

BOOMT DIE EUROPÄISCHE WIRTSCHAFT, WENN DIE WAFFEN IN DER UKRAINE SCHWEIGEN?

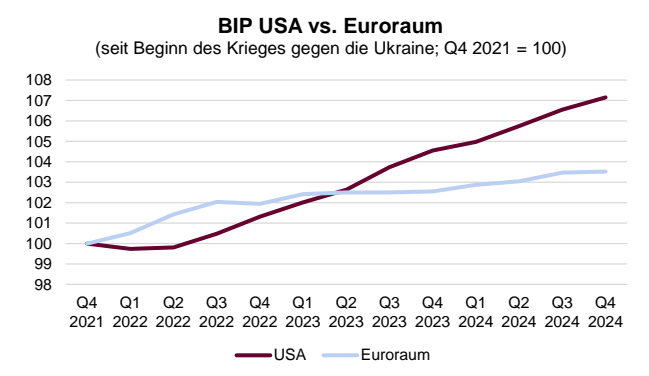
Nach drei Jahren Krieg in der Ukraine hat die Wahrscheinlichkeit eines Waffenstillstands zugenommen. Für die westeuropäische Wirtschaft, die insbesondere in Deutschland stark unter den negativen Folgen des Krieges gelitten hat, könnte dies eine positive Nachricht sein. Die genauen Auswirkungen eines Waffenstillstands auf das Wirtschaftswachstum sind allerdings nicht leicht zu quantifizieren und hängen stark von der konkreten Ausgestaltung der Nachkriegsordnung ab. Insgesamt spricht vieles dafür, dass die westeuropäische Wirtschaft von einem Waffenstillstand in der Ukraine spürbar profitieren wird. Der europäische Aktienmarkt, der in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres noch auf der Stelle trat, profitiert bereits stark von dieser Erwartung.

In Deutschland, der größten Volkswirtschaft Europas, stagniert die Wirtschaft seit drei Jahren. Europas wichtigster Handelspartner, die USA, droht mit Zöllen auf europäische Produkte. Unternehmen, die stark von der Zukunftstechnologie Künstliche Intelligenz profitieren, gibt es in Europa nur wenige, in den USA dafür umso mehr. Trotzdem hat der europäische Aktienmarkt seit Jahresbeginn eine beeindruckende Performance hingelegt und sein amerikanisches Pendant deutlich hinter sich gelassen. Als Grund für diese überraschende Entwicklung wird immer wieder die **Hoffnung auf einen Waffenstillstand in der Ukraine** genannt. Tatsächlich ist die Wahrscheinlichkeit dafür nach der jüngsten Annäherung zwischen den USA und Russland deutlich gestiegen. Aber würde ein Waffenstillstand die europäische Wirtschaft tatsächlich so beflügeln, dass dies die Kursentwicklung an den Aktienmärkten rechtfertigen würde?

Europa und insbesondere Deutschland haben - natürlich nach der Ukraine - die negativen wirtschaftlichen Folgen der russischen Aggression am deutlichsten zu spüren bekommen. Dies ist vor allem auf die gestiegenen Gaspreise zurückzuführen, die zu einem kräftigen Anstieg der Inflation in den Jahren 2022 und 2023 beigetragen haben. Der daraus resultierende Zinserhöhungszyklus der EZB traf insbesondere den Immobilienmarkt hart. Darüber hinaus hat der Krieg das Vertrauen von Konsumenten und Investoren erschüttert, Lieferketten teilweise zerstört, die finanziellen Rahmenbedingungen verschärft und eine Flüchtlingswelle aus der Ukraine ausgelöst.

Würde ein Waffenstillstand all diese überwiegend negativen Effekte umkehren? Diese Frage beschäftigt derzeit die Analysten der Großbanken. Die Ökonomen von Goldman Sachs und UBS haben unabhängig voneinander verschiedene ökonomische Kanäle untersucht, über die ein Waffenstillstand Impulse auf die Realwirtschaft

übertragen könnte. Beide Institute sehen den Erdgaspreis, das Verbrauchervertrauen, den Wiederaufbau der Ukraine und das Ausmaß der Flüchtlingsrückkehr als wichtige Transmissionskanäle. Während die UBS zusätzlich die öffentlichen Investitionen im Verteidigungsbereich berücksichtigt, analysieren die Analysten von Goldman Sachs die finanziellen Rahmenbedingungen („financial conditions“) im Euroraum.



Beide Häuser weisen in ihren Analysen darauf hin, dass die wirtschaftlichen Effekte von den noch zu klärenden politischen Rahmenbedingungen abhängen. Zudem dürfte der Einfluss der verschiedenen Transmissionskanäle im Zeitverlauf variieren, wobei sich positive Gaspreis- und Vertrauenseffekte schneller entfalten würden als positive Verteidigungs- und Wiederaufbaueffekte. Während Goldman Sachs je nach Szenario einen positiven BIP-Anstieg von 0,2 bis 0,5 Prozentpunkten prognostiziert, schätzt die UBS den möglichen BIP-Anstieg bis 2027 auf 0,5 bis 1,0 Prozentpunkte.

Die Analysten der Danske Bank haben ebenfalls mögliche Szenarien für die weitere Entwicklung zwischen Russland und der Ukraine analysiert. Demnach macht es für die Wirtschaft einen Unterschied, ob der Waffenstillstand ein **schmutziger Deal** wäre, der Russland begünstigt, oder ein **akzeptabler Deal**, der einen dauerhaften Frieden

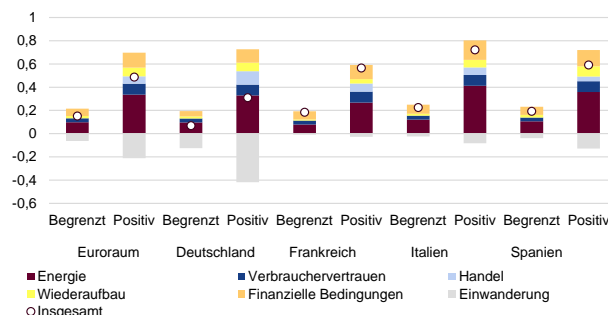
wahrscheinlicher macht. **Derzeit sieht es eher nach einem schmutzigen Deal aus.** Die Gespräche finden bilateral zwischen den USA und Russland statt, während die Ukraine und Westeuropa außen vor bleiben. US-Vertreter haben zudem erklärt, dass die Wiederherstellung der Grenzen, die vor der Annexion der Krim im Jahr 2014 bestanden, und eine NATO-Mitgliedschaft der Ukraine unrealistisch seien. Das sind deutliche Zugeständnisse an die Forderungen Russlands. Keith Kellogg, Trumps Sondergesandter für die Ukraine, der sich kritisch dazu geäußert hatte, wurde offenbar ausgeschlossen und ist nicht Teil des US-Verhandlungsteams.

Ein **akzeptables Abkommen**, so die Analysten der Danske Bank, würde zwar Gebietsverluste für die Ukraine bedeuten, aber mit Sicherheitsgarantien einhergehen. Die Sanktionen gegen Russland würden schrittweise aufgehoben. Dies würde zu langfristiger wirtschaftlicher Stabilität, mehr Vertrauen und Investitionen führen, was wiederum mehr Wiederaufbauaktivitäten und ein höheres Wachstumspotenzial bedeuten würde. Ein **schmutziger Deal** hingegen würde bedeuten, dass Russland die Bedingungen diktiert und die Sanktionen vor allem im Energiebereich schneller aufgehoben werden. Es würde weniger in den Wiederaufbau investiert, dafür würde Europa noch massiver in die Verteidigung investieren.

Grundsätzlich sind sich die europäischen Staaten einig, dass die gemeinsame Verteidigung ausgebaut werden muss. Über die konkrete Umsetzung und Finanzierung besteht jedoch noch kein Konsens. Möglicherweise wird US-Präsident Trump mit wirtschaftlichen Drohungen und einem weiteren Rückzug der USA aus der NATO versuchen, die Entscheidungsfindung in Europa zu beschleunigen.

Laut UBS könnten US-Zölle das BIP der Eurozone bis 2026 um bis zu 0,75 Prozentpunkte reduzieren.

Geschätzte BIP-Auswirkungen eines Waffenstillstands
(in Prozentpunkten und unterschieden nach Szenarien;
Quelle: Goldman Sachs)



Um die steigenden Verteidigungsausgaben finanzieren zu können, hat Frankreich die Ausgabe von EU-Anleihen gefordert. Wahrscheinlicher ist jedoch eine **Lockerung der EU-Fiskalregeln**, die den Spielraum für eine höhere nationale Verschuldung vergrößern würde. In Deutschland müsste zudem die Schuldenbremse reformiert werden. Ob die dafür notwendige Zweidrittelmehrheit im Parlament erreicht werden kann, wird die Bundestagswahl am Wochenende zeigen.

Insgesamt spricht vieles dafür, dass die westeuropäische Wirtschaft von einem Waffenstillstand in der Ukraine spürbar profitieren wird. Die Aktienmärkte preisen dies bereits ein. Hinzu kommt ein Nachholeffekt. Während der US-Aktienmarkt in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres sehr gut performte, stagnierten die Kurse der meisten europäischen Unternehmen. Nun scheint sich das Blatt gewendet zu haben.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319, Christian Bußmann (cbussmann@marcard.de), Yannick Düring (yduering@marcard.de), Ralph Groß (rgross@marcard.de), Maximilian Völpel (mvoelpel@marcard.de)

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

© Copyright 2025

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren. Voraussetzung für eine kunden- und produktgerechte Beratung ist, dass Sie uns auf unsere Fragen bezogen auf Ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse aktuelle, richtige und vollständige Angaben machen. Nur so sind wir in der Lage, Ihnen Empfehlungen entsprechend Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten zu geben. Im Rahmen der Geeignetheitsprüfung gleichen wir unsere Empfehlungen mit Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten ab. Insbesondere die Risikobereitschaft, Verlusttragfähigkeit und der bevorzugte Anlagehorizont bilden essentielle Bausteine für eine erfolgreiche und individuell zugeschnittene Anlageberatung.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr.