

Was kommt nach dem Inflationsbuckel? Implikationen für Anleger

Der Fokus der Märkte liegt derzeit berechtigterweise sehr auf der hohen Inflation und den restriktiven Zentralbanken. Die amerikanische Zentralbank hat die Märkte offenbar davon überzeugt, dass sie alles tun wird, um die Inflation zu bekämpfen. Die in den Anleihemärkten eingepreisten Inflationserwartungen sind daraufhin seit April deutlich gefallen. Diese sogenannte Breakeven-Inflation liegt für alle Laufzeiten von zwei bis 30 Jahren wieder zwischen 2,5% und 3,0% und damit auf Niveaus wie im Frühjahr 2021. In der Tat spricht auch vieles dafür, dass die Inflation spätestens im kommenden Jahr deutlich fällt – auch wir erwarten dies. Anleger sollten aber nicht der Illusion erliegen, dass wir schnell zu dem Umfeld niedriger Inflation der letzten zwei Dekaden zurückkehren werden, wenn die Inflation den Inflationsbuckel überschritten hat. In den kommenden Jahren ist aus unserer Sicht nicht nur im Durchschnitt mit einer höheren Inflation als in der letzten Dekade, sondern auch mit deutlichen Schwankungen der Inflation, d.h. mit einer erhöhten Volatilität der Inflation zu rechnen. Der Grund liegt vor allem in den längerfristigen Angebotsengpässen bei Rohstoffen, der Energiewende, der Deglobalisierung, sowie in der demographischen Entwicklung, die zu einem zunehmenden Mangel an Arbeitskräften führen dürfte.

Längerfristig Angebotsengpässe bei Rohstoffen und Arbeitskräften

Angebotsengpässe bei Rohstoffen gibt es bereits jetzt schon sowohl bei Industriemetallen, die für die Energiewende unabdingbar sind, als auch bei fossilen Brennstoffen. Jahrelang wurde in beide Bereichen nur unzureichend investiert. Neben niedrigen Rohstoffpreisen, dem Fokus der Unternehmen auf Ausschüttungen und politischen Gründen spielten hier insbesondere Umwelt- und Nachhaltigkeitsaspekte eine wesentliche Rolle. Nun verknappt Putins Krieg zusätzlich das Angebot fossiler Brennstoffe, was den Trend hin zu erneuerbaren Energien und damit auch die strukturelle Nachfrage nach Industriemetallen beschleunigt.¹

Die Verringerung der Nachfrage durch Chinas Null-Covid-Politik, höhere Zinsen und die erwartete Rezession dürften die Rohstoffpreisentwicklung zwar vorübergehend dämpfen und zu rückläufiger Inflation führen. Ebenso dürfte dadurch die Enge der Arbeitsmärkte vorübergehend gemildert werden. Erholt sich die Wirtschaft danach aber wieder, dürften sowohl die Rohstoffpreise schnell wieder anziehen als auch die Arbeitsmärkte schnell wieder eng werden. Denn das Angebot bleibt beschränkt, während auf der Rohstoffseite zudem die Nachfrage sowohl durch die Energiewende als auch durch das Wachstum der Schwellenländer weiter zunimmt. Beispielsweise haben nur zehn Prozent der indischen Haushalte eine Klimaanlage – Tendenz steigend. Die Anzahl der zugelassenen Autos steigt auf dem Subkontinent dank einer größer werdenden Mittelschicht ebenfalls kontinuierlich an. In der längeren Frist dürfte zudem der Lohndruck als Folge eines dauerhaften Mangels an Arbeitskräften immer deutlicher werden. Ein erneuter Aufwärtsdruck bei der Inflation scheint damit unvermeidbar, der dann erneut von den Zentralbanken bekämpft werden muss. Darüber hinaus könnten auch die Energiewende, vermehrt klimabedingte Naturkatastrophen, die etwa zu Ernteaussfällen führen

Im **Fokus** kommentieren wir außergewöhnliche Marktereignisse und analysieren kapitalmarktbezogene Sonderthemen.

Wir werden nach dem Inflationsbuckel nicht zu dem Umfeld niedriger Inflation der letzten zwei Dekaden zurückkehren

Es ist mit einer höheren Inflation als in der letzten Dekade und mit einer erhöhten Volatilität der Inflation zu rechnen

Fehlende Investitionstätigkeit und Putins Krieg verschärfen Angebotsengpässe bei Rohstoffen

Rohstoffpreise und Löhne wahrscheinlich mit erneutem, zügigen Aufwärtsdruck bei Wirtschaftserholung

¹ Siehe „Industriemetall-Superzyklus beschleunigt, nicht verlangsamt“, Berenberg Märkte Fokus, 11. August 2022

können, sowie soziale und geopolitische Unruhen zu stärkeren Inflationsschwankungen beitragen. Die Folge stärkerer Bewegungen in der Inflation dürften stärkere und schnellere geldpolitische Zyklen und damit auch kürzere, ausgeprägtere und erratischere Wirtschaftszyklen sein.

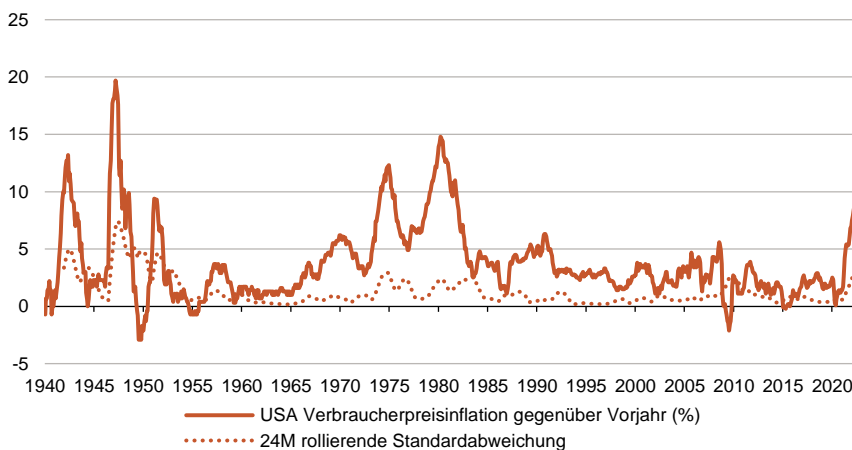
Dieses Umfeld wäre den 1960er und 70er Jahren nicht ganz unähnlich, als sich die Inflation in drei Wellen immer weiter aufschaukelte (siehe Abb. 1). Nach Jahren niedriger und stabiler Inflation Anfang der 1960er Jahre, versuchte die US Notenbank dann Mitte des Jahrzehnts mit einer Niedrigzinspolitik das US-Haushaltsdefizit, das durch die Kosten des Vietnamkriegs und umfassende Sozialreformen zunehmend angestiegen war, zu finanzieren und die in der Rezession steckende Wirtschaft zu stimulieren. Die dadurch ausgelöste hohe Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen, führte nachfolgend zu steigenden Löhnen und Verbraucherpreisen. Das aktuelle Pendant zu dieser Politik dürfte die Niedrigzinspolitik der Fed im Zuge der Corona-Krise in Verbindung mit der zeitgleich exzessiven fiskalischen Stimulierung nach Jahren niedriger und recht stabiler Inflation sein. Auch diesmal hat die dadurch ausgelöste hohe Nachfrage nach Gütern und nach dem Ende der Coronabeschränkungen auch nach Dienstleistungen zu steigenden Verbraucherpreisen und Löhnen geführt.

Heutiges Inflationsumfeld zeigt Parallelen zu den 60er und 70er Jahren

Später ließen zwischen 1973 und 1981 – insbesondere in den beiden Ölkrisen 1973/74 und 1979/80 – zahlreiche Preisschocks bei Öl und Nahrungsmitteln die Inflationsraten immer wieder nach oben schnellen. Aufgrund steigender Inflationserwartungen und hoher Lohnforderungen der Gewerkschaften führten die einzelnen Schocks zu einer anhaltenden Inflation. Die aktuellen Parallelen sind die Energiekrise sowie die stark steigenden Nahrungsmittelpreise aufgrund des russischen Angriffskrieges in der Ukraine.

Abb. 1: Inflation und Inflationsvolatilität dürften in dieser Dekade hoch bleiben

US-Verbraucherpreisinflation im Zeitablauf



Zeitraum: 01.01.1940 - 30.09.2022
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

Lehren aus den 60er und 70er Jahren

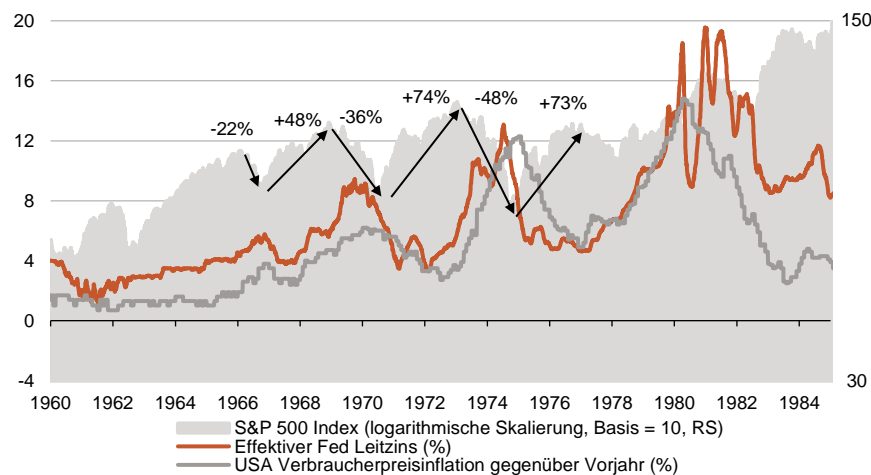
Entscheidend für den weiteren Verlauf nach dem Inflationsbuckel dürften die Zentralbanken sein. Der Verlauf der Verbrauchpreis-inflation in den USA im Vergleich mit dem effektiven Fed-Leitzins in den 60er und 70er Jahren in Abb. 2 zeigt, dass die Fed damals bei rückläufiger Inflation jeweils schnell die zinspolitischen Zügel wieder gelockert hat. Zudem hat die Fed in 1973 als Reaktion auf den Yom-Kippur-Krieg und den Ölschock die Zinsen vorübergehend gesenkt – trotz hoher und

Expansive Zinspolitik der Fed während der 60er und 70er Jahre mit schnellen Zinssenkungen nach Inflationshochpunkten

kontinuierlich steigender Inflation. Ein Hintergrund war, dass die Regierungen der Industriestaaten zu dieser Zeit ehrgeizige Beschäftigungsziele verfolgten und die Zentralbanken auch weniger unabhängig agierten, weshalb die Geldpolitik während der gesamten 1970er Jahre insbesondere in den USA recht expansiv ausgerichtet blieb. Diese Verhaltensweise hatte damals sicherlich das kontinuierliche Aufschaukeln der Inflation in mehreren Wellen begünstigt. Erst als die Fed Anfang der 1980er Jahre unter Chairman Paul Volcker deutlich restriktiver vorging und den Leitzins lange oberhalb der realisierten Inflation hielt, kam die Inflation nachhaltig zurück.

Abb. 2: In den 60er und 70er Jahren hat die Fed bei rückläufiger Inflation jeweils sehr schnell die Zinsen wieder gesenkt

Verlauf der Verbraucherpreisinflation in den USA im Vergleich mit dem effektiven Fed-Leitzins in den 60er und 70er Jahren sowie dem S&P 500 Index



Zeitraum: 01.01.1960 - 31.12.1984
 Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

Die Fed hat in diesem Jahr bereits mehrfach betont, dass man aus diesen Fehlern der Vergangenheit lernen müsse und eine verfrühte Lockerung der Geldpolitik zu vermeiden sei. Entsprechend tritt sie aktuell weiter beherrsigt auf die Bremse, obwohl in den USA der Inflationshochpunkt bereits überschritten scheint und der starke US-Dollar zunehmend Probleme in der Weltwirtschaft verursacht. Angesichts der überraschend robusten Wirtschaft, des weiter engen Arbeitsmarktes und der nur moderat rückläufigen Inflation dürfte der Fed dieses Vorgehen derzeit auch leicht fallen.

Vermeidung einer verfrühten Lockerung der Geldpolitik als Lerneffekt aus der Geschichte?

Schwächen sich aber Wirtschaft und Arbeitsmarkt deutlich ab, kann in Frage gestellt werden, inwieweit die Fed ihren restriktiven geldpolitischen Kurs fortsetzt und damit die Fehler der Vergangenheit wirklich ganz vermeidet oder eben nicht. Wahrscheinlicher ist, dass die Fed, sobald sie genügend Anzeichen sieht, dass die Rezession den Inflationsdruck hinreichend gedämpft hat, die Zinsen wieder etwas senken wird – voraussichtlich beginnend im 2. Halbjahr 2023. Allerdings wird die Zentralbank dies vorerst nicht in Aussicht stellen. Dies gilt natürlich nur solange sie nicht durch einen exogenen Schock oder Stress in den (Anleihe-)Märkten gezwungen wird, die Zinsen vorher als Rettungsmaßnahme für die Finanzmärkte zu senken.

Zinssenkungen – wenn überhaupt erst ein Jahr nach dem Inflationshochpunkt – wären in der Tat eine deutlich restriktivere Vorgehensweise als in den 1970er Jahren. Dadurch dürfte ein kontinuierliches Aufschaukeln der Inflation wie damals wohl vermieden werden. Mehrere Inflationswellen aufgrund der bereits thematisier-

ten Angebotsengpässe bei Rohstoffen und Arbeitskräften und eine im Schnitt höhere Inflation dürften damit aber nicht zu vermeiden sein, zumal im Gegensatz zu den 1960er und 70er Jahren der Fed-Zins aktuell noch deutlich unter der realisierten Verbraucherpreis-inflation liegt und die eingangs erwähnten strukturellen Treiber der Inflation – Angebotsengpässe bei Rohstoffen, Energiewende, Deglobalisierung und Demographie – sich mit Zentralbankpolitik direkt nicht bekämpfen lassen.

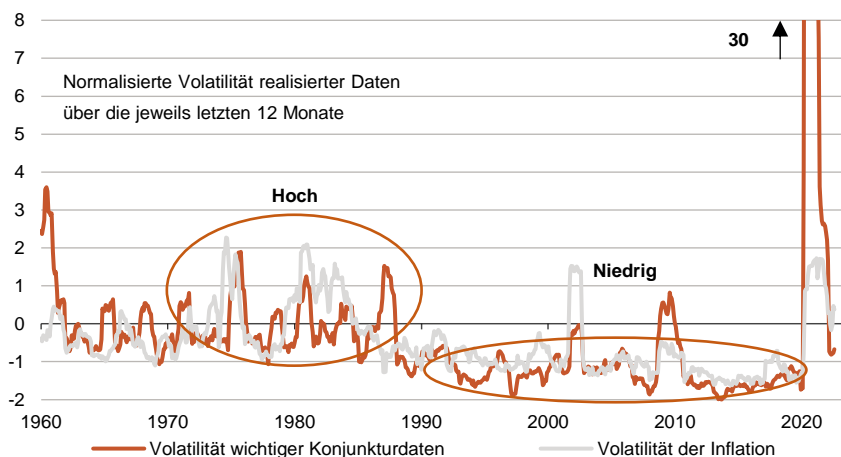
Konsequenzen für Märkte und Anleger

In einem Umfeld erhöhter Inflation und insbesondere erhöhter Inflationsvolatilität ist letztlich auch die Konjunkturentwicklung volatiler, wie Abb. 3 eindrücklich zeigt. Die Planungssicherheit ist für Unternehmen und Anleger damit deutlich niedriger, weshalb Unternehmen und Anleger sich bei Investitionen stärker zurückhalten und berechtigt eine höhere Entlohnung der eingegangenen Risiken verlangen. Dies lastet auf den Bewertungen von Investments und spricht zudem für eine erhöhte Volatilität über alle Anlageklassen hinweg. Auch dürfte bei langfristigen Anleihen wieder eine höhere Inflationsprämie gepreist werden, sodass die Zinskurven tendenziell wieder steiler werden dürften.

Erböhte Inflation und Inflationsvolatilität steigert auch Konjunkturschwankungen.

Abb. 3: In Zeiten erhöhter Inflation und Inflationsvolatilität sind auch Konjunkturdaten volatiler - Wirtschaftszyklen sind kürzer und erratischer

Wichtige Konjunkturdaten: Non-Farm Payrolls, Industrial Production und Real Personal Consumption Expenditures; Inflation: Core PCE und Core CPI



Zeitraum: 01.01.1960 - 31.08.2022
Quelle: BofA Global Research

Die Erfahrung der 1970er Jahre zeigt, dass das langfristige Potential für die Aktienmärkte in einem solchen Umfeld begrenzt ist. Abgesehen von den Dividendenzahlungen hat sich der S&P 500 Index in den 1970er Jahren letztlich lediglich seitwärts entwickelt (siehe Abb. 2). Jedoch gab es über diese Jahre drei Bären- und drei Bullenmärkte mit erheblichem Ausmaß. Die kurzen und heftigen geldpolitischen und wirtschaftlichen Zyklen zeigten sich eben auch im Aktienmarkt. Der Aktienmarkt fand jeweils am oder nahe des Hochpunktes der Inflation und der Zentralbankrate seinen Boden und macht nachfolgend mit Gewinnen zwischen 50% und 75% seine Verluste schnell wett. Für aktive Anleger bestanden in dieser Phase damit deutliche Renditechancen, während statische Indexinvestments in dieser Periode real Geld verloren hätten.

Starke Bären- und Bullenmärkte bei begrenzterem Potenzial für Aktien

Eine weitere wesentliche Folge in einem solchen Umfeld ist ein stärkerer Gleichlauf von Risikoanlagen und sichereren Häfen, wie in Abb. 4 für US-Aktien und US-Staatsanleihen gezeigt, sowie ein geringere Korrelation zwischen Risikoanlagen wie

Stärkerer Gleichlauf zwischen Risikoanlagen und sicheren Häfen reduziert die Diversifikation

beispielsweise Aktien und Rohstoffen aber auch zwischen Aktienregionen.² Investoren können sich also weniger auf die Diversifikationswirkung von sicheren Staatsanleihen verlassen und sollten die Diversifikationswirkung zwischen Risikoanlagen über alle Anlageklassen, Segmente und Regionen hinweg bewusst nutzen. Wir nennen dies „wahres Multi Asset“. Uns erscheint in diesem Umfeld insbesondere eine prononcierte Rohstoffposition sinnvoll. Zum einen um sich gegen eine doch nachhaltige hohe Inflationsrate abzusichern, zum anderen um am kommenden Superzyklus der Rohstoffe aufgrund der Energiewende zu partizipieren.

Breite Diversifikation über alle Anlageklassen, Segmente und Regionen, insbesondere Rohstoffe, umso wichtiger

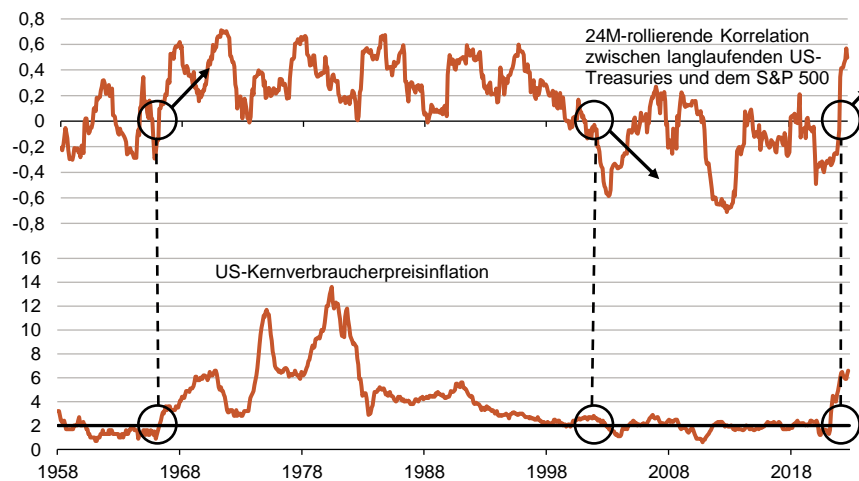
Ein starker Fokus auf reale Anlagen bleibt auch vor dem Hintergrund der weltweit hohen Staatsverschuldungen angebracht, denn die höheren Inflationsraten dürften von den Staaten mittels finanzieller Repression zur Schuldenreduzierung genutzt werden. Zum Beispiel übt Japan bei aktuell 3% Inflation weiter eine Zinskurvenkontrolle aus, die die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen bei 0,25% begrenzt und die Schuldentragfähigkeit ermöglicht. Mit nominellen Anlagen dürfte es nicht einfach sein, in einem solchen Umfeld positive Realrenditen zu erzielen. Bei Aktien sollten Anleger auf möglichst niedrig bewertete Unternehmen mit starker Marktstellung (Preissetzungsmacht) und robusten Cashflows fokussieren. Eine höhere Inflationsvolatilität in der kommenden Dekade birgt also Risiken für die Kapitalmärkte, aber vor allem für flexible Multi-Asset-Investoren auch Chancen.

Hohere Staatsverschuldungen sprechen für anhaltende finanzielle Repression und damit weiter für einen Fokus auf reale Anlagen

Bei Aktien sollten Qualitätsunternehmen mit niedriger Bewertung und Preissetzungsmacht bevorzugt werden

Abb. 4: Höhere Inflation führte historisch zu stärkerem Gleichlauf von Risikoanlagen und Staatsanleihen

Verlauf der 24M-rollierenden Korrelation zwischen langlaufenden US-Staatsanleihen und dem S&P 500 Index und Verlauf der US-Kernverbraucherpreisinflation



Zeitraum: 01.01.1958 - 31.10.2022
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

² Siehe „Stärkerer Gleichlauf von Aktien und Staatsanleihen dürfte auch die kommenden Jahre prägen“, Berenberg Märkte Fokus, 30. August 2021

**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

IMPRESSUM

HERAUSGEBER

Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefstrategie Wealth and Asset Management

AUTOREN



Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefanlagestrategie und Leiter Multi Asset
Leiter des Bereichs Multi Asset und zuständig für die Kapitalmarktmeinung des Wealth and Asset Management
+49 69 91 30 90-500 | bernd.meyer@berenberg.de



Ulrich Urbahn, CFA | Leiter Multi Asset Strategy & Research
Ist fokussiert auf den Multi-Asset-Investmentprozess, die Generierung von Investmentideen und die Kapitalmarktcommunication
+49 69 91 30 90-501 | ulrich.urbahn@berenberg.de

WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt.

Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft.

Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern.

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 3. November 2022

Zur Reihe Berenberg Märkte gehören folgende Publikationen:

Monitor

► Fokus

Investment Committee

Protokoll

www.berenberg.de/publikationen

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900
www.berenberg.de
MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de