



**Jared Franz**  
Volkswirt



**Talha Khan**  
Politischer Volkswirt



**Julian Abdey**  
Aktienportfoliomanager

## Die Welt nach Corona, mit Night Watch

### Im Überblick

- Rembrandts Meisterwerk Die Nachtwache (The Night Watch) hat uns zu einem interdisziplinären Researchansatz inspiriert. Auf dem Gemälde sieht jeder in eine andere Richtung – eine Perspektivenvielfalt, wie sie auch für uns typisch ist. Sie hilft uns, Marktturbulenzen besser zu verstehen, Risiken korrekt einzuschätzen und die Chancen zu nutzen, die große Krisen mit sich bringen.
- Unsere Night Watch analysiert die Auswirkungen von Corona. Dabei beschränken wir uns nicht auf die kurzfristigen Folgen, sondern entwickeln Szenarien für die nächsten fünf Jahre und danach.

### Warum Night Watch?

Night Watch beruht auf den Erfahrungen aus der internationalen Finanzkrise 2008/2009. Bei grundlegenden Umbrüchen wollen wir Szenarien konstruieren. Mitglieder unseres Investmentteams treffen sich, um konjunkturelle, politische und andere marktrelevante Ereignisse intensiv zu analysieren. Dies soll unseren Investoren helfen, die Risiken zu verstehen und die für Krisen oft typischen Langfristchancen zu nutzen.

---

*„Mit Night Watch wollen wir höchst unsichere Entwicklungen analysieren, deren Ergebnisse letztlich unbekannt sind. Sie wollen wir aus allen Blickwinkeln betrachten. Wie die Menschen auf dem Gemälde nehmen auch wir unterschiedliche Perspektiven ein, evaluieren alle denkbaren Szenarien und betrachten sämtliche möglichen Ergebnisse.“*

**Jared Franz**

---

Die Themen von Night Watch sind breit gefächert, vielfältig und komplex - und betreffen viele Assetklassen und Märkte. Oft sind viele verschiedene Entwicklungen denkbar. Neue Daten können oft erhebliche Auswirkungen auf die Reaktionen von Politik und Notenbanken haben und den Ausblick massiv verändern. Hinzu kommen Zweitrundeneffekte, die oft erst dann deutlich werden, wenn man die Lage aus allen Blickwinkeln betrachtet hat.

Aufgrund ihrer Struktur hat die Capital Group keine Hausmeinung. Auch Night Watch liefert keine, schafft aber einen einheitlichen Analyserahmen. Das Team trifft keine Anlageentscheidungen, sondern stellt unseren Kollegen Informationen bereit. Analysten und Portfoliomanagern soll das helfen, mögliche Entwicklungen besser zu verstehen und bessere Entscheidungen zu treffen.

### **Nennen Sie uns doch einige Lehren aus der internationalen Finanzkrise. Was bedeutet sie für Night Watch?**

Während der internationalen Finanzkrise wurde uns immer klarer, dass die einzelnen Investmentteams unterschiedliche Perspektiven haben. Anleihenanalysten für strukturierte Produkte haben nun einmal andere Schwerpunkte als Analysten für kleine Bankwerte. Wir mussten diese Puzzleteile zusammenfügen, um sie kontinuierlich zu beobachten.

Night Watch ist eine Plattform, auf der zahlreiche Kollegen unterschiedliche Meinungen zu verschiedenen Themen austauschen können. Trotz unterschiedlicher Grundüberzeugungen und politischer Einstellungen haben sie doch die gleiche Investmentphilosophie.

Wir tragen große Verantwortung für unsere Kunden und müssen sicherstellen, dass wir Marktturbulenzen richtig verstehen. Im Rahmen von Night Watch analysieren wir daher unterschiedliche Szenarien und ihre möglichen Auswirkungen auf Finanzanlagen. Wenn sich das Investmentteam auf verschiedene Entwicklungen und ihre Auswirkungen auf die Portfolios vorbereitet, kann es vorurteilsfrei handeln, ohne Confirmation Bias. Wenn wir frühzeitig über Szenarien nachdenken, können sich unsere Analysten und Portfoliomanager mental darauf vorbereiten.

### **Warum setzen Sie auf Szenarioanalysen, und wie funktionieren sie?**

Bei Prognosen gibt es oft nur Schwarz oder Weiß. Szenarioanalysen beschreiben die Welt hingegen häufig mehrdimensional. Szenarien sind Geschichten über die Zukunft, entwickelt in einem strukturierten Prozess. Er hilft uns, intensiv nachzudenken, klassische Annahmen infrage zu stellen und letztlich bessere Entscheidungen zu treffen. Dabei gehen wir bewusst schrittweise vor und hinterfragen die Ergebnisse oft über mehrere Monate, bis wir uns sicher sind.

Wir gehen dies mit einer gewissen Demut an, denn wir wissen, dass wir die Zukunft nicht vorhersagen können. Unsere Szenarien sind nicht allumfassend, und wir geben uns auch nicht der Illusion hin, jedes Thema in allen Einzelheiten durchdringen zu können. Aber unsere Welt ist nun einmal sehr viel komplexer als eine simple 2x2-Matrix. Szenarien sind ein Weg, die Unsicherheit über die Zukunft zum Ausgangspunkt einer tieferen Analyse zu machen. Letztlich ist Night Watch ein Konzept, mit dem wir auch extreme Entwicklungen abbilden können - und ihre Auswirkungen für Investoren.

## Wie lässt sich dieses Konzept auf COVID-19 anwenden?

Night Watch hat die Krise aus verschiedenen Blickwinkeln analysiert. Dabei haben wir die Auswirkungen auf Wirtschaft, Märkte und Gesundheit betrachtet, unter Beteiligung von Kollegen aus unterschiedlichen Investmentteams. Vor allem unsere Analysten aus Medizin und Pharmazie haben uns geholfen, die medizinischen und technischen Aspekte zu verstehen. Wichtig war aber auch der Input der zahlreichen Volkswirte.

Als wir Ende 2019 von unseren Kollegen in Asien erstmals vom Virus hörten, begannen wir, über dessen Folgen nachzudenken. Anfang 2020 wurde klar, dass das Virus größere Auswirkungen auf die Märkte haben könnte, als bislang vermutet. Im Februar 2020 beschlossen wir, uns auf zwei entscheidende Punkte zu konzentrieren: erstens die geld- und fiskalpolitische Reaktion, zweitens die Eindämmung der Pandemie. Wie gut würden die einzelnen Länder das Virus unter Kontrolle bringen, und wie würden die Gesundheitssysteme mit Corona zurechtkommen? Uns war klar, dass die Pandemie aus dem Ruder laufen könnte. Wir wussten aber auch, dass die Märkte bei einer hinreichend expansiven Geld- und Fiskalpolitik durchaus positiv reagieren könnten. Genau das war in den USA 2020 dann ja auch der Fall.

Im März 2020 stellten wir dann fest, dass noch mehr wichtig ist: Impfstoffe und Therapien. Wir informierten uns über alle Impfstoffe, die getestet wurden, analysierten die beteiligten Unternehmen mit ihren unterschiedlichen Ansätzen und machten uns ein Bild von den Therapieoptionen. Am Ende stand eine grobe Einschätzung der Erfolgswahrscheinlichkeit. Im März 2020 hielten wir es für sehr wahrscheinlich, dass im 4. Quartal 2020, spätestens aber im 1. Quartal 2021 Impfstoffe bereitstehen, und so kam es dann ja auch. Wann immer neue Zahlen vorlagen, konnten wir schnell von einem Szenario zu einem anderen wechseln, rein datenorientiert, ohne Kaffeesatzleserei.

## Wie überprüfen Sie die Szenarien?

Jede Woche erstellen wir eine Tabelle, um in Echtzeit abzuschätzen, welche Szenarien am wahrscheinlichsten sind. Für COVID-19 haben wir eine eigene Datenbank aufgebaut, um anhand unserer Beobachtungen entscheiden zu können, in welchem Szenario wir uns gerade befinden. Wir nutzen etwa Zahlen zum Social Distancing und schätzen ab, wie wichtig es für die Verhinderung von Ansteckungen ist. Hinzu kommen Indikatoren für Flugbewegungen, Restaurantbesuche und Einzelhandelsumsätze.

## Wie beeinflusst die COVID-19-Szenarioanalyse Ihren Ausblick?

Der Rahmen für unseren Ausblick sind die vier Ps. Wir glauben, dass sie unser Denken nicht nur kurzfristig, sondern in den nächsten zehn Jahren bestimmen:

- 1. Pandemie:** Im Februar 2020 wussten wir noch nicht, wie sich die Pandemie entwickeln würde, wie viele Menschen sich anstecken und wann mRNA-Impfstoffe zur Verfügung stehen. All dies hat unser Denken später maßgeblich beeinflusst.
- 2. Politik zum Ersten:** Wir sprachen viel über die Reaktionen auf die Pandemie, der Geld- wie auch der Fiskalpolitik. Wer bereits eine Rezession erlebt hat, findet es oft frustrierend, wenn Geld- und Fiskalpolitik nicht entschlossen handeln, weil sie den Ernst der Lage verkennen. Umso wichtiger war das Thema für uns.

- 3. Politik zum Zweiten:** Zu Beginn der Pandemie wurde uns schnell klar, dass Notenbankverhalten und Konjunkturprogramme auch von der Politik abhängen, zumal in den USA Präsidentschaftswahlen anstanden. Wir skizzierten also verschiedene denkbare Entwicklungen. Wie wichtig das war, zeigte sich nach den Wahlen, als zusätzliche Konjunkturpakete geplant wurden.
- 4. Produktivität:** Vielleicht haben Sie von Politikern und Journalisten oft gehört, dass Corona in nur zehn Monaten für so viele Innovationen gesorgt hat, wie man sie sonst in zehn Jahren erlebt, und dass die Produktivität entsprechend gestiegen ist. Natürlich hatten wir nicht damit gerechnet, dass es so schnell gehen würde. Wir waren eher von fünf bis zehn Jahren ausgegangen und entsprechend positiv überrascht. Jetzt überlegen wir, was nach der Pandemie kommt. Mit unserem Analyserahmen können wir abschätzen, was diese Produktivitäts- und Innovationswelle für die Zukunft bedeutet.

### **Nennen Sie uns einige Szenarien für die Welt nach COVID-19.**

Im Sommer 2020 dachten wir sofort darüber nach, wie eine Welt nach Corona aussehen könnte. Die Pandemie hat traumatisiert. Wir wollten verstehen, wie sie Politik und Gesellschaft langfristig verändert. Nach der massiven geld- und fiskalpolitischen Reaktion spricht viel dafür, dass man ähnlich entschlossen gegen die Langfristfolgen der Pandemie vorgehen wird.

Wir wollten abschätzen, was in fünf Jahren sein würde, lange nach dem Ende der kurzfristigen Coronafolgen. Wir wussten um die Unsicherheit über die weitere Entwicklung der Welt und wollten diese Komplexität so weit wie möglich berücksichtigen.

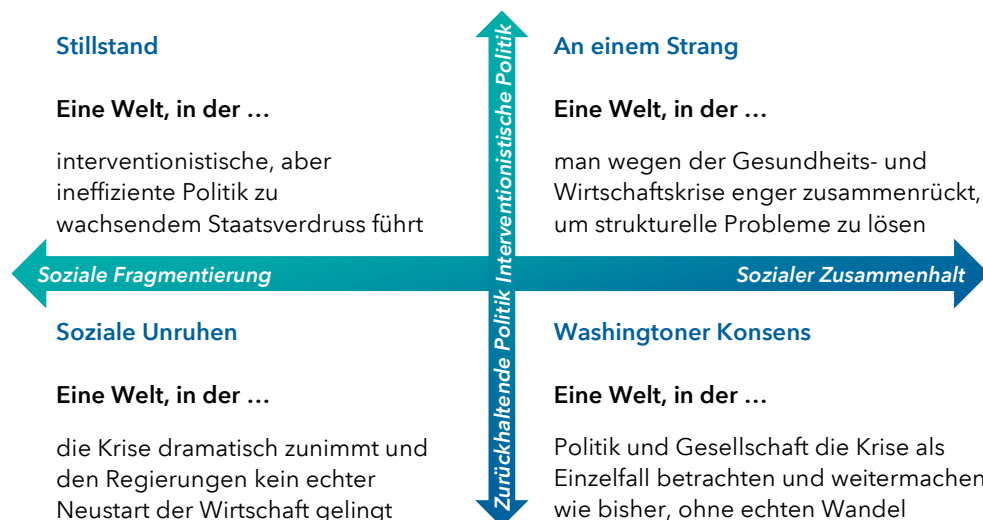
Dazu konzentrierten wir uns auf zwei wesentliche Unbekannte: das Ausmaß der staatlichen Interventionen und den sozialen Zusammenhalt.

Dazu definieren wir staatliche Interventionen als Fiskalpolitik, Geldpolitik und Regulierung. Sie können verhalten, aber auch massiv sein – eine expansivere Geld- und Fiskalpolitik und zusätzliche Regulierungen. Bis jetzt hat die Politik auf COVID-19 sehr entschlossen reagiert. Offen ist aber, ob es sich um einen grundlegenden Politikwechsel oder eine Ausnahmesituation handelt. Wenn die Politik nach COVID-19 völlig anders ist als zuvor, kann dies auf Dauer große Auswirkungen auf die Wertpapierkurse und die einzelnen Branchen haben.

Mit sozialem Zusammenhalt meinen wir die gesellschaftliche Bereitschaft, trotz Differenzen auf gemeinsame Ziele hinzuarbeiten. Wir erleben zurzeit beides: großen sozialen Zusammenhalt, aber auch soziale Fragmentierung. COVID-19 war sowohl für die Politik als auch für die Gesellschaft als Ganzes ein Schock. Was wird bleiben?

Aufgrund dieser Unbekannten haben wir vier Szenarien entwickelt. Keines davon halten wir für grundsätzlich gut oder grundsätzlich schlecht, und für Investoren ist keines frei von Chancen und Risiken. Für uns als Assetmanager ist das der entscheidende Punkt.

## Szenarien nach COVID-19



### Hypothetische Szenarien, nur zur Illustration.

Quelle: Capital Group

**An einem Strang:** Das obere rechte Szenario kombiniert starken sozialen Zusammenhalt mit einer interventionistischen Politik. Wir gehen hier von einer wirksamen Umverteilungspolitik aus, die zu produktivitätsfördernden öffentlichen und privaten Ausgaben, mehr Gleichheit und weniger politischem Streit führt. Vielleicht ist das Virus tödlicher, als wir glauben, mit großen sozioökonomischen Folgen. Am Ende findet man aber wie in Kriegszeiten zusammen, um die eigentlichen Probleme anzugehen. Denkbar ist auch ein großes Vertrauen in die Politik: Die Menschen vertrauen sowohl dem Staat als auch einander.

Nehmen wir das Beispiel USA: Zurzeit ist die Lage im Land sehr unklar, mit großer sozialer Fragmentierung. Doch vielleicht kommen die USA recht gut durch die nächsten sechs Monate. Die Wirtschaft scheint stark, und Präsident Biden wird für seine Coronapolitik gelobt. Vielleicht ziehen am Ende wirklich alle an einem Strang, und die Demokraten erhalten weiteren Auftrieb. Denkbar sind dann hohe Staatsausgaben und eine sehr gute Konjunktur. In anderen Ländern, die die Krise bislang deutlich besser gemanagt haben als die USA, dürfte das Vertrauen in die Regierungen ohnehin zunehmen.

**Stillstand:** Das obere linke Szenario nennen wir Stillstand. Die interventionistische Politik bleibt ohne Ergebnisse, da meist schwer nachvollziehbare Ad-hoc-Entscheidungen getroffen werden. Man misstraut dem Staat und der politischen Führung. Die Institutionen zerbröseln, und die Gesellschaft wird immer fragmentierter.

Die beiden unteren Quadranten enthalten Szenarien, in denen die Politik eher vorsichtig handelt.

**Washingtoner Konsens:** In diesem Szenario halten sich die langfristigen Folgen der Pandemie in Grenzen, auch weil frühzeitige Impfungen eine rasche Rückkehr zur Normalität ermöglichen. Politik und Gesellschaft betrachten COVID-19 als einmaliges Ereignis. Der Wunsch nach schneller Normalisierung ist groß, und entsprechend gering ist das gesellschaftliche Interesse an echten Strukturreformen. Am Ende gibt es allenfalls kleinere Veränderungen.

**Soziale Unruhen:** Dieses Szenario beschreibt eine dramatische Verschlechterung der Lage. Den Regierungen gelingt kein Neustart der Wirtschaft. Die soziale Fragmentierung ist groß, und die Folgen der Pandemie sind so gravierend, dass das Vertrauen nicht wiederhergestellt werden kann. Die technologische Entwicklung macht die Lage nicht besser.

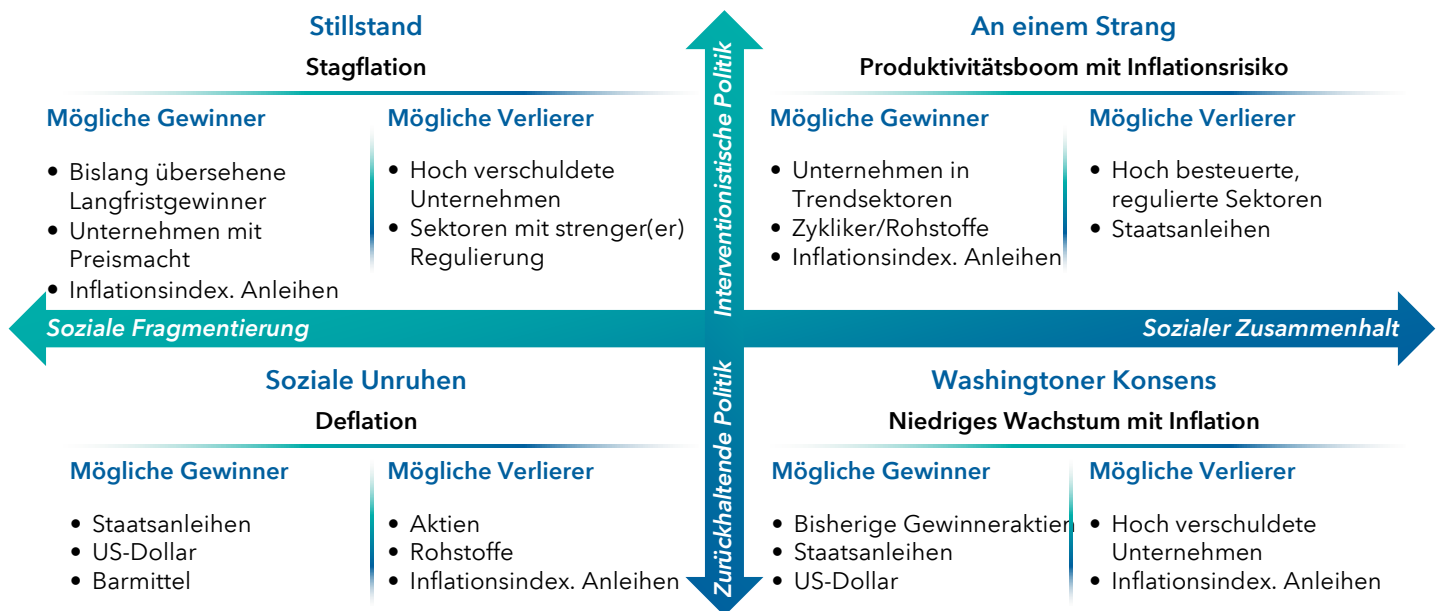
### Auswirkungen für Investoren

In gewisser Weise hat COVID-19 Trends verstärkt, die es schon vorher gab, etwa den Aufstieg des E-Commerce und des Cloud-Computing. Der Abstieg mancher traditioneller Branchen hat sich beschleunigt. So hatte der klassische Einzelhandel auch schon vor Corona mit großen Problemen zu kämpfen. Die Pandemie hat aber auch manchen Branchen extrem geschadet, die vorher recht gut dastanden – Beispiele sind Reisen und Tourismus.

Sobald man wieder sicher reisen und auswärts essen kann, dürfte die Nachfrage hier rasch wieder deutlich steigen. Hinzu kommt der große Nachfragestau bei Dienstleistungen, die wir zurzeit vermissen. Die Lage ist damit ganz anders als nach der internationalen Finanzkrise. Damals gab es Banken, die am Abgrund standen, und eine straffere Fiskalpolitik. Die Geldpolitik hat nicht wirklich entschlossen reagiert und war keineswegs international koordiniert. Jetzt haben wir hingegen ein wirklich stabiles Bankensystem. Falls die Impfungen nach Plan verlaufen und ihre Wirksamkeit nicht durch neue Virusmutationen massiv beeinträchtigt wird, könnte sich die Nachfrage stark erholen.

Unternehmen, die die Krise überstehen und vielleicht sogar gestärkt aus ihr hervorgehen, können sehr interessante Anlagen sein. Unsere Analysten halten schon jetzt Ausschau nach Firmen, denen sie das zutrauen. Das gilt nicht nur für die USA, sondern für viele Länder weltweit.

### Was bedeuten die vier Szenarien für Investoren?



Hypothetische Szenarien, nur zur Illustration.

Quelle: Capital Group

---

**Jared Franz** ist Volkswirt bei der Capital Group und zuständig für die USA und Lateinamerika. Er hat 15 Jahre Investmenterfahrung und ist seit sechs Jahren im Unternehmen. Er hat einen PhD in Volkswirtschaft von der University of Illinois in Chicago und einen Bachelor in Mathematik von der Northwestern University. Außerdem ist er Mitglied des Forecasters Club of New York und der National Association for Business Economics. Franz arbeitet in Los Angeles.

**Talha Khan** ist politischer Volkswirt bei der Capital Group, verantwortlich für den Euroraum und allgemeine weltpolitische Fragen. Er hat zwölf Jahre Investmenterfahrung ausschließlich bei Capital. Er hat einen Master in Internationaler Volkswirtschaftslehre von der London School of Economics and Political Science (LSE) und einen Bachelor in Volkswirtschaft und Politik vom Macalester College in St. Paul, Minnesota. Khan arbeitet in London.

**Julian N. Abdey** ist Aktienportfoliomanager bei der Capital Group. Er hat 25 Jahre Investmenterfahrung, davon 18 Jahre bei Capital. Er hat einen MBA von der Stanford Graduate School of Business und einen Bachelor in Volkswirtschaft von der Universität Cambridge. Außerdem ist er Chartered Financial Analyst®. Abdey arbeitet in San Francisco.

---

Die Aussagen einer bestimmten Person geben deren persönliche Einschätzung wieder. Sie entspricht möglicherweise nicht der Meinung anderer Mitarbeiter der Capital Group oder ihrer Tochtergesellschaften. Die zur Verfügung gestellten Informationen erheben keinen Anspruch auf Vollständigkeit und stellen keine Beratung dar.

Risikofaktoren, die vor einer Anlage zu beachten sind:

- Diese Präsentation ist keine Investmentberatung oder persönliche Empfehlung.
- Der Wert von Anlagen und Erträgen kann schwanken, sodass Anleger ihr investiertes Kapital möglicherweise nicht oder nicht vollständig zurückerhalten.
- Die Ergebnisse der Vergangenheit sind kein Hinweis auf künftige Ergebnisse.
- Wenn Ihre Anlagewährung gegenüber der Währung aufwertet, in der die Anlagen des Fonds denominated sind, verliert Ihre Anlage an Wert. Durch Währungsabsicherung wird versucht, dies zu begrenzen, aber es gibt keine Garantie, dass die Absicherung vollständig erfolgreich ist.
- Je nach Strategie können Risiken bei Investitionen in festverzinslichen Wertpapieren, Derivative, Emerging Markets und/oder High-Yield-Anleihen auftreten. Emerging-Market-Anlagen sind volatil und ggf. auch illiquide.

Dieses Dokument, herausgegeben von der Capital International Management Company Sàrl (CIMC), 37A Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxemburg, sofern nicht anders angegeben, dient nur der Information. CIMC wird von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF, der Luxemburger Finanzmarktaufsicht) reguliert und ist eine Tochtergesellschaft von Capital Group Companies, Inc. (Capital Group). Die Capital Group trifft angemessene Maßnahmen, um Informationen aus Drittquellen zu beziehen, die sie für verlässlich hält. Das Unternehmen gibt aber keine Garantie und übernimmt keine Verantwortung für die Richtigkeit, Verlässlichkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Diese Kommunikation ist weder umfassend noch eine Anlage-, Steuer- oder sonstige Beratung. In Deutschland ist CIMC über ihre Niederlassung von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) reguliert. In der Schweiz wird diese Mitteilung von Capital International Sàrl (autorisiert und reguliert von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA)), einer Tochtergesellschaft der Capital Group Companies, Inc. (Capital Group), herausgegeben. Informationen zum Index dienen nur zur Erläuterung und zur Illustration. Der Fonds ist ein aktiv gemanagter UCITS. Er wird nicht in Anlehnung an eine Benchmark gesteuert.

© 2021 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten. **CR-388361 DE ALL**