

ESG Spezial – Ungleichheit

UNGLEICHHEIT – Die Investorenperspektive



Dr. Martin Moryson
Chefvolkswirt Europa

IN A NUTSHELL

- Eine zu große Ungleichheit hemmt das Wachstum ebenso wie eine zu geringe Ungleichheit. Wenn das richtige Maß an Ungleichheit zu höherem Wachstum in einer Volkswirtschaft führen kann, dann sollte das diese Länder auch für die Kapitalallokation attraktiver machen.
- Investoren sollten Ungleichheit aber auch aus sozialen, humanitären, gesellschaftlichen und Gerechtigkeitsblickwinkeln betrachten. Zu diesem Zweck konstruieren wir einen Index, der diese Perspektiven abbildet.
- Darüber hinaus sind unsere Ergebnisse für Investoren und Unternehmen von Interesse, die ihr Kapital und ihren Einfluss für einen positiven sozialen Wandel einsetzen wollen.

1 / Ungleichheit – nicht nur eine Frage der Gerechtigkeit

Dies ist das zweite Papier unserer Reihe zum Thema Ungleichheit. Das erste Papier der Reihe ([ESG Spezial – Ungleichheit](#)) befasste sich mit Ungleichheit aus drei verschiedenen Perspektiven - als wirtschaftliches, soziales und politisches Problem.

Aufbauend auf dieser Analyse wollen wir in diesem Beitrag die Frage beantworten, warum (und wie) ein Investor über Ungleichheit nachdenken und sie berücksichtigen sollte. Unserer Ansicht nach gibt es dafür drei Gründe. Erstens ist Ungleichheit unter Renditegesichtspunkten wichtig. Wenn es einen Zusammenhang zwischen Ungleichheit und Wachstum gibt – und wir werden zeigen, dass dies der Fall ist –, dann sollten Anleger dies bei der Länderbeurteilung berücksichtigen und eine Übergewichtung von Ländern mit einem „besseren“ Ungleichheitsniveau in Betracht ziehen. Diese Frage wird im ersten Teil dieses Papiers behandelt, wo wir zeigen werden, welcher Grad an Ungleichheit optimal ist.

Zweitens sollten Anleger Fragen der Ungleichheit aus einer ESG-Perspektive abwägen. Unter den 17 Zielen für nachhaltige Entwicklung (SDGs) der Vereinten Nationen fordert die Staaten ausdrücklich auf, „die Ungleichheit innerhalb der Länder und zwischen den Ländern zu verringern“. Auch andere Ziele berühren das Thema Ungleichheit, wie etwa das erste („keine Armut“) oder das achte („menschenwürdige Arbeit und Wirtschaftswachstum“). ESG-Investoren könnten es vorziehen, ihr Geld in Ländern anzulegen, in denen die Ungleichheit gering ist – oder in denen die Regierung zumindest glaubhaft versucht, sie auf ein erträgliches Maß zu reduzieren.

Drittens zeigen die Kollegen der DWS in einem demnächst erscheinenden Bericht mit dem Titel „*Engaging for change from micro to macro*“ auf, wie Investoren zunehmend darauf abzielen, ihr Kapital und ihren Einfluss zu nutzen, um den ökologischen und sozialen Wandel zu beschleunigen. Investoren konzentrieren sich mehr und mehr auf ein Engagement auf Makro- oder Systemebene mit dem Ziel, die „Spielregeln“ zu ändern, um die Chancen der Menschheit zu erhöhen, die Ziele für nachhaltige Entwicklung zu erreichen. Die Investoren verfolgen diesen Ansatz aufgrund der *Universal Ownership*-Theorie und der zunehmenden Bedeutung von ökologischen und sozialen Faktoren für die Markttrenditen. Der Bericht, den Sie gerade lesen, ergänzt somit den DWS-Bericht „*Engaging for change*“ und die Argumente der *Principles for Responsible Investment* (PRI), warum und wie Anleger auf Einkommensungleichheit reagieren können (UNPRI, 2018).

Wir zeigen Anlegern, wie verschiedene Länder im Kontext der Ungleichheit abschneiden, indem wir ein Ranking-System erstellen, das verschiedene Aspekte der Ungleichheit zu einer einzigen Punktzahl zusammenfasst.

2 / Ungleichheit und Wachstum

Am besten beginnen wir mit der Beziehung zwischen der Einkommensungleichheit in einem Land und seinem Wirtschaftswachstum. Wie zu erwarten, gibt es eine umfangreiche Literatur zu diesem Thema.¹ Einige Ökonomen – hauptsächlich aus dem liberalen Lager – argumentieren, dass Ungleichheit Anreize schafft, zu arbeiten und sowohl in Sachkapital als auch in Bildung zu investieren. Sie sind der Ansicht, dass staatliche Umverteilungsmaßnahmen zur Verringerung der Ungleichheit unweigerlich zu einer Verringerung der Anreize für Arbeit und Investitionen führen, was letztlich zu einem Rückgang der Produktion führt. Folglich behaupten sie, dass ein höheres Maß an Ungleichheit mit einem höheren Wachstum des Bruttoinlandsproduktes (BIP) verbunden sei.

Im Gegensatz dazu argumentieren eher links orientierte Ökonomen, dass eine höhere Ungleichheit arme Menschen davon abhält, sich auf dem Arbeitsmarkt zu engagieren, weil die Chancen auf Erfolg zu gering sind. Gleichzeitig hätten diejenigen, die bereits an der Spitze stehen, ebenfalls nur begrenzte Anreize zur Arbeitsaufnahme, weil ihre soziale Position ja bestens gesichert sei. Wenn man von ererbtem Reichtum bequem leben kann, so die Überlegung, warum sollte man dann noch arbeiten?

Darüber hinaus zeigen die Daten, dass reichere Menschen eher zum Sparen als zum Ausgeben neigen. Laut Mian et. al. (2021) ist es vor allem dieser Effekt, der zu der oft zitierten „globalen Sparschwemme“ beigetragen hat, die wiederum zu sehr niedrigen Zinssätzen geführt hat. Auch wenn die nominalen Renditen in den letzten Monaten drastisch gestiegen sind, sollte dies nicht darüber hinwegtäuschen, dass die realen Zinssätze – und auf diese kommt es beim Wachstum an – immer noch sehr niedrig und in vielen Fällen sogar negativ sind.

Darüber hinaus gibt es bei zu großer Ungleichheit auch ein Problem mit der Nachfrageseite. Wegen der geringeren Konsumneigung der Reichen kann die Nachfrage ins Stocken geraten, wenn der Wohlstand zu sehr am oberen Ende der Einkommensleiter konzentriert ist.² Aus diesen Gründen argumentieren eher linke Wirtschaftswissenschaftler, dass eine hohe Ungleichheit zu einem geringeren Wirtschaftswachstum führt. So kommt eine der am häufigsten zitierten Arbeiten über Ungleichheit und Wachstum (nämlich Dabla et al. 2015), zu dem Schluss, dass ein Anstieg des Anteils der reichsten 20 Prozent am Gesamteinkommen eines Landes das BIP-Wachstum in den folgenden Jahren etwas verringere, während ein Anstieg des Einkommensanteils der ärmsten 20 Prozent mit einem deutlichen höheren Wachstum in den folgenden Jahren verbunden sei. Jede Umverteilung von Reich zu Arm erhöhe also das Wachstum.

2.1 Links oder rechts - wer hat Recht?

Abbildung 1 zeigt die Beziehung zwischen der Ungleichheit in 44 Ländern im Jahr 2010 (x-Achse) und ihrer anschließenden Wirtschaftsleistung (y-Achse). Die Ungleichheit wird anhand des Gini-Koeffizienten der Einkommensverteilung nach Steuern und Transfers gemessen (wobei ein niedrigerer Wert für eine gleichmäßigere Verteilung steht). Die Wirtschaftsleistung wird anhand der Wachstumsrate des realen BIPs pro Kopf im folgenden Jahrzehnt, also von 2010 bis 2021, definiert.³

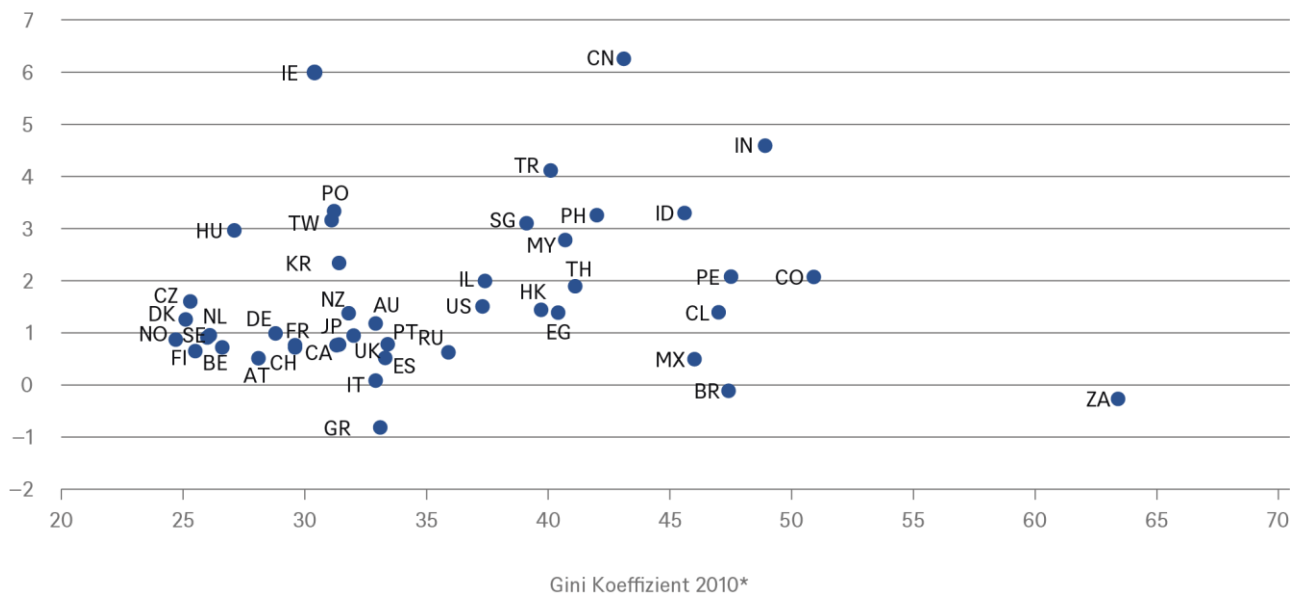
¹ Für einen sehr guten Überblick sind Cerra (2021) oder Kolev (2016) zu empfehlen.

² So zum Beispiel Gordon (2016).

³ Wir nutzen Pro-Kopf-Wachstum, damit das Bevölkerungswachstum die Ergebnisse nicht verfälscht. Die Analyse umfasst das Jahr 2021, um auch die Aufholeffekte nach dem von Corona geprägten Jahr 2020 zu erfassen.

ABBILDUNG 1: ZU HOCH ODER ZU NIEDRIG? – UNGLEICHHEIT UND WACHSTUM

Wachstum BIP/Kopf 2010-2021**



* Gini-Koeffizient Haushaltseinkommen nach Steuern und Transfers, 2010. ** durchschnittliche jährliche Wachstumsrate BIP/Kopf 2010-2021 (in %).
Quellen: IWF, OECD, DWS Investment GmbH; Stand: November 2022.

Auf den ersten Blick könnten beide Seiten den Sieg für sich beanspruchen. Mit ein wenig Phantasie – und gegebenenfalls unterstützt durch das Weglassen von Südafrika (ZA), Irland (IE) und einigen lateinamerikanischen Ländern aus der Stichprobe – könnte man einen positiven Zusammenhang zwischen den beiden Reihen erkennen. Entfernt man jedoch einige der kleineren europäischen Länder aus der Stichprobe auf der unteren linken Seite, dann ergibt sich eher eine negative Korrelation.

Dieses Ergebnis ist wenig befriedigend. Allerdings ist das auf wesentliche Unzulänglichkeiten dieses „Modells“ zurückzuführen. Erstens wird in diesem Modell versucht, das Wachstum *allein* durch die Ungleichheit zu erklären – etwas, das kein seriöser Wirtschaftswissenschaftler versuchen würde. Und zweitens wird nur ein länderübergreifender Vergleich angestellt, bei dem also potenziell wichtige Veränderungen in der Einkommensverteilung in einem Land im Laufe der Zeit vernachlässigt werden. Und schließlich postuliert es, dass die Beziehung zwischen Ungleichheit und Wachstum linear ist – eine steile These, möchte man sagen.

Bereits Kuznet (1955) argumentierte, dass der Zusammenhang zwischen Einkommen und Ungleichheit nicht-linear sei. Allerdings untersuchte er die umgekehrte Beziehung, das heißt wie sich das Einkommensniveau einer Gesellschaft auf die Ungleichheit auswirkt. Er argumentierte, dass bei dem Übergang von einer (egalitären) Agrar- zu einer Industriegesellschaft die Ungleichheit zunehmen sollte, dass aber in der nächsten Phase, das heißt beim Übergang von einer Industrie- zu einer Dienstleistungsgesellschaft mit hochqualifizierten Arbeitskräften, die Einkommensungleichheit wieder zurückgehen sollte. Die empirischen Belege für diesen theoretischen Zusammenhang sind bestenfalls gemischt. In unserem ersten Papier haben wir gezeigt, dass die Ungleichheit innerhalb eines Landes in vielen Ländern – auch in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften – tatsächlich zunimmt.

2.2 Ein fortgeschrittenerer Ansatz

Was können wir also tun, um diese Unzulänglichkeiten zu überwinden? Zunächst müssen wir das Modell um andere Variablen erweitern, die ebenfalls das Wachstum zu erklären in der Lage sind. Dann können wir dieses besser spezifizierte Modell verwenden, um die Auswirkungen der Ungleichheit auf das Wachstum zu isolieren, nachdem wir die anderen Faktoren korrekt berücksichtigt haben. In der klassischen Wirtschaftstheorie gibt es zwei wesentliche Komponenten, die zur Erklärung des Produktionspotentials beitragen – Humankapital und Sachkapital. Da wir uns mit Wachstum befassen, betrachten wir Sachkapitalinvestitionen und Veränderungen des Humankapitals.

Einer der wichtigsten Faktoren zur Erklärung des Produktivitätswachstums ist das *Ausgangsniveau* des Pro-Kopf-BIP. Wenn Länder arm sind, und daher von einem relativ niedrigen Niveau starten, lässt sich relativ leicht Wachstum generieren. Sobald die Wirtschaft jedoch ein bestimmtes Entwicklungsniveau erreicht hat, wird es mit dem Wachstum immer schwerer. Nehmen wir China: Nach der katastrophalen Mao-Ära versank das Land in absoluter Armut, die Wirtschaft lag praktisch in Trümmern. Zu diesem Zeitpunkt wirkten spärliche Reformen, wie etwa die Gewährung eines geringen Maßes an wirtschaftlicher Freiheit, Wunder und ermöglichten einen deutlichen Anstieg der Wachstumsraten. Auch der nächste Schritt war erfolgreich – die Öffnung der zuvor geschlossenen chinesischen Wirtschaft für die Weltmärkte. Heute sind die Wachstumsaussichten in China weitaus gedämpfter.⁴ Um jetzt ein hohes Wirtschaftswachstum zu generieren, wird die Rezepte aus der Vergangenheit (billige Arbeitskräfte, hohe Investitionen, niedrige Umweltstandards) nicht mehr ausreichen. So wie es jetzt aussieht, müssen Produktivitätssteigerungen aus eher komplexeren Quellen wie Unternehmertum und Innovation kommen – und das ist viel schwieriger zu bewerkstelligen. Kurz, das Produktivitätswachstum verlangsamt sich mit steigendem BIP pro Kopf.

Was die beiden anderen Wachstumstreiber angeht, so messen wir das Humankapital anhand des Humankapitalindex (HCI) der Weltbank. Für das Sachkapital verwenden wir die Gesamtinvestitionen; die Daten werden vom IWF zur Verfügung gestellt. Da wir die Wachstumsraten des BIP pro Kopf betrachten, verwenden wir auch relative Veränderungen des HCI und die Investitionsquote als erklärende Variablen für unser Regressionsmodell. Unsere letzte Variable ist der von der OECD berechnete Gini-Koeffizient der Einkommensverteilung nach Steuern und Transferleistungen.

Die zweite Verbesserung, die wir vornehmen müssen, besteht darin, dass wir nicht nur mehr erklärende Variablen, sondern auch eine Zeitkomponente einführen (technisch ausgedrückt gehen wir von einer Querschnittsregression zu einer Panelregression über). Wir modellieren das Wachstum des Pro-Kopf-BIP von 44 Ländern über einen Zeitraum von 40 Jahren (1980 bis 2020). Um potenzielle kurzfristige Schwankungen des BIP-Wachstums zu eliminieren (die realistischerweise nicht durch so langfristige Faktoren wie Humankapital oder Ungleichheit erklärt werden können), haben wir die Daten in acht Fünfjahresblöcke aggregiert. Zusammengefasst modellieren wir also die Wachstumsrate des BIP pro Kopf eines Fünfjahreszeitraums in jedem der 44 Länder als Funktion von vier erklärenden Variablen:

- das Ausgangsniveau des BIP pro Kopf,
- die Wachstumsrate des Human Capital Index (HCI),
- die gesamtwirtschaftliche Investitionsquote und
- der Ungleichheit der Einkommensverteilung nach Steuern und Transfers.

Da die Ursache immer vor der Wirkung liegen sollte, werden alle erklärenden Variablen jeweils aus dem vorangegangenen Fünfjahreszeitraum genommen.

Drittens, und das ist vielleicht am wichtigsten, lassen wir eine nicht-lineare Beziehung zwischen Ungleichheit und Wachstum zu. Unser Argument ist analog zur Herleitung der berühmten Laffer-Kurve. Vereinfacht ausgedrückt, argumentierte Laffer (1981), dass eine Regierung, die die Steuersätze auf 0 Prozent festlegt, mit einem Steueraufkommen von null rechnen sollte, da die Arbeitnehmer ja alles behalten würden, was sie verdienen. In ähnlicher Weise, aber aus einem ganz anderen Grund, würden bei einem Steuersatz von 100 Prozent die Staatseinnahmen ebenfalls null sein, da niemand arbeiten würde,

⁴ Das Potential *wachstum* ist in den kommenden Jahren weitaus geringer als früher. Gleichwohl sind zahllose Chinesen durch die Erfolge der letzten Jahrzehnte in die Mittelschicht aufgestiegen und sind in der langsamer wachsenden jetzigen Wirtschaft immer noch besser dran als in der schnell wachsenden, aber deutlich ärmeren Wirtschaft vor zehn, zwanzig Jahren.

wenn er sein gesamtes Einkommen abführen müsste. Wenn die beiden Extreme jeweils zu null Einnahmen führten, dann muss es einen optimalen Steuersatz irgendwo zwischen 0 und 100 Prozent geben, der die Staatseinnahmen maximieren würde. Brisanz erhielt diese Überlegung durch Laffers Argument, dass, wenn der aktuelle Steuersatz rechts vom Optimum liegt, eine Senkung des Steuersatzes die Steuereinnahmen erhöhen sollte.⁵

Unser Argument geht in dieselbe Richtung wie das von Laffer. In einer Gesellschaft mit vollständiger Umverteilung – in der jeder das gleiche Einkommen hat, unabhängig davon, ob er arbeitet oder nicht – gibt es kaum einen Anreiz zu arbeiten, und die Wirtschaft würde infolgedessen zum Erliegen kommen. Das Gleiche gilt für eine völlig ungerechte Gesellschaft, in der das gesamte Einkommen einer Person zufließt. Dies führt uns zu der Schlussfolgerung: Es muss ein „optimales“ Maß an Ungleichheit geben, eins, das hoch genug ist, um Anreize für die Menschen zu schaffen, zu arbeiten, aber nicht so hoch, dass die Menschen von der Arbeit abschreckt oder eine völlig unproduktive Kapitalakkumulation ermöglicht. Um die Dinge nicht unnötig zu verkomplizieren, folgen wir Laffers Beispiel und verwenden eine parabelförmige Beziehung zwischen Ungleichheit und Wachstum.⁶

2.3 Ergebnisse

Unsere Ergebnisse sind im Anhang ausführlich dargestellt, lassen sich aber wie folgt zusammenfassen. Eine Verdoppelung des anfänglichen BIPs pro Kopf führt im Durchschnitt zu einer um 1 Prozentpunkt niedrigeren Wachstumsrate in den Folgejahren. Eine Erhöhung der Investitionen um 2 Prozent des BIPs führt zu einer um etwa einen Zehntelprozentpunkt höheren Wachstumsrate. Schließlich führt eine Erhöhung des HCI um 10 Prozent zu einer höheren Wachstumsrate von 0,6 Prozentpunkten in den Folgejahren. Alle Koeffizienten sind vom Vorzeichen und von der Größenordnung her plausibel⁷ und statistisch signifikant.

Darüber hinaus sind die Ergebnisse zum Zusammenhang von Ungleichheit und Wachstum sehr plausibel. Unter sonst gleichen Bedingungen sollte ein Anstieg der Ungleichheit von einem sehr niedrigen Niveau, zum Beispiel einem Gini-Koeffizienten von 20, auf ein moderates Niveau von 30, die Produktivität, gemessen am BIP-pro-Kopf-Wachstum, um etwa 25 Basispunkte steigern. Ein Gini-Koeffizient von 30 scheint das optimale Niveau der Ungleichheit zu sein (wie in Abbildung 2 zu sehen ist, wo die maximale Auswirkung auf das BIP-Wachstum etwa bei diesem Wert auftritt). Wenn die Ungleichheit von 50 auf 40 gesenkt wird, erhöht sich das Produktivitätswachstum um etwa 50 Basispunkte. Erreicht die Ungleichheit ein unerträgliches Ausmaß wie in Südafrika, wirkt sie sich direkt negativ auf das Wachstum aus (das heißt oberhalb eines Gini-Wertes von etwa 65, fällt die Kurve auf der y-Achse unter 0 Prozent). Also, wer hat Recht: die Linke oder die Rechte? Unserer Analyse zufolge beide. Unter Wachstumsgesichtspunkten kann die Ungleichheit zu hoch sein, sie kann aber auch zu niedrig sein. Eines der (wenigen) Beispiele für eine zu geringe Ungleichheit wäre die Tschechische Republik. Nach unseren Berechnungen könnte die Tschechische Republik ihr jährliches Pro-Kopf-BIP-Wachstum um etwa 10 Basispunkte steigern, wenn sie mehr Ungleichheit zuließe. Interessant ist jedoch, dass etwa zwei Drittel der von uns untersuchten Länder eine zu große Ungleichheit aufweisen. Anders ausgedrückt: Zwei Drittel dieser Länder könnten ein höheres (und inklusiveres) Wachstum haben, wenn ihre Regierungen besser umverteilen würden.

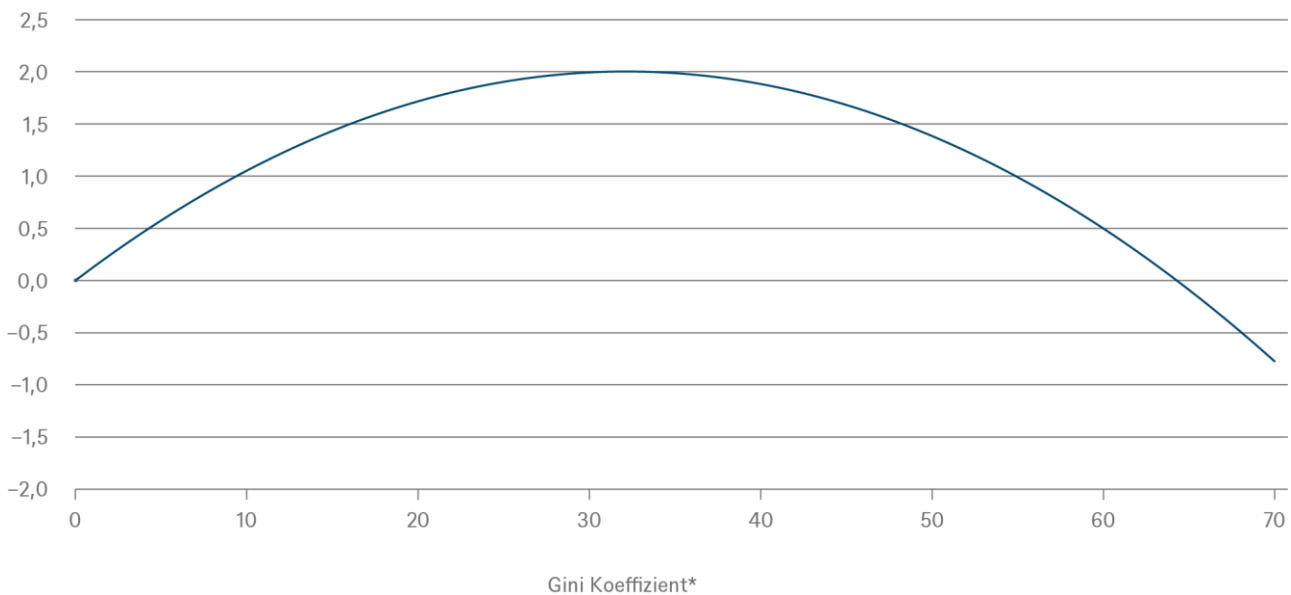
⁵ Diese Argumentation, die Laffer angeblich auf eine Restaurantserviette gezeichnet haben soll, überzeugte offenbar zumindest Ronald Reagan. Die empirischen Ergebnisse waren bestenfalls gemischt. Während der Präsidentschaft von Ronald Reagan führte die Senkung der Steuersätze zu höheren staatlichen Defiziten.

⁶ Details finden sich im technischen Appendix.

⁷ Unsere Ergebnisse passen zu jenen von Niehues et al. (2021) oder Petersen et al. (2015).

ABBILDUNG 2: GENAU RICHTIG – UNGLEICHHEIT UND WACHSTUM - ERGEBNISSE EINER PANEL-REGRESSION 1980-2020

Modellierter Beitrag zum BIP/Kopf-Wachstum (%-Punkte)**



* Gini -Koeffizient Haushaltseinkommen nach Steuern und Transfers. ** modellierter Einfluss auf die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate BIP/Kopf der folgenden fünf Jahre. Quellen: IWF, OECD, DWS Investment GmbH; Stand: November 2022.

3 / Ungleichheit und Kapitalanlage

Dieses Ergebnis können Investoren in dreierlei Hinsicht für eine bessere Länderauswahl nutzen.

Erstens kann man sich bei der Auswahl der Länder, in denen man sein Geld investieren möchte, davon leiten lassen, wie nahe ihre Ungleichheit der optimalen kommt (siehe Abbildung 1).

Zweitens – einen Schritt weitergedacht –, kann es aber auch lukrativ sein, in jenen Ländern zu investieren, in denen zwar das Ungleichheitsniveau derzeit gerade nicht optimal ist, aber – und das ist wichtig – deren Regierungen erfolgversprechende Anstrengungen unternehmen, zu einer deutlich besseren (also meist niedrigeren) Ungleichheit zu gelangen. Schließlich sollten die Anleger davon ausgehen, so wie wir es tun, dass es eine langfristige Beziehung zwischen dem Wirtschaftswachstum und den Renditen der Anlageklassen gibt. Es würde den Rahmen dieses Papiers sprengen, aber in unserer Langfristanalyse [Long View](#) erläutern wir, warum das BIP-Wachstum ein wesentlicher Treiber langfristiger Kapitalmarktrenditen ist.

Drittens ist nicht ausschließlich die Frage des Wachstums und der Rendite der Anlageklasse von Bedeutung. Viele Anleger berücksichtigen heute ESG-Themen bei ihrer Kapitalanlage. Und während dem „E“ (Umwelt) derzeit viel Aufmerksamkeit geschenkt wird, gilt dies für das „S“ (Soziales) eher nicht. Wie unsere Kollegen von der DWS in ihrem demnächst erscheinenden Bericht *„Engaging for Change“* darlegen, streben Investoren zunehmend an, ihren Einfluss und ihr Kapital zu nutzen, um den gesellschaftlichen Wandel in Bezug auf Umwelt- und Sozialthemen zu beschleunigen und so die langfristigen Renditen zu steigern.

Die *Principles for Responsible Investment* (PRI) haben dargelegt, warum und wie Investoren gegen Einkommensungleichheit vorgehen sollten. Kürzlich haben sie einen Zusammenschluss von Anlegern zu Menschenrechten und sozialen Fragen ins Leben gerufen.⁸ Die Erklärung kommt zu dem Schluss, dass *„Probleme, die von Ungleichheit und*

⁸ UNPRI (2022) [Advance: a stewardship initiative for human rights and social issues](#)

Diskriminierung bis hin zu Arbeitsrechtsverletzungen reichen, nicht nur die Rechte des Einzelnen untergraben, sondern auch die gesellschaftliche Infrastruktur, auf die sich die Weltwirtschaft stützt, um ein nachhaltiges, langfristiges Wachstum zu erzielen. Die Priorisierung gemeinsamer Ziele, das heißt systemischer Nachhaltigkeitsfragen, bei unseren Stewardship-Aktivitäten zur Förderung der Menschenrechte, liegt nicht nur in unserer Verantwortung, wie sie in internationalen Standards festgelegt ist, sondern ist auch von größter Bedeutung für den Schutz der gemeinsamen gesellschaftlichen Werte, auf die sich die Erträge stützen“.

Mit dieser Idee im Hinterkopf konstruieren wir nun einen Länderbewertungsindex unter Ungleichheitsgesichtspunkten. Wir hoffen, dass dies für Investoren nützlich ist, die Länder sowohl aus der Makro- als auch aus der Gesellschaftsperspektive betrachten wollen. Unser Ansatz umfasst fünf Komponenten: Ungleichheit, Umverteilung, Armut, soziale Mobilität und Demokratie.

3.1 Ungleichheit

Die erste Komponente ist natürlich die Ungleichheit selbst, gemessen am Gini-Koeffizienten des verfügbaren Einkommens nach Steuern und Transfers. Eine Rangliste der 44 beteiligten Länder finden Sie in unserem ersten Papier (oder in Abbildung 1). Aus rein sozialer Sicht, das heißt ohne Berücksichtigung von Wachstumseffekten, ist ein Gini-Koeffizient je niedriger desto besser. Wir unterscheiden nicht zwischen den verschiedenen Quellen der Ungleichheit, um die Dinge nicht komplizierter zu machen, als sie es ohnehin schon sind. Geschlechtsspezifische Lohnunterschiede, Rassendiskriminierung, schlecht regulierte Märkte, Steuer- und Transfersysteme – es gibt so viele Faktoren, die zur Ungleichheit beitragen, dass es unmöglich wäre, die verschiedenen Ursachen sinnvoll zu gewichten. Außerdem muss man bei der Erstellung eines Index sicherstellen, dass nur solche Daten verwendet werden, die für alle Länder in gleicher Qualität verfügbar sind. Wir haben uns daher für die Gini-Koeffizienten der OECD entschieden. Sie sind die Industriennorm, einfach zu interpretieren und für alle Länder verfügbar.⁹

3.2 Staatliche Umverteilung

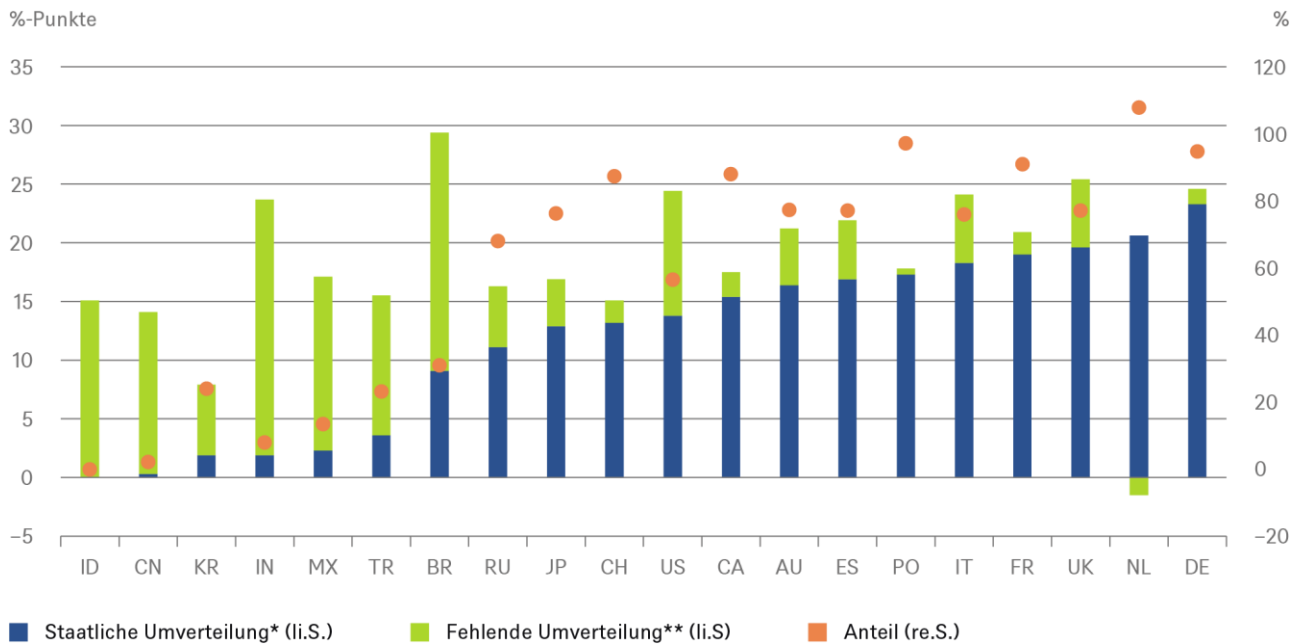
Wie wir bereits erwähnt haben, sollte man nicht nur auf das Ergebnis achten, sondern auch auf die Anstrengungen, die ein Land unternimmt, um sich in die richtige Richtung zu bewegen.¹⁰ Daher nehmen wir als zweiten Bestandteil unseres Index den Anteil der Umverteilung durch den Staat als Prozentsatz der Umverteilung, die notwendig wäre, um von der Verteilung vor Steuern und Transfers zum optimalen Niveau der Ungleichheit nach Steuern und Transfers zu gelangen. Das optimale Niveau ist durch die Panel-Regression geschätzt und entspricht einem Gini-Koeffizienten von etwa 30. Da einige Länder, wie die Niederlande, in dieser Hinsicht zu weit gehen, nehmen wir das Quadrat der Differenz. Dies hat den angenehmen Nebeneffekt, dass relativ kleine Abweichungen ein nur geringes Gewicht erhalten.¹¹ Länder hingegen, deren Ungleichheit weit vom Optimum entfernt ist, und die wenig oder gar nichts dagegen unternehmen, wie Indien oder Brasilien, erhalten bei einer quadratischen „Straffunktion“ relativ viele „Maluspunkte“.

⁹ Die *World Inequality Database* wurde kürzlich aktualisiert und verfügt über eine Fülle von Daten (Chancel et al., 2022). Auch Solt (2022) verfügt über aktualisierte Daten. Wir halten uns jedoch an die „offizielleren“ OECD-Daten.

¹⁰ Es gibt eine umfangreiche Literatur darüber, wie Staaten umverteilen sollten. Ganz überwiegend erfolgt die Reduktion der Ungleichheit in erster Linie über Transfers und weniger über Steuern – insbesondere in Industrieländern (Causa et al., 2018).

¹¹ Dies ist insofern vernünftig, als dass das Optimum an Ungleichheit lediglich auf einer Schätzung beruht.

ABBILDUNG 3: PLANERFÜLLUNG – UMVERTEILUNG ALS ANTEIL AN DER OPTIMALEN UMVERTEILUNG

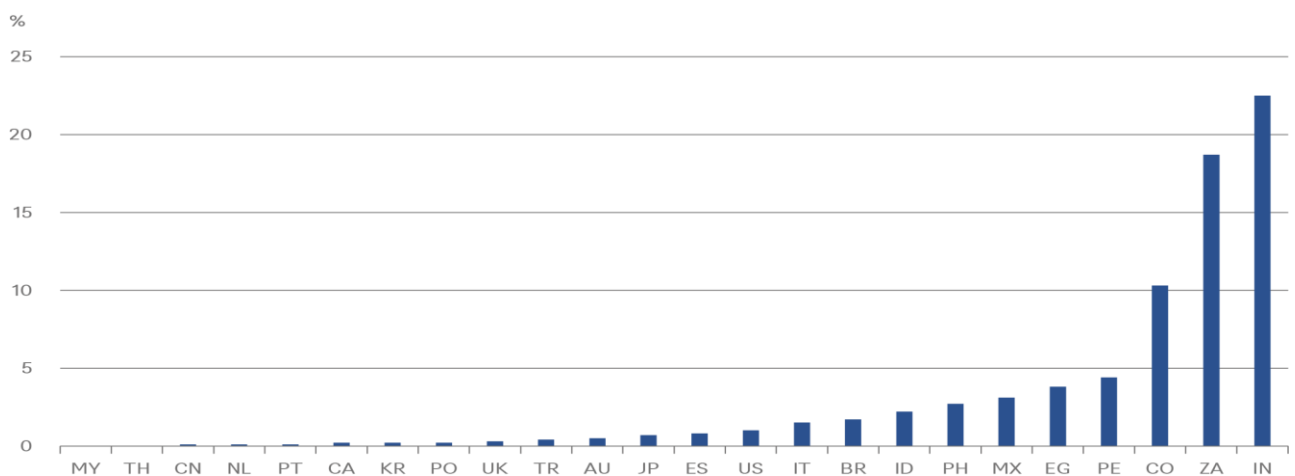


* Differenz zwischen Gini Koeffizient vor und nach Steuern und Transfers. ** Differenz des Gini-Koeffizienten vor Steuern und Transfers und dem optimalen Gini-Koeffizienten nach Steuern und Transfers. Quellen: OECD, DWS Investment GmbH; Stand: November 2022.

3.3 Armut

Wie bereits in unserem ersten Papier erwähnt, gibt es – anders als bei Ungleichheit - keine andere optimale absolute Armutsquote als null. Absolute Armut ist skandalös. Aus diesem Grund haben die Vereinten Nationen die Welt dazu aufgerufen, die Armut in all ihren Formen überall zu beenden. In Abbildung 4 ist sind die Armutsquoten ausgewählter Länder dargestellt. Als Maß für die Armut wird hier der Prozentsatz der Bevölkerung verwendet, der unter extremen Armutsbedingungen leben muss, nämlich mit weniger als 1,90 Dollar pro Tag.¹²

ABBILDUNG 4: DEPRIVIERT – QUOTEN EXTREMER ARMUT* IN AUSGEWÄHLTEN LÄNDERN



* Anteil der Bevölkerung, der mit einem Einkommen von unter 1,90 US-Dollar (2011) pro Tag auskommen muss. Der tatsächliche Grenzwert wird für jedes Land und jedes Jahr anhand von Kaufkraftparitäten neu berechnet. Quellen: Weltbank, DWS Investment GmbH; Stand: November 2022.

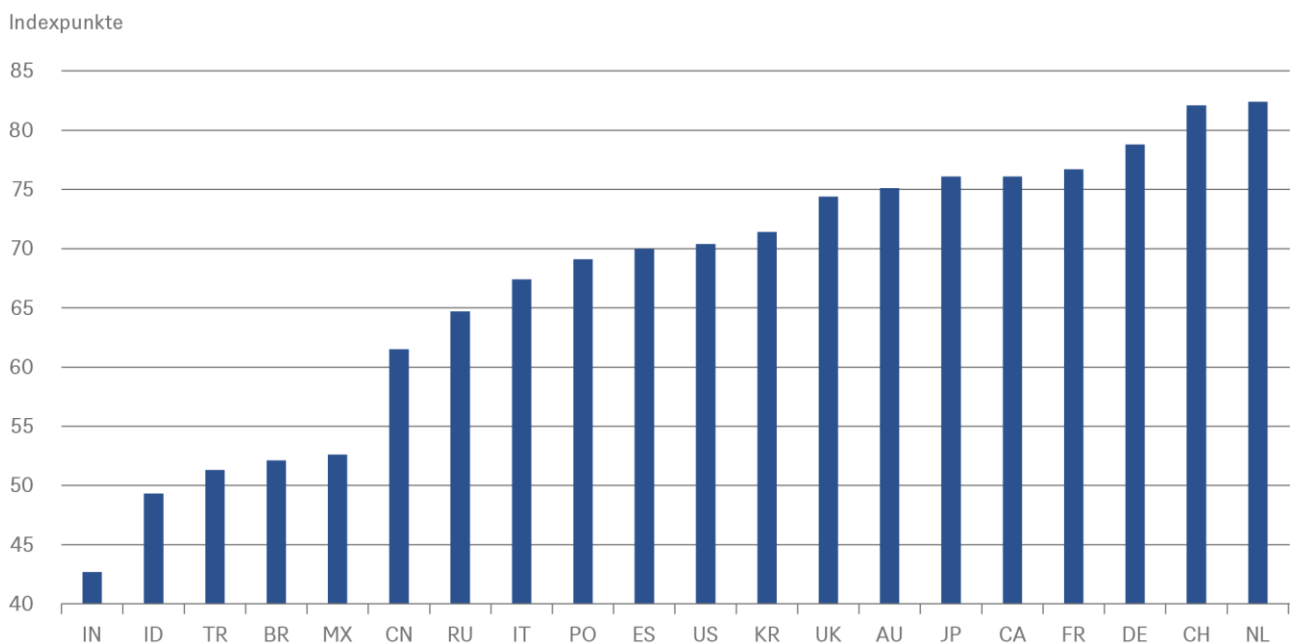
¹² Nach der Definition der Weltbank ist absolute Armut definiert als ein Leben mit weniger als 1,90 Dollar pro Tag. Die lokalen Währungen werden mithilfe der Kaufkraftparität in US-Dollar umgerechnet, die wiederum in das Jahr 2011 zurückgerechnet werden, um den Einfluss der Inflation, der Wechselkurse und der unterschiedlichen Kaufkraft in den verschiedenen Regionen zu berücksichtigen.

3.4 Soziale Mobilität

Abgesehen davon, dass es sich um die schwerste Form der Ungleichheit handelt, gibt es einen weiteren Grund, Armut in einen solchen Index aufzunehmen. Schließlich muss – wie wir im ersten Teil dargelegt – eine Gesellschaft ein gewisses Maß an Ungleichheit akzeptieren, um zu prosperieren. Es dürfte einer Gesellschaft allerdings leichter fallen, eine solche Ungleichheit zu akzeptieren, wenn ihre schwerste Form beseitigt werden kann.

Ein ähnliches Argument gilt auch für soziale Mobilität. In einer leistungsorientierten Gesellschaft kann eine größere wirtschaftliche Ungleichheit toleriert werden als in einer Klassengesellschaft. Wenn jeder seines eigenen Glückes Schmied ist, dann kann man akzeptieren, wenn tüchtige oder talentierte Schmiede mehr verdienen als andere. Wenn hingegen Reichtum nur durch Abstammung oder Vererbung erreicht werden kann, dann wird die gesellschaftliche Akzeptanz von Ungleichheit schrumpfen und sie wird schnell als ungerecht und diskriminierend empfunden. Auch aus der politischen Philosophie von Rawls ergibt sich eine Begründung dafür, warum eine Gesellschaft keine unbegründete Ungleichheit wollen sollte.¹³ Interessanterweise stehen die beiden Ziele „soziale Mobilität“ und „Reduktion der Ungleichheit“ in keinem Konkurrenzverhältnis, sondern eher komplementär zueinander. Wie in unserem ersten Papier gezeigt, gehen soziale Mobilität und die Verringerung der Ungleichheit sehr oft Hand in Hand. Eine höhere Mobilität kann zu einer gerechteren Einkommensverteilung und damit zu einer größeren Chancengleichheit führen, wodurch die Armen mehr Aufstiegschancen erhalten, was letztlich mehr soziale Mobilität bedeutet. Alles gute Gründe, die soziale Mobilität in unsere Analyse einzubeziehen. Wir verwenden den vom Weltwirtschaftsforum (WEF) erstellten Index der sozialen Mobilität (siehe Abbildung 5).

ABBILDUNG 5: AUFSTIEG ODER ABSTIEG? – SOZIALE MOBILITÄT IN AUSGEWÄHLTEN LÄNDERN



Höhere Werte bedeuten eine höhere soziale Mobilität. Quellen: World Economic Forum, DWS Investment GmbH; Stand: November 2022.

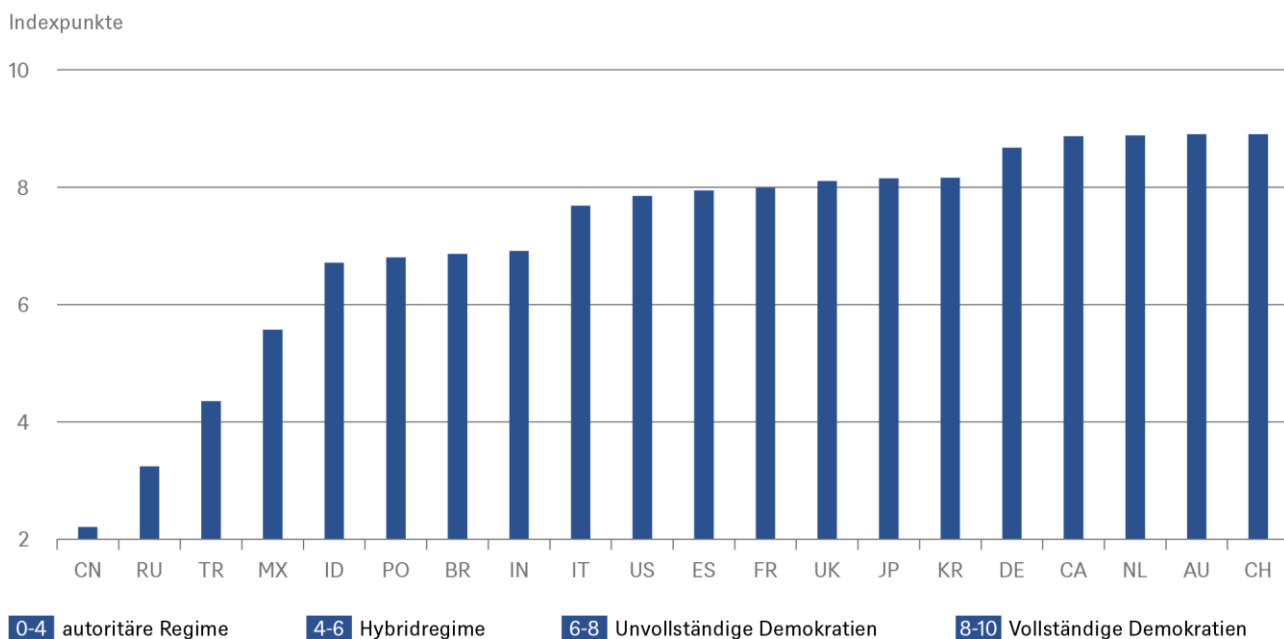
3.5 Demokratie

Unserer Einschätzung nach gibt es noch einen weiteren wichtigen Faktor, der die unvermeidbare Ungleichheit gesellschaftlich akzeptierter machen kann, nämlich, ob sie das Ergebnis einer Entscheidung einer freien Gesellschaft ist. Ist die Ungleichheit in einem demokratischen Land wie dem Vereinigten Königreich hoch, kann man argumentieren, dass

¹³ In seiner berühmten *Theorie der Gerechtigkeit* argumentiert Rawls (1971), dass man sich eine gute Gesellschaft vorstellen kann, in der die grundlegenden Regeln von rationalen Individuen hinter einem „Schleier der Unwissenheit“ aufgestellt werden, das heißt, ohne zu wissen, welche Position sie in dieser Gesellschaft einnehmen werden. Bei einem solchen Konstrukt wird man sich eine gesellschaftliche Ordnung wünschen, die keine Diskriminierung duldet und Armut wirksam bekämpft, jedem aber die Chance lässt, zumindest in Teilen die Früchte seiner Arbeit zu genießen.

die Gesellschaft zumindest die Möglichkeit hätte, auf das Ergebnis einzuwirken. Das noch höhere Maß an Ungleichheit, das wir zum Beispiel in China, Russland oder der Türkei beobachten, ist jedoch eher aufgezwungen als gewollt. Das macht sie unserer Meinung nach gesellschaftlich weniger akzeptabel.¹⁴ Wie bei der sozialen Mobilität so erweist sich auch dieser potenzielle Konflikt in Wirklichkeit als eine Win-Win-Situation: Demokratien haben eine höhere Präferenz für Umverteilung (wie in unserem ersten Papier gezeigt), so dass tatsächlich die Ungleichheit in Demokratien niedriger ausfällt als in Diktaturen. Unsere Daten über den Grad der Demokratie in jedem unserer 44 Länder stammen aus dem *Economist*.

ABBILDUNG 6: WEN KÜMMERT’S? - DEMOKRATIEINDEX



* Summe der z-Scores der einzelnen Faktoren. Quellen: IWF, Weltbank, OECD, WEF, The Economist, DWS Investment GmbH; Stand: November 2022.

3.6 Aggregation der Ergebnisse

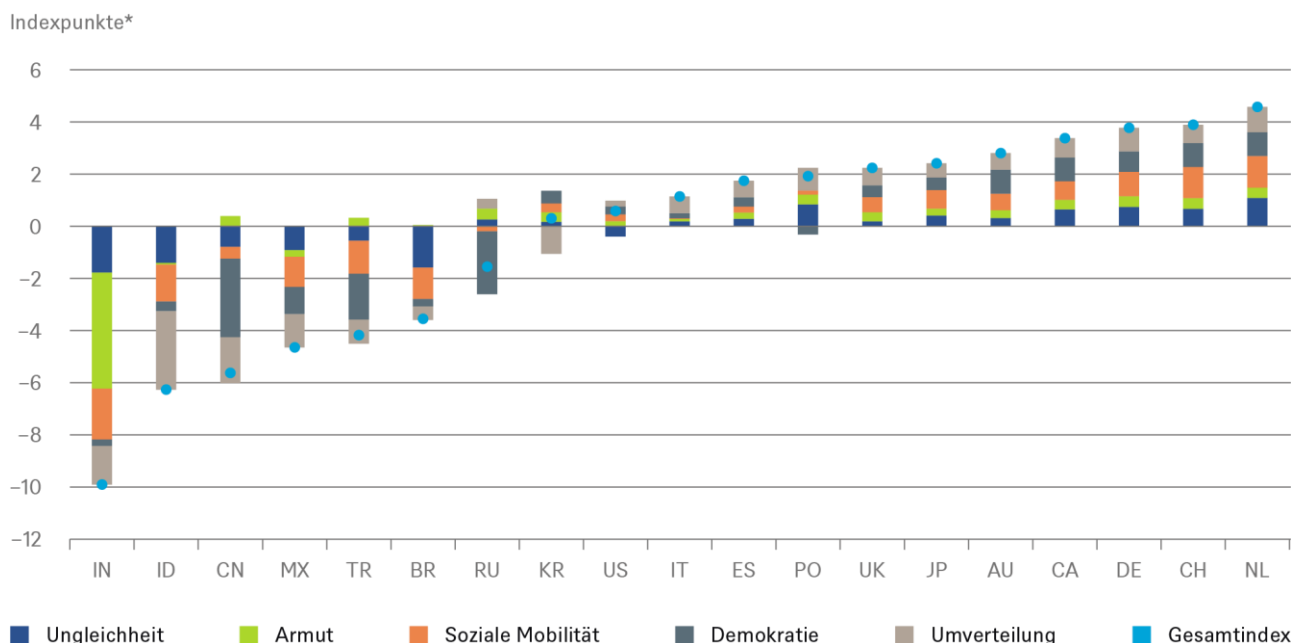
Wir haben jetzt also fünf verschiedene Messgrößen, jede mit einer anderen Perspektive auf Ungleichheit - eine soziale oder ESG-Perspektive, eine Perspektive des Produktivitätswachstums, eine humanitäre Perspektive, eine Rawlssche Perspektive und eine Perspektive der gesellschaftlichen Akzeptanz. Es stellt sich die Frage, wie man solche unterschiedlichen Daten zusammenfassen kann. Wir haben uns für einen sogenannten „z-score“-Ansatz entschieden. Zunächst werden alle fünf Datensätze standardisiert. Bei diesem statistischen Standardverfahren ziehen wir zunächst den Mittelwert von jeder Beobachtung im Datensatz ab und teilen dann das Ergebnis durch die Standardabweichung. Das Ergebnis ist ein Datensatz, der alle wichtigen Merkmale beibehält, dessen Lage und Skala aber technisch gesehen so verändert wurden, dass sein Mittelwert nun null und seine Standardabweichung eins ist. Wir haben damit unsere Daten „auf einen Nenner gebracht“. Wir bilden jetzt einfach die Mittelwerte über die fünf Indikatoren, nachdem wir noch berücksichtigt haben, ob hohe Werte günstig (zum Beispiel für hohe soziale Mobilität oder öffentliche Umverteilung) oder ungünstig (zum Beispiel für Armutsraten) sind.

Das folgende Diagramm (siehe Abbildung 7) zeigt die Ergebnisse für die zwanzig größten Volkswirtschaften der Welt. Indien und Indonesien schneiden aufgrund hoher Armutsquoten und geringer Umverteilung sehr schlecht ab, genau wie die meisten autoritären oder hybriden Regime. Dies ist nicht überraschend, da wir bereits in unserem ersten Papier gezeigt haben, dass mehr Demokratie zu einer höheren Umverteilung und somit zu einer gleicheren Verteilung führt. Diese wiederum befördert die soziale Mobilität, was wiederum vorteilhaft für die Reduktion der Ungleichheit ist. Dies erklärt auch, warum die sehr fortgeschrittenen Demokratien in Europa so gut abschneiden.

¹⁴ Nach dem gesunden Menschenverstand sollten wir mehr Toleranz für Ergebnisse aufbringen, deren Grundlagen wir selbst mitgestalten konnten.

Wenig überraschend sind alle Variablen, die in den Index Eingang finden, positiv miteinander korreliert. Wir haben bereits beschrieben, dass die meisten potentiellen *Trade-offs* sich tatsächlich als *Win-Win*-Situationen erweisen. Das wirft die Frage auf, ob man nicht auf die eine oder andere Indexkomponente verzichten könnte. Da es gute theoretische Gründe für jede der fünf Dimensionen unseres Ungleichheitsindex gibt, halten wir an unseren Ansatz fest. Zudem führt das Weglassen einer Variablen stets zu unterschiedlichen Ergebnissen. So besehen ist keine der Variablen redundant. Interessanterweise ist der dominante Inputfaktor, das heißt derjenige mit der höchsten Korrelation mit dem Endergebnis, die soziale Mobilität.

ABBILDUNG 7: DIE FINALE VERTEILUNG – GESAMTINDEX



* Summe der z-Scores der einzelnen Faktoren. Quellen: IWF, Weltbank, OECD, WEF, The Economist, DWS Investment GmbH; Stand: November 2022.

6 / Zusammenfassung und Ausblick

Die Anleger sollten das Thema Ungleichheit bei ihren Anlageentscheidungen berücksichtigen, nicht nur aus ethischen Gründen, sondern auch weil „gerechtere“ Gesellschaften in der Regel bessere Wachstumsaussichten haben – unter sonst gleichen Bedingungen. Dieser letzte Vorbehalt ist wichtig. Viele der Länder auf der linken Seite von Abbildung 7 haben in den letzten Jahren beeindruckende Wachstumsraten verzeichnet. Das liegt aber vor allem daran, dass die Schwellenländer einfach mehr Potenzial zum Aufholen haben. Ihre hohen Wachstumsraten sind also nicht Folge hoher Ungleichheit, sondern im Gegenteil: Sie wachsen *trotz* der hohen Ungleichheit stark, und zwar schlicht deshalb, weil sie sich noch am Anfang des Aufholprozesses befinden.

Aber abgesehen von Wachstumseffekten gibt es weitere Gründe, dem Thema „Ungleichheit“ Aufmerksamkeit zu schenken. Ungleichheit ist ein essentieller Teil der gesellschaftlichen Aspekte von ESG-Kriterien. Gemäß dem zehnten der siebzehn Ziele für nachhaltige Entwicklung (SDGs) der Vereinten Nationen sollte die Weltgemeinschaft beispielsweise "die Ungleichheit innerhalb und zwischen den Ländern verringern". Für Investoren, die sich stärker an den SDGs orientieren wollen, kann es von Interesse sein, weniger Kapital in Ländern anzulegen, die in dieser Hinsicht hinterherhinken (und keine ernsthaften Anstrengungen unternehmen, diese Probleme anzugehen) und sich stärker auf die Vorreiter zu konzentrieren oder auf jene Länder, deren Regierungen ernsthafte Bemühungen unternehmen, zu den Spitzenreitern aufzuschließen. Wir hoffen, dass wir mit unserem Ungleichheitsindex den Investoren ein erstes hilfreiches Instrument für die Beurteilung dieser Probleme an die Hand gegeben haben.

A / Technischer Anhang

2.1 Wachstumsregression

Unserer Analyse liegt folgendes Wachstumsmodell zugrunde:

$$\hat{y}_{i,t}^{LC} = c + \alpha \log(y_{i,t-1}^{USD}) + \beta_1 gini_{i,t-1} + \beta_2 gini_{i,t-1}^2 + \gamma_1 \widehat{hci}_{i,t-1} + \gamma_2 inv_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t},$$

dabei steht y für das Pro-Kopf-BIP (LC in lokaler Währung und USD in zu Kaufkraftparitäten umgerechneten US-Dollar), $gini$ für den Gini-Koeffizienten des verfügbaren Einkommens der Haushalte nach Steuern und Transfers, hci für den von der Weltbank ermittelten Humankapitalindex und inv für die vom IWF berechnete Bruttoinvestitionsquote. Der Länderindex i reicht von 1 bis 44 und umfasst 44 Länder, nämlich die meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften und einige größere Schwellenländer (siehe Anhang). Der Zeitindex t läuft von 1 bis 8. Er umfasst acht sich nicht überschneidende 5-Jahres-Zeiträume von (1980-1985) bis (2015-2020). Dächer ($\hat{\cdot}$) stehen für Wachstumsraten oder, genauer gesagt, annualisierte logarithmische Differenzen. Für den Fehlerterm $\varepsilon_{i,t}$ wird angenommen, dass er unabhängig identisch verteilt ist. Unter Verwendung einer Panel-Regression erhalten wir die folgenden Ergebnisse.

ERGEBNISSE EINER PANELDATEN-REGRESSION 1985-2020

Variable	Koeffizient	Std. Abw.	t-Wert	Wkt.
Abhängige Variable $\hat{y}_{i,t}^{LC}$				
c	10.49	2.80	3.75	0.00
$\log(y_{i,t-1}^{USD})$	-1.08	0.20	-5.29	0.00
$inv_{i,t-1}$	0.06	0.02	2.50	0.01
$\widehat{hci}_{i,t-1}$	0.62	0.18	3.41	0.00
$dummy$ (China)	4.13	0.95	4.35	0.00
$gini_{i,t-1}$	0.10	0.08	1.25	0.21
$gini_{i,t-1}^2$	-0.002	0.00	-2.04	0.04

$R^2 = 0.33$, $T = 8$, $N = 44$, Anzahl der Beobachtungen: 337

Quellen: Weltbank, IWF, OECD, Haver Analytics Inc., DWS Investment GmbH; Stand: November 2022

Literaturverzeichnis

- _ Causa, Oresetta und Mikkel Hermansen (2018), "Income redistribution through taxes and transfers across OECD countries", VOX EU, [Income redistribution through taxes and transfers | VOX, CEPR Policy Portal \(voxeu.org\)](https://voxeu.org/).
- _ Cerra, Valerie; Ruy Lama und Norman Loayza (2021), "Links Between Growth, Inequality, and Poverty: A survey", IMF Working Paper No. 2021/068.
- _ Chancel, Lucas et al. (2022), "World Inequality Report 2022." World Inequality Lab, Paris. <https://wir2022.wid.world/>
- _ Dabla-Norris, Era; Kalpana Kochhar, Nujin Suphaphiphat, Frantisek Ricka und Evridiki Tsounta (2015). "Causes and Consequences of Income Inequality: A Global Perspective"; IMF Discussion note. <http://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2016/12/31/Causes-and-Consequences-of-Income-Inequality-A-Global-Perspective-42986>
- _ Gordon, Robert (2016), "The Rise and Fall of American Growth", Princeton University Press, Princeton.
- _ Kolev, Galina and Judith Niehues (2016), "The Inequality-Growth Relationship, an Empirical Reassessment"; IW-Report 7/2016; Cologne.
- _ Kuznets, Simon (1955). "Economic Growth and Income Inequality," American Economic Review 45: 1–28.
- _ Laffer, Arthur (1981), "Government Exactions and Revenue Deficiencies," The Cato Journal, Vol. 1, Nr. 1, 1–21. <https://www.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/cato-journal/1981/5/cj1n1-1.pdf>
- _ Mian, Atif; Ludwig Straub und Amir Sufi (2021), "The Saving Glut of the Rich," *NBER Working paper 26941*.
- _ Moryson, Martin (2022) "Ungleichheit – eine globale Herausforderung", [ESG Spezial – Ungleichheit](#).
- _ Niehues, Judith und Maximilian Stockhausen (2021). "Inequality revisited. An international comparison with a special focus on the case of Germany", IW-Report, Nr. 18, Köln / Berlin.
- _ OECD (2014) "Inequality and Growth", <https://www.oecd.org/social/Focus-Inequality-and-Growth-2014.pdf>
- _ Petersen, Thieß und Ulrich Schoof (2015) "The Impact of Income Inequality on Economic Growth", Bertelsmann Stiftung Impulse 2015/05.
- _ PRI (Principles for Responsible Investment) (2018) [Why and how investors can respond to income inequality](#).
- _ Rawls, John (1971), "A Theory of Justice", Harvard University Press, Cambridge.
- _ Solt, Frederick (2022), "The Standardized World Income Inequality Database, Versions 8-9", <https://doi.org/10.7910/DVN/LM4OWF>, Harvard Dataverse, V9.3.
- _ United Nations (2015) "Transforming our World: the 2030 Agenda for Sustainable Development" <https://sdgs.un.org/sites/default/files/publications/21252030%20Agenda%20for%20Sustainable%20Development%20web.pdf>

Glossar

ISO Ländercodes

AT	Österreich	DK	Dänemark	IN	Indien	PO	Polen
AU	Australien	EG	Ägypten	IT	Italien	PT	Portugal
BE	Belgien	ES	Spanien	JP	Japan	RU	Russland
BR	Brasilien	FI	Finnland	KR	Südkorea	SE	Schweden
CA	Kanada	FR	Frankreich	MX	Mexiko	SG	Singapur
CH	Schweiz	GR	Griechenland	MY	Malaysia	TH	Thailand
CL	Chile	HK	Hongkong	NL	Niederlande	TR	Türkei
CN	China	HU	Ungarn	NO	Norwegen	TW	Taiwan
CO	Kolumbien	ID	Indonesien	NZ	Neuseeland	UK	Vereinigtes Königreich
CZ	Tschechische Rep.	IE	Irland	PE	Peru	US	USA
DE	Deutschland	IL	Israel	PH	Philippinen	ZA	Südafrika

Aufstrebende Märkte (EM – Emerging Markets)

sind Volkswirtschaften, die unter anderem in Bezug auf Markteffizienz und Liquidität noch nicht voll entwickelt sind.

Bruttoinlandsprodukt (BIP)

Gesamtwert aller Waren und Dienstleistungen, die innerhalb eines Jahres in einer Volkswirtschaft erwirtschaftet werden.

Dollar (USD)

Währungseinheit der USA.

ESG (Umwelt, Soziales, Unternehmensführung)

Englische Abkürzung für „Environment, Social, Governance“; Betrachtung ökologischer und sozial-gesellschaftlicher Kriterien sowie der Art der Unternehmensführung.

Fortgeschrittene Volkswirtschaften

Der Begriff wird vom Internationalen Währungsfonds verwendet, um entwickelte Länder zu beschreiben.

Gini-Koeffizient

ist ein Maß für die Ungleichverteilung. Bei absoluter Gleichheit beträgt der Wert 0, bei maximaler Konzentration 1 bzw. 100 (Prozent).

Inflation

Nachhaltiger Anstieg des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus.

Internationaler Währungsfonds (IWF)

Sonderorganisation der Vereinten Nationen, die die internationale Zusammenarbeit in der Währungspolitik und stabile Wechselkurse fördert.

Korrelation

statistische Kennzahl, die die Abhängigkeit zweier Zufallsvariablen misst.

Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD)

Internationale Organisation mit 34 Mitgliedstaaten, die sich der Demokratie und Marktwirtschaft verpflichtet fühlen.

Principles for Responsible Investment (PRI)

Eine internationale Initiative, die sich für das bessere Verständnis und die Integration von Umwelt-, Sozial- und Corporate-Governance-Faktoren (ESG) in Investitionsentscheidungen einsetzt.

R-Quadrat (R^2)

ist eine Statistik, die angibt, wie stark eine endogene Variable mit der Gruppe der exogenen oder erklärenden Variablen korreliert.

Real

Reale Werte sind inflationsbereinigt.

Schwellenländer (Schwellenmärkte)

Länder auf dem Weg zur Industrialisierung.

Sustainable Development Goals (SDG)

Eine Sammlung von Zielsetzungen, die von der Generalversammlung der Vereinten Nationen festgelegt wurden, um eine bessere und nachhaltigere Zukunft für alle zu erreichen.

Verfügbares Einkommen

ist der Geldbetrag, der nach Abzug von Steuern und Sozialabgaben zum Ausgeben zur Verfügung steht.

Weltbank

ist eine internationale Finanzinstitution, die den Regierungen von Schwellenländer Kredite und Zuschüsse zur Durchführung von Investitionsvorhaben gewährt.

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.

DWS Investment GmbH 2022

Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten.

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

Stand: November 2022; CRC 093158_1.0

Der Autor



Dr. Martin Moryson
Chiefvolkswirt Europa
martin.moryson@dws.com