

Was kommt nach der Pandemie?

Autor



Robert M. Almeida, Jr.
Portfoliomanager und
Global Investment Strategist

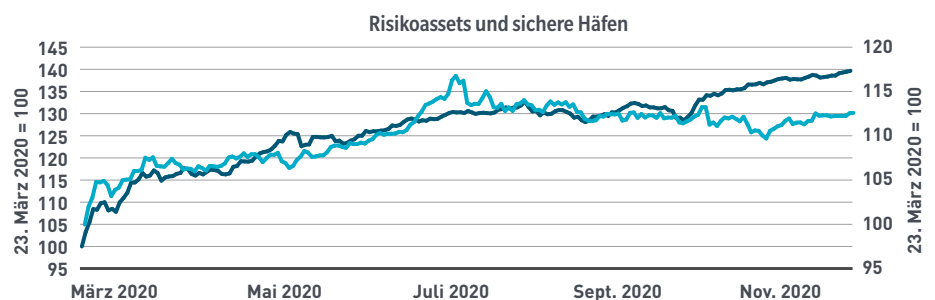
Zu Jahresbeginn prognostizieren Volkswirte und Strategen stets Wirtschaft und Märkte. Doch 2020 waren viele Vorhersagen schon Ende Februar überholt: Corona hat alles auf den Kopf gestellt – unser Leben, die Märkte und die Prognosen für 2020. Aber ich will gegenüber meinen Kollegen fair sein: Die Gründe dafür waren biologischer, nicht finanzieller Natur, und das Leben ist nun einmal voller Überraschungen. Neu war nicht so sehr, dass die Prognosen nicht stimmten – sondern wie schnell nichts mehr so war wie vorher.

Auch jetzt füllt sich mein Posteingang wieder mit Marktprognosen. Dieses Jahr ist man sich weitgehend einig: Trotz immer mehr COVID-19-Infektionen, stationären Behandlungen und Todesfällen sowie der Entdeckung neuer Mutationen, die die Herdenimmunität in immer weitere Ferne rücken lassen, sind Investoren und Auguren recht optimistisch. Für sie zählt nicht das Heute, sondern das Morgen, ebenso wie für die Märkte. Wegen des unerwartet schleppenden Beginns der Impfungen mag uns Corona zwar noch länger erhalten bleiben, doch irgendwann wird die Pandemie wohl vorbei sein. Wegen der Kombination aus aufgestauter Nachfrage und äußerst expansiver Geld- und Fiskalpolitik rechnet man an den Märkten daher mit einem hohen Wirtschafts- und Gewinnwachstum. Ehrlich gesagt, finde ich das auch plausibel. Noch wichtiger ist aber, dass es sich auch in den Kursen zeigt. Entscheidend ist aber, was nach 2021 passiert.

Lassen Sie mich aber erst zeigen, was die enorme Geldmengenexpansion an den Märkten bewirkt. Wer meine Kolumnen häufiger liest, kennt vielleicht die folgende Abbildung. Sie zeigt die Entwicklung zweier sehr verschiedener Gruppen von Assetklassen vom März bis zum Ende 2020. Die dunkelblaue Linie steht für risikobehaftete Wertpapiere wie Aktien und Credits, die hellblaue für die sogenannten sicheren Häfen. Sie legen meist dann zu, wenn die Investoren risikoscheuer werden.

Abbildung 1: Liquidität hilft allen Assetklassen

- Risikoassets (US-Investmentgradeanleihen und US-High-Yield, internationale Aktien; links)
- Sichere Häfen (US-Staatsanleihen, US-Municipals, Gold; rechts)



Quelle: FactSet. Tagesdaten vom 23. März 2020 bis zum 31. Dezember 2020. Ertragsindizes für US-Investmentgradeanleihen, US-High-Yield, internationale Aktien, US-Staatsanleihen und US-Municipals. Gold in US-Dollar je Feinunze. Für alle Assetklassen gilt 23. März 2020 = 100. **Risikoassets** steht für den Durchschnitt der umbasierten Wertentwicklungen von US-Investmentgradeanleihen, US-High-Yield und internationalen Aktien. **Sichere Häfen** steht für den Durchschnitt der umbasierten Entwicklungen von US-Staatsanleihen, US-Municipals und Gold. US-Investmentgradeanleihen = Bloomberg Barclays US Aggregate Credit Corporate Index, US-High-Yield = Bloomberg Barclays US Corporate High Yield Index, internationale Aktien = MSCI AC World Index, US-Staatsanleihen = Bloomberg Barclays US Aggregate Government Treasury Index, US-Municipals = Bloomberg Barclays Municipal Bond Index.



Die Wertentwicklung der beiden Gruppen von Assets war 2020 sehr ungewöhnlich. Assetklassen wie Aktien, für die eine hohe Volatilität meist ungünstig ist, sind in der Regel negativ mit Assetklassen korreliert, die wie US-Staatsanleihen und Gold von einer hohen Volatilität profitieren. Doch 2020 legten beide Gruppen stark zu. Das hatte viel mit der überschüssigen Liquidität zu tun, die sich ein Ventil suchen musste. Indem die Notenbanken die Finanzmärkte mit Geld überschwemmen, entfernten sich die Assetpreise noch stärker von den Fundamentaldaten. Doch genau das war beabsichtigt. Man wollte verhindern, dass Investoren Geld verlieren.

Es ist deshalb wichtiger denn je, die Ärmel hochzukrempeln und genau zu schauen, welche Assetklassen sich am stärksten von ihren Fundamentaldaten entfernt haben. Dabei hilft es manchmal, die Dinge etwas zu vereinfachen. Zuerst sollte man überlegen, wie gut ein Unternehmen vor der Pandemie dastand. Wir nehmen deshalb 2019 als Ausgangspunkt – Umsätze, Kosten, Verschuldungsgrad, Nettoeinnahmen etc. Lassen Sie es uns nicht zu kompliziert machen und daher annehmen, dass sich die Gewinne erst 2022 irgendwie normalisieren. Eine frühere Rückkehr zur Normalität ist unwahrscheinlich.

Dann sollte man Fragen stellen: Onlinehändler, die Rekordumsätze erzielten, weil die Menschen zu Hause blieben, könnte man nach ihren Erwartungen für den bereinigten freien Cashflow fragen. Wieviel Umsatz entfiel auf Vorzieheffekte? War die Onlinestrategie vor der Pandemie zukunftsfähig und hat sich das jetzt geändert? Was könnte es für die Kostenstruktur bedeuten, wenn die Politik sich der ungleichen Vermögensverteilung annimmt? Welche Auswirkungen könnten neue Steuergesetze auf die Nachsteuergewinne haben? Wie wird das Unternehmen darauf reagieren, dass viele Länder auf bessere Arbeitsbedingungen in Fabriken drängen? Und schließlich: Was bedeutet all dies für die variablen Kosten und die Gewinnmargen? In jedem Sektor und jedem Land stellen wir andere Fragen, aber stets geht es um Themen, die wichtig sind, wenn wir in einer Welt mit niedrigen Kapitalkosten nachhaltig investieren wollen.

Schlechte Ideen lieben das Dunkel und hassen das Licht

Aufsichtsbehörden, Nichtregierungsorganisationen und Investoren achten zunehmend auf die Geschäftspraktiken. Es wird immer transparenter, wie und mit welchen Rohstoffen Unternehmen produzieren. Manche der früher üblichen Praktiken sind nicht mehr nachhaltig. Sie zu ändern, kann teuer sein und die Gewinnmargen schmälern. Umso wichtiger ist es deshalb, jedes Unternehmen für sich zu analysieren und einzelwertorientiert zu investieren. Dabei sollte man so viele Fundamentalfaktoren wie möglich untersuchen, um sich ein mehrdimensionales Bild von den Gewinnaussichten zu machen.

Wenn die Notenbanken ihre Bilanzsumme so schnell verdoppeln wie in den letzten Monaten, ist das nicht unwichtig, und ich will es nicht kleinreden. Ich glaube aber, dass all diese Liquidität bereits in den Kursen berücksichtigt ist. Unsere Analysen müssen tiefer gehen. Wir müssen unterscheiden – zwischen Firmen, die wir für nachhaltig halten und Firmen, die es nicht sind. Nur so können wir verantwortungsvoll investieren. ▲



Indexdefinitionen

Der **MSCI AC World Index** bildet die Wertentwicklung von Large- und Mid-Caps aus 23 Industrieländern und 24 Emerging Markets ab.

Der **Bloomberg Barclays US-Credit Index** bildet die Wertentwicklung von fest verzinslichen US-dollardenominierten, steuerpflichtigen Investmentgradeanleihen sowie staatsnahen Anleihen ab.

Der **Bloomberg Barclays US Corporate High Yield Bond Index** bildet die Wertentwicklung von fest verzinslichen US-dollardenominierten High-Yield-Unternehmensanleihen ab.

Der **Bloomberg Barclays US Municipal Index** bildet die Wertentwicklung von langfristigen nicht steuerpflichtigen US-dollardenominierten Municipals ab.

Der **Bloomberg Barclays US Treasury Index** bildet die Wertentwicklung von fest verzinslichen US-dollardenominierten nominal verzinslichen US-Staatsanleihen ab.

Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® ist eine Handels- und Dienstleistungsmarke von Bloomberg Finance L.P. und seinen Tochtergesellschaften (zusammen „Bloomberg“). BARCLAYS® ist eine Handels- und Dienstleistungsmarke von Barclays Bank Plc (zusammen mit seinen Tochtergesellschaften „Barclays“) und wird mit Genehmigung genutzt. Bloomberg oder seine Lizenzgeber, darunter Barclays, besitzen alle geistigen Eigentumsrechte an den Bloomberg-Barclays-Indizes. Weder Bloomberg noch Barclays haben dieses Dokument bestätigt oder genehmigt. Die Unternehmen garantieren weder die Richtigkeit noch die Vollständigkeit irgendeiner hierin enthaltenen Information, geben keine explizite oder implizite Garantie im Zusammenhang mit den daraus gezogenen Schlüssen und schließen im größten nach anwendbarem Recht zulässigen Umfang jedwede Haftung oder Verantwortung für Schäden aus, die im Zusammenhang mit diesen Informationen entstehen.

MSCI übernimmt keine explizite oder implizite Garantie oder Zusicherung und ist in keiner Weise für die hier enthaltenen MSCI-Daten haftbar. Die MSCI-Daten dürfen weder weitergegeben noch als Grundlage für andere Indizes, Wertpapiere oder Finanzprodukte genutzt werden. Dieses Dokument wurde von MSCI weder erstellt noch genehmigt oder geprüft.

Die hier dargestellten Meinungen sind die der Autoren 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, One Carter Lane, London EC4V 5ER, stellt institutionellen Anlegern Investmentprodukte zur Verfügung und berät 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.