

Deka – Thementrends
Regime-Shift an den Märkten
– Renaissance der 70er?

..Deka



- Notenbanken als Zünglein an der Waage von Inflation / Rezession
- In Phasen hoher Inflation liefern historisch nur Rohstoffe real einen positiven Ertrag
- „Value“ besser als „Growth“ – Rohstoffsektoren und Telekommunikation robust / Zyklischer unter Verkaufsdruck in den Ölkrisen
- Inflation bestimmt den Renditetrend – Geldpolitik das Ausmaß des Anstiegs
- Aktien von Wachstum und nicht von Inflation getrieben
- Ende des Zinserhöhungszyklus mit Eintritt in die Rezession
- Stagflation als Risiko für Erträge von Aktien & Anleihen



Deka-Thementrends

Regime-Shift an den Märkten – Renaissance der 70er?

Inflation, restriktive Notenbanken und ein sich abkühlendes Wachstum sorgen für Rezessionsängste. Aktien und Anleihen haben deutlich korrigiert – Erinnerungen an die 70er Jahre werden wach. Wo liegen die Gemeinsamkeiten und wo die Unterschiede zur Historie? Welche Assetklassen sind zu präferieren? Und welche Lehren lassen sich für die Anlagestrategie ziehen? Fragen und Antworten, mit denen sich die folgende Studie beschäftigt.

Wann ist eine Rezession eine Rezession?

Auf die Frage, wann man aus konjunktureller Sicht von einer Rezession sprechen kann, gibt es wissenschaftlich keine allgemeingültige Antwort. Blickt man in die USA, werden häufig als Richtwert zwei aufeinanderfolgende Quartale negativen BIP-Wachstums genannt. Institute wie das National Bureau of Economic Research (NBER) nähern sich dem Thema granularer, indem sie einzelne Parameter zu Beschäftigungsquoten bzw. Produktion bewerten und eine Rezession dann als einen „in der Breite signifikanten Einbruch der wirtschaftlichen Aktivität“ definieren. Ungeachtet der jeweiligen Definition gilt eines zu berücksichtigen: Aufgrund der verzögerten Datenverfügbarkeit lassen sich Beginn und Ende einer Rezession stets erst im Nachhinein bestimmen.

Keine Rezession ist wie die andere

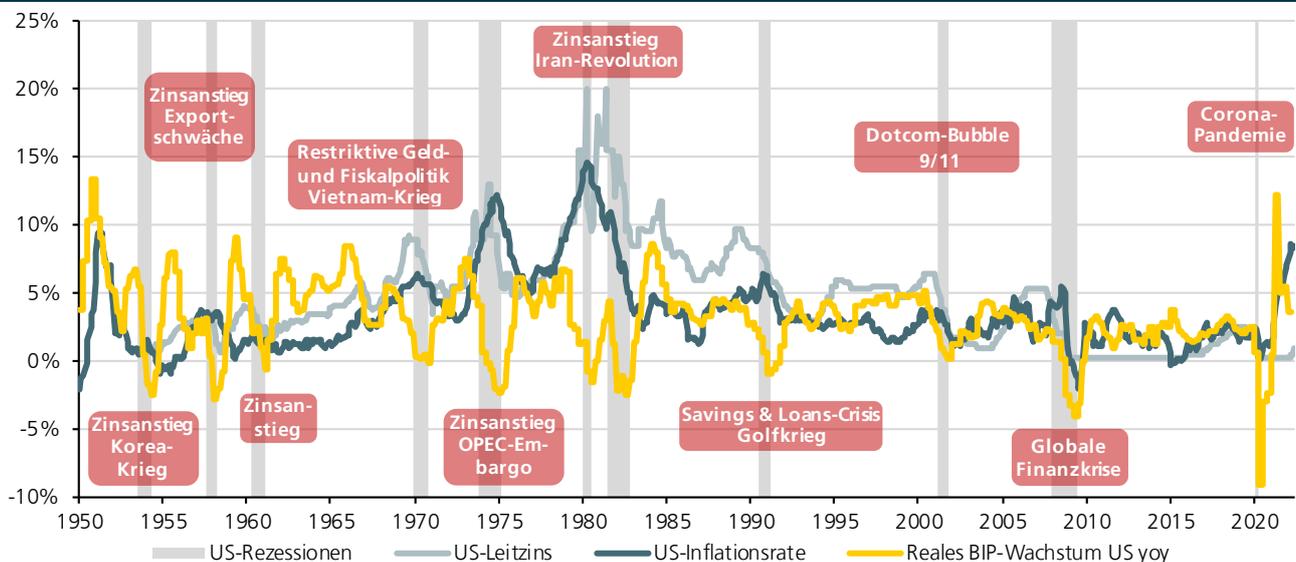
Folgt man der NBER-Methodik, lassen sich in der US-amerikanischen Geschichte seit 1950 insgesamt 11 Rezessionsphasen definieren. Im Durchschnitt dauerten diese 11 Monate an, begleitet von einem BIP-Rückgang von 1,4%. Die jüngere Vergangenheit zeigt allerdings, wie groß die Bandbreite bei diesen Richtwerten sein kann. So war beispielsweise die Rezession im Pandemiejahr 2020 bereits nach zwei Monaten vorüber, aber mit einem historischen BIP-Einbruch von über 19% versehen. Dagegen dauerte die Rezession zwischen 2007 und 2009 insgesamt 18 Monate an, bei einem BIP-Rückgang von 4,3%.

Ebenso facettenreich sind die Auslöser für Rezessionen. Es hat sich gezeigt, dass häufig ein systemisches Problem vorliegt, welches durch externe Ereignisse wie einen Krieg zutage tritt. So wäre es beispielsweise zu einfach, in Anbetracht der damaligen „Savings&Loans“-Problematik in den USA dem Golfkrieg die alleinige Schuld an der Rezession 1990/91 zu geben. Gleiches gilt für die geldpolitischen Interventionen der Notenbanken. Zwar scheint der „Track Record“ der Federal Reserve zur Eindämmung von Inflation nicht der Beste. Immerhin folgte auf 8 der letzten 11 Zinserhöhungszyklen eine Rezession. Das „Hard Landing“ im Zuge der globalen Finanzkrise ist jedoch wohl eher dem Platzen der Blase am Immobilienmarkt (Stichwort „Subprime“) zuzuschreiben, als dem vorherigen Zinserhöhungszyklus. Eine historisch bemerkenswerte Phase im Hinblick auf Rezessionen sind die 70er-Jahre, wobei man präziserweise den Zeithorizont von 1970 bis 1982 spannen sollte.

In den 70ern gab die Inflation den Ton an

Vor der Rezession 1969/70 kamen die USA strukturell aus einem Jahrzehnt des Booms. Die Währungsordnung wurde über das sogenannte „Bretton-Woods-System“ – feste Wechselkurse einzelner Währungen gegenüber dem US-Dollar und ein fester US-Dollar/Gold-Kurs – geregelt. Die Kombination aus einem schnell wachsenden US-Haushaltsdefizit infolge des Vietnam-Krieges und einer expansiven Geldpolitik, ließ allerdings die Inflation ab 1965 von 1% auf knapp 6% in 1969 steigen und führte zu einer erheblichen Überbewertung des US-Dollars verglichen mit dem Schweizer Franken und der D-Mark. Schon damals verfügte die FED über ein Doppelmandat, bestehend aus Preisstabilität und Vollbeschäftigung, wengleich der Fokus implizit auf letzterem lag. Außerdem war man auf Basis der damaligen Datengrundlage geneigt, die inflationären Auswirkungen der eigenen expansiven Politik zu unterschätzen. Nach einem ersten Versuch, die anbahnende Inflation zu unterbinden und der milden Rezession 1969/70 war man politisch jedoch nicht gewillt, ernsthafte restriktive geld- und fiskalpolitische Maßnahmen zu ergreifen und so die Gunst der

Abb. 1: Ein Blick in die Vergangenheit – Bisherige US-Rezessionen



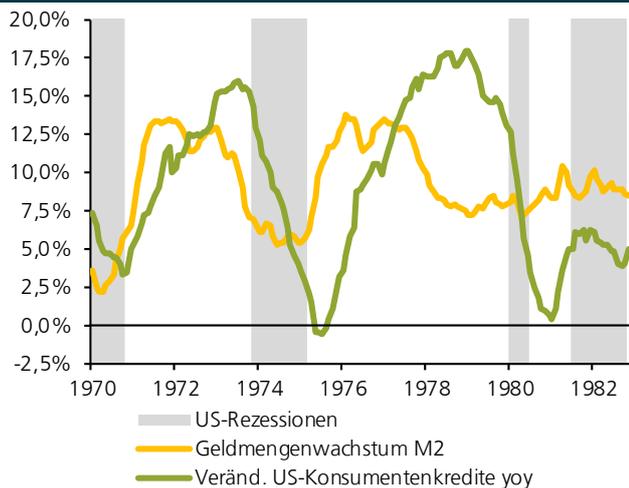
Quelle: National Bureau of Economic Research, U.S. Bureau of Economic Analysis, CIO-Office

Deka-Thementrends

Regime-Shift an den Märkten – Renaissance der 70er?

Wählerinnen und Wählern zu verlieren. Stattdessen führte der damalige US-Präsident Nixon 1972 „Wage & Price Controls“ ein, um durch das zeitweise Einfrieren von Löhnen und Preisen die Inflation künstlich zu unterdrücken. Auch wenn das System augenscheinlich zuerst funktionierte, stiegen die Preise nach Aufhebung der zeitlich im Vorhinein festgelegten Begrenzungen exponentiell an. Ursächlich war ein erhebliches Angebotsdefizit, welches sich aus bewussten Aufschüben in der Lebensmittelproduktion auf die Zeit nach den Preiskontrollen ergab.

Abb. 2: FED Anfang der 70er-Jahre als Wachstumsimpuls, Konsumentenkredite als Verstärker



Quelle: U.S. Bureau of Labor Statistics, FED Board of Governors, CIO-Office

Anatomie der Inflationswellen

Folglich waren es im ersten Schritt Lebensmittel, welche mit einem Sprung in der jährlichen Preissteigerung von 3% auf über 18% in den Jahren 1972/73 Druck auf den US-Konsumenten ausübten. Im Oktober 1973 brachte dann der durch das OPEC-Embargo ausgelöste Ölpreisschock das Inflationsfass endgültig zum Überlaufen. In der Folge rutschte die US-Wirtschaft zwischen November 1973 und März 1975 in eine Rezession, während die Inflationsrate in der Spitze auf über 12% anstieg. Nur wenige Jahre später wirkten der zweite Ölpreis-Schock 1979 und ein Regime-Wechsel bei der FED als Katalysatoren für die erneute US-Rezession ab dem Frühjahr 1980. Der damalige Notenbank-Präsident Paul Volcker erklärte nach seiner Amtseinführung die konsequente Inflationsbekämpfung als oberstes Ziel, „...„Whatever it takes!“.

Aber nicht nur Nahrungsmittel und Öl, sondern auch Metalle unterlagen in den 70er-Jahren erheblichen Preissteigerungen. So verdreifachte sich der Kupferpreis zwischen November 1972 und April 1974, während der Goldpreis eine ähnliche Entwicklung nahm. Die Gründe hierfür sind durchaus unterschiedlich. Kupfer als weit verbreitetes Industriemetall profitierte von der bis Ende 1973 noch starken Konjunktur, folglich der Preisverfall während der anschließenden Rezession. Gold wiederum kam der Kollaps des Bretton-Woods Systems und ein Image als „sicherer Hafen“ zugute. Das Muster für Kupfer wiederholte sich Ende der 70er-Jahre / Anfang der 80er-Jahre im Zuge der erneuten Inflation und Rezession. Die exzessive Goldnachfrage ab Ende des Jahres 1978 bewirkte eine spekulative Blase mit einem Preisanstieg um das Vierfache in weniger als zwei Jahren. Quasi zeitgleich mit dem neuerlichen

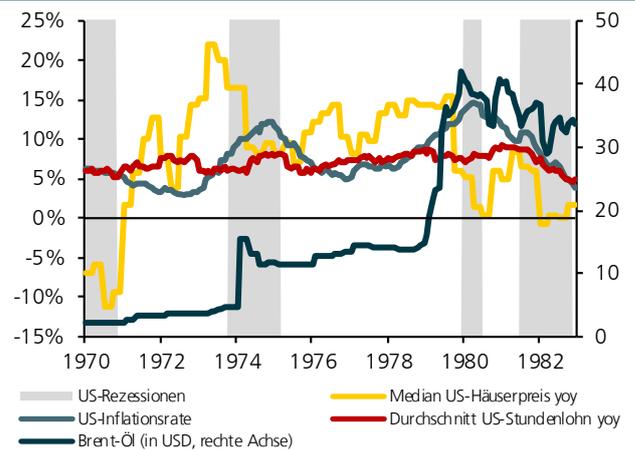
Hochpunkt der Inflation platzte jedoch die Blase und Gold verlor bis Mitte 1982 zwei Drittel seines Wertes.

Inflationstreiber auch jenseits der Rohstoffe

Im Anschluss an die Rezessionen 1969/70 und 1973 bis 1975 wird aus heutiger Sicht der Zusammenhang von Geldmengensteuerung und Realwirtschaft besonders ersichtlich. Ein Anstieg in der Geldmenge um jeweils bis zu 15% gegenüber dem Vorjahr ging mit einem deutlichen Anstieg des realen BIP-Wachstums einher, während ein vergleichsweise geringer Anstieg unter 5% den gegenteiligen Effekt nach sich zog. Durch eine breitere Auswahl an Kreditinstrumenten (insbesondere Kreditkarten) und gesetzliche Reformen im Kreditwesen stieg das Volumen an Konsumentenkrediten jenseits der Rezessionen ebenfalls stark an.

Als solide erwies sich in weiten Teilen der 70er-Jahre der Immobilienmarkt. Getragen von lockerer Geldpolitik und dem Aufschwung nach der Rezession 1969/70 verteuerten sich die Häuserpreise in der Spitze um bis zu 22% (auf Jahresbasis). Im Zuge der Rezession 1973 bis 1975 stellten sich dann kurzfristige negative Realrenditen für Immobilien ein, die im Anschluss mit dem Abklingen der Inflation jedoch wieder ins positive drehten. Beibehalten werden konnten diese positiven Renditen, bis sich aus dem Regimewechsel der FED in 1979 ein deutlicher Anstieg der Hypothekenzinsen ergab, welcher in Verbindung mit der allgemein schwachen Konjunktur den Immobilienmarkt empfindlich traf.

Abb. 3: Vervielfachung des Ölpreises, robuste Häuserpreise und hohe Nominallohnlevels



Quelle: Bloomberg, Refinitiv, U.S. Bureau of Labor Statistics, FED Board of Governors, CIO-Office

Eine spannende Beobachtung ist auch, dass konjunkturelle Eintrübungen und Inflationsvolatilität in den 70er-Jahren keinen deutlichen Abbruch des Lohnwachstums hervorriefen. Der Ursache findet sich erneut in der Politik: Man strebte zu dieser Zeit ein positives Reallohnwachstum an und unterstützte das Lohnniveau durch die bewusste Förderung enger Arbeitsmärkte, regelmäßige Mindestlohnanhebungen und Rückendeckung für Gewerkschaften. Die bereits erwähnten Wage & Price Controls zeigten zwar, dass man sich gleichzeitig über das Phänomen einer Lohn-Preis-Spirale bewusst war, allerdings fehlte die Konsequenz bei deren Bekämpfung. Eine nachhaltige Abschwächung des Lohnwachstums stellte sich erst mit der Deregulierung des Arbeitsmarktes und mit der Rezession ab 1981 ein, als sich das Lohnwachstum parallel mit der Inflationsrate auf ein Niveau von unter 5% zurückbewegte.

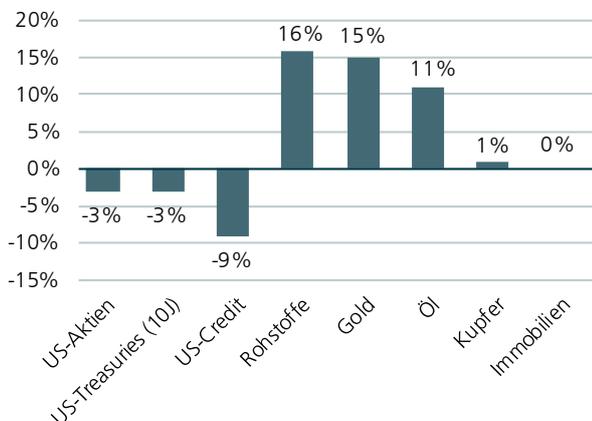
Deka-Thementrends

Regime-Shift an den Märkten – Renaissance der 70er?

Reale Wertentwicklung von Assets in Inflationsphasen

Seit Beendigung des 2. Weltkriegs konnten insgesamt sechs prägende Inflationsphasen identifiziert werden: Korea-Krieg (1950-52), Ende Bretton-Woods-System (1966-70), 1. Ölkrise (1972-74), 2. Ölkrise (1977-80), US-Reagonomics (1987-90) sowie der Infrastrukturzyklus in China (2007-08). In diesen Phasen erheblicher Geldentwertung konnten in den USA weder Aktien, Staats- und Unternehmensanleihen noch Immobilien real einen Zugewinn verbuchen. Die traditionellen Wertpapieranlageklassen der Aktien und Rentenmärkte boten keinen Inflationsschutz und notierten in der Verlustzone. Im Gegensatz dazu konnte der Rohstoffbereich deutlich hinzugewinnen. Gold und Öl wiesen hier zweistellige, prozentuale Realzuwächse in Höhe von 15 bis 16% p.a. auf. Bei dem Industriemetall Kupfer hingegen konnte diese Entwicklung nicht beobachtet werden, was im Hinblick auf die parallel angespannten Wirtschaftslagen mit rezessiven Tendenzen nachvollziehbar erscheint. Ebenso boten Immobilien zwar real immerhin einen Inflationsschutz, darüber hinaus konnten jedoch keine Wertzuwächse erzielt werden.

Abb. 4: Annualisierte Realrenditen für Assetklassen in Inflationsphasen der Nachkriegszeit (Median)



Quellen: BNP Paribas Exane, Refinitiv, CIO-Office

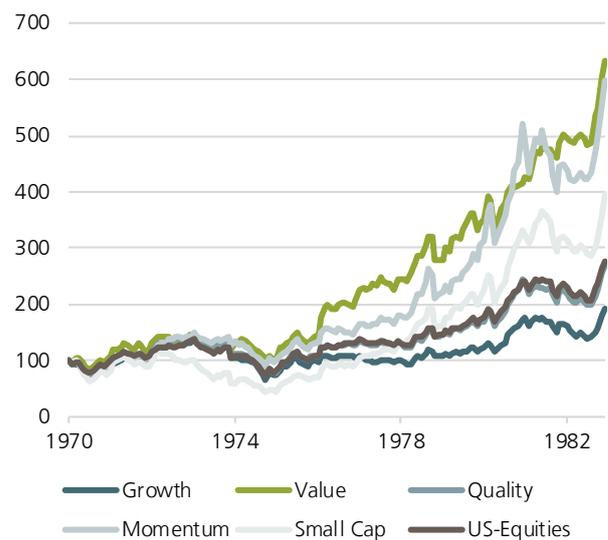
Das Verhältnis zwischen Inflations- und Aktienmarktentwicklung soll nachfolgend mit Bezug zu den 70er-Jahren im Fokus stehen und näher analysiert werden. Gibt es unterhalb der breiten Indexebene womöglich Sektoren oder Faktoren, die besonders gut oder schlecht funktioniert haben? Wie unterscheiden sich die Ergebnisse über den gesamten Zyklus hinweg bzw. bei der Betrachtung von mittelfristigen Zwischenphasen?

Inflationsdekade mit hoher Volatilität und Dispersion

Da der gesamte Zyklus der Inflationswellen nicht punktgenau mit der Dekade endete, wird der Zeitraum Anfang 1970 bis Ende 1982 gewählt. Die Zeitspanne umfasst damit die erste und zweite Ölpreiskrise. Dazwischen ist zudem die Phase des zwischenzeitlichen Inflationsrückgangs (1975-76) von Interesse. Über den gesamten Zeitraum hinweg dominierten die Faktoren Value und Momentum das Geschehen und konnten relativ zum Gesamtmarkt der US-Aktien eine deutliche Outperformance erzielen. Auch Aktien mit kleinerer Marktkapitalisierung (Small Caps) schnitten besser ab, unterlagen aber im Zeitablauf enormen Schwankungen. Qualitätsaktien entwickelten sich mehr oder weniger wie der Gesamtmarkt, wogegen Wachstumswerte mit dem inflatorischen und zum Teil stagflationarischen Umfeld zu kämpfen hatten und eine signifikant

schwächere Performance verbuchten. Dementsprechend äußert sich der Zusammenhang auch auf der sektoralen Ebene, mit Industrie und Technologiewerten am unteren Ende der Skala und Energie- und Rohstoffaktien hingegen in der Spitzengruppe. Die nachfolgend dargestellten Wertentwicklungen stellen die Gesamtperformances oder Total>Returns inklusive Kursgewinnen und Dividenden dar. Die Effekte der Inflation müssen dabei im Hinterkopf behalten werden. Die reale Wertentwicklung war in den betrachteten Zeitfenstern wegen der erhöhten Geldentwertung geringer. Die Ableitungen bezüglich der relativen Attraktivität von Sektoren oder Faktoren sind hiervon unberührt und behalten ihre Gültigkeit.

Abb. 5: Total-Return für US-Aktien und Marktfaktoren in Prozent



Quellen: NYSE, Morgan Stanley, CIO-Office; Wertentwicklungen indiziert: 1.1.1970 = 100 %

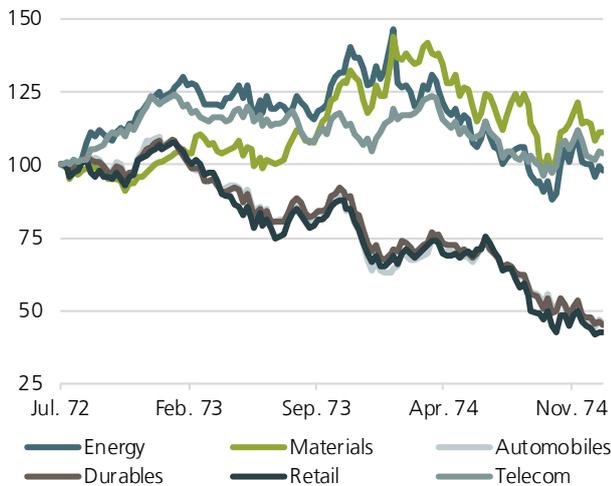
Ölkrise 1972-74: Aktien reagierten negativ auf Inflation

Der Inflationsschub im Zuge der ersten Ölpreiskrise ließ den Aktienmarkt besonders negativ reagieren. Die Performance zeigt für die anderthalb Jahre einen Verlust von mehr als einem Drittel an. Ein Blick auf die Sektoren mit den jeweils drei besten und schlechtesten Wertentwicklungen verdeutlicht das extreme Auseinanderdriften auf der Branchenebene. Die Top-3 Sektoren Rohstoffe, Energie und Telekommunikation weisen für die Zeitspanne nicht nur eine relativ deutlich bessere Wertentwicklung auf, sondern konnten zudem auch noch eine absolut positive Performance erzielen. Am unteren Ende dagegen mussten Aktienanleger der Branchen Einzelhandel, Automobile sowie langlebiger Wirtschaftsgüter Halbierungen in den Wertentwicklungen hinnehmen. Im Hinblick auf die Aktienfaktoren funktionierte in der Marktphase der Faktor Small Caps überhaupt nicht. Aktien der Unternehmen mit einer kleinen Marktkapitalisierung verloren in den achtzehn Monaten sogar mehr als 60%.

Deka-Thementrends

Regime-Shift an den Märkten – Renaissance der 70er?

Abb. 6: Erste Inflationswelle mit sehr unterschiedlicher Performancereaktion unter den US-Aktiensektoren

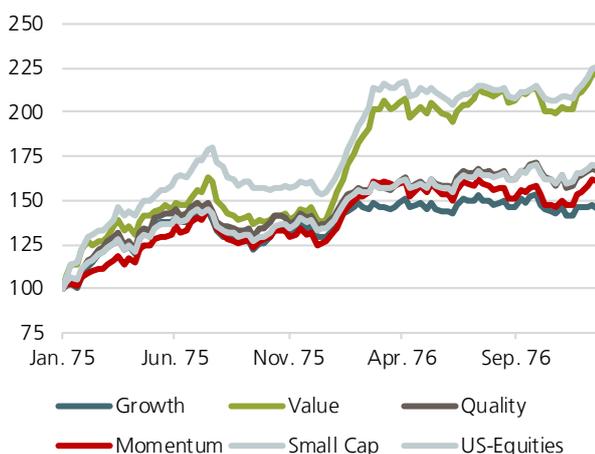


Quellen: NYSE, Morgan Stanley, CIO-Office; Wertentwicklungen indiziert: 1.7.1972 = 100 %

Erleichterungsrallye in der Rückbildungsphase 1975-76

Der Inflationsrückgang der Jahre 1975 und 1976 ging einher mit deutlichen Wertzuwächsen bei US-Aktien, die im Durchschnitt einen Total-Return in Höhe von 75% aufwiesen. Alle Sektoren und Faktoren verzeichneten über die beiden Jahre hinweg betrachtet eine absolut positive Performance. Auch hier kam es erneut zu Spreizungen in der Wertentwicklung mit Automobilen (+161%) an der Spitze und Titeln aus der Branche des Gesundheitswesens am Ende der Tabelle (+10%). Abseits dieser Ausreißer verlief die Phase in der Medianbetrachtung allerdings noch vergleichsweise gleichgerichtet. Bei Betrachtung der Faktoren hingegen ist ein klares Verlaufsmuster zu erkennen. Die Erholung wurde in erster Linie von den zuvor abverkauften Small Caps angetrieben – aber auch von den Value-Aktien, die in der vorherigen Inflationswelle relativ schon der beste Faktor gewesen waren.

Abb. 7: Inflationsrückgang mit positiven US-Aktienreturns, Faktoren Small Cap und Value dominieren



Quellen: NYSE, Morgan Stanley, CIO-Office; Wertentwicklungen indiziert: 1.1.1975 = 100 %

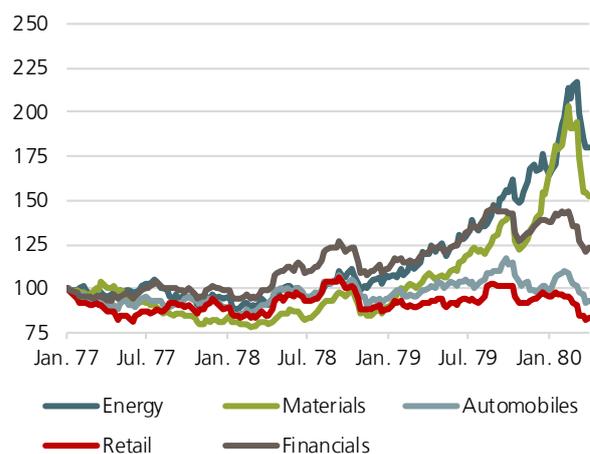
Nächste Inflationswelle durch zweite Ölkrise 1977-80

Ein weiterer großer Inflationsschub der Dekade wird dem Zeitraum zwischen 1977 und dem Ende des ersten Quartals 1980 zugeschrieben und ist in der Geschichte besser bekannt unter dem Begriff „2. Ölpreiskrise“. Die Krise führte schlussendlich dazu, dass die US-amerikanische Notenbank FED einen strikten geldpolitischen Kurs einschlug, um die grassierenden Inflation effektiv zu bekämpfen. In letzter Konsequenz gelang dies auch Anfang der 1980er Jahre, als die Inflationsrate in kurzer Zeit von etwa 14% in Richtung 3% zurückgeführt werden konnte. Seither ist ein Inflationsziel in Höhe von 2% jährlich als Zielmarke der Zentralbank fest verankert - im Übrigen auch bei der EZB.

Die Wertentwicklung ab 1977 bis Anfang der 1980er Jahre verlief im Vergleich zur ersten Inflationswelle deutlich positiver. Per Ende des ersten Quartals 1980 hatten US-Aktien gegenüber 1977 durchschnittlich 21% hinzugewinnen können. Die Aktienmarkthausse setzte dabei spät ab 1979 ein und war sektoral konzentriert verlaufen. Auf der Branchenebene wiederholten sich im Prinzip die Geschehnisse aus der ersten Inflationsphase 1972-74. Energie- und Rohstoffwerte gewannen absolut und relativ sehr stark hinzu, obwohl es hier wegen der aggressiven FED-Aktionen ab 1980 zu einer deutlichen Korrektur kam. Die Sektoren Einzelhandel, Autos und langlebige Wirtschaftsgüter performten nicht nur vergleichsweise deutlich schwächer, sondern hatten am Ende auch noch absolut negative Returns vorzuweisen. Wesentliche Faktoren auf der Oberseite bildeten in der Phase die Anlagestile Momentum und Small Cap, wogegen Wachstumstitel des Faktors Growth in der Wertentwicklung dem Gesamtmarkt hinterherhinkten.

Aktien mit Bezug zum Commodities-Bereich verzerrten nicht nur in diesem Zeitfenster die Aktienmarktpformance und vermitteln damit ein zu positives Bild. Wie bereits eingangs erwähnt, minderte die vorherrschende Inflation die Performances von Aktien und anderen Anlageklassen, d.h. real kamen für die Anleger nochmals weniger Gesamterträge in den Portfolios an.

Abb. 8: 2. Ölkrise verläuft zunächst homogen, gegen Ende der 70er-Jahre dann hohe sektorale Dispersion



Quellen: NYSE, Morgan Stanley, CIO-Office; Wertentwicklungen indiziert: 1.1.1977 = 100 %

Deka-Thementrends

Regime-Shift an den Märkten – Renaissance der 70er?

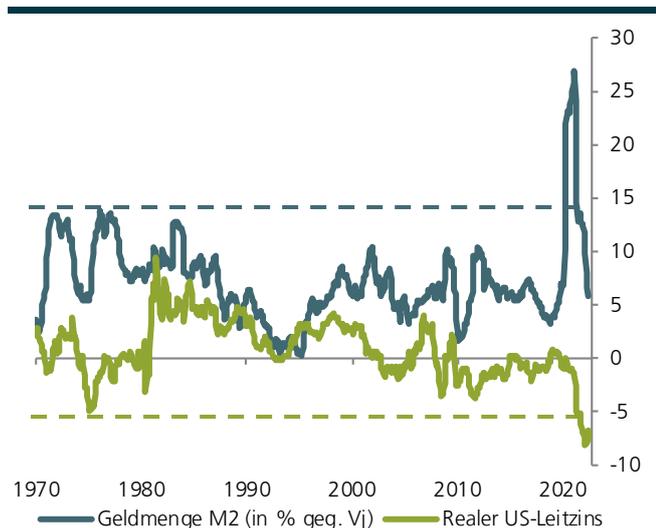
Gemeinsamkeiten und Unterschiede zu den 1970ern

History doesn't repeat itself, but it often rhymes (Mark Twain)

Aktuell bahnt sich die siebte ausgeprägte Inflationsperiode an (siehe Abb. 1). Der heutige Preisanstieg erinnert sowohl vom Ausmaß als auch im Ursprung stark an die 70er-Jahre. Kein Wunder, dass die Angst vor einer Stagflation an den Kapitalmärkten die Runde macht und bereits das Ende der Disinflation der vergangenen 40 Jahre ausgerufen wird. Nur wo genau liegen die Parallelen zur Historie und welche gravierenden Unterschiede lassen sich erkennen?

Damals wie heute haben zahlreiche exogene Faktoren innerhalb kürzester Zeit zu einem deutlichen Anstieg in der Inflation geführt. Und auch die US-Notenbank war lange „hinter der Kurve“, bevor der Preisauftrieb ernsthaft bekämpft wurde. Wie bereits ausführlich geschildert hat der Krieg in Vietnam und Präsident Johnsons „Great Society Programs“ zu einem deutlichen Anstieg in den Fiskalausgaben geführt – ähnlich den Maßnahmen zur Bekämpfung der Corona-Pandemie. Missernten infolge des Wetterphänomens „El Nino“ ließen die Nahrungsmittelpreise 1972 stark ansteigen und das Ölembargo der OAPEC (Organization of Arab Petroleum Exporting Countries) führte 1973 zum ersten Ölpreisschock. Beides Parallelen, die sich mit dem Krieg Russlands in der Ukraine vergleichen lassen. Obwohl die Inflation Ende 1974 bis auf 12% kletterte, reagierte die Federal Reserve nur recht zögerlich, da der Ölpreisanstieg als Angebotschock definiert wurde, den man monetär nicht bekämpfen könne. Die Politik war lange Zeit nicht bereit, das Wirtschaftswachstum und den Arbeitsmarkt abzukühlen, um die Inflation zu stoppen. In der Folge stieg das Geldmengenwachstum in den 70er-Jahren stark an und der reale Leitzins fiel bis auf -5% (siehe Abb. 9) – Werte die im Ausmaß zuletzt sogar noch übertroffen wurden. Erst als Paul Volcker 1979 das FED-Ruder übernahm und den Leitzins bis auf 19% katapultierte, war die Preisspirale endgültig gebrochen. Es wird sich zeigen, wieviel „Volcker“ in Jerome Powell steckt, sollte die Inflation in den kommenden Monaten nicht spürbar sinken. Der mittlerweile von der FED als Fehleinschätzung bezeichnete „transitorische“ Preisauftrieb liegt noch nicht allzu weit zurück.

Abb. 9: Geldmengenwachstum und realer Leitzins überspringen historische Extremwerte der 70er-Jahre



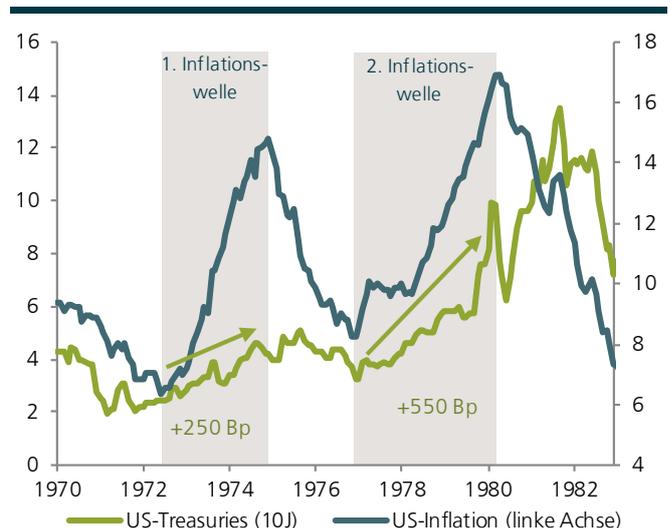
Quelle: Refinitiv, CIO-Office

Neben den beschriebenen Parallelen, gibt es allerdings auch einige wesentliche Unterschiede zur aktuellen Inflationsphase, die durchaus Erwähnung finden sollten. Zum einen war der prozentuale Ölpreisanstieg in den 70er-Jahren um ein Vielfaches größer als heute (siehe Abb. 3). Zudem ist die Energieabhängigkeit der Wirtschaft in den vergangenen 50 Jahren um etwa zwei Drittel gefallen und die USA in der Zeit zum Ölexporteur avanciert. Gleiches gilt für den Einfluss der Gewerkschaften auf die Entwicklung der Tariflöhne. Waren in den 70er-Jahren noch etwa 30% aller Arbeitnehmer gewerkschaftlich organisiert, so liegt die Quote aktuell bei nur mehr 10%. Und auch eine automatische Anpassung der Löhne an das Inflationsniveau ist heute die große Ausnahme. Dies lässt auf den ersten Blick ein geringeres Risiko für das Auftreten einer „Lohn-Preis-Spirale“ vermuten, auch wenn die Gehälter zuletzt ebenfalls deutlich angestiegen sind. Und auch der Inflationsverlauf für sich genommen, war in den 70er-Jahren weniger sprunghaft und insgesamt nachhaltiger als es heute der Fall zu sein scheint.

Aktien und Anleihen im inflationären Umfeld der 1970er

Betrachtet man die Zinserhöhungszyklen der FED seit Ende der 80er-Jahre, zeigt sich, dass der Renditeanstieg 10-jähriger US-Treasuries im Durchschnitt relativ moderat ausfällt. Dies lässt sich über einen strukturellen Rückgang in der Inflation grundsätzlich gut nachvollziehen. Zudem scheint ein Großteil des Renditeanstiegs zum Zeitpunkt der ersten Zinserhöhung bereits eingepreist. Ganz ähnlich könnte man auch den Verlauf im Zuge der Inflationswelle von 1973 bis 1974 beschreiben (siehe Abb. 10). Trotz eines Anstiegs der Verbraucherpreise von 3% auf 12%, kletterten die Renditen nur um etwa 250 Basispunkte auf 8,5%. Umso dynamischer stellt sich dagegen die Situation von 1978 bis 1980 dar. Die Renditen stiegen zunächst von 7% auf 12,5% und erreichten 1981 die Marke von 16%. In beiden Phasen fällt das „Inflationspeak“ zeitlich in etwa mit dem Renditehoch und dem vorläufigen Ende des Zinserhöhungszyklus der FED zusammen. Lediglich Anfang der 80er-Jahre kommt es zu einem Überschießen in den Anleiherenditen, als die US-Notenbank die Geldpolitik, trotz einer bereits fallenden Inflation, nochmal deutlich strafft.

Abb. 10: Renditen steigen '72-75 noch moderat – '77-80 umso stärker – Hochpunkt erst nach Ende des FED-Zyklus



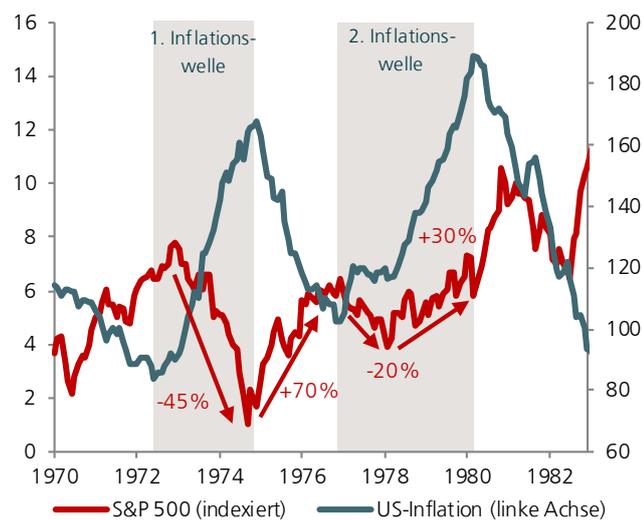
Quelle: Refinitiv, CIO-Office

Deka-Thementrends

Regime-Shift an den Märkten – Renaissance der 70er?

Auf der Aktienseite zeigt sich seit Ende der 80er-Jahre ebenfalls ein relativ klares Muster. Trotz steigender Inflation und einer Straffung der Geldpolitik setzte sich der Aufwärtstrend an den Märkten zunächst weiter fort. Erst als die Konjunktur drohte, in eine Rezession abzurutschen, kam es zu einem nachhaltigen Kurseinbruch. Vergleicht man dagegen die Wertentwicklung des S&P 500 während der beiden Inflationswellen in den 70er-Jahren, ergibt sich auf den ersten Blick ein fast schon konträres Bild (siehe Abb. 11). Mit steigender Inflation und ersten Zinserhöhungen der FED gingen die Kurse bereits Anfang 1973 an, zu fallen. Erst 21 Monate später nach einer Korrektur von 45% fanden US-Aktien zeitgleich mit dem Hoch in der Inflation einen Boden. Die zweite Inflationswelle war hingegen von einem volatilen Seitwärtsmarkt geprägt. Nach anfänglichen Verlusten von etwa 20% konnten sich die Kurse wieder schnell erholen und mit Erreichen des „Inflationspeaks“ deutlich an Fahrt gewinnen. Der Grund hierfür ist im Wirtschaftswachstum zu finden. Während die US-Konjunktur bereits Ende 1973 – nur 10 Monate nach der ersten Zinserhöhung – in die Rezession glitt, folgte der Wachstumseinbruch in der zweiten Inflationswelle erst Anfang 1980 und damit deutlich später. Die nochmalige Verschärfung der restriktiven Geldpolitik sorgte allerdings 1981/82 für einen Einbruch im S&P 500 von etwa 25%, obwohl die Inflation bereits deutlich im Fallen war.

Abb. 11: Aktien brechen 1973 mit Rezessionsbeginn ein – 1977-1980 seitwärts – Erholung startet mit Zinssenkung



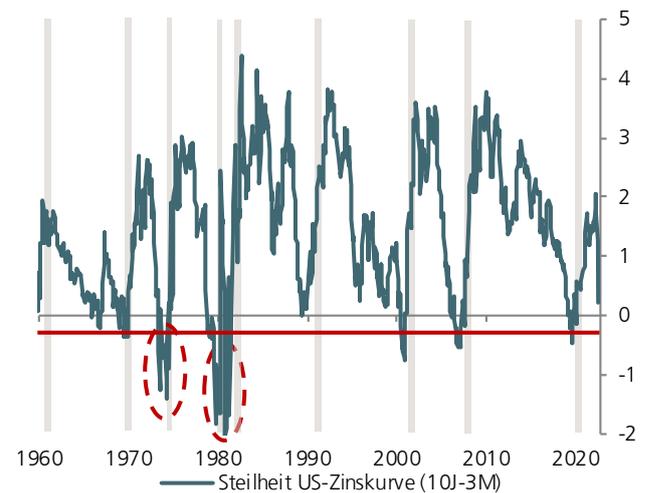
Quelle: Wertentwicklung indexiert (01.01.1970 = 100), Refinitiv, CIO-Office

Wachstum als kritischer Faktor für die Aktienmärkte

Aus volkswirtschaftlicher Sicht sind Wachstum und Inflation grundsätzlich eng miteinander verbunden. An den Kapitalmärkten scheint die Bedeutung beider Faktoren jedoch unterschiedlich. Während sich der Verlauf der Anleiherendite stärker an der Inflation und der Geldpolitik der Notenbanken orientiert, korreliert die Wertentwicklung an den Aktienmärkten mit den Wachstumserwartungen. Wie an anderer Stelle bereits ausführlich beschrieben, ist die Steilheit der Zinskurve einer der verlässlichsten Frühindikatoren für eine bevorstehende Rezession. Zwar liegt der zeitliche Vorlauf im Durchschnitt bei etwa 12 bis 24 Monaten, die Trefferquote beträgt jedoch 90%. Während die Renditedifferenz zwischen einer 10- und 2-jährigen US-Staatsanleihe aktuell bei minus 35 Basispunkten liegt und Ende März zum ersten Mal eine inverse Struktur aufwies,

ist der Abstand zwischen 10 Jahren und 3 Monaten noch immer leicht positiv (siehe Abb. 12). Die Geschwindigkeit der Verflachung hat zuletzt jedoch deutlich an Tempo gewonnen und mit Ausnahme von 1995 folgte in den vergangenen 50 Jahren mit Erreichen des aktuellen Niveaus stets eine Rezession. Auffällig dabei ist jedoch, dass das Ausmaß der Invertierung in den 70er-Jahren deutlich größer ausfiel, als sonst üblich. Am Extremsten stellt sich die Situation 1980 dar, als die Zinskurve in der Spitze etwa 200 Basispunkte invers war.

Abb. 12: Stärkere Invertierung der Zinskurve in den 1970er-Jahren aufgrund restriktiverer FED-Politik



Quelle: Rezessionsphasen grau hinterlegt, Refinitiv, CIO-Office

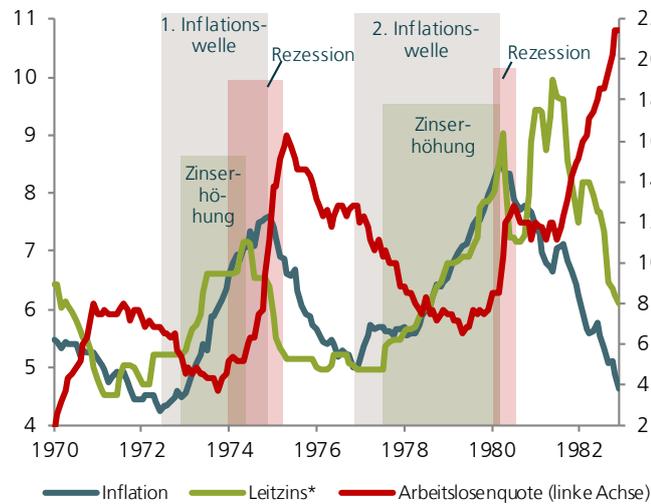
Makroökonomie und Geldpolitik in den 1970er

Mit Ausnahme des Zinserhöhungszyklus Anfang der 80er-Jahre unter dem bereits mehrfach erwähnten FED-Präsidenten Paul Volcker hat die US-Notenbank noch nie so spät auf einen Inflationsanstieg reagiert wie in der aktuellen Phase. Zu lange hat man schlichtweg auf einen „transitorischen“ Effekt vertraut und den ersten Zinsschritt im März (in Höhe von nur 25 Basispunkten unter dem damaligen Eindruck des Ukraine-Krieges) vollzogen, als die Inflation bereits 7,9% erreichte hatte. Sowohl in der ersten als auch in der zweiten Inflationswelle der 70er-Jahre begann die Federal Reserve deutlich früher – bei einer Inflation von 3,5% bzw. 6,5% – die geldpolitischen Zügel zu straffen (siehe Abb. 13). Aufgrund der Sorge vor einer zu starken Abkühlung der Konjunktur änderte die US-Notenbank jedoch ihren Kurs, als die Wirtschaft 1974 in die Rezession rutschte, obwohl zu dem Zeitpunkt der Hochpunkt in der Inflation noch gar nicht erreicht war. Dies unterstreicht die bereits geschilderte Ausrichtung der damaligen Politik zu Gunsten eines robusten Wachstums. Trotz eines empfindlichen Einbruchs der US-Wirtschaft fiel die Inflation jedoch nur auf etwa 5% zurück und startete 1977 von einem erhöhten Niveau aus die nächste Aufwärtswelle. Auch der sich anschließende Zinserhöhungszyklus endete zunächst mit dem Eintritt in die Rezession und dem diesmal zeitgleichen Hoch in der Preissteigerung. Um die Inflation endgültig zu brechen, wurden Anfang der 80er-Jahre die Zinsen noch einmal massiv nach oben geschraubt, obwohl die Inflation bereits deutlich auf dem Rückzug war. Die von Jerome Powell beabsichtigte Abkühlung des „überhitzten“ Arbeitsmarktes könnte mit Blick auf die 70er-Jahre allerdings noch etwas auf sich warten lassen. Ein spürbarer Anstieg in der Arbeitslosigkeit war stets erst mit fortschreitender Rezession zu beobachten.

Deka-Thementrends

Regime-Shift an den Märkten – Renaissance der 70er?

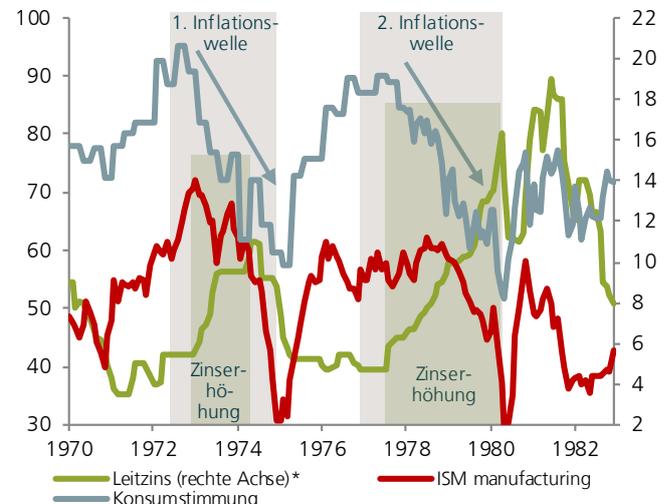
Abb. 13: Zinserhöhung endet mit Rezessionsbeginn – Anstieg der Arbeitslosigkeit erst mit Wachstumseinbruch



Quelle: *Leitzins = FED Funds Target Rate, davor FED Funds Effective Rate, University of Michigan, Refinitiv, CIO-Office

Neben der Reaktionsfunktion der Notenbanken sind auch die realwirtschaftlichen Folgen hoher Inflation für Anleger durchaus von Interesse. Steigende Preise belasten ganz offensichtlich unmittelbar die Stimmung des Konsumenten (siehe Abb. 14). Der Consumer Sentiment Index der University of Michigan ist jüngst auf einen neuen historischen Tiefwert gefallen und unterschreitet damit sowohl die Niveaus der 70er-Jahre als auch das Niveau der Globalen Finanzmarktkrise 2008/09. Damit hat die Stimmung des US-Konsumenten zweifelsohne bereits Rezessionsniveau erreicht. Deutlicher stabiler stellt sich dagegen noch immer das Bild auf Unternehmensebene dar. Zwar haben sich die Einkaufsmanagerindizes ebenfalls deutlich abgekühlt. Der ISM Manufacturing signalisiert mit einem aktuellen Wert von 53 allerdings noch immer eine Fortsetzung des konjunkturellen Aufschwungs. Dies ähnelt stark dem Muster der 70er-Jahre. Trotz steigender Inflation und geldpolitischer Straffung blieb die Stimmung bei den Unternehmen lange Zeit durchaus optimistisch. Die Möglichkeit, steigende Inputpreise und höhere Produktionskosten an den Verbraucher weiterzugeben, erklärt dabei das Muster. Erst ein deutlich nachlassendes Wirtschaftswachstum und das Risiko einer einsetzenden Rezession lies damals auch bei den Unternehmen die Stimmung spürbar einbrechen. Dies hat in der Folge auch den Richtungswechsel der US-Notenbank forciert. Spätestens mit einem Rückgang im ISM unter einen Wert von 50 endet der Zinserhöhungszyklus der Federal Reserve und es folgten erste expansive Schritte. Mit wieder fallenden Inflationsraten begann sich die Stimmung des Konsumenten ebenfalls wieder zu verbessern und auch der Ausblick seitens der Unternehmen hellte sich deutlich auf.

Abb. 14: Inflation belastet Konsum – Stimmung bei den Unternehmen länger stabil – FED expansiv ab ISM < 50



Quelle: *Leitzins = FED Funds Target Rate, davor FED Funds Effective Rate, University of Michigan, Refinitiv, CIO-Office

Vergleich Korrekturverlauf und Aktienbewertung

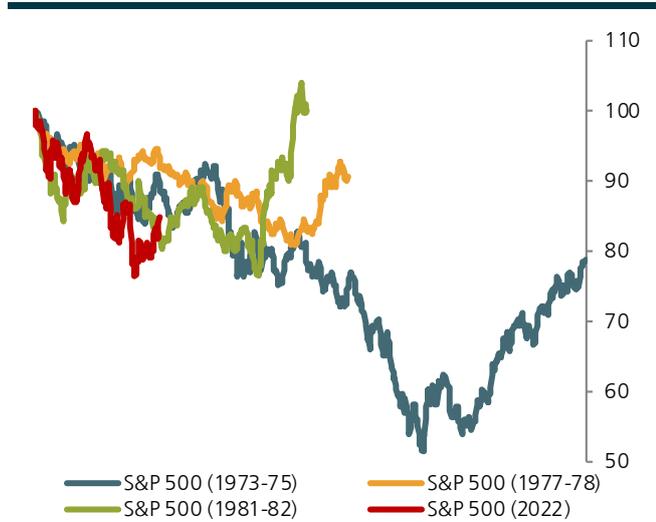
Mit einem Kursrückgang von -21% hat der S&P 500 im ersten Halbjahr die schlechteste Wertentwicklung seit 1970 verzeichnet. Damals korrigierten die Kurse in den ersten sechs Monaten um 22%, konnten bis Jahresende die Verluste jedoch wieder komplett aufholen. Ein Szenario, das sich aus Sicht der meisten Anleger wohl gerne nochmal wiederholen dürfte. Deutlich relevanter im Hinblick auf Inflation und geldpolitische Straffung scheinen jedoch die Korrekturphasen der Jahre 1973-75, 1977-78 und 1981-82. Vergleicht man deren Verläufe mit der diesjährigen Wertentwicklung, zeigt sich, dass der maximale „Drawdown“ in zwei von drei Fällen bereits erreicht ist. Auch wenn sich die Bodenbildung 1977-78 und 1981-82 auf der Zeitachse etwas länger hinzog, generierte nur die Korrektur von 1973-75 noch deutlich größere Kursverluste (siehe Abb. 15). Demnach wäre eine taktische Erholung durchaus möglich. Doch spätestens im kommenden Jahr müsste mit einer Fortsetzung des Abwärtstrends gerechnet werden.

Vergleicht man die relevanten Marktphasen im Hinblick auf die Bewertungskomponente, scheint es ebenfalls verfrüht, zum jetzigen Zeitpunkt bereits Entwarnung zu geben. Zwar hat das Kurs-Gewinn-Verhältnis (basierend auf den Gewinnerwartungen der kommenden 12 Monate) des S&P 500 seit dem Hoch vergangenen Jahres bereits um 30% korrigiert. Das absolute Niveau liegt jedoch noch immer über dem langfristigen Durchschnitt. Besonders tief waren die Bewertungskennziffern in den 70er-Jahren. Über längere Strecken fiel das KGV auf Werte von unter 10 und erreichte im Tief sogar die Marke von 7 (kalkuliert auf Basis bereits veröffentlichter Gewinne). Diese Extremniveaus auf die heutige Marktphase zu übertragen, scheint im Hinblick auf das damalige Zinsniveau am Rentenmarkt jedoch alles andere als opportun.

Deka-Thementrends

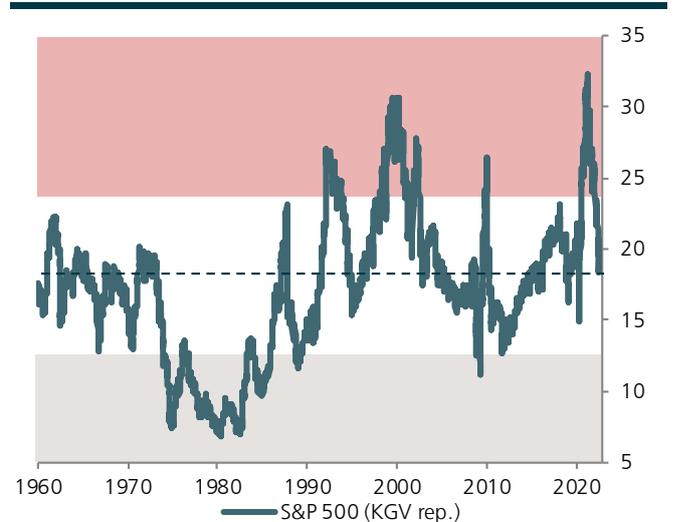
Regime-Shift an den Märkten – Renaissance der 70er?

Abb. 15: Vergleich Korrekturverlauf des S&P 500 in den 70er- / 80er-Jahren und heute



Quelle: Refinitiv, CIO-Office

Abb. 16: Hohe Inflation und Renditeanstieg führen in den 70/80er Jahren zu nachhaltig tieferer Bewertung



Quelle: KGV (basierend auf berichteten Gewinnen), Bloomberg, CIO-Office

Ende der strukturellen Disinflation oder doch nur transitorisch?

Auch wenn es noch etwas zu früh erscheint, den Hochpunkt in der Inflation bereits heute festzuschreiben, deutet die Summe an fallenden Rohstoffpreisen eine nachlassende Aufwärtsdynamik an. Dies gibt Grund zur Hoffnung, dass die Teuerungsrate in den kommenden Monaten überrollt. Sollte die Weltwirtschaft sogar in eine Rezession abrutschen, dürfte sich dieser Effekt noch massiv verstärken. Statt der „kurzfristigen“ Prognose ist es jedoch vielmehr die mittel- bis langfristige Inflationsentwicklung, welche die Ertrags Erwartungen an den Kapitalmärkten im Wesentlichen bestimmt. Dabei scheinen drei übergeordnete Trends, die in den vergangenen 30 Jahren zu einer strukturellen Disinflation geführt haben, sich mittlerweile umzukehren. Dies droht auf Sicht der nächsten Jahre zu einer erhöhten „Sockelinflation“ oberhalb der Zielmarke der Notenbanken zu führen.

- **Globalisierung:** Die Weltwirtschaft war in den vergangenen Jahrzehnten geprägt von einer stark steigenden Globalisierung. Alleine in den 70er Jahren ist der Anteil des globalen Handels von 27% auf fast 40% des weltweiten Bruttoinlandsproduktes gestiegen. Dieser Trend hat sich bis 2012 fortgesetzt und einen Wert von bis zu 60% erreicht. Seitdem stockt jedoch die Entwicklung und die Engpässe in den Lieferketten im Zuge der Corona-Pandemie haben bei vielen Unternehmen zu einem Umdenken geführt. Eine Verstärkung der lokalen Produktion würde jedoch für weniger Wettbewerb und steigende Preise sprechen.

- **Demographie:** Die Alterung der Gesellschaft wird grundsätzlich als disinflationär angesehen. Die zunehmende Knappheit an Arbeitskräften könnte jedoch einen exakt gegenläufigen Effekt haben. Auch in den 70er Jahren war dieses Phänomen zu beobachten. Arbeitskräfte waren sprichwörtlich „Mangelware“, da die Generation der „Baby Boomer“ erst in den 80er Jahren auf den Markt drängten, begleitet von der Entwicklung Chinas zur globalen Werkbank. Dies hat die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer gestärkt und steigende Lohnabschlüsse waren die Folge. Eine Entwicklung, die sich auch aktuell bereits abzuzeichnen scheint.
- **Fiskalpolitik:** Die Zeiten von Haushaltsdisziplin scheinen endgültig ad-acta gelegt. Bereits in der Eurokrise konnten auferlegte Sparprogramme nur noch bedingt realisiert werden. Spätestens mit Bekämpfung der Corona-Pandemie wurden sämtliche Regeln über Bord geworfen und der Ruf nach staatlicher Subvention – jüngstes Beispiel ist die Energiekrise in Europa – wird immer lauter. Die Staatsverschuldung hat historische Ausmaße erreicht und steigende Zinsen erhöhen das Risiko einer Staatspleite. Einer restriktiven Geldpolitik scheinen politisch damit starke Grenzen gesetzt. Ähnlich der 70er Jahre, nur aus anderen Beweggründen.

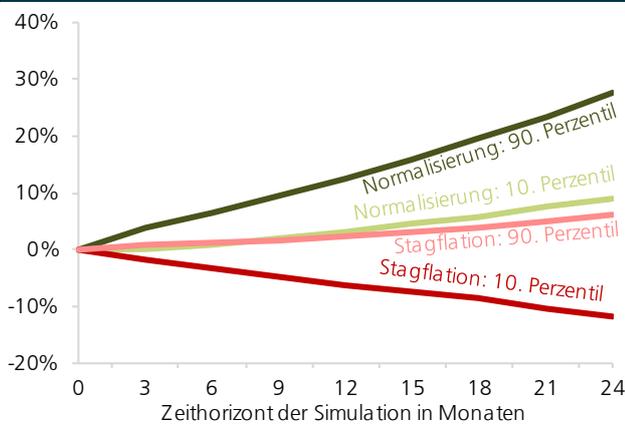
Deka-Thementrends

Regime-Shift an den Märkten – Renaissance der 70er?

Der Blick nach vorne

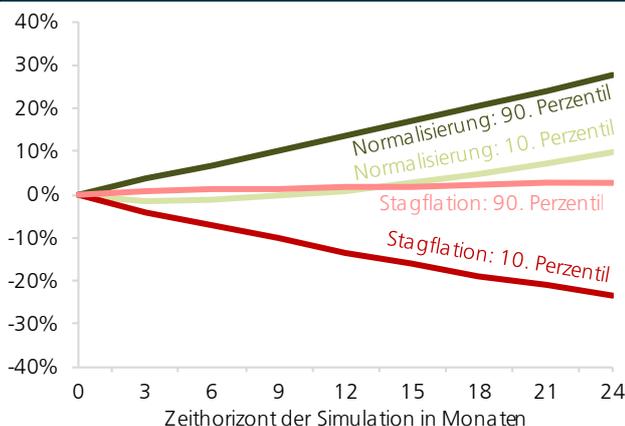
Betrachtet man die Gemeinsamkeiten und Unterschiede zwischen der aktuellen Situation und den 70er-Jahren, so lässt sich nur schwer eine klare Richtung für die Kapitalmärkte auf Sicht der nächsten 12 bis 24 Monate definieren. Daher bietet es sich an, zwei verschiedene Szenarien in Betracht zu ziehen: die Rückkehr zur wirtschaftlichen Normalität oder aber die Stagflation. Grundsätzlich würde eine Rückkehr zur Normalität vor allem eine Rückkehr der Inflation auf die Zielniveaus der Notenbanken bedeuten. Gleichzeitig würde sich das Wirtschaftswachstum nachhaltig erholen und am langfristigen Mittel einpendeln. Da sowohl Inflation als auch Wachstum in den USA historisch gesehen höher ausfallen als in Europa bzw. Deutschland, sollten diese Regionen hierbei differenziert bewertet werden. Blicke die Inflation aber deutlich über ihren regionalen Zielvorgaben und sollte ein signifikantes Wachstum ausbleiben, träte die Stagflation ein. Beide Szenarien sind für die absehbare Zukunft denkbar, also wie würden sie sich an den Aktienmärkten äußern?

Abb. 17: Deutschland: Ausblick bei Normalisierung der Wirtschaft positiv, Downside bei Stagflation gemäßigt



Quelle: Bloomberg, CIO-Office

Abb. 18: USA: Höhere Wachstumsraten im Normalfall bedeuten empfindliche Einbußen bei Stagflation



Quelle: Bloomberg, CIO-Office

Als Grundlage der Simulation dienen die Kursbewegungen von Aktien und Anleihen in den 70er-Jahren sowie in den vergangenen Monaten. Diese werden ins Verhältnis zur zeitgleichen Entwicklung von Makrodatenpunkten wie Inflationsrate, BIP-Wachstum oder Industrieproduktion gesetzt. Darauf aufbauend werden in einer Reihe von Simulationen mögliche Pfade für die Wertentwicklung ermittelt. Die Auswertung erfolgt in Perzentilen, um Bandbreiten für die simulierten Werte festlegen zu können. In den Abb. 17 und 18 wurden das 10. und 90. Perzentil als Ober- und Untergrenze gewählt. Dies bedeutet: Innerhalb der hell- und dunkelgrünen Linien im Falle der Normalisierung bzw. innerhalb der hell- und dunkelroten Linie im Falle der Stagflation befinden sich jeweils 80% der simulierten Wertentwicklungen. Als Orientierung können außerdem die Mittelwerte aller simulierten Wertentwicklungen betrachtet werden (Abb. 19).

Abb. 19: Aktien & Staatsanleihen im Falle einer Rückkehr zur Normalität bzw. bei Stagflation

	Rückkehr zur Normalität		Stagflation	
	12 Monate	24 Monate	12 Monate	24 Monate
 Aktien	7,8%	18,6%	-1,6%	-2,4%
Staatsanleihen	9,9%	21,2%	0,2%	-0,3%
 Aktien	6,8%	18,8%	-5,6%	-9,4%
Staatsanleihen	10,9%	23,4%	-2,4%	-5,9%

Quelle: Bloomberg, CIO-Office

Wertaufholung möglich, Zeitraum aber ungewiss

Die Ergebnisse zeigen, dass man für Aktien bei abflachender Inflationsrate durchaus positive Renditen erwarten kann. Diese könnten sich sowohl in Deutschland als auch in den USA nach 24 Monaten im zweistelligen Prozentbereich bewegen. Anders sieht es aus, sollte die Inflation weiter auf hohem Niveau verharren. In diesem Falle implizieren die Ergebnisse auch, dass die größere Lücke zwischen regulärem Wachstum und Nullwachstum in den USA eine höhere Belastung für den dortigen Aktienmarkt darstellen könnte. An den Anleihemärkten hat sich die Inflationsabhängigkeit auch dieses Jahr in deren hoher Volatilität geäußert. Dementsprechend fallen die prognostizierten Ertragsunterschiede zwischen Normalisierung und Stagflation teilweise noch größer aus als bei Aktien.

Wie lange es dauert, bis die Kursverluste aus dem ersten Halbjahr 2022 wettgemacht werden können, ist offen. Entscheidend ist die Geschwindigkeit, mit der die Inflation von Seiten der Notenbanken auf ein akzeptables Niveau zurückgeführt werden kann, ohne gleichzeitig die Wirtschaft in eine Rezession zu stürzen. Ändert sich nichts an dem aktuellen Inflationsdruck, dürfte das Marktumfeld auch in kommenden Monaten unsicher und korrekturanfällig bleiben.

Deka-Thementrend

Appendix

Herausgeber: CIO-Office, Deka Investment GmbH
Redaktionsschluss: 05.08.2022

Internet: <https://deka.de/deka-gruppe/research>
Impressum: <https://deka.de/deka-gruppe/impressum>

Rechtliche Hinweise:

Diese Darstellungen inklusive Einschätzungen wurden von der DekaBank nur zum Zwecke der Information des jeweiligen Empfängers erstellt. Die Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Empfehlung zum Erwerb dar. Die Informationen oder Dokumente sind nicht als Grundlage für irgendeine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht. Sie ersetzen keine (Rechts- und / oder Steuer-)Beratung. Auch die Übersendung dieser Darstellungen stellt keine derartige beschriebene Beratung dar. Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen aus oder beruhen (teilweise) auf von uns als vertrauenswürdig erachteten, aber von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen, einschließlich der rechtlichen Ausführungen, ist ausgeschlossen. Die enthaltenen Meinungsäußerungen geben die aktuellen Einschätzungen der DekaBank zum Zeitpunkt der Erstellung wieder, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können. Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen. Sollten Kurse/Preise genannt sein, sind diese freibleibend und dienen nicht als Indikation handelbarer Kurse/Preise. **Bitte beachten Sie: Die frühere Wertentwicklung sowie die prognostizierten Entwicklungen sind keine verlässlichen Indikatoren für die künftige Wertentwicklung.** Diese Informationen inklusive Einschätzungen dürfen weder in Auszügen noch als Ganzes ohne schriftliche Genehmigung durch die DekaBank vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden.



DekaBank
Deutsche Girozentrale
Mainzer Landstraße 16
60325 Frankfurt
Postfach 11 05 23
60040 Frankfurt

Telefon: (0 69) 7147 – 0
Telefax: (0 69) 7147 – 13 76
www.deka.de