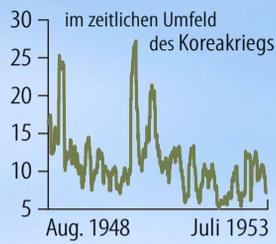
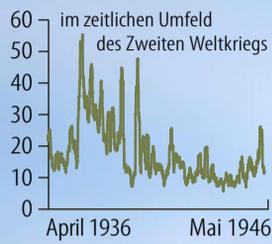


Märkte im Bann des Krieges

Krisenvolatilitäten der US-Börse in Prozent



Quellen: Bloomberg; F.A.Z./Foto dpa
F.A.Z.-Grafik Rodrigues

S&P 500 (Angaben in Indexpunkten)



Ein Vogel sitzt auf dem Rohr eines historischen russischen T34-Panzers. Der Panzer ist ein Teil des Sowjetischen Ehrenmals im Berliner Tiergarten.

Mehr Volatilität voraus

Der Konflikt um die Ukraine kann als historisch beschrieben werden. Seit Langem standen sich Großmächte nicht mehr so feindlich gegenüber wie aktuell. Solche „geopolitischen Risiken“, wie man sie an der Börse nennt, sind immer schwer kalkulierbar und führen zu erhöhten Kursschwankungen am Aktienmarkt. Anleger befinden sich in einer Welt, für die die üblichen Handlungsempfehlungen nicht mehr zu gelten scheinen. Der Blick auf die wichtigsten militärischen Auseinandersetzungen der vergangenen 110 Jahre mag helfen, wenngleich sich das historische Umfeld deutlich unterscheidet.

Das beginnt mit ihrer unterschiedlichen Dauer. Die Kubakrise etwa währte mit Nachspiel und Vorgeschichte, großzügig gerechnet, nur ein Jahr vom November 1961 bis November 1962. Der Zweite Weltkrieg und die vorangehende krisenhafte Zuspitzung in Mitteleuropa dauerte vom „Anschluss“ Österreichs im März 1938 bis zur Befreiung Deutschlands im Mai 1945 mehr als sieben Jahre.

Die historische Einmaligkeit zeigt sich auch in der Entwicklung der Aktienmärkte. So scheint sich etwa der Koreakrieg zwischen 1950 und 1953 insgesamt kaum auf die Entwicklung des amerikanischen S&P-500-Index ausgewirkt zu haben, die Kubakrise dagegen erscheint als großer Dämpfer. Doch so eindeutig sind die Zusammenhänge nicht. So entstand 1962 der größte Verlust nicht während der Zuspitzung der Krise im Oktober, sondern im Mai und Juni davor. Und während die letzten Jahre des Zweiten Weltkriegs von einer Kursrally gekennzeichnet waren, gab es diese im Ersten Weltkrieg während der Anfangsphase. Zum Waffenstillstand in Compiègne lagen die Kurse keine 10 Prozent mehr über dem

Militärische Konflikte sorgen stets für mehr Volatilität an den Börsen.
Das dürfte auch diesmal so sein.

Von Martin Hock, Frankfurt

Vorkriegsniveau. Diese Unterschiede sind durch die historischen Umstände erklärbar.

Allen drei kriegerischen Auseinandersetzungen ist gemein, dass die Kurse zu Beginn erst einmal kurze Zeit deutlich fallen. Dem folgt eine Erholung, der sich eine Seitwärtsbewegung anschließt. Möglicherweise handelt es sich um einen Prozess der Akzeptanz, in den Phasen Schrecken, Erleichterung, Gewöhnung und realistischer Einschätzung dessen, was folgen wird: die Fragilität nach dem Ersten Weltkrieg, die Friedensdividende nach dem Zweiten und die regionale Begrenztheit des Koreakrieges. Dies würde wieder die heterogene Entwicklung gegen Ende erklären.

Mehr Gemeinsamkeiten scheint es bei der Marktvolatilität zu geben. Zu Beginn der drei kriegerischen Auseinandersetzungen stieg diese stark an, ging dann aber ebenso deutlich zurück. Während des Zweiten Weltkrieges und des Koreakrieges sank sie sogar unter das Vorkriegsniveau. Im Verlauf kam es immer wieder zu Ausschlägen, die während des Ersten Weltkriegs besonders prononciert, während des Zweiten Weltkrieges und des Koreakrieges aber häufiger waren.

Interessant ist der Vergleich mit den Auswirkungen späterer militärischer Konflikte. So sorgte die Kubakrise zwar für einen Anstieg der Volatilität, doch war dieser weitaus geringer als ein Ausschlag Monate zuvor, der augenschein-

lich durch den Start des sowjetischen Satelliten Kosmos 4 ausgelöst wurde, der erstmals die gesamten USA aus dem Weltall beobachten konnte. Sehr besonders sind die Auswirkungen des arabisch-israelischen Jom-Kippur-Kriegs, der sich im Oktober 1973 zutrug. Während der tatsächlichen Kriegshandlungen war die Volatilität eher niedrig und stieg danach bis Ende 1974 an.

Paul Jackson, Leiter des globalen Researchs für die Vermögensallokation der amerikanischen Fondsgesellschaft Invesco, der die Auswirkungen von Kriegen auf die Märkte schon vor einiger Zeit untersucht hat, macht darauf aufmerksam, dass militärische Auseinandersetzungen nicht immer die Kurse drücken. So sei es etwa beim Dritten Golfkrieg im Jahr 2003 gewesen. Es kommt stets auch auf das historische Umfeld an – wie in diesem Fall die sogenannte Dotcomkrise oder im Zweiten Weltkrieg die Weltwirtschaftskrise, die den militärischen Auseinandersetzungen vorangingen.

„Die Konsequenzen eines Krieges können viel wichtiger sein“, sagt Jackson. „Eine Konsequenz des Jom-Kippur-Kriegs etwa war, dass sich der Ölpreis vervierfachte. Das hatte dramatische Konsequenzen für die Weltwirtschaft, die in die Stagflation fiel. Die Gewinne der Unternehmen sanken und mit ihnen auch die Aktienkurse.“ Denn die Welt sei damals noch viel stärker vom Öl abhängig gewesen als heute. Wie sich die

Aktienkurse verhielten, sei zudem vom Ausmaß der wirtschaftlichen Auswirkungen abhängig. Insofern sei der Blick auf die amerikanischen Aktienkurse etwas trügerisch. „Von Pearl Harbor abgesehen, hatten die Vereinigten Staaten nie einen Krieg auf heimischem Boden. Die Auswirkungen der Weltkriege auf die europäischen Börsen dürften deutlich größer gewesen sein.“ Doch dafür fehlt es an verlässlichen Daten.

Eine längere Dauer des Ukraine Konflikts würden etwa die baltischen Staaten sehr stark zu spüren bekommen, die USA deutlich weniger. Mitteleuropa befindet sich in der Mitte. „Wenn Russland den Export von Energieträgern stoppen würde, würde das sofort eine Rezession auslösen.“ Höhere Rüstungsausgaben könnten die negativen konjunkturellen Effekte dämpfen. Eine anfänglich höhere Inflation werde sich dagegen über die ausgelöste Rezession selbst korrigieren. Längerfristig sei es möglich, dass sich der Handel mit Energieträgern neu strukturiere. „So könnte China künftig Russlands Hauptabnehmer sein, während der Mittlere Osten dann wieder Europa stärker beliefern könnte. Es fehlen allerdings die Gaspipelines, sodass Europa mehr Flüssiggas, nicht zuletzt aus den USA, beziehen müsste.“ Dieser Prozess würde dann längerfristig zu Störungen im Preisgefüge und der wirtschaftlichen Entwicklung führen.

Auch die Zinserhöhungen der Notenbanken seien infrage gestellt. Denn diese müssten nun bereitstehen, um unerwünschte Folgen der Sanktionen auf das Finanzsystem auffangen zu können. Da erschienen Zinserhöhungen kontraproduktiv. „Es gibt so viel Unsicherheit“, seufzt Jackson, „und das hassen die Märkte.“ Unter diesen Umständen dürfte die Volatilität auch diesmal noch eine Zeit lang auf höherem Niveau bleiben.