

# Sinn und Unsinn in Zeiten hoher Inflation

Weitere Schocks und weitere Lehren, wie sich Märkte und Politik prognostizieren lassen – und welche Denkfehler man dabei vermeiden sollte.

- Selten waren so viele wirtschaftlich unsinnige Aussagen im Umlauf wie derzeit zum Thema Inflation.
- Besonders ein Blick über den September 2023 hinaus zeigt eine ungewöhnlich große Bandbreite der Meinungen bei den Experten.
- Bei Aktien raten wir weiterhin insgesamt zur Vorsicht. Aber eine gezielte Aktienauswahl und aktives Management lohnen sich jetzt wohl wie selten zuvor.

Es ist bemerkenswert, wie viele wirtschaftlich unsinnige Aussagen derzeit über die Inflation zu lesen sind. Wir meinen, dass ein Kommentator, der sich nur ein bisschen mehr Zeit zum Überlegen – oder vielleicht noch besser zum Lesen – über dieses Thema genommen hätte, ohne weiteres peinliche Fehler hätte vermeiden können.

So wurde zum Beispiel in Deutschland von einer „vorläufigen Inflation von 8,8 Prozent für August im Vergleich zum Vorjahresmonat“ berichtet – berechnet als der „Harmonisierte Verbraucherpreisindex“ (HICP) der Europäischen Union.<sup>1</sup> Dies sei, so einige Schlagzeilen, „das höchste Niveau der letzten 40 Jahre“ und „gefährlich nahe“ an einer zweistelligen Inflationsrate. Derartig oberflächliche Kommentare finden sich zurzeit überall – und die zugrundeliegenden Denkfehler sind leicht aufzuspüren, wenn man weiß, wonach zu suchen ist.

Um von vorne zu beginnen: Es gibt nicht den einen, einzig richtigen Weg zur Ermittlung eines „allgemeinen“ Preisanstiegs für Waren und Dienstleistungen in einer Volkswirtschaft (obwohl einige sicherlich stärker fehleranfällig sind als andere, besonders nach einer Pandemie).<sup>2</sup> Ein weiteres Problem ist, dass

Statistiker das Konsumverhalten „durchschnittlicher“ Haushalte zugrunde legen. – obwohl auch einige praktische Möglichkeiten geboten werden, um die eigene, persönliche Inflationsrate zu berechnen.<sup>3</sup>

Aber es liegt auf der Hand, dass jeder Vergleich der HICP-Inflation, der 40 Jahre zurückgeht, von vornherein Unsinn ist. Bis 1990 war Deutschland schließlich ein geteiltes Land und HICP-Daten werden überhaupt erst seit 1997 erhoben.<sup>4</sup> Andere Datenreihen wie der Verbraucherpreisindex (VPI) für Westdeutschland befinden sich tatsächlich im August mit 7,9 Prozent auf einem Höchststand der letzten Jahrzehnte. Vielleicht weil es diese Zahl schwieriger macht, darüber zu spekulieren, dass die „Inflation“ in den „gefährlichen“ zweistelligen Bereich vordringen könnte, tauchte sie offensichtlich nicht so häufig in den Schlagzeilen auf.

## 1. Die versteckten Kosten rationaler Unaufmerksamkeit

Warum beginnen wir mit einem auf den ersten Blick so trivialen Beispiel? Müssen Anleger denn mehr wissen, als dass die „Inflation“ zu hoch ist und die Zentralbanken aus diesem Grund

<sup>1</sup> [https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2022/08/PD22\\_366\\_611.html](https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2022/08/PD22_366_611.html)

<sup>2</sup> <https://www.destatis.de/DE/Themen/Wirtschaft/Preise/Verbraucherpreisindex/Methoden/Downloads/corona-vpi-hvpi.html>

<sup>3</sup> Das Statistische Bundesamt (Destatis) bietet einen Rechner an, mit dem die Preise für verschiedenen Güterarten nach dem individuellen Konsumverhalten gewichtet werden können: <https://service.destatis.de/inflationsrechner/>. Die Europäische Zentralbank (EZB) bietet ein ähnliches Instrument sowohl für die Eurozone insgesamt als auch für jedes einzelne Mitgliedsland an: <https://www.euro-area-statistics.org/digital-publication/statistics-insights-inflation/bloc-4a.html?lang=de>

<sup>4</sup> Rekonstruierte Zahlen gehen nur etwa ein Jahr weiter zurück.

die Zinsen weiter kräftig anheben werden? Sicher, Anleger haben sich daran gewöhnt, statistischen Einzelheiten nicht allzu viel Aufmerksamkeit zu schenken – daher haben wir diese weitgehend in die Fußnoten verbannt. Hier lässt sich nachlesen, wie sich der HICP vom traditionellen VPI-Wert Deutschlands unterscheidet;<sup>5</sup> wie sich beide Kennziffern von den VPI-Zahlen jenseits des Atlantiks und auch dem Index der U.S. Personal Consumption Expenditures (PCE) unterscheiden;<sup>6</sup> dass die Europäische Zentralbank (EZB) den HICP zur Definition von Preisstabilität vorzieht und dass die US-Notenbank, die Federal Reserve (Fed), lieber die PCE-Zahlen verwendet, bei denen die stark schwankenden Preise für Nahrungsmittel und Energie unberücksichtigt bleiben<sup>7</sup> – und dass all diese Kennzahlen im Augenblick ungemütlich hoch ausfallen.<sup>8</sup>

Vor der Pandemie schienen sich viele Akteure des Privatsektors keine allzu großen Sorgen um das durchschnittliche Preisniveau zu machen – egal, wie es ermittelt wurde. Jerome Powell, Präsident der US-Notenbank, verwies in seiner Jackson-Hole-Rede darauf, dass eine bei Haushalten und Unternehmen derart weit verbreitete und rationale Unaufmerksamkeit gegenüber der Inflationsrate sogar als Maßstab für den Erfolg im Kampf um Preisstabilität betrachtet werden könne.<sup>9</sup> Ebenso wie sein Vorgänger Alan Greenspan argumentierte Powell, dass Anleger einfach gelernt hätten, der Fed zu vertrauen – dieser in hartem Kampfergebnisse Vertrauensvorsprung müsse auch um den Preis eines wirtschaftlichen Abschwungs verteidigt werden. Seine Hoffnung besteht jetzt offensichtlich darin, dass schnelle und

aggressive Maßnahmen der Fed diesen Vertrauensvorsprung verteidigen und die Inflationserwartungen dämpfen können. Ob und wie gut dies funktionieren wird, bleibt abzuwarten. Eines ist bereits jetzt klar: Die breitere Öffentlichkeit schien das Thema Inflation kaum zu verstehen, geschweige denn bewusst wahrzunehmen, nachdem sie sich über mehrere Jahrzehnte keine Sorgen über die Inflation zu machen brauchte.<sup>10</sup> Vielen Marktteilnehmern und politischen Entscheidungsträgern geht es wohl ähnlich. Für überlegt handelnde Anleger ist es deshalb unbedingt notwendig, offensichtlichen und nicht ganz so offensichtlichen Unsinn zu diesem Thema aufzuspüren. Bevor wir zu unseren Prognosen für die nächsten zwölf Monate kommen, möchten wir noch einmal einige der weit verbreiteten kognitiven Irrtümer herausstellen und uns bei diesen auf besonders simple beschränken.<sup>11</sup>

## 2. 2022 hilft „Cookbookery“, Scharlatane zu entlarven

Erinnern wir uns daran, dass die HICP-Inflation Deutschlands angeblich „das höchste Niveau der letzten 40 Jahre“ erreicht habe und „gefährlich nahe“ an einer zweistelligen Inflationsrate sei. Denkfehler Nummer 1: Die Auswirkungen der Vereinigung Deutschlands auf deutsche Statistiken bleiben unberücksichtigt. Dieser Fehler wird offensichtlich von Jahr für Jahr immer häufiger gemacht.<sup>12</sup> Aber auffällig ist, dass sich dieser Fehler nur unwesentlich von Denkfehler Nummer 2 unterscheidet. Wer sich nicht die Mühe macht, über die geopolitische Lage vor 40 oder 50 Jahren nachzudenken, wird wohl kaum überprüfen, ob

<sup>5</sup> In Deutschland wird traditionell versucht, die Kosten genau desselben Korbs aus Gütern und Dienstleistungen in derselben Qualität zu messen, um so nur „reine“ Preisveränderungen zu erfassen. Die Gründe hierfür sind tief verwurzelt im intellektuellen Erbe des Landes. Siehe Eiben, J. (1989) Von Luther zu Kant - Der deutsche Sonderweg in die Moderne: Eine Soziologische Betrachtung, Deutscher Universitätsverlag, besonders S. 199-212. Sogar beim HVPI der Europäischen Union, der „harmonisierten“ Kennziffer der Preisstabilität, bleiben spezifische nationale Unterschiede bestehen, zum Beispiel wie sich Veränderungen in der Qualität einer Ware im Lauf der Zeit auswirken. Siehe <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op265-a3fb0b611d.en.pdf>, besonders S. 35-47

<sup>6</sup> Ein guter Überblick ist hier zu finden: <https://www.clevelandfed.org/newsroom-and-events/publications/economic-trends/2014-economic-trends/et-20140417-pce-and-cpi-inflation-whats-the-difference.aspx>. Ein Unterschied besteht darin, wie die Daten erhoben werden. Der US-Verbraucherpreisindex (CPI) beruht auf Umfrageergebnissen, was Haushalte tatsächlich kaufen, der Personal Consumption Expenditures (PCE)-Index auf Umfrageergebnissen, was Unternehmen verkaufen. Der PCE-Index ist vielleicht das beste Beispiel für einen Index, der ausgehend vom Verbrauchernutzen erstellt und fortlaufend angepasst wird. S. zum Beispiel Blinder, A. (1980), The Consumer Price Index and the Measurement of Recent Inflation, Brookings Papers on Economic Activity, No. 2; verfügbar unter: [https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/1980/06/1980b\\_bpea\\_blinder\\_triplett\\_denison\\_pechman.pdf](https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/1980/06/1980b_bpea_blinder_triplett_denison_pechman.pdf) und Measures of Inflation – UK Statistics Authority

<sup>7</sup> <https://www.bea.gov/news/2022/personal-income-and-outlays-july-2022>

<sup>8</sup> Die jüngsten US-Zahlen sind zu finden unter: <https://www.bls.gov/news.release/cpi.nr0.htm> und <https://www.bea.gov/news/2022/personal-income-and-outlays-july-2022>. Im Allgemeinen besteht der größte Unterschied zwischen verschiedenen „Inflationsmaßen“, die ähnliche Posten und dasselbe geographische Gebiet abdecken, darin, wie und wie häufig die Gewichtung verschiedener Posten an ein verändertes Verbraucherverhalten angepasst wird (zum Beispiel mehr Haushalte, die weniger für teure und mehr für billigere Güter und Dienstleistungen ausgeben). So ist der deutsche Warenkorb schon allein dadurch ungewöhnlich, dass sein Wägungsschema zuletzt 2015 geändert wurde, während der Harmonisierte Verbraucherpreisindex der Europäischen Union und der US-Verbraucherpreisindex alle zwei Jahre angepasst werden. Im Gegensatz hierzu lässt der US-Index persönlicher Konsumausgaben (Personal Consumption Expenditures PCE) ausdrücklich zu, verschiedene Güter und Dienstleistungen durch andere zu ersetzen und so relative Preisänderungen darzustellen.

<sup>9</sup> <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20220826a.htm>

<sup>10</sup> Eine Diskussion und ein Überblick über einige der empirischen Arbeiten ist zu finden unter: People’s inflation expectations are rising – and will be hard to bring down | The Economist

<sup>11</sup> Weitergehende Lektüre: Deutsch, D. (1997), The Fabric of Reality: The Science of Parallel Universes – and Its Implications, Penguin; Dörner, D. (1997) The Logic Of Failure: Recognizing And Avoiding Error In Complex Situations, Basic books; Tetlock, P.E. and Parker, G., (2006), Unmaking the West: "what-if" scenarios that rewrite world history. University of Michigan Press; vorhergehende Diskussionen: Sinn und Unsinn in Pandemiezeiten (dws.com)

<sup>12</sup> Hier zeigt sich wohl zum Teil der Generationenwechsel, die Erinnerungen an „Ostberlin“ mit seinem „real existierenden Sozialismus“ schwinden. Mehr zur Rolle des Generationenwechsels in: Mannheim, K. (1928), „Das Problem der Generationen“, in: Kölner Vierteljahreshefte für Soziologie, 7. Jg., H. 2; S. 157-185; erstmals 1952 als „The Problem of Generations“ ins Englische übersetzt;

es damals bereits europäische HICP-Datenserien gab. Natürlich spielt auch das Alter eine Rolle, aber hier geht es vor allem um kognitive Disziplin. Es gibt auch 25- oder 30-Jährige – vor allem wenn sie anderswo leben oder vielleicht gerade deswegen –, denen unmittelbar bewusst wird, dass sie ein kognitives Minenfeld betreten, wenn sie Vergleiche zu einer Zeit oder einem Ort ziehen, mit dem sie nicht vertraut sind. In derartigen Situationen wäre es am besten, ganz ruhig zu überlegen und mehrfach zu überprüfen, ob Argumentationsketten und analytische Ergebnisse einer Überprüfung standhalten. „Die Wahrscheinlichkeit für dieses vernünftige Verhalten ist leider gerade dann besonders gering, wenn es am meisten gebraucht wird“, wie es Daniel Kahneman, Psychologe und 2002 Gewinner des Alfred-Nobel-Gedächtnispreises für Wirtschaftswissenschaften gerne ausdrückt.<sup>13</sup>

Stattdessen werden spontan Schlussfolgerungen gezogen. Auch Ökonomen sind gegen diese Art kognitiver Fehler kaum gefeit. Wie erwähnt, war häufig zu hören und zu lesen, dass die deutsche HICP-Inflation dem zweistelligen Bereich „gefährlich nahe“ sei. Solche Einschätzungen sollten unmittelbar die Frage aufwerfen, warum „Inflation“ eigentlich „gefährlicher“ sein soll, wenn und wo sie in einem bestimmten Monat (nach welcher Datenreihe auch immer) im Jahresvergleich mit 10 Prozent statt „nur“ 9,9 Prozent „gemessen“ wurde. Vielleicht könnten diese „gefährlichen“ zweistelligen Zahlen zusätzliche Verhaltensänderungen bei Haushalten, Firmen oder politischen Entscheidungsträgern auslösen? Sollte dies der Fall sein, stellt sich die Frage, unter welchen Umständen dies so wäre und wann der umgekehrte Fall eintreten würde? Welche spezifischen kausalen Mechanismen und mikroökonomischen Grundlagen stützen die Behauptung, dass eine zweistellige Inflationsrate besonders gefährlich sei? Es erübrigt sich der Hinweis, dass eine makroökonomische Behauptung ohne nachvollziehbare mikroökonomische Begründung nicht ernst zu nehmen ist.

In gewisser Weise erinnern alle drei Arten von Denkfehlern an etwas, was der Statistiker George Box vor beinahe 50 Jahren in einer herrlichen Vorlesung über Wissenschaft und Statistik als „Cookbookery“ bezeichnete.<sup>14</sup> „Cookbookery“ war für Box die naive Anwendung von Methoden, die stur auswendig gelernt wurden, ohne diese Techniken oder ihre Grenzen auch nur im Ansatz zu verstehen. Bereits früher hatten wir darauf hingewiesen, dass dieses Verständnis die Grundlage dafür

ist, um bei Prognosen zur Entwicklung der Wirtschafts- und Finanzmärkte Sinn von Unsinn zu unterscheiden.<sup>15</sup>

Wenn wir – und noch wichtiger die Zentralbanken – genau wüssten, wie die Volkswirtschaft eines bestimmten Landes funktioniert, wären Prognosen lediglich ein simples Rechenbeispiel. Aber wir wissen es nicht, das ist das Problem. Ebenso wenig wissen es die Fed oder die EZB. Vergleichsweise wenige haben den jetzigen Inflationsausbruch vor zwölf Monaten kommen sehen. Wir verfügen nur über ein sehr bruchstückhaftes und begrenztes Verständnis dafür, warum die Inflation über einen so langen Zeitraum so niedrig war, besonders in den letzten Jahren vor Ausbruch der Pandemie, nach vielen Jahren einer noch nie da gewesenen lockeren Geldpolitik in großen Teilen der industrialisierten Welt und einigen Jahren von bereits damals stark zugenommenen Spannungen im internationalen Warenhandel.

„Cookbookery“ bietet wohl die Erklärung dafür, warum so viele Wirtschaftsfachleute, die an den Finanzmärkten oder auch in den Zentralbanken arbeiten, so lange brauchen, um sich von der Idee einer nur vorübergehenden Inflationsdynamik nach der Coronapandemie zu verabschieden. Vor allem gegen Ende 2021 reduzierten sich diese Argumente in der Regel auf Basiseffekte.<sup>16</sup> Wenn die Preise nicht weiter anstiegen, so die Denkweise, würde sich die Inflation 2022 abschwächen. Und das wäre wohl auch der Fall gewesen, wenn die Trends 2021 alle auf einmalige Preiserhöhungen aufgrund von Lieferkettenengpässen und ähnlichem zurückzuführen gewesen wären. Basiseffekte – und „Cookbookery“ allgemein – können mitunter durchaus hilfreich für gut durchdachte Prognosen sein – wenn man sie als Ausgangspunkt und nicht als Endpunkt der Analyse begreift. Gleichzeitig gab es aber bereits damals bei den Daten, wenn man sie nur sorgfältig genug anschaute, eine Reihe beunruhigender Anzeichen.<sup>17</sup> Natürlich stimmt es auch, dass sich bei einem Vergleich der verschiedenen Komponenten eines bestimmten Verbraucherpreisindex 2022 mit den Kosten desselben Korbs aus Gütern und Dienstleistungen aus dem Jahr 2019 zwei große Cluster mit Preisveränderungen herauskristalisieren, die der „Pandemie“ und dem „Krieg“ zugeordnet werden könnten. Das allein reicht aber nicht, um eine schnelle Rückkehr zur alten Normalität zu prognostizieren, sobald eines oder beide Probleme vorüber sind; zumindest nicht, ohne die dabei angenommenen mittelfristigen Anpassungsmechanismen sorgfältig zu

<sup>13</sup> Kahneman, D. (2011) Schnelles Denken, langsames Denken. Farrar, Straus und Giroux, S. 417

<sup>14</sup> Box, G. (1976), „Science and statistics“, Journal of the American Statistical Association, Vol. 71, No. 356, S. 791-799, unter: [Boxonmaths.pdf](#) (inria.fr); diese Vorlesung und den danach verfassten Artikel widmete Box seinem Schwiegervater, dem Universalgelehrten Ronald Fisher. Fisher ist hauptsächlich für seine Beiträge zu Evolutionstheorie und experimentellem Design bekannt, aber seine Gedankengänge sind auch für die theoretischen Diskussionen um geldpolitische Maßnahmen aufschlussreich. Sein Vermächtnis ist zum Beispiel nachzulesen in [WHO IS THE GREATEST BIOLOGIST OF ALL TIME? | Edge.org](#)

<sup>15</sup> Inflationsäre Paradigmenwechsel (dws.com)

<sup>16</sup> <https://blog.ons.gov.uk/2021/05/19/beware-base-effects/>

<sup>17</sup> Reis, R. (2022) The Burst of High Inflation in 2021–22: How and Why Did We Get Here?, London School of Economics, unter [whypi-v2](#) (lse.ac.uk)

konkretisieren. Um es wie Box zu sagen: Alle Modelle sind falsch, aber einige sind nützlich. Es ist gerade die Suche nach nützlichen Modellen, die die Wirtschaftswissenschaft und die Wirtschaftsprognostik interessant macht.

### 3. Unsere Prognosen und warum wir jetzt in dieser Zeit besonders vorsichtig sind

In unserem Beitrag vom Juli hatten wir die besonderen Herausforderungen betont, vor denen Zentralbanken nicht zuletzt aufgrund der Probleme mit der Qualität wirtschaftlicher Daten, auf die wir wiederholt hingewiesen hatten, stehen.<sup>18</sup> Drei Monate später ist die Situation eher noch komplizierter geworden. Die weitere Entwicklung des Kriegs Russlands gegen die Ukraine bleibt schwer vorherzusagen.<sup>19</sup> Wie bereits

mehrfach seit dem Zusammenbruch der Sowjetunion setzt der Kreml seine Energielieferungen weiterhin als Waffe ein.<sup>20</sup> Die russischen Gaslieferungen an Europa dürften in diesem Winter stark gedrosselt werden, wobei die Berechnungen unserer Basisszenarien in beide Richtungen stark ausschlagen können.<sup>21</sup> Die daraus resultierenden Energiepreissteigerungen haben sich in verschiedenen Ländern mit sehr unterschiedlichen Geschwindigkeiten auf die Verbraucherpreise ausgewirkt. Je nach Energiemarktordnung, möglichen regulatorischen Reaktionen und verschiedenen staatlichen Rettungsmaßnahmen sind auch für die zukünftige Entwicklung der Verbraucherpreise deutliche Unterschiede zu erwarten.<sup>22</sup> Und dabei sind wirtschaftliche Zweitrunden- und Folgeeffekte noch nicht berücksichtigt.

<sup>18</sup> <https://www.dws.com/de-de/insights/cio-view/cio-view-quarterly/q2-2022/die-quadratur-dieses-zyklus/>

<sup>19</sup> Auch wenn es inzwischen insb. auf russischer Seite einige Kontinuitäten mit früheren Konflikten gibt. Vgl. dazu etwa Massacre in Bucha Meduza reconstructs the Russian occupation of Bucha – and debunks Kremlin lies about crimes against civilians – Meduza mit Zakaev, A (2018), Subjugate or Exterminate! A Memoir of Russia's Wars in Chechnya. Academica Press. Siehe auch Epkenhans, T. (2016) The Origins of the Civil War in Tajikistan: Nationalism, Islamism, and Violent Conflict in Post-Soviet Space (Contemporary Central Asia: Societies, Politics, and Cultures), Lexington Books; Patronal Politics: Hale, H. (2015) Eurasian Regime Dynamics In Comparative Perspective (Problems of International Politics). Siehe auch: How Khodorkovsky's Arrest Ruined Russia - The Moscow Times; Open Society and Its Enemies in Putin's Russia (Op-Ed) - The Moscow Times; Kidnapping Dissenters Is an Old KGB Tradition - The Moscow Times

<sup>20</sup> Siehe auch: Commentary: Hybrid Business – The Risks in the Kremlin's Weaponization of the Economy | Eurasianet; <https://www.marshallcenter.org/de/node/1276#toc-chapter-2-gazprom-and-the-russian-strategy>; <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/255975/1/2005C42.pdf>; Caspian cul-de-sac: How Europe failed to diversify its gas supply | Eurasianet; <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/255975/1/2005C42.pdf>; Gazprom and Itera: A Case Study in Russian Corporate Misgovernance - Carnegie Endowment for International Peace

<sup>21</sup> Hier zeigt sich zum Teil, wie Russland bereits in früheren Konflikten diese Waffe eingesetzt hat – und an welchem Punkt es damit aufhörte oder pausierte. Siehe: A New "Gas War" - Institute of Modern Russia (imrussia.org); The Third Gas War - Institute of Modern Russia (imrussia.org); At last minute, Russia and Ukraine agree to new five-year gas deal. Here's who won. – Meduza

<sup>22</sup> <https://fsr.eui.eu/event/to-reform-or-not-to-reform-eu-energy-markets/>

Angesichts all dessen haben wir unsere strategischen Prognosen bis zum September 2023 aktualisiert – und kommen zu wenig erfreulichen Ergebnissen.

## DWS WIRTSCHAFTS- UND MARKTPROGNOSEN

Region	BIP Wachstum*	Inflation**	Zentralbanken (September 2023)	10-jahres Staatsanleihen (September 2023)	Aktien (September 2023)
Deutschland	0,0%	6,2%			14.400 (DAX)
Eurozone	0,7%	5,0%	2,00% (ECB Deposit Rate)	1,75% (Bund)	3.750 (EuroStoxx 50)
USA	0,7%	3,3%	3,50% (Federal funds rate lower bound)	3,25% (Treasuries)	4.200 (S&P 500)

Quellen: DWS Investment GmbH; Stand: 18.08.2022

\* BIP-Wachstumserwartungen für 2023 (ggü. dem Vorjahr in %)

\*\* Verbraucherpreisinflationserwartungen für 2023 (ggü. dem Vorjahr in %)

Noch vor den jüngsten Kursverlusten hatten wir für die meisten großen Aktienmärkte implizit nominale Renditen zwischen 0 und 5 Prozent implizit vorhergesagt. Das bedeutet für einen Vermögensverwalter, dass es allerhöchste Zeit ist, seinen Kunden mitzuteilen, äußerst vorsichtig und selektiv vorzugehen. Hier zeigt sich auch die ungewöhnlich große Bandbreite unterschiedlicher Meinungen bei den Industrieexperten, besonders wenn wir über den September 2023 hinausschauen. Ganz allgemein rechnen unsere Analysten mit einer sehr hartnäckigen Inflation und mit extremen Problemen für die Zentralbanken, nach den ersten Rückgängen, die wir 2023 für die Vereinigten Staaten, das Vereinigte Königreich und die Eurozone erwarten, die verbleibende Lücke zum Inflationsziel von 2 Prozent zu schließen. Viele unserer Marktkollegen erwarten hingegen eine beträchtliche Verlangsamung der Inflationsdynamik bis September 2023, die vielleicht bald darauf geldpolitische Lockerungsmaßnahmen erlaubt.

Beide Seiten haben stichhaltige Argumente. Die Erfahrungen der Vereinigten Staaten während des Zinserhöhungszyklus vom Juni 2003 bis zum September 2007 werfen zum Beispiel die Frage auf, wie empfindlich die Wirtschaft auf Zinserhöhungen reagieren wird. Außerdem werden die Inflationsraten in den USA, in der Eurozone und in vielen anderen Ländern noch über längere Zeit weit höher liegen als die nominalen Zinsen. Das bedeutet nach Abzug der Inflation, dass geliehenes Geld billig bleiben wird. In der Zwischenzeit ist der Arbeitsmarkt auf beiden Seiten des Atlantiks noch angespannter geworden. Aus unserer Sicht sollte auf alle Fälle die Lohndynamik beobachtet werden – sie ist sicherlich ein wichtiger Grund, warum wir einen Rückgang der europäischen Inflation auf ihr früheres Niveau in absehbarer Zeit für unwahrscheinlich halten. Diese Sicht basiert vor allem darauf, was wir bereits auf der mikroökonomischen Ebene zu sehen beginnen, nämlich welche Entscheidungen „echte“ Haushalte, Beschäftigte und Unternehmen tatsächlich treffen.<sup>23</sup>

<sup>23</sup> So werden zum Beispiel im traditionellen Business and Consumer Survey (BCS) der Europäischen Kommission einmal pro Quartal repräsentative Stichproben von Unternehmen aus den unterschiedlichsten Branchen zu den Faktoren befragt, die wirtschaftliche Aktivitäten behindern. In der jüngsten Zeit wurde hier hauptsächlich der Mangel an Arbeitskräften genannt. Siehe: Business and consumer surveys - Euro-indicators - Eurostat (europa.eu) und nähere Einzelheiten unter: <https://www.dws.com/de-de/insights/cio-view/chart-of-the-Week/cotw-2022/chart-of-the-week-20220805/>

Alles oben Gesagte lässt uns vermuten, dass die Inflation über längere Zeit auf höherem Niveau bleiben wird. Auf der anderen Seite spielt die „Forward Guidance“ der Währungspolitiker eine größere Rolle als in den Jahrzehnten seit 1945. Haushalte und Unternehmen könnten inzwischen sensibler auf die Lage an den Finanzmärkten reagieren, besonders in den USA.<sup>24</sup>

Vorerst bestärkt uns die große Unsicherheit bei Inflationsprognosen in unserer vorsichtigen Haltung, die wir seit Ende letzten Jahres gegenüber Staatsanleihen einnehmen. Ein Ausblick für festverzinsliche Anlagen ist, zumindest auf kurze Sicht, ebenfalls schwierig. Vor dem Hintergrund einer ständig wachsenden Zahl geopolitischer Risiken erscheinen

Rohstoffe, einschließlich Edelmetallen wie Gold, hauptsächlich als Portfoliodiversifizierung interessant und nicht aufgrund ihres absoluten Ertragspotenzials. Bei Aktien hat der Anstieg bei Rohstoff- und Energiepreisen die Herstellungskosten durch die Bank erhöht und so einen Prozess der Veränderung relativer Preise überall in der Weltwirtschaft ausgelöst. Sich ändernde Verbraucherpräferenzen sind ein weiterer Unsicherheitsfaktor für unsere Gewinnsschätzungen, sodass sich sorgfältige Bottom-Up-Analysen und die gezielte Auswahl von Aktien umso mehr lohnen. Solange im makroökonomischen Bereich so viel Unsinn im Umlauf ist, sind wohl überlegte Empfehlungen auf Mikroebene sicherlich wohl noch wertvoller.

<sup>24</sup> Natürlich hängt viel davon ab, welche Unternehmen oder Haushalte berücksichtigt werden. Vor allem in Europa bestehen weiterhin große Unterschiede darin, wie die Märkte für Arbeit, Energie und andere Güter und Dienstleistungen aufgebaut sind. So spiegeln sich zum Beispiel in den hohen Inflationsraten der baltischen Staaten weitgehend sehr flexible Arbeits- und Warenmärkte wider, an und für sich eine gute Sache in einem Gebiet mit einer gemeinsamen Währung, das von einer Reihe asymmetrischer Schocks getroffen wird. Dagegen ist der bisher fehlende Inflationsanstieg in einigen der größeren Volkswirtschaften, besonders Frankreich, in der Tat wesentlich weniger beruhigend, als dies auf den ersten Blick erscheinen mag. Dazu kommen noch politische Risiken, vor allem die in Italien bevorstehende Parlamentswahl – und die EZB befindet sich wahrlich nicht in einer beneidenswerten Situation.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von DWS Investment GmbH wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern kann. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Alternative Anlagen sind mit diversen Risiken behaftet, nicht unbedingt für jeden Anleger geeignet und für jedes Portfolio verfügbar. DWS Investment GmbH; Stand: 25.08.2022

## GLOSSAR

**Diversifizierung** - Veranlagung in unterschiedliche Vermögenswerte, deren Preise sich möglichst wenig und selten im Gleichschritt verändern

**Europäische Union (EU)** - Politischer und wirtschaftlicher Staatenverbund mit aktuell 27 Mitgliedsstaaten

**Europäische Zentralbank (EZB)** - Zentralbank der Eurozone

**HICP** - Harmonisierter Verbraucherpreisindex - In der Europäischen Union erhobener Verbraucherpreisindex

**Inflation** - Nachhaltiger Anstieg des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus

**Nominal** - ist in der Wirtschaftswissenschaft eine nicht inflationsbereinigte Größe.

**PCE-Index** - Index, der die Preisentwicklung der tatsächlich konsumierten Güter in den USA misst

**US Federal Reserve (Fed)** - Zentralbank der USA

**Verbraucherpreisindex (VPI)** - Durchschnittliche prozentuale Veränderung des Preisniveaus zum Vorjahr anhand eines hypothetischen Warenkorb eines privaten Endverbrauchers

#### Wichtige Hinweise

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung.

DWS ist der Markenname unter dem die DWS Group GmbH & Co. KGaA und ihre Tochtergesellschaften ihre Geschäfte betreiben. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der DWS anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt.

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung dar.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von DWS Investment GmbH wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können.

Wertentwicklungen der Vergangenheit, simuliert oder tatsächlich realisiert, sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen genügen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung solcher Empfehlungen. Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.

Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb dieses Dokuments in den USA sowie dessen Übermittlung an oder für Rechnung von US-Personen oder an in den USA ansässige Personen sind untersagt.

DWS Investment GmbH 2022

Herausgeber: DWS Investment GmbH, Mainzer Landstraße 11-17, 60329 Frankfurt am Main, Deutschland

091639\_1 (08/2022)