

Inflationäre Paradigmenwechsel

Seit Jahrzehnten waren die mittelfristigen Inflationsaussichten selten so unsicher wie jetzt auf dem Weg in das Jahr 2022. Dies eröffnet Anlegern Chancen, birgt aber auch Risiken.

- In unseren Prognosen bleibt die Inflation in den Industrieländern für längere Zeit höher, auch wenn sie gegen Ende 2022 wohl wieder zurückgehen wird.
- Die Covid-19-Pandemie dürfte eine klare Abkehr von einer Inflationsentwicklung markieren, die wir vor einigen Jahren noch als „Schildkrötenzyklus“ bezeichnet hatten.
- Stattdessen beobachten wir jetzt eher einen „Hasenzyklus“ und jede Menge Volatilität bei den Anlagepreisen und den zugrundeliegenden wirtschaftlichen Kennzahlen. Jetzt geht es darum, einen kühlen Kopf zu bewahren und diszipliniert zu handeln.

In der modernen Kosmologie bezieht sich das Inflationsparadigma auf die Vorstellung, dass sich das frühe Universum in den ersten Sekundenbruchteilen extrem schnell (exponentiell) ausgedehnt hat. Ob dies tatsächlich der Fall war, wird seit einigen Jahrzehnten von Physikern heftig diskutiert.¹ Wie wir sehen werden, sind diese Diskussionen auch für die andere Sorte Inflation, auch bekannt als Teuerungsrate, von großer Relevanz.

Die Märkte beschäftigen sich intensiv mit der Frage, ob die teils drastisch höheren Preise, ausgelöst durch die Probleme in den Lieferketten, mehr sein könnten als eine vorübergehende Erscheinung – ob sie, wie es die US-Notenbank (Fed) formuliert, „vorübergehend“ sind. Diese Behauptung ist an sich noch so allgemein, dass sie sich früher oder später immer als richtig erweisen wird. Im August verwies der Präsident der Federal Reserve etwas spät auf fünf spezifische und beachtenswerte Kennziffern. Aktuell deuten alle fünf darauf hin, dass die Inflation höher und breiter angelegt sein und vielleicht auch länger andauern könnte, als dies die meisten Marktbeobachter noch vor einigen Monaten für möglich gehalten hatten. Es mehren sich die Stimmen, unter ihnen auch die des ehemaligen

US-Finanzministers Lawrence Summers, die Fed solle ihr umfangreiches Anleihekaufprogramm schneller zurückfahren (Tapering) als geplant.²

Nichts liegt uns ferner als uns mit ökonomischen Schwergewichten wie Larry Summers oder auch den Wirtschaftsberatern von Jerome Powell, dem Präsidenten der Fed, anzulegen. Aber besonders Investoren, die nicht mit regelmäßigen Wirtschaftsprognosen konfrontiert sind, sollten wissen, dass sich keine der beiden Seiten ihrer Meinung so sicher sein kann, wie das gegenüber Laien klingen mag.

Der Grund hierfür liegt in der großen Unsicherheit, die überall lauert – wie das nach einer bisher noch nie in dieser Form erlebten Pandemie zu erwarten ist. Natürlich ist es leicht zu sagen, dass sich das Angebot an Bauholz, Halbleitern oder an Automobilen letzten Endes wieder einpendeln wird. Die Grundlagen der Mikroökonomie lassen den Schluss zu, dass diese Engpässe äußerst wahrscheinlich „vorübergehender“ Natur sein werden, aber wer alle Besonderheiten und Makroimplikationen zu Ende denkt, wird atemberaubend komplexe Tatbestände finden.³ Die drastisch steigende Nachfrage nach langlebigen

¹ Turner, M.S. (1987). Toward the inflationary paradigm: Lectures on inflationary cosmology, Fermi National Accelerator Lab (FNAL/C-87/35-A)

² <https://www.washingtonpost.com/opinions/2021/11/15/inflation-its-past-time-team-transitory-stand-down/>

³ <https://www.bis.org/publ/bisbull48.htm>

Gebrauchsgütern seit Beginn der Pandemie hat zudem die globalen Lieferketten zusätzlich belastet.⁴ Wie lange wird dies so bleiben? Das wird zum Teil von den zukünftigen globalen (Frachtschiff-)Transportpreisen abhängen. Und die hängen unter anderem am Tarifvertrag für Hafentarbeiter in Südkalifornien, der am 1. Juli 2022 auslaufen wird.⁵

Vor diesem Hintergrund hat Summers mit seiner Aussage recht, dass die Preiserhöhungen nicht mehr auf einige wenige Branchen beschränkt sind und sich offensichtlich ausgeweitet haben. Der durch die Pandemie verursachte Mangel an Arbeitskräften treibt die Löhne ohnehin nach oben, besonders in den niedrigeren Einkommensgruppen. Daneben gibt es eine Reihe unheilvoller Anzeichen, auch bei politischen Umfragen, dass amerikanische Wählerinnen und Wähler das Narrativ einer nur vorübergehend höheren Inflation nicht mehr glauben und sich die Inflationsdynamik so zu einer selbsterfüllenden Prophezeiung entwickeln könnte.⁶ In Gesprächen mit Industrievertretern wurde uns bestätigt, dass viele äußerst zversichtlich sind, höhere Löhne durch höhere Preise weitergeben zu können – wobei sie gleichzeitig die Rekrutierung neuen Personals als größten Hemmschuh betrachten. Auch andere Länder erleben derzeit den schnellsten Inflationsanstieg seit langem, der zum Teil steigende Rohstoffpreise im Allgemeinen und steigende Energiepreise im Besonderen widerspiegelt.

Was lässt sich aber wirklich verlässlich von all diesen Daten ablesen? So einiges schon, aber wohl noch nicht alles, lautet unsere Antwort. Wie bereits in einer kürzlich veröffentlichten Publikation erwähnt, liegt ein Teil des Problems darin, dass wirtschaftliche Statistiken durch die Auswirkungen der Pandemie noch über längere Zeit verzerrt bleiben dürften.⁷

Nun waren wir gegenüber dem Narrativ „vorübergehender“ Inflation etwas skeptischer als die meisten anderen noch bevor solche Zweifel allerorts zu hören waren. Inzwischen möchten wir aber, in aller Bescheidenheit, doch darauf hinweisen, dass solche Darstellungen doch auch einige richtige Aspekte enthalten. Sobald die Pandemie abklingt, dürfte sich die Konsumnachfrage von Industriegütern weg wieder stärker auf Dienstleistungen verlagern, einschließlich Reisen und

Tourismus, und so den Druck, der auf den globalen Lieferketten für Industriewaren lastet, verringern. Fiskalische Anreize in den Vereinigten Staaten dürften auslaufen, selbst wenn noch einige der zuletzt vorgestellten Maßnahmen verabschiedet werden sollten. Und die diesjährigen höheren Preise für bestimmte Waren wie Gebrauchtwagen oder Rohöl und Erdgas könnten im nächsten Jahr als Basiseffekte zurückkommen – statistische Ausreißer, die Vergleiche zum Vorjahr verzerren. Hohe Inflationszahlen 2021 spiegelten schließlich zum Teil den drastischen Einbruch der Nachfrage und den so 2020 in den ersten Monaten der Pandemie verursachten Rückgang der Preise wider.

Bei unseren Prognosen bleiben die Inflationsraten in den Industrieländern noch für einige Monate auf erhöhtem Niveau, wenn auch in den einzelnen Ländern unterschiedlich hoch. In der zweiten Jahreshälfte 2022 dürften sie dann wieder allmählich sinken. In den Vereinigten Staaten rechnen wir mit der Inflationsspitze gegen Ende des Winters oder spätestens zu Beginn des Frühjahrs. Nachdem wir jedoch unsere Inflationsprognosen in diesem Jahr bereits nach oben korrigieren mussten, wollen wir besonders darauf hinweisen, dass die Inflationsaussichten jetzt wesentlich unsicherer sind als in den letzten Jahrzehnten.

Warum dies so ist, bringt uns zurück zum Inflationsparadigma der Kosmologie. Die heutigen Physiker wissen sicherlich mehr über die Inflation des frühen Universums als noch vor 40 Jahren.⁸ Ob das bei Ökonomen auch der Fall ist, ist nicht ganz so sicher. Die heutigen makroökonomischen Modelle und die zentrale Rolle, die bei ihnen rationale Erwartungen spielen, sind nur eine mathematische Verpackung für eine hübsche Geschichte, die Ökonomen, die die 1970er Jahre erlebt haben, für überzeugend hielten. Ob sie im wissenschaftlichen Sinn der „Wahrheit“ näherkommen, scheint heute ebenso wenig klar zu sein wie 1979.⁹ Wir wissen immer noch nicht, wie genau Inflationserwartungen entstehen, wie sich diese Prozesse im Lauf der Zeit verändert oder welche der spezifischen Umstände den größten Einfluss darauf haben. Und zumindest was ihre eigene Lebenserfahrung betrifft, wissen die meisten der heutigen Anleger und Ökonomen in den Industrieländern wesentlich weniger über dieses Thema

⁴ Romei, V., Global cargoes are way up on pre-pandemic levels: Few appreciate just how dramatic the rise in demand for consumer durables has been, in der Financial Times, 9. November 2021, <https://on.ft.com/3kmSY8x>

⁵ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-11-01/west-coast-dockworkers-contract-expiry-looms-as-port-chaos-rages>

⁶ <https://fivethirtyeight.com/features/most-americans-are-afraid-of-inflation/>

⁷ <https://dws.com/de/insights/cio-view/cio-view-quarterly/q3-2021/sense-and-nonsense-in-pandemic-times/?setLanguage=de>

⁸ Guth, A.; Kaiser, D.; Nomura, Y. (2014). Inflationary paradigm after Planck 2013. Physics Letters B. 733: S. 112–119. <https://doi.org/10.1016/j.physletb.2014.03.020>

⁹ Sogar in den Naturwissenschaften gibt es häufig ein Element eines Generationenwechsels bei wissenschaftlichen Paradigmawechseln. S. besonders Kuhn, T. (1962; 1970 ed.) The Structure of Scientific Revolutions, University of Chicago Press, und vor allem das folgende Zitat (S. 151, unsere Übersetzung): „Max Planck merkte zu seiner eigenen Karriere in seiner Wissenschaftlichen Selbstbiographie bekümmert an: „Eine neue wissenschaftliche Wahrheit pflegt sich nicht in der Weise durchzusetzen, dass ihre Gegner überzeugt werden und sich als belehrt erklären, sondern vielmehr dadurch, dass ihre Gegner allmählich aussterben und dass die heranwachsende Generation von vornherein mit der Wahrheit vertraut gemacht ist.““

als ihre Vorgänger, haben sie doch höchstens eine derartige Phase erlebt: die Stagflation in den 1970er Jahren. Die aktuelle Phase könnte beispielsweise mehr Parallelen zum inflationären Nachkriegsboom von Juli 1946 bis Oktober 1948 aufweisen.¹⁰ Damals erwies sich die Inflation in der Nachkriegswirtschaft der Vereinigten Staaten letzten Endes als „vorübergehend“, aber erst, nachdem sie im März 1947 den Spitzenwert von über 20 Prozent erreicht hatte!¹¹ Sie schuf übrigens auch eine der besten Kaufgelegenheiten in der Geschichte des US-Aktienmarktes.¹²

Im Hasenzyklus investieren

Wir würden dies alles so deuten, dass die Covid-19-Pandemie eine klare Abkehr von einer Entwicklung markieren dürfte, die wir noch vor einigen Jahren als „Schildkrötenzyklus“ bezeichnet hatten. Zur Erinnerung: Seit 2009 schien es häufig, als ob niedrige Inflation, niedrige Zinsen und niedriges, aber positives Wirtschaftswachstum ewig andauern würden. Alles bewegte sich in einem schildkrötenhaften Tempo, aber Jahr für Jahr fanden wir genügend Gründe, warum der Geschäfts- und Kapitalmarktzyklus wesentlich länger als üblich dauern würde und es mangelte auch nicht an Zuversicht in die eigenen Prognosen.

Die Situation könnte sich jetzt, auf dem Weg ins Jahr 2022, kaum stärker von damals unterscheiden. Unabhängig von den längerfristigen Auswirkungen der Pandemie befinden wir uns jetzt im „Hasenzyklus“. Zumindest im Augenblick bewegt sich alles sehr schnell mit jeder Menge Volatilität bei den Anlagepreisen und die zugrundeliegenden wirtschaftlichen Kennzahlen schlagen mitunter Haken wie ein verschreckter Feldhase.

Für Anleger, die einen kühlen Kopf bewahren, könnte dieses Umfeld gar nicht so schlecht sein. Es schafft nicht nur Risiken, sondern auch Chancen. Zuerst zu den Risiken: Die größte Gefahr ist nicht die Inflation an sich, sondern sich in eine augenscheinlich plausible Idee zu vertiefen, ohne die Konsequenzen zu Ende zu denken. Finanzmärkte werden von Narrativen bestimmt, zumindest auf kurze bis mittlere Sicht.¹³ Zu einem Zeitpunkt, zu dem das Rauschen die Daten selbst überlagert, dürften auch viele dieser Narrative bei der Veröffentlichung neuer Daten ins Wanken geraten. Der Lernprozess an den Finanzmärkten spielt

sich so blitzschnell ab, aber ohne Garantie, dass die Märkte immer sofort richtig liegen, besonders wenn es um Fragen geht, die für viele Marktteilnehmer neu sind.¹⁴

Nehmen wir die Idee, dass Gold eine klassische Absicherung gegen Inflation ist. Manchmal stimmt das, manchmal aber auch nicht.¹⁵ In Zukunft könnte Gold nach unserer Einschätzung eine nützliche Rolle bei der Diversifizierung eines Portfolios spielen. Dennoch sollten wir zu sehr vereinfachende Narrative vermeiden, vor allem für Anlageformen, die keine Einkommensrendite erwirtschaften oder ihrem Halter einen anderen wertvollen Dienst erweisen. Wie die Nachfrage nach Gold durch Inflationszahlen beeinflusst werden könnte, ist hauptsächlich eine Frage der Marktstruktur und weniger eine mechanische Berechnung, die wenigstens immer die richtige Richtung garantiert anzeigt. In diesem Sinn lassen sich aus der wechselhaften Entwicklung von Gold während früherer Inflationsphasen – nicht zu vergessen sind die Auswirkungen gesetzlicher Änderungen in den USA auf den Preis! – wohl auch wertvolle Lehren für Kryptowährungen, non-fungible Tokens (NFT) und ähnliches als mögliche Inflationsabsicherung ziehen.

Um die Auswirkungen der Inflation auf traditionellere Finanzanlagen darzustellen, nehmen wir eine Bank, die über einen Kreditantrag zum Festzins von angenommen 2% für 10 Jahre entscheiden muss. Unter ansonsten gleichen Bedingungen ist eine über den Erwartungen liegende Inflation für Kreditnehmer eine gute Nachricht, für Kreditgeber und Sparer eine schlechte Nachricht. Dieselbe Logik trifft für Anleihen oder auch jede andere nominale Schuldverschreibung zu. Viele Anleihen sind wie ein einfacher Kredit strukturiert, mit regelmäßigen Zinszahlungen über einen Kupon und Rückzahlung des Nennwerts der Anleihe bei Fälligkeit. Wie die letzten Jahrzehnte besonders nach den Finanzkrisen in den Jahren 2008 und 2009 gezeigt haben, sind derartige Verpflichtungen, an einem bestimmten Datum in der Zukunft einen bestimmten Betrag zu zahlen, durchaus auch im Wert gestiegen. Eine unerwartet niedrige Inflation oder gar eine Deflation – ein allgemeiner Preisrückgang für Waren und Dienstleistungen – machen einen Festzinssatz und die Rückzahlung am Ende der Laufzeit teurer. Die Bank könnte ihren Kredit oder eine ähnlich strukturierte Anleihe zu einem höheren Preis verkaufen. Natürlich vorausgesetzt, dass diese

¹⁰ <https://www.whitehouse.gov/cea/blog/2021/07/06/historical-parallels-to-todays-inflationary-episode/>

¹¹ <https://www.bls.gov/opub/mlr/2014/article/one-hundred-years-of-price-change-the-consumer-price-index-and-the-american-inflation-experience.htm>

¹² Fisher, P. (1958, ed. 1996), *Common Stocks and Uncommon Profits and Other Writings*, Wiley, S. 256ff.

¹³ Shiller, R. (2019). *Narrative economics: How stories go viral and drive major economic events*. Princeton University Press

¹⁴ Lo, Andrew (2017) *Adaptive Markets: Financial Evolution at the Speed of Thought*, Princeton University Press

¹⁵ Wie der legendäre Investor Benjamin Graham teils in Bezug auf das Schreckgespenst der Inflation in der Zeit von 1946 bis 1948 schrieb (unsere Übersetzung): „Menschen auf der ganzen Welt, die ihrer Währung misstrauen, neigen in der Regel dazu, Gold zu kaufen und zu halten. Dies ist für amerikanische Staatsbürger seit 1935 gesetzlich verboten – zum Glück für die Betroffenen. In den letzten 35 Jahren ist der Goldpreis am offenen Markt von 35 Dollar pro Feinunze auf 48 Dollar Anfang 1972 gestiegen – ein Anstieg von nur 35 Prozent.“ Siehe Graham, B. (1973, rev. ed. 2003) *The Intelligent Investor*, Harper Business Essentials S. 55. Um das in die richtige Perspektive zu rücken: Im selben Zeitraum lag die U.S. Inflation bei insgesamt fast 200 Prozent. Auch Gold bot also keinen nachhaltigen Schutz vor Kaufkraftverlusten. Mit einer Feinunze ließen sich 1972 nur etwa 34 Prozent so viele US-Waren und Dienstleistungen erwerben wie 1937. See: <https://www.minneapolisfed.org/about-us/monetary-policy/inflation-calculator/consumer-price-index-1913->

Desinflation oder Deflation die wirtschaftlichen Perspektiven des Kreditnehmers nicht in dem Ausmaß beeinträchtigt, dass die Gefahr eines Zahlungsausfalls zunehmend wahrscheinlicher wird.

Schutz vor Inflation? „Ja, aber...“

Diese einfachen Beispiele zeigen deutlich, warum Angst vor Inflation kein guter Grund ist, nominale Anleihen insgesamt zu meiden. Wie immer geht es auch hier um die Frage, was der Preis bereits beinhaltet, nicht zuletzt mit Blick auf Ausfallrisiken. In diesem Sinn kommt es stark darauf an, warum die Inflation unerwartet hoch oder unerwartet niedrig ausfällt. Das ist zumindest ebenso wichtig, wie die tatsächliche Inflationshöhe, denn es hat häufig Auswirkungen auf die Kreditwürdigkeit bestimmter Unternehmen und Branchen.

Derzeit sehen wir die meisten riskanteren Segmente im festverzinslichen Bereich als relativ attraktiv an. Da sich die Weltwirtschaft weiterhin auf dem Weg der Besserung befindet und die Gefahren der Pandemie abnehmen, dürften Unternehmensanleihen fast durch die Bank von niedrigeren Ausfallraten profitieren. Bei den Schwellenländern möchten wir auch darauf hinweisen, dass die Inflation für Anleger in dieser Anlageklasse ein durchaus vertrautes Risiko ist. Wie immer ist eine sorgfältige Auswahl auf der Grundlage einer Bottom-Up-Analyse der Schlüssel zum Erfolg. „In diesen unsicheren Zeiten muss der Kauf bei Rücksetzern wohl einzig und allein Aktienanlegern vorbehalten sein“, stellt Frank Engels, Global Head of Fixed Income bei der DWS ironisch fest.

Während Hochzinsanleihen vielleicht nicht sofort jedem als mögliche Inflationsprofiteure in den Sinn kommen, ist dies bei Infrastruktur und Immobilien wohl eher der Fall. Unsere Antwort wäre, wie immer, „ja, aber...“ Infrastrukturinvestitionen können sicherlich vor höherer Inflation Schutz zu bieten. „Die quasi-monopolistische Natur von Infrastrukturanlagen und die Inelastizität der Nachfrage ermöglichen höhere Tarife, wobei die Inflation mit einer hohen Wahrscheinlichkeit an den Kunden weitergereicht werden kann,“ erläutert Gianluca Minella, Head of Infrastructure Research, Alternatives, bei der DWS. „Für regulierte Infrastrukturbereiche, einschließlich Wasser, Stromnetze oder Mautstraßen, beinhaltet die Regulierung im Allgemeinen eine explizite Inflationsverknüpfung.“ Allerdings

sind politische Entscheidungsträger dafür bekannt, dass sie sich in der Vergangenheit bei steigender Inflation gerne in bestehende Regulierungen eingemischt haben. Derartige Risiken müssen vor einer Investition in diesem Bereich sorgfältig untersucht werden. Sie können Bewertungen vorübergehend nach unten drücken und so möglicherweise interessante Gelegenheiten schaffen.¹⁶

Ein Schlüsselfaktor, und nicht nur bei Infrastruktur, wird die Entwicklung der realen Zinssätze sein, d.h. was von den nominalen Zinsen nach Abzug der Inflation übrigbleibt. Derzeit sind die Realzinsen deutlich negativ, und wir sehen in nächster Zukunft hier keine Veränderung. Aber eine leichte Aufwärtsbewegung zu einem späteren Zeitpunkt käme nicht überraschend. „Eine höhere Inflationserwartung birgt die Gefahr volatiler und steigender Zinsen, die zu einer ausgeprägten Wertkomprimierung führen könnten,“ erklärt David Bianco, Chief Investment Officer, Americas bei der DWS.

Immobilien sind ein weiteres Gebiet, wo die Argumente am Schluss ausgewogener sind, als dies auf den ersten Blick erscheinen mag. Die Inflation erhöht in der Regel das nominale Einkommen von Mietern. Sie kann die Baukosten nach oben treiben und eine wettbewerbsfähige Versorgung einschränken. Dies war sicherlich vor kurzem in den Vereinigten Staaten der Fall, wo die Preise für Baumaterial seit Sommer um etwa 30% gestiegen sind. „Im Lauf der Zeit folgen die Immobilienpreise den Wiederbeschaffungskosten, die direkt an die Inflation geknüpft sind,“ so Kevin White, Global Co-Head, Alternative Research and Strategy bei der DWS. „Wir glauben, dass die steigende Inflation einer der Hauptgründe für die gute Wertentwicklung des Immobiliensektors in diesem Jahr ist.“ Bei den einzelnen Sektoren spielt die Mietdauer eine Schlüsselrolle. Wohnimmobilien sind in der Regel die beste Inflationsabsicherung, da hier die Mieten häufig jährlich angeglichen werden können. Bei Bürogebäuden ist beides möglich: Einige haben automatische Inflationsanpassungen und sind eine sehr gute Absicherung; andere sind an eine Festmiete gebunden oder haben zumindest eine Mieterhöhung in bestimmten Abständen (unabhängig von der Inflation) vereinbart.

Das Fazit bei all diesen Segmenten ist, dass sie zwar eine

¹⁶ Über die 1960er Jahre schreibt Benjamin Graham (S. 54, oben zitiert, und wieder von uns übersetzt): „Der Aktienmarkt ist zu der Einsicht gelangt, dass die öffentlichen Versorgungsunternehmen ein Hauptopfer der Inflation gewesen sind, gefangen zwischen einem starken Anstieg bei den Kosten geliehenen Geldes und der Schwierigkeit, die regulierten Tarife anzuheben. Aber an dieser Stelle sei angemerkt, dass allein die Tatsache, dass die Stückkosten von Elektrizität, Gas und Telefondienstleistungen so viel weniger stark angestiegen sind als die Preise allgemein, diesen Unternehmen eine starke strategische Position für die Zukunft verschafft. Sie sind per Gesetz dazu berechtigt, ihre Tarife so weit anzuheben, dass sie für ihr investiertes Kapital ausreichen, und dies dürfte wohl ihre Aktionäre in Zukunft schützen, wie dies auch in der Vergangenheit in Inflationsphasen der Fall war.“

gewisse Absicherung gegen Inflation bieten, aber die Details wichtig sind. Das gilt auch für Aktien ganz allgemein. „Inflation wirkt sich auf unterschiedliche Art und Weise auf Aktienerträge aus,“ meint Thomas Bucher, Head of Investment Strategy Equity. „Die meisten Unternehmen, mit denen wir in Kontakt stehen, betrachten steigende Inputkosten als eine gute Gelegenheit, diese an die Kunden weiterzugeben, in der Hoffnung auf höhere Einkünfte und auch Gewinne. Daher wird es auch 2022 unabdingbar sein, bei der Auswahl von Aktien den operativen Hebel und Preissetzungsmacht im Blick zu behalten. Die Auswirkungen einer möglicherweise längeren Inflation auf Bewertungsmultiplikatoren ist hingegen nicht so klar.“

Das bringt uns zu einer unserer Lieblingsdebatten in den Finanzwissenschaften und Businessmedien der letzten 50 Jahre. 1979 brachte die Business Week eine inzwischen berüchtigte, aber tatsächlich sehr zum Nachdenken anregende Titelgeschichte mit der Überschrift: „Der Tod der Aktien: Wie die Inflation den Aktienmarkt zerstört.“¹⁷ Etwa zur selben Zeit

veröffentlichten Franco Modigliani und Richard Cohen eine einflussreiche Analyse, bei der sie zu dem Schluss kamen, dass Aktienanleger an einer Art Geldillusion leiden würden, d.h. Aktien systematisch unterbewerten würden.¹⁸ Das war nicht unbedingt der Fall, wie unser Kollege Francesco Curto, Global Head of Research ausführlich dargelegt hat.¹⁹ Bei der Untersuchung, wie die Inflation verschiedene Bilanzierungskennziffern verzerrte, stellte er fest, dass die Märkte am Ende zu recht vernünftigen Schlussfolgerungen gekommen waren, wie unterschiedliche Branchen und Unternehmen damals bewertet wurden.

Unsere Einschätzung wäre, dass damals wohl, wie bei jedem Marktzyklus, Elemente aller drei Effekte beteiligt waren.²⁰ Aber schon allein die Tatsache, dass diese Fragen noch 40 Jahre später diskutiert werden, ist an und für sich der beste Beweis für den Einfluss von Narrativen, auch auf lange Sicht.

¹⁷ <https://ritholtz.com/1979/08/the-death-of-equities/>

¹⁸ Modigliani, F., and Cohn, R., (1979) Inflation, Rational Valuation, and the Market, Financial Analysts Journal, XXXV, S. 24-44.

¹⁹ Curto, F. (2020), Valuing and Investing in Equities, Academic Press, besonders Kapitel 9

²⁰ Marks, H. (2018). Mastering the Market Cycle: Getting the Odds on Your Side. Houghton Mifflin Harcourt, besonders Kapitel 4

GLOSSAR

Cloud-Computing – Beinhaltet Technologien und Geschäftsmodelle, dank derer IT-Ressourcen aus der Ferne und bedarfsorientiert abgerufen werden können

Ausfallraten – Anteil der Kredite, die ihren Zins- oder Tilgungsverpflichtungen nicht nachkommen.

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

Fiskalpolitik – Alle wirtschaftspolitischen Maßnahmen, die ein Staat ergreift, um seine volkswirtschaftlichen Ziele zu verwirklichen

Hochzinsanleihen (High Yield) – Werden von Emittenten mit schlechter Bonität emittiert und bieten in der Regel eine vergleichsweise hohe Verzinsung

Inflation – Nachhaltiger Anstieg des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus

Nominal – ist in der Wirtschaftswissenschaft eine nicht inflationsbereinigte Größe.

Non-fungible Token (NFT) – Ein nicht ersetzbares digital geschütztes Objekt.

Real – Reale Werte sind inflationsbereinigt

Stagflation – Kombination der Wörter „Stagnation“ und „Inflation“, welche eine Wirtschaft beschreibt, in der eine hohe Inflation auf ein stagnierendes Wirtschaftswachstum trifft.

Tapering – Das Zurückfahren des Ankaufs von Wertpapieren durch die Notenbank.

Unternehmensanleihe – Anleihen, die von einem Unternehmen herausgegeben werden

US Federal Reserve (Fed) – Zentralbank der USA

Volatilität – Statistisches Schwankungsmaß, welches, auf Indizes angewendet, häufig herangezogen wird, um das in Kapitalmärkten inhärente oder angenommene Risiko zu quantifizieren

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 2021

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

086922_1.0 (12/2021)