

# Die Quadratur dieses Zyklus

**Viel deutet darauf hin, dass sich die wilden Börsenturbulenzen in den nächsten Monaten fortsetzen könnten. Für langfristig orientierte Anleger hat das auch gute Seiten.**

- Von Covid-19 bis zu Putins Krieg – durch diese schnell aufeinander folgenden ungewöhnlichen Schockereignisse ist Geldpolitik noch schwieriger geworden.
- Der privatwirtschaftliche Sektor passt sich bereits an die neuen Realitäten an.
- Bei Aktien und anderen Risikoanlagen bleiben wir zuversichtlich, aber die Auswahl der richtigen Titel setzt profundes Verständnis mikroökonomischer Anpassungsprozesse voraus.

Lasst sich nur mit Lineal und Zirkel in einer endlichen Anzahl von Schritten ein Quadrat konstruieren, das denselben Flächeninhalt wie ein gegebener Kreis hat? Heutzutage ist dieses sprichwörtlich schwierige Problem der antiken Geometrie als „Quadratur des Kreises“ bekannt.<sup>1</sup> Es passt ganz gut zu den Herausforderungen, mit denen sich die geldpolitischen Entscheidungsträger der Welt derzeit konfrontiert sehen. Wie sollen sie mit begrenzt verfügbaren Werkzeugen, in besseren Zeiten festgelegte Ziele erreichen, ohne sich dabei zu blamieren?

Die westlichen Volkswirtschaften wurden „von einer Reihe schwerer inländischer und internationaler Schocks erschüttert“, beklagte sich vor kurzem einer dieser Zentralbanker.<sup>2</sup> Im Gegensatz zu den heutigen Geometrikern haben sie wenig Hoffnung, auch nur eine annähernd richtige Antwort zu finden. Um die Gründe hierfür zu verstehen, ist es hilfreich, gedanklich durchzuspielen, wie ein Zyklus normalerweise mit Hilfe geldpolitischer Instrumente gelenkt wird: Im Grunde genommen wird versucht, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage so zu steuern, dass sie mit der weitgehend stabilen Kapazität einer Volkswirtschaft, verschiedene Güter und Dienstleistungen zu liefern, in Einklang steht.

Aber leider war das Angebot in der letzten Zeit alles andere als stabil – nach den verschiedenen Schockereignissen, angefangen vom Brexit und der Coronapandemie bis hin zu den schändlichen Auswirkungen des jüngsten Angriffskriegs von Wladimir Putin gegen die Ukraine. Wie wir sehen werden, wurde dadurch alles noch verwirrender als in „normalen“ Zyklen. Und zwar nicht nur für die politischen Entscheidungsträger, sondern auch für Einzelne und für Unternehmen. Sowohl das gesamtwirtschaftliche Angebot als auch die gesamtwirtschaftliche Nachfrage haben sich in einer Größenordnung und über Zeiträume verändert, die schwer zu messen sind – nicht zuletzt, weil auch die Zusammensetzung innerhalb dieser Aggregate stark geschwankt hat. Vor diesem Hintergrund könnte man die Geldpolitik mit dem Versuch vergleichen, ein Quadrat mit genau demselben Flächeninhalt zu konstruieren, wie der Kreis in zwölf oder achtzehn Monaten haben könnte. Gelegentliche Fehler sind eigentlich nicht zu vermeiden.

Zum Schluss kommen wir zu den Marktauswirkungen. Anleger sollten sich aus unserer Sicht vor allem auf die Analyse der längerfristigen wirtschaftlichen Aussichten einzelner

<sup>1</sup> Manin, J.I. (1969), "Über die Lösbarkeit von Konstruktionsaufgaben mit Zirkel und Lineal", S. 226-228, in Alexandroff, P.S., Markuschewitsch, A.I., Chintschin, A.J. (Hg.), Enzyklopädie der Elementarmathematik, Band 4, Geometrie, Deutscher Verlag der Wissenschaften

<sup>2</sup> Andrew Bailey Annual Report to TSC 9 May 2022 (bankofengland.co.uk)

Unternehmen, Sektoren und Länder in den restlichen 2020-er Jahren konzentrieren und dabei vor allem bereits anlaufende mikroökonomische Anpassungsprozesse im Blick behalten. Solange makroökonomisch alles einzig und allein von Unsicherheit geprägt ist, macht es wenig Sinn, sich von der jüngsten Welle der Panik oder Begeisterung, ausgelöst von einer Zentralbankentscheidung, davonzutragen zu lassen. Schließlich sind auch Zentralbanker ganz normale Menschen, genau wie wir alle, die sich in den beiden letzten Jahren mitunter überfordert gefühlt haben. Zumindest bei so schwierigen Fragen der Etikette, wie etwa ob man die nächste Zoom-Konferenz eine Krawatte oder lieber eine Bomberjacke anziehen soll.<sup>3</sup> Gelegentliche Fehleinschätzungen, gefolgt von Börsenturbulenzen, scheinen da durchaus wahrscheinlich. Doch für diejenigen Anleger, die sich nicht nach der Mode des jeweiligen Augenblicks richten, können solche Episoden durchaus Chancen eröffnen und nicht nur Risiken bedeuten.

## Wie Konjunkturzyklen und Geldpolitik in der Regel funktionieren

Gibt es so etwas wie eine „normale“ Rezession? Wahrscheinlich nicht, aber es ist dennoch hilfreich, sich über das Grundmuster eines Konjunkturzyklus Gedanken zu machen und zu analysieren wie, wann und warum er sich in der Regel an den Kapitalmärkten auswirkt. Anhaltendes Wachstum löst bei Unternehmen, Marktteilnehmern und Haushalten häufig übermäßigen Optimismus aus. Dieser überbordende Optimismus führt früher oder später zu verschiedenen Ungleichgewichten. Um nur einige typische Beispiele zu nennen: Aufgrund der ungewöhnlich niedrigen Ausfallquoten schießen etwa Unternehmensschulden durch reichlich angebotene Fremdmittel in eine nicht dauerhaft haltbare Höhe. Die Börsenkurse von Aktien oder Immobilienpreise steigen so schwindelerregend, dass kaum Platz für Enttäuschungen bleibt.<sup>4</sup> Die Verbraucher vertrauen darauf, dass es immer Arbeitsplätze in Hülle und Fülle gibt und die Reallöhne immer weiter nach oben klettern, so dass sie kein Problem darin sehen, über ihre Verhältnisse zu leben.

Eine ähnliche Selbstgefälligkeit kann sich im öffentlichen Sektor, unter anderem auch bei den Finanzaufsichtsbehörden, breit machen.<sup>5</sup> Darüber hinaus werden steuerliche Maßnahmen und staatliche Ausgaben stark von den Wahlzyklen beeinflusst,

sodass Regierungen häufig in guten Zeiten Schulden anhäufen, die mitunter ein nicht dauerhaft haltbares Niveau erreichen, sobald latente oder anderweitig versteckte Verpflichtungen berücksichtigt werden.<sup>6</sup>

Derartige Ungleichgewichte machen eine Volkswirtschaft im Spätstadium des Konjunkturzyklus verwundbar. Kommt es dann zur unvermeidlichen Korrektur, so liegt das bisweilen vor allem daran, dass vielen Unternehmen, Marktteilnehmern oder Haushalten einfach gleichzeitig klar wird, dass ein Ende der guten Zeiten eigentlich von Anfang an hätte absehbar sein sollen. Der allgemeine Pessimismus wird zu einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung – ähnlich wie es kurz davor noch der Optimismus war. Manchmal fallen die ersten inländischen Dominosteine auch, weil schlechte Nachrichten irgendwo im Rest der Welt für einen plötzlichen Stimmungsumschwung sorgen. Sehr häufig stellt sich auch heraus, dass regulatorische Reformen während früherer Krisen unabsichtlich zu neuen, versteckten Schwachstellen führen, durch die sich die Nervosität an den Märkten im Lauf der Krise verstärkt.

In all diesen Fällen nimmt die gesamtwirtschaftliche Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen im Vergleich zur Kapazität der Wirtschaft, diese zu liefern, rasant ab. Aber Zentralbanken brauchen eine gewisse Zeit, um das Problem zu erkennen, zu diagnostizieren und über eine Lösung nachzudenken. Was nun die Auswirkungen geldpolitischer Veränderungen auf Haushalte und Unternehmen betrifft, so gibt es, um aus einem klassischen Werk von 1960 zu zitieren „ausreichend Beweise dafür, dass geldpolitische Veränderungen erst nach einem längeren Zeitraum zu spüren sind und dass dieser Zeitraum unterschiedlich lang sein kann.“<sup>7</sup>

Im Idealfall sollte die Geldpolitik versuchen, Ungleichgewichte von vornherein zu verhindern – aber wie genau lässt sich herausfinden, wann der Optimismus zu groß ist? Seit den Tagen von Alan Greenspan als Präsident der US-Zentralbank (Federal Reserve) von 1987 bis 2006 haben sich Zentralbanker oft genug auf ihre Unwissenheit berufen.<sup>8</sup> Stattdessen, und das mag kein Zufall sein, besteht Geldpolitik in den entwickelten Volkswirtschaften in der Regel daraus, das Chaos nach Ausbruch von Krisen durch eine Lockerung der geldpolitischen Zügel zu

<sup>3</sup> It's a recovery, but not as we know it - speech by Andrew Bailey | Bank of England (Wir haben es mit einem Aufschwung zu tun, aber nicht so, wie wir ihn kennen – Rede von Andrew Bailey | Bank of England)

<sup>4</sup> Einen ausgezeichneten Überblick auch aus solider historischer Perspektive bietet Marks, H. (2018), *Mastering the Market Cycle: Getting the Odds on Your Side*, Houghton Mifflin Harcourt

<sup>5</sup> Dal Bó, E. (2006). "Regulatory capture: A review". *Oxford Review of Economic Policy*, Band. 22 (2): S. 203–225; McCarty, N., Poole, K., Rosenthal H. (2015), *Political Bubbles: Financial Crises and the Failure of American Democracy*, Princeton University Press;

<sup>6</sup> Keech, W. (1995) *Economic Politics: The Costs of Democracy*, Cambridge University Press

<sup>7</sup> Friedman, M. (1960; 1983 Hg..) *A Program for Monetary Stability*, Fordham University Press, S. 87ff.

beseitigen. So soll verhindert werden, dass Börsenturbulenzen oder konjunkturelle Einbrüche in einzelnen Branchen die gesamte Volkswirtschaft in eine tiefe Rezession stürzen.

Um das zu erreichen, haben die westlichen Zentralbanken in den letzten Jahrzehnten auf immer mehr unkonventionelle geldpolitische Instrumente zurückgegriffen. Das verkürzt möglicherweise die zeitliche Verzögerung, hat aber wohl die Auswirkungen geldpolitischer Aktionen noch unberechenbarer gemacht.<sup>9</sup> Weder die Ungleichgewichte vor einem Abschwung noch das Ausmaß, in dem die Nachfrage hinter dem gesamtwirtschaftlichen Angebot zurückbleibt, lassen sich in Echtzeit messen. Sie lassen sich bestenfalls mehr oder weniger zuverlässig schätzen.

Die Lösung, für die sich bis 2022 die Zentralbanken zumeist entschieden haben, war bescheidener als die Abschaffung von Auf- und Abschwüngen insgesamt: sie verschrieben sich dem Ziel der Preisstabilität, die heutzutage meist als Inflationsrate um 2 Prozent für Verbrauchsgüter und Dienstleistungen definiert wird. Falls die Wirtschaft heiß läuft, dann ist die Nachfrage höher als das Angebot, so die allgemeine Logik, die Inflation beschleunigt sich und die Zinszügel werden gestrafft, um die Nachfrage einzudämmen.

## Geldpolitik nach schnell aufeinander folgenden, ungewöhnlichen Schocks wie Covid-19 und dem Krieg

Der schematische Abriss oben beschreibt die Gründe, warum sich einige Ende 2019 Sorgen machten, die US-Wirtschaft habe den Spätzyklus erreicht. Er unterstreicht auch, dass sich die Situation, in der wir uns stattdessen jetzt im Sommer 2022 befinden, deutlich vom üblichen Zyklusmuster unterscheidet.

Pandemien wirken sich in der Regel, ebenso wie Kriege und Naturkatastrophen, gleichzeitig auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und das Gesamtangebot aus. Störungen in den Lieferketten haben die Inflationsraten weit über die Inflationszielmarke steigen lassen. Anpassungen erfordern in der Regel Veränderungen bei den relativen Preisen verschiedener Güter und Dienstleistungen, zum Beispiel aufgrund der Zerstörung physischen Kapitals oder einer plötzlichen Verknappung an Arbeitskräften, Rohstoffen oder wichtigen Zwischenprodukten. Erschwerend kommt hinzu,

dass die Coronakrise, wie bereits an anderer Stelle ausgeführt, die wirtschaftlichen Statistiken völlig auf den Kopf gestellt hat. Schwierigkeiten bei der Datenerhebung sowie die Einschätzung, wie vorübergehend oder dauerhaft verschiedene pandemiebedingte Verhaltensänderungen sein würden, machen es Zentralbankern extrem schwer, auf der Grundlage von präzisen und zeitnahen Informationen Entscheidungen zu treffen.<sup>10</sup> In der Zwischenzeit kann sich die Nachfrage schon wieder abschwächen – manchmal in einem Ausmaß, das auch die erfahrensten Akteure im privatwirtschaftlichen Sektor überraschen kann.

Ein aktuelles Beispiel für eine derartige Entwicklung stammt aus der Vorwoche, als einige der US-Einzelhandelsriesen enttäuschende Gewinnzahlen für das erste Quartal veröffentlichten. Ihre Probleme hingen offensichtlich hauptsächlich mit der Lagerlogistik zusammen, besonders bei größeren und sperrigen Produkten wie Möbeln und Fernsehgeräten.<sup>11</sup> Diese langlebigen Konsumgüter erfreuten sich bei Verbrauchern, die während der Lockdowns hauptsächlich an ihr Heim gebunden waren, großer Beliebtheit. So vergrößerte sich der Marktanteil der Handelsriesen gegenüber kleineren Mitbewerbern, die damals zu kämpfen hatten, diese Produkte überhaupt liefern zu können. Allerdings veranlasste dies die großen Handelsketten dazu, zu viel zu bestellen, so dass sie in den letzten Monaten, als die Konsumausgaben wieder stärker in Dienstleistungen wie Hotels und Gastgewerbe flossen, auf ihren Waren sitzen blieben. Um die Sofas, Gartenmöbel und Breitbild-TV-Geräte verkaufen zu können, mussten die Handelsriesen ihre Preise reduzieren, was sich wiederum negativ auf ihre Gewinnspannen auswirkte.

Oder anders gesagt: Enttäuschungen bei den Gewinnzahlen spiegeln häufig mikroökonomische Anpassungsprozesse wider, ohne unbedingt viel über den Zustand der US-Wirtschaft insgesamt auszusagen. Anpassungsprozesse benötigen in der Regel Zeit, Versuche und – leider auch häufiger als erhofft – Irrtümer. Und schon sind wir wieder bei der Quadratur des Kreises. Auch wenn ein Unternehmen immer auf dem neuesten Stand ist und durchdacht geführt wird, wird es nicht immer alles richtig machen. Aber im Lauf der Zeit wird es sich den richtigen Antworten annähern – wenn nicht die Inputkosten, Handelsströme und Konsummuster durch einen weiteren Schock erneut verändert werden.<sup>12</sup>

<sup>8</sup> FRB: Speech, Greenspan – Central banking in a democratic society (Zentralbankpolitik in einer demokratischen Gesellschaft) – 5. Dezember 1996 (federalreserve.gov)

<sup>9</sup> Barro, Robert J. (1976) "Rational expectations and the role of monetary policy" in Journal of Monetary Economics. Band 2 (1), S. 1– 32.

<sup>10</sup> Sinn und Unsinn in Pandemiezeiten (dws.com)

<sup>11</sup> Retailers meet the bear market | Financial Times (ft.com)

<sup>12</sup> Sinn und Unsinn in Pandemiezeiten (dws.com)

Es geht also nicht nur darum, dass Zentralbanken im Zwiespalt einer überschießenden Inflation und einer sich abkühlenden Konjunktur gefangen sind. Stattdessen macht es die Art der Schocks, die sich in rascher Abfolge ereignet haben, beinahe unmöglich, die lang-, mittel- und kurzfristigen Auswirkungen sowohl auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage als auch das gesamtwirtschaftliche Angebot einzuschätzen. Aufschlussreich ist hier die erneute Lektüre einiger zwar gut recherchierter, aber dennoch – wie sich später herausstellte – falscher Analysen aus 2021, ob die Inflation nun ein vorübergehendes Phänomen sei oder nicht.<sup>13</sup>

Russlands brutaler Angriffskrieg gegen die Ukraine, einer der weltgrößten Agrarexporteure der Welt, wird zweifelsohne ebenfalls zu vielen ähnlichen Falschprognosen führen. Aus der Wirtschaftsgeschichte lässt sich schließen, dass die Auswirkungen von Putins jüngstem Krieg auf verschiedene Länder, auch wenn auf ihrem eigenen Staatsgebiet keine feindlichen Aktionen stattfinden, sehr unterschiedlich ausfallen dürften. Seit den Tagen des zaristischen Russlands ist beispielsweise Australien eine wichtige alternative Quelle für viele der Bodenschätze und Lebensmittel, die Russland während der ersten Ära der Globalisierung bis zum Jahr 1914 exportierte. Man sollte also annehmen, dass Australien auch während der beiden großen Kriege in Europa im 20. Jahrhundert profitiert hätte. Und in der Tat wuchs die Wirtschaft Australiens während des Zweiten Weltkriegs kräftig. Der Erste Weltkrieg entpuppte sich hingegen als heftiger negativer Schock: Das reale Pro-Kopf-Einkommen Australiens fiel im zweistelligen Bereich.<sup>14</sup> Australien erwies sich als äußerst verwundbar, weil es gleichzeitig den Zugang zu wichtigen Importgütern verlor, Lieferketten unterbrochen wurden und die Preise einiger wichtiger Rohstoffexporte unter Druck gerieten. Beide Weltkriege lösten hingegen einen langanhaltenden Boom der größeren und stärker diversifizierten US-Wirtschaft aus, die auch genügend ungenutzte Kapazitäten hatte, um Europa vor allem mit Nahrungsmitteln und Munition zu versorgen.<sup>15</sup>

Auch wenn diese historischen Beispiele sehr aufschlussreich sind, so zeigen sie doch vor allem eines: Wie schwierig es ist, die direkten und indirekten Auswirkungen eines derartigen Konflikts für einzelne Volkswirtschaften präzise vorherzusehen. Zu letzteren dürfte auch die Instabilität in anderen Teilen der Welt gehören. Die Ärmsten der Welt geben prozentual besonders

viel Geld für Energie und Nahrungsmittel aus. Vor allem in den sich entwickelnden Ländern mit bereits bestehenden Verwundbarkeiten könnten die Auswirkungen nicht nur wirtschaftlicher Natur sein, sondern auch zu politischen Unruhen führen; Sri Lanka ist hier ein frühes, unheilvolles Beispiel.

## Marktauswirkungen

Vor diesem unsicheren Hintergrund bleibt unser Basisszenario für 2023 für die US-Wirtschaft eine Stagflation, die wiederum die Stimmung an den globalen Kapitalmärkten bestimmen dürfte. Da die US-Arbeitsmärkte bereits zu Beginn des Kriegs Vollbeschäftigung entweder bereits erreicht haben oder kurz davorstehen, hat die Fed kaum eine andere Wahl, als die geldpolitische Medizin deutlich schneller zu verabreichen als vor wenigen Monaten gedacht. Dabei genau die richtige Dosis zu finden, wird aus den oben genannten Gründen extrem schwierig werden. In anderen Ländern wird die Geldpolitik mit zusätzlichen Unsicherheitsfaktoren konfrontiert, vor allem in Europa, das stark von russischen fossilen Brennstofflieferungen abhängig ist.

Solange die Finanzmärkte diese sehr große Bandbreite miteinander verknüpfter Risiken zu verdauen versuchen, ist es durchaus möglich, dass sich die wilden Kurssprünge in den nächsten Monaten fortsetzen. Für Anleger, die mikroökonomische Anpassungsprozesse gut verstehen, können derartige Ausschläge Chancen eröffnen. Schließlich sind diese Risiken, die die Märkte seit einiger Zeit befallen, nicht unbedingt neu. Sie werden nur neu betrachtet. Weiter oben haben wir beschrieben, wie Anleger, Haushalte und Unternehmen in einem „normalen“ Konjunkturzyklus plötzlich latente Ungleichgewichte entdecken, die sie bis dahin einfach ignoriert hatten. Derzeit scheint etwas Ähnliches mit einer ganzen Reihe von Risiken passiert zu sein, die Akteure aus dem privatwirtschaftlichen Sektor dazu veranlasst haben, bislang verborgene Schwachstellen zu verringern. Oder anders gesagt: Was gewöhnlich erst bei einem Abschwung passiert, findet bereits jetzt statt, auch ohne weltweite Rezession.

Putins Krieg hat vor allem das Ausmaß offengelegt, in dem die Außen- und Energiepolitik in Ländern wie Deutschland auf Mythen und Wunschdenken basiert hatte und nicht auf einer sorgfältigen Analyse.<sup>16</sup> Die Regierungen in diesen Ländern bemühen sich jetzt verzweifelt um alternative Quellen zur

<sup>13</sup> It's a recovery, but not as we know it - speech by Andrew Bailey | Bank of England (Wir haben es mit einem Aufschwung zu tun, aber nicht so, wie wir ihn kennen – Rede von Andrew Bailey | Bank of England)

<sup>14</sup> Organization of War Economies (Australia) | International Encyclopedia of the First World War (WW1) (1914-1918-online.net)

<sup>15</sup> Until it's Over, Over There: The U.S. Economy in World War I | NBER

<sup>16</sup> A tale of two pipelines – Riddle Russia (ridl.io); Myths and misconceptions in the debate on Russia | Chatham House – International Affairs Think Tank

Deckung ihres Energiebedarfs. Unterdessen können wir mit jeder Woche, die vergeht, damit rechnen, dass mehr Akteure aus dem privatwirtschaftlichen Sektor alternative Lösungen entwickeln, um auch ohne billiges russisches Gas im Geschäft zu bleiben. Ähnlich hat auch die Coronapandemie verschiedene Schwachstellen aufgedeckt. Als Reaktion hierauf erhöhen immer mehr Unternehmen ihre Investitionsausgaben, um die Auswirkungen künftiger Lieferkettenstörungen zu begrenzen.<sup>17</sup> Die Null-Covid-Politik Chinas straft die Behauptung, dass das wirtschaftliche und politische System der Volksrepublik Krisen hervorragend bewältigen könne – seine Finanzmärkte sind am Boden. Inzwischen scheinen aber Unternehmen in China und anderswo besser gerüstet zu sein, mit Störungen umzugehen.

Diese Anpassungsprozesse zeigen nicht nur, wie lernfähig der Privatsektor in derartigen Krisen ist. Sie stärken auch die Widerstandskräfte der Weltwirtschaft insgesamt. Und so schmerzhaft die Börsenturbulenzen der vergangenen Monate auch waren, so stellen auch diese teilweise ähnliche Reinigungstendenzen an den Kapitalmärkten dar. Durch steigende reale Renditen in den USA werden bestimmte Anleihe-segmente wieder zu einer Anlagealternative zu Aktien. Dies ist auf alle Fälle eine gesunde Entwicklung. Sie dürfte zu einer fortlaufenden

Auflösung von Bewertungsexzessen in einigen Segmenten beitragen, wie bei Kryptoanlagen und hoch spekulativen und bislang nicht gewinnbringenden Technologieaktien der Frühphase. Aber wenn es so kommt – ist das dann nicht gesünder, als wenn latente Risiken erst dann plötzlich auftreten, wenn die nächste wirtschaftliche Rezession beginnt?

Kurz gesagt: Die makroökonomischen Aussichten sind durchwachsen, und es ist möglich, vielleicht sogar wahrscheinlich, dass die politischen Entscheidungsträger und Unternehmen in den kommenden Monaten Fehler machen werden. Genau vor diesem Hintergrund kann das profunde Verständnis einzelner Unternehmen von unschätzbarem Wert bei der Auswahl der richtigen Vermögensgüter sein. Wir halten zum Beispiel unverändert daran fest, dass die meisten großen, reifen digitalen Plattformen starke Geschäftsmodelle und starke, nachhaltige Margen haben. Sollte sich aber in den nächsten zehn Jahren herausstellen, dass wir bei einigen von ihnen falsch lagen, dann wäre es besser, wenn ihre Bewertungen am Anfang eine gewisse Absicherung nach unten erlauben würden. Unser bevorzugter Sektor bleibt der Gesundheitsbereich. Angesichts der hohen Rohstoffpreise halten wir nach wie vor die Agrochemie sowie Öl-servicegesellschaften für interessant.

<sup>17</sup> US companies boost capital spending to tackle supply bottlenecks | Financial Times (ft.com)

## GLOSSAR

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

**Inflation** - Nachhaltiger Anstieg des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus

**Real** - Reale Werte sind inflationsbereinigt

**Rezession** - Phase, in der die Wirtschaftsleistung zwei Quartale hintereinander im Vergleich zu den Vorquartalen nicht wächst oder zurückgeht

**Stagflation** - Kombination der Wörter "Stagnation" und "Inflation", welche eine Wirtschaft beschreibt, in der eine hohe Inflation auf ein stagnierendes Wirtschaftswachstum trifft.

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

#### 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

089989\_1 (06/2022)