich etwa, die nun noch komplexere Flüchtlingsproblematik, aber auch Einflüsse auf die Digitalisierung – als Stichworte seien nur Kryptowährungen und Cyberattacken genannt.

Hohe Volatilität in Übergangsphase

Schon aus den hier diskutierten Themen zeichnet sich aber das grobe Bild einer grundlegend veränderten Weltwirtschaft ab – mit entsprechenden Auswirkungen auf die Kapitalmärkte. Der Übergang dorthin wird an den Börsen in jedem Fall von deutlich erhöhter Volatilität geprägt sein. Positiv ist: Unsere bereits im Kontext der Corona-Pandemie aufgestellte These, es gebe mittelfristig das Potenzial für einen nachhaltig höheren Wachstumspfad, sehen wir bestätigt. Der Druck, strategische Abhängigkeiten zu reduzieren, Energiesicherheit wiederherzustellen und die Energiewende zu forcieren, ist noch größer geworden und lässt entsprechende Investitionen erwarten, verbunden mit der Chance auf einen Innovationsschub in vielen Bereichen. Perspektivisch könnten deshalb zunächst nur nominal steigenden auch höhere Realzinsen folgen – auch dies eine letztlich gesunde Entwicklung.

Inflation bleibt erhöht, Notenbanken vor Herausforderung

Ambivalent in ihrer Beurteilung sind die zu erwartenden höheren Preise für fossile Energie. Einerseits setzen sie einen im Kontext des Klimawandels sinnvollen Anreiz, nämlich sie weniger zu nutzen. Gleichzeitig werden sie aber im Zusammenwirken mit den ebenfalls steigenden Preisen anderer Rohstoffe die Inflation auch mittelfristig auf ein wieder höheres Niveau treiben. Für Geld- und Fiskalpolitik wird es ein Ritt auf der Rasierklinge werden, Maßnahmen so auszubalancieren, dass sich die Preissteigerungen nicht zu stark beschleunigen; ab einem bestimmten Niveau wäre dies, wie wir in unserem White Paper zur Risikomanagementkonferenz 2021⁹ analysiert haben, schädlich insbesondere für Risikoassets.

Gewinner und Verlierer: Karten werden neu gemischt

Der Prozess hin zu einer neuen politischen und ökonomischen Weltordnung wird in der Realwirtschaft und an den Finanzmärkten Gewinner wie Verlierer generieren. Dies gilt für Staaten wie für private Unternehmen. Es liegt auf der Hand, dass eine geopolitische Entwicklung wie die der erneuten Blockbildung insbesondere auf Länderebene die Karten neu mischt. Um auf das Eingangszitat dieses Textes zurückzukommen: Nur für wenige Länder dürfte das so sehr gelten wie für Deutschland. Gründe für verhaltenen Optimismus gibt es gleichwohl: Deutschland ist ein reiches Land und steigt in diesen Prozess aus einer Position der Stärke ein. Und: Der hohe Anteil an wirtschaftlich starken und flexiblen mittelständischen Unternehmen dürfte die Anpassung deutlich begünstigen.

⁹ Michael Herzum, Sandra Ebner, Sven Schömer – Investmentwelt post Corona: Ein neues Drehbuch für Portfolios? Verfügbar unter folgendem [Link](#).

Kontakt

Herausgeber: Union Investment Institutional GmbH
Weißfrauenstraße 7
60311 Frankfurt am Main
Deutschland
Telefon: +49 69 2567-7652
Telefax: +49 69 2567-1010
institutional@union-investment.de
www.institutional.union-investment.de
www.union-investment.com

Research: Sandra Ebner
Sandra.Ebner@union-investment.de
+49 69 2567-8188

Text: Dr. Heinz-Georg Palm
Heinz-Georg.Palm@union-investment.de
+49 69 2567-2186

Janis Blaum
Janis.Blaum@union-investment.de
+49 69 2567-3303

Titelbild: Javier Miranda – unsplash.com

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument ist ausschließlich für professionelle Kunden vorgesehen. Alle Informationen in diesem Dokument stammen aus eigenen oder öffentlich zugänglichen Quellen, die für zuverlässig gehalten werden. Für deren Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit steht der Verfasser nicht ein. Eigene Darstellungen und Erläuterungen beruhen auf der jeweiligen Einschätzung des Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung, auch im Hinblick auf die gegenwärtige Rechts- und Steuerlage, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Die Inhalte dieser Kundeninformation stellen keine Handlungsempfehlung dar, sie ersetzen weder die individuelle Anlageberatung durch die Bank noch die individuelle, qualifizierte Steuerberatung. Dieses Dokument wurde von Union Investment Institutional GmbH mit Sorgfalt erstellt, dennoch übernimmt Union Investment keine Gewähr für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit. Union Investment übernimmt keine Haftung für etwaige Schäden oder Verluste, die direkt oder indirekt aus der Verteilung oder der Verwendung dieses Dokuments oder seiner Inhalte entstehen. Alle Index- bzw. Produktbezeichnungen anderer Unternehmen als Union Investment können urheber- und markenrechtlich geschützte Produkte und Marken dieser Unternehmen sein.

Stand aller Informationen, Darstellungen und Erläuterungen: 05.04.2022, soweit nicht anders angegeben.