

Ein großes Experiment – mit zu niedrigen Risikoprämien

Autor



Erik Weisman, Ph.D.
Portfolio Manager und
Chief Economist

Unsicherheit gehört zum Leben dazu, aber jetzt scheint sie größer denn je. US-Investoren sind nicht nur mit den Folgen der ersten Pandemie seit 100 Jahren konfrontiert, sondern vielleicht auch mit der größten Ausweitung der Rolle des Staates seit den 1960ern. Hinzu kommt das neue geldpolitische Konzept der Fed. Obwohl so viel im Fluss ist, bleiben die Investoren erstaunlich optimistisch. Für sie zählen mehr die kurzfristigen Konjunkturprogramme als die langfristigen Folgen eines vielleicht gewaltigen Politikwechsels. Mich mahnt die allgegenwärtige Unsicherheit aber zur Vorsicht.

Fundamentaler Wandel

Joe Biden möchte die Rolle des Staates völlig neu bestimmen. Der American Jobs Plan und der American Families Plan mit zusammen vier Billionen US-Dollar Volumen wären das Ende des 40-jährigen Trends zu einem geringeren Ausbau des sozialen Netzes.

Natürlich ist keineswegs sicher, dass Biden alle Ziele erreicht. Und doch scheint es, als würde es ihm in weiten Teilen gelingen. Investitionen in die physische Infrastruktur werden von beiden Parteien weitgehend unterstützt. Bei Bidens Vorschlägen zur „sozialen Infrastruktur“ sind aber selbst demokratische Senatoren skeptisch. Auch bezweifeln sie, dass zur Finanzierung der ehrgeizigen Programme wirklich die Steuern erhöht werden müssen.

Das ungewohnte Konzept der Fed

Corona und die neue Fiskalpolitik sind nicht alles. Für Unsicherheit sorgt auch die Neuausrichtung der Geldpolitik. Vorbei sind die Zeiten, als der Offenmarktausschuss vorausschauend tätig wurde – um die Inflation einzudämmen, bevor sie den Zielwert überschreitet. Jetzt will die Fed zulassen, dass die Inflation die 2%-Marke eine nicht genannte Zeit lang in einem nicht genannten Umfang übersteigt. Das soll jene Jahre ausgleichen, in denen die Teuerung unter dem Zielwert lag. Noch hat die Notenbank nichts getan, um für mehr Klarheit zu sorgen. An den Märkten versucht man unterdessen, ihre neue Reaktionsfunktion zu erraten.

Zugleich möchte die Fed, dass sich der Arbeitsmarkt wieder ganz erholt. Ihr Vollbeschäftigungsziel ist aber nicht leicht zu fassen. Anstelle eines konkreten Zielwerts strebt sie „maximale Beschäftigung“ an, damit einkommensschwache Haushalte, Menschen mit niedrigerer Bildung, Frauen und ethnische Minderheiten nicht zurückbleiben. So verständlich das sein mag, so schwer ist es zu modellieren. Außerdem riskiert die Fed damit Übertreibungen an den Märkten, wenn sie eine Straffung der Geldpolitik zu lange hinauszögert.



Die Märkte verkennen den Politikwechsel

Trotz der wachsenden Unsicherheit über den Kurs der Fed und des Renditeanstiegs in den letzten Monaten waren risikobehaftete Wertpapiere – wie Aktien und High-Yield-Anleihen – bemerkenswert stabil. Das beispiellose volkswirtschaftliche Experiment in Washington hat den Optimismus der Märkte nicht gebrochen. Das Haushaltsdefizit ist hoch, aber der Staat gibt reichlich Geld aus – und die Fed unterstützt ihn dabei, indem sie Staatsanleihen kauft. Sie fürchtet nämlich, dass eine lockere Geldpolitik allein nicht alle Probleme lösen kann, die die Wirtschaft schon seit über zehn Jahren plagen. Man muss unweigerlich an die Modern Monetary Theory denken: Sie postuliert, dass ein Land mit einer eigenen Währung sehr niedrigverzinsliche Anleihen begeben und sich daher problemlos immer weiter verschulden kann. Mit einer solchen Politik haben die Industrieländer aber kaum Erfahrung.

Die Kosten der Unsicherheit

Ich bin sicher, dass die neue Unsicherheit ihren Preis hat. Wenn in den nächsten Jahren so viele unterschiedliche Entwicklungen denkbar sind, dürften die Risikoprämien von Aktien und Anleihen steigen. 2021 ist zwar das Schlüsseljahr, aber die Auswirkungen auf die Zeit danach sind schwer abzuschätzen. Ich glaube daher, dass Investoren für diese Risiken nicht ausreichend entschädigt werden. Denkbar ist sowohl eine höhere Inflation als auch eine Disinflation – je nachdem, was genau passiert. Das Wachstum könnte in den kommenden Jahren zulegen. Vielleicht kommt es aber auch zu einer Rezession, wenn die staatlichen Maßnahmen eine zwar starke, aber nur kurze Hochkonjunktur auslösen. Noch wissen wir nicht, wie Geld- und Fiskalpolitik auf diese Unsicherheit reagieren. All dies spricht dafür, dass die Spannbreite möglicher Entwicklungen größer ist als sonst.

Der Preis der neuen Politik könnte Inflation sein, weil der US-Dollar abwertet. Denkbar sind aber auch niedrigere Assetpreise oder vielleicht eine frühzeitige Rezession. Es gibt viele Unbekannte und Abhängigkeiten. Prognosen sind nie einfach, aber jetzt sind sie noch schwieriger.

Riskanter Politikmix

Heute sind die Credit Spreads eng wie selten, und die Aktienkurse sind höher als vor Corona. In den Staatsanleihekursen scheinen einige Unsicherheiten aber berücksichtigt zu sein. Dafür spricht der jüngste Anstieg der Laufzeitprämien, also des Ausgleichs für eine längere Haltedauer. Damit diese scheinbar gegensätzlichen Entwicklungen zusammenpassen, müssten langfristig wohl die Kurs-Gewinn-Verhältnisse fallen, sich die Credit Spreads ausweiten und die Risikoprämien steigen.

Die Wirtschaftspolitik der letzten 40 Jahre war nicht für alle gut. Viele wurden benachteiligt, wenige privilegiert. Eine Neuorientierung tut not. Die aktuellen Pläne sind für Investoren aber nicht unproblematisch. Wenn man glaubt, dass Notenbanken und Regierungen das Richtige tun und für einen langen und stabilen Konjunkturzyklus sorgen, sind die derzeitigen Bewertungen risikobehafteter Wertpapiere vielleicht fair. Ich fürchte allerdings, dass die neue Politik die Konjunktur dämpft, wenn die Euphorie nachlässt. Das Wirtschaftswachstum wäre dann wieder ähnlich wie in den meisten Jahren seit der Jahrtausendwende. Aber auch wenn ich damit falsch liege, könnte vieles ganz anders kommen, als man glaubt. Für eine so unsichere Zeit scheinen die Wertpapierkurse sehr hoch zu sein. ▲



Die hier dargestellten Meinungen sind die des Autors und können sich jederzeit ändern. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und dürfen nicht als Empfehlung, Aufforderung oder als Anlageberatung verstanden werden. Prognosen sind keine Garantien.

Sofern nicht anders angegeben, sind die hierin enthaltenen Logos sowie Produkt- und Dienstleistungsbezeichnungen Handelsmarken von MFS® und seinen Tochtergesellschaften. In manchen Ländern sind sie außerdem eingetragene Warenzeichen.

Herausgegeben von:

USA: MFS Investment Management. **Lateinamerika:** MFS International Ltd. **Kanada:** MFS Investment Management Canada Limited. In Kanada wurde diese Publikation weder von der Finanzmarktaufsicht noch von einer ähnlichen Regulierungsbehörde überprüft.

Bitte beachten Sie, dass dieses Dokument in Europa und der Pazifikregion nur für die Weitergabe an professionelle Investoren und institutionelle Kunden bestimmt ist.

Großbritannien/EMEA: MFS International (U.K.) Limited (MIL UK), Gesellschaft mit beschränkter Haftung (Private Limited Company) mit Sitz in England und Wales, Zulassungsnummer 03062718. Das Investmentgeschäft von MIL UK steht unter der Aufsicht der britischen Financial Conduct Authority. MIL UK, eine indirekte Tochtergesellschaft von MFS, hat ihren Sitz in One Carter Lane, London EC4V 5ER, Großbritannien. MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux) untersteht den Gesetzen des Großherzogtums Luxemburg und ist eine indirekte Tochtergesellschaft von MFS. Beide Unternehmen stellen institutionellen Anlegern in der EMEA-Region Investmentprodukte zur Verfügung und beraten sie in Investmentfragen. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren gemäß lokalen Bestimmungen. Andere dürfen sich nicht auf das Dokument verlassen. Auch darf das Dokument nicht an Personen weitergegeben werden, wenn eine solche Weitergabe gegen die geltenden Vorschriften verstoßen würde. **Singapur:** MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M).

Australien/Neuseeland: MFS International Australia Pty Ltd (MFS Australia) ist ein in Australien unter der Nummer 485343 eingetragener Finanzdienstleister. MFS Australia steht unter der Aufsicht der Australian Securities and Investments Commission. **Hongkong:** MFS International (Hong Kong) Limited (MIL HK) ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die der Aufsicht der Hong Kong Securities and Futures Commission (SFC) untersteht und von ihr zugelassen wurde. MIL HK darf Wertpapiere handeln, regulierte Assetmanagementgeschäfte abschließen und bestimmte Investmentdienstleistungen „professionellen Investoren“ gemäß Securities and Futures Ordinance (SFO) anbieten. **Für professionelle Investoren 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 regulierte chinesische Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die Finanzmanagementberatung anbieten darf. **Japan:** MFS Investment Management K.K. ist zugelassen als Financial Instruments Business Operator, zugelassen als Kanto Local Finance Bureau (FIBO, Nr. 312), Mitglied der Investment Trust Association, Japan, und Mitglied der Japan Investment Advisers Association. Da die von den Investoren zu tragenden Gebühren von verschiedenen Umständen abhängen – Produkte, Dienstleistungen, Anlagezeiträume und Marktumfeld –, können weder deren Gesamthöhe noch die Berechnungsmethoden im Voraus offengelegt werden. Alle Finanzinstrumente gehen mit Risiken einher, unter anderem dem Risiko von Marktschwankungen, sodass Investoren ihr investiertes Kapital verlieren können. Investoren sollten vor einer Anlage den Verkaufsprospekt und/oder die in Art. 37-3 des Financial Instruments and Exchange Act genannten Dokumente sorgfältig lesen.