

Nostalgie im Zeitalter von COVID

April 2021

Aus dem Ressort des CIO – Fixed Income



William J. Adams, CFA
Chief Investment Officer –
Global Fixed Income

Während die Märkte einen Optimismus widerspiegeln, der von nostalgischem Denken und Lockerungserwartungen geprägt ist, sieht sich die Weltwirtschaft mit vielen strukturellen Herausforderungen konfrontiert, die ein Nachdenken über die bereits eingepreisten Faktoren und die Kosten eines unangebrachten Optimismus erfordern.

Ein Freund erhielt kürzlich seine COVID-Impfung. Er war erfreut und fühlte sich erleichtert, eventuell bald wieder zum normalen Leben zurückkehren zu können. Er erzählte, dass er sich so ausgelassen fühlte wie Rick Moranis' Figur, der Key Master, als er im Film Ghostbusters nach dem Pförtner sucht.

Auch wenn ich mit meiner Ghostbuster-Anspielung auf eine Zeit lange vor der Krise verweise, erinnert die Stimmung, die er zum Ausdruck brachte, auffallend an das aktuelle Marktgeschehen. Trotz der anhaltenden Herausforderungen mit dem Virus in Europa und den Entwicklungsländern und der Aufforderung von Medizinern, weiterhin wachsam zu sein, geht die Zahl der Krankenhauseinweisungen und Todesfälle aufgrund des Virus in den USA weiter zurück. Bessere Nachrichten und optimistischere Aussichten haben die Moral gestärkt: Jeder denkt nostalgisch an das Leben vor der Pandemie zurück und freut sich darauf, zu lang ersehnten Aktivitäten zurückzukehren.

Mitte März jährte sich der Virus-Lockdown in den USA zum ersten Mal. Fernsehkommentatoren hoben das Ereignis hervor und die Zeitungen veröffentlichten zahlreiche Artikel über das unvergessliche Jahr, das durch Hunderttausende von Todesopfern und erhebliche wirtschaftliche, kulturelle und gesellschaftliche Schäden geprägt war. Die *New York Times* widmete beispielsweise eine Reihe mit dem treffenden Titel „*The Week Our Reality Broke*“ (Die Woche, in der unsere Realität zusammenbrach) unseren Erfahrungen. Die dort geäußerten Meinungen standen im deutlichen Gegensatz zu dem nostalgischen Denken und den Lockerungserwartungen, die die Anleger heute beschäftigen.

In einem Artikel der Reihe stellt Leslie Jamison zum Nachdenken anregende Fragen über unseren Wunsch, zur „Normalität“ zurückzukehren und darüber, wie ein Gefühl der Nostalgie oft negative Aspekte hinter einer Fassade von Erinnerungen verbergen kann.¹ Nostalgische Sehnsucht nach den Zeiten vor der Pandemie, so argumentiert sie, „ist teilweise ein Gradmesser dafür, wie gut es uns ergangen ist“. Stattdessen sollte Nostalgie eine Reflexion der Vergangenheit beinhalten, und wenn es um das vergangene Jahr geht, eine Anerkennung der Ungleichheiten, die durch die Erfahrungen und Resultate der Pandemie offenbart wurden. Yaryna Serkez' statistischer Kommentar unterstreicht diesen Standpunkt.² Die Ergebnisse, so argumentiert Serkez, zeigen die Spaltung zwischen den „Reichen“ und den „Armen“ und beleuchten die ungleichen Auswirkungen des Virus im Hinblick auf Ethnie, Geschlecht und sozioökonomische Einflussfaktoren.

Diese Meinungen und Fakten werfen wichtige Fragen auf, die in Gesprächen über Finanzmärkte nicht ausgeblendet werden sollten. Sie bieten eine potenzielle Warnung für Marktteilnehmer, die sich nach wieder geöffneten Volkswirtschaften sehnen und bereit sind, explosives Wachstum und eben diese Sehnsucht nach einer Rückkehr zum Leben vor dem Coronavirus einzupreisen.

Der Markt, mit dem wir vor der Pandemie vertraut waren, besaß Eigenschaften, die von Risk-Takern und Price-Settern Reflexion und Aufmerksamkeit erfordern.

Sollten wir uns sehnsüchtig an Volkswirtschaften in aller Welt erinnern, die durch exzessive Verschuldung und historische Bewertungsniveaus belastet waren und deren Liquidität durch nicht preissensitive Zentralbanken gestützt wurde? Freuen wir uns auf eine stagnierende globale Produktivität, indifferente Risikobereitschaft und die Suche nach Renditen? Sind die strukturellen Herausforderungen für die Weltwirtschaft – demografische Trends, technologische Innovation und die Ungleichheit von Einkommen und Wohlstand – wirklich verschwunden? Oder halten sie sich versteckt, bevor sie das Wachstum herausfordern oder den Deflationsdruck wieder verstärken? Liegen die Märkte heute richtig, wenn sie nachhaltige Veränderungen bei Wachstum und Inflation erwarten, oder befinden wir uns einfach in einem weiteren zyklischen, stimulusinduzierten Aufschwung im Kontext desselben Makroumfelds, in dem wir uns seit der Finanzkrise befinden?



Angesichts der raschen Erholung an den Risikomärkten, der jüngsten Spannungen an den Zinsmärkten und der Unsicherheiten bezüglich zyklischer im Verhältnis zu strukturellen Trends **stehen Anleger vor eine ganzen Reihe ungeklärter Fragen und schwieriger Schlussfolgerungen.** ▲

Die US-Notenbank stellt möglicherweise ähnliche, ebenso wichtige Fragen, und die Antworten haben ernste Implikationen. Sind US-Notenbankpräsident Powell und die übrigen Mitglieder der US-Notenbank von den wirtschaftlichen Szenarien des Marktes nach der Pandemie begeistert? Denken sie nostalgisch an die Zeit zurück, als jeder Versuch der US-Notenbank, sich aus dem Markt herauszuziehen, als eine verfrühte Straffung der Geldpolitik betrachtet wurde? Haben sie das Risiko eines zyklisch übermäßigen Anstiegs der Inflation und eines Marktes, der gewillt ist, ihre sehr akkommodierende Haltung in Frage zu stellen, von der zudem erwartet wird, dass sie über einen längeren Zeitraum anhält, akzeptiert? Die gleiche Institution, die in der Vergangenheit proaktiv auf inflationäre Entwicklungen reagierte, ist jetzt gezwungen, Inflationsziele vor dem Hintergrund einer übermäßig lockeren Geldpolitik und exzessiver fiskalpolitischer Impulse zu verteidigen.

Schließlich hat die US-Notenbank jetzt die Aufgabe, die bereits zuvor genannten wirtschaftlichen Ungleichheiten zu berücksichtigen, die zwar in die Zeit vor COVID zurückreichen, aber durch COVID noch verschärft wurden. Die Überprüfung der Rahmenbedingungen durch die Fed war bereits ohne die neue Aufgabe, die ihr anvertraut wurde, nämlich die Auswirkungen ihrer Politik auf die Ungleichheit der Einkommen und Vermögen zu berücksichtigen, schwierig genug. Die Ausweitung ihres Mandats, das nunmehr auch die „Flaute“ am Arbeitsmarkt mit einbezieht, trägt dem Umstand Rechnung, dass die am stärksten vom Virus Betroffenen auch diejenigen sind, die sich am langsamsten erholen. Gleichzeitig können die Zinspolitik und die Liquiditätsbilanz der US-Notenbank eine beherrschende Rolle bei der Bewertung spielen. Anders ausgedrückt: Verspürt die US-Notenbank Nostalgie nach einer Wirtschaft, zu deren Schaffung sie selbst beigetragen hat, Nostalgie nach einem Markt, der finanzielle Vermögenswerte zulasten der Allgemeinheit belohnt hat?

Ich übertreibe natürlich ein wenig, um auf den Punkt zu kommen. Der Einfluss der Zentralbanken auf den Markt ist für Anleger ein wiederkehrendes und unbestreitbares Narrativ. Die politischen Entscheidungsträger, die jetzt die politischen Herausforderungen in einem anreizgetriebenen Konjunkturzyklus untersuchen, stehen somit vor einer schwierigen Frage.

Die Gesellschaft freut sich zu Recht auf die Wiederöffnung der Wirtschaft und eine Rückkehr zur Normalität. Die Marktteilnehmer könnten sich mit der Zeit jedoch weniger nostalgisch fühlen. Angesichts der raschen Erholung an den Risikomärkten, der jüngsten Spannungen an den Zinsmärkten und Unklarheiten bezüglich zyklischer versus struktureller wirtschaftlicher Ergebnisse, stellen Anleger vor einer ganzen Reihe ungeklärter Fragen und schwieriger Schlussfolgerungen, von denen ich einige im Folgenden umreißen werde.

- **Investoren blicken auf konkurrierende Entwicklungen.** Die anhaltend lockere Politik der US-Notenbank steht im Gegensatz zu den verbesserten Aussichten der Märkte. Die Zinssätze sind bei steigenden Inflationserwartungen und sich verbessernden realen Wachstumsraten höher. Geordnete Änderungen der Zinssätze sind akzeptabel, schnelle und stetige Zinserhöhungen hingegen weniger. Der Ankerwert der US-Notenbank für die Inflation wird in Frage gestellt, während höhere reale Zinssätze Anfälligkeiten aufdecken könnten. *Wir rechnen mit einer Phase erhöhter Zinsvolatilität.*
- **Die US-Notenbank befindet sich in einem Dilemma.** Sie erscheint zwischen den Inflationszielen und der Schwäche am Arbeitsmarkt gefangen. Wenn sie das erstgenannte Risiko angeht, bringt das die Gefahr einer verfrühten Straffung der Geldpolitik mit sich, während das letztgenannte Risiko mögliche Bewertungsblasen schafft. Die Bewertungskennzahlen und die Positionierung in den risikoreicheren Teilen des Anleihenmarktes weisen Anzeichen für Übertreibungen auf. *Wir sind der Auffassung, dass die Risikoallokation und das Risikomanagement in den Portfolios heute größere Vorsicht erfordern.*
- **Konjunkturpakete sind ein zyklischer Faktor.** Die bestehenden und erwarteten US-Konjunkturpakete schaffen eine kurzfristige Wirtschaftsleistung, die positiv überraschen dürfte, besonders wenn sie mit den durch den Lockdown betroffenen Vorjahresergebnissen verglichen wird. Obwohl dies bemerkenswert ist, und die Beschäftigtenzahl ohne Landwirtschaft im Februar ist ein Beispiel hierfür, sind diese Änderungen nach unserer Auffassung zyklisch und nicht strukturell. *Anleger müssen sich bei der Risikopositionierung vor zu großem Optimismus hüten und dürfen nicht zu sehr über die Zinssätze besorgt sein.*
- **Die Bewertungen an den Risikomärkten sind überzogen.** Wir denken, dass ein beträchtlicher Teil der guten Nachrichten bereits vom Markt eingepreist wurde. Der für ein Wertpapier bezahlte Preis bleibt der größte einzelne Faktor, der die erwarteten Renditen bestimmt. Überzogene Bewertungen sprechen, wie unsere Kapitalmarktprognosen zeigen, für niedrigere erwartete langfristige Renditen. Anleger müssen die Renditeerwartungen dämpfen. *Gleichzeitig fordern die heutigen Märkte eine kluge Titelauswahl als wichtigsten Hebel zur Erzielung von Alpha, um eine Outperformance zu erreichen. Dies ist ein Markt, in dem aktive Investmentmanager glänzen dürften.*



Zusammenfassung:

Seien Sie vorsichtig bei Ihren Wünschen!

Wir alle sehen mit Anspannung der Normalisierung des Lebens nach COVID entgegen. Nostalgie muss hingegen genauer betrachtet werden, um die Gegenwart zu verstehen. Wir können begeistert sein und zugleich nachdenklich bleiben; wir können nach Chancen suchen und uns dabei der Schwachstellen bewusst bleiben. Dies gilt sowohl für die Gesellschaft, die sich wieder öffnet, als auch für aktive Anleger, die Risiken eingehen. Die heutigen Märkte sind herausfordernd und erfordern eine genaue Beachtung hinsichtlich der in den Preisen berücksichtigten Faktoren und der Kosten von unangebrachtem Optimismus.

Die heutigen Märkte fordern eine kluge Titelauswahl als wichtigsten Hebel zur Erzielung von Alpha, um eine Outperformance zu erreichen. Dies ist ein Markt, in dem aktive Investmentmanager glänzen dürften. ▲

Fußnoten

¹ „We Longed for the ‚Before Times‘“ von Leslie Jamison, Teil der Serie „The Week Our Reality Broke“, New York Times, Sunday Review, 14. März 2021.

² „We Did Not Suffer Equally“ von Yaryna Serkez, Teil der Serie „The Week Our Reality Broke“, New York Times, Sunday Review, 14. März 2021.

Die geäußerten Meinungen sind die Ansichten des/der Verfasser(s) und können sich jederzeit ändern. Diese Ansichten dienen ausschließlich zu Informationszwecken und sollten nicht als Empfehlung für den Kauf von Wertpapieren, als Angebot oder als Anlageberatung seitens des Anlageberatungsunternehmens herangezogen werden. Prognosen können nicht garantiert werden.

Sofern nicht anders angegeben, sind Logos und die Namen von Produkten und Dienstleistungen Marken von MFS® und ihren verbundenen Unternehmen und können in bestimmten Ländern eingetragen sein.

Vertrieben durch:

USA – MFS Investment Management; **Lateinamerika** – MFS International Ltd.; **Kanada** – MFS Investment Management Canada Limited. Diese Mitteilung wurde von keiner Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstigen Aufsichtsbehörde in Kanada geprüft.

Beachten Sie bitte, dass dieses Dokument in Europa und im asiatisch-pazifischen Raum ausschließlich zur Weitergabe an Anlageexperten und institutionelle Kunden vorgesehen ist.

VK/EMEA – MFS International (U.K.) Limited („MIL UK“), eine Private Limited Company, eingetragen in England und Wales unter der Handelsregisternummer 03062718 und hinsichtlich ihres Anlagegeschäfts durch die britische Financial Conduct Authority zugelassen und beaufsichtigt. MIL UK, eine indirekte Tochtergesellschaft von MFS, hat ihren Geschäftssitz in One Carter Lane, London, EC4V 5ER. UK/MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux) – MFS Lux ist eine Gesellschaft nach dem Recht des Großherzogtums Luxemburg und eine indirekte Tochtergesellschaft von MFS, die beide Produkte und Anlagedienstleistungen für institutionelle Anleger in der EMEA-Region anbieten. Dieses Informationsmaterial darf nicht an Personen weitergegeben oder verteilt werden, die keine professionellen Anleger (wie durch die lokalen Vorschriften zugelassen) sind. Es darf nicht als Grundlage herangezogen oder an Personen verteilt werden, sofern dies den lokalen Vorschriften widerspricht; **Singapur** – MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australien/Neuseeland** – MFS International Australia Pty Ltd („MFS Australia“) (ABN 68 607 579 537) besitzt in Australien eine Zulassung für Finanzdienstleistungen mit der Nummer 485343. MFS Australia untersteht der Aufsicht der Australian Securities and Investments Commission. **Hongkong** – MFS International (Hong Kong) Limited („MIL HK“), eine Private Limited Company, die von der Hong Kong Securities and Futures Commission („SFC“) zugelassen ist und beaufsichtigt wird. MIL HK ist für den Handel mit Wertpapieren und für regulierte Tätigkeiten im Bereich der Vermögensverwaltung zugelassen und kann bestimmte Anlagedienstleistungen für „professionelle Anleger“ gemäß der Definition in der Securities and Futures Ordinance („SFO“) erbringen.; **Für professionelle Anleger in China** – MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, eine chinesische Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die für die Erbringung von Finanzverwaltungs- und Finanzberatungsdienstleistungen reguliert ist.; **Japan** – MFS Investment Management K.K. ist als im Geschäft mit Finanzinstrumenten tätiges Unternehmen (Financial Instruments Business Operator) beim Kanto Local Finance Bureau (FIBO) unter der Nr. 312 zugelassen und ist Mitglied der Investment Trust Association von Japan und der japanischen Investment Advisers Association. Da die von den Anlegern zu tragenden Gebühren von Faktoren wie Produkten, Dienstleistungen, Anlagezeitraum und Marktlage abhängen, ist es nicht möglich, den Gesamtbetrag oder die Berechnungsmethoden vorab anzugeben. Alle Anlagen sind mit Risiken verbunden, unter anderem mit Marktschwankungen und mit einem möglichen Verlust des Anlagekapitals. Anleger sollten sich den Verkaufsprospekt und/oder die in Artikel 37-3 des Financial Instruments and Exchange Act angegebenen Unterlagen beschaffen und sorgfältig durchlesen, bevor sie Anlageentscheidungen treffen.