

## Aktives Management ist zurück

### Autor



Michael W. Roberge  
Chairman und CEO

2022 war das Jahr der Inflation. Die meisten Notenbanken reagierten zu spät und mussten die Geldpolitik dann umso stärker straffen. Dieses Jahr wurde die Konjunktur zum wichtigsten Thema, denn die Inflation geht allmählich zurück. Werden wir eine Rezession bekommen? Erleben wir eine weiche oder harte Landung? In einem Jahr wird es dann darum gehen, wie stark das Wachstum nachgelassen hat und wie der nächste Konjunkturzyklus aussehen wird.

### Was sagt die Zinsstrukturkurve?

Die Federal Funds Rate beträgt zurzeit etwa 5%–5,25%. Am Markt rechnet man mit vielleicht noch einem Zinsschritt um 25 Basispunkte.<sup>1</sup> Weil die Fed die Kurzfristzinsen steuern kann, liegen die Dreimonatszinsen knapp über dem Leitzins. Der Markt hat aber die Zehnjahresrendite in der Hand, die jetzt etwa 3,7% beträgt.<sup>1</sup> Die Zinsstrukturkurve ist also stark invers, was meist der Vorbote eines starken Abschwungs oder gar einer Rezession war. Allerdings rechnen die Märkte mit Leitzinssenkungen in der zweiten Jahreshälfte. Die Inflation dürfte 2023 zwar fallen, doch dürfte die Teuerung aus Sicht der Notenbanken in der ersten Jahreshälfte weiterhin zu hoch sein. So bald dürften die Leitzinsen daher nicht gesenkt werden.

### Warum aktiv?

Viele Kennziffern signalisieren eine Rezession, aber am Markt scheint man das anders zu sehen. Ein Beispiel sind die Konsens-Gewinnerwartungen der Analysten. Sie sind zwar um 2%–5% gefallen, doch würde man in einer Rezession einen Rückgang um mindestens 10%–30% erwarten.<sup>2</sup> Normalerweise fallen die Aktienkurse erst nach den Unternehmensgewinnen auf ihren Tiefststand. Die Unternehmen wollen uns aber glauben machen, dass sie trotz der wohl schwächeren Konjunktur ihre Margen halten können.

Ich glaube nicht, dass die Unternehmen die Konjunktur realistisch einschätzen – und ich glaube auch nicht, dass die Gewinne ihr Tief schon erreicht haben. Dieser Konjunkturzyklus ist anders, und deshalb wird aktives Management wichtig. Jahrzehntlang haben fallende Zinsen Unternehmensgewinne und Märkte beflügelt. Der Anteil der Arbeitskosten am Bruttoinlandsprodukt ist gefallen, und es wurde sehr viel weniger in Sachkapital<sup>3</sup> investiert. All das ließ die Margen steigen, die noch immer nur knapp unter ihren Allzeithochs liegen.

Jetzt hat sich die Entwicklung der letzten zehn bis zwölf Jahre umgekehrt. Wie gesagt: Die Inflation wird erst einmal hoch bleiben, und die Notenbanken werden ihre Leitzinsen nicht wie erwartet senken können. Nach ihren Erfahrungen in der Coronazeit beziehen die Unternehmen wieder mehr Vorprodukte im Inland, was zusätzliche Kosten verursacht. Nach der internationalen Finanzkrise haben Unternehmen – statt Maschinen zu kaufen – Dividenden ausgeschüttet, Aktien zurückgekauft und geistige Eigentumsrechte erworben. Weil viele Unternehmen aber jetzt verstärkt in Sachkapital investieren, ist die Kapitalintensität wieder gestiegen. Auch zur



Senkung der CO<sub>2</sub>-Intensität sind Investitionen nötig – die langfristig für mehr Wachstum sorgen können, sodass man mit ihnen doch noch etwas verdient. Auch die Arbeitskosten steigen, weil die Unternehmen alte Mitarbeiter binden und neue einstellen müssen. Diversität und Gleichheit dürften Wirtschaft und Erde auf Dauer nützen, gehen zunächst aber oft zulasten der Margen. Die Kosten der Unternehmen dürften daher steigen. Deshalb rechne ich eher mit fallenden Bewertungen und Gewinnen als mit steigenden. Auch deshalb ist aktives Management wichtig. Man muss wettbewerbsfähige Unternehmen mit Preismacht und hohen Cashflows finden, deren Gewinne voraussichtlich recht stabil bleiben.

### **Volatilität und Streuung: Chancen für aktive Manager**

Vorbei sind die Zeiten, in denen die Notenbanken die Zinsen auf null senkten und es keine Volatilität gab. Jedes Mal, wenn etwas Schlimmes passierte, griff die Fed ein und lieferte Liquidität. Aber das war einmal. Die Volatilität wird daher steigen, was für eine deutlich stärkere Streuung der Erträge spricht und aktiven Managern interessante Möglichkeiten bietet. Man wird auch nicht mehr mit passiven Ansätzen billig Beta erzielen können.<sup>4</sup> Jetzt zählt Differenzierung, und da kann sich ein längerer Anlagehorizont lohnen. Wir werden mit Informationen überschwemmt, aber es mangelt uns an Wissen. Man muss den kurzfristigen Noise ausblenden. Wem das gelingt und wer sich auf das wirklich Wichtige konzentriert, der ist jetzt im Vorteil.

Wieder einmal dreht sich der Markt. Unternehmen mit hohen Cashflows werden wieder geschätzt. Vor nicht allzu langer Zeit gab es viele Small Caps – Zombie-Unternehmen –, deren Cashflows nicht reichten, um ihre Schulden abzubezahlen. Wenn diese Firmen vom Markt verschwunden sind, können solidere Unternehmen wieder mehr Preismacht haben und zu den Gewinnern von morgen werden. Genau hier kommen aktive Investmentmanager ins Spiel: Ihre Aufgabe ist es, diese Firmen zu finden, um hohe risikoadjustierte Erträge für ihre Kunden zu erwirtschaften.

### **Asset-Allokation: 60/40 ist wieder da**

In den letzten Jahren fragten sich viele Investoren, ob das 60/40-Portfolio – 60% Aktien und 40% Anleihen – passé ist. Ich glaube das nicht. 60/40 ist zurück. Für Investoren ist das aktuelle Umfeld sehr viel besser als das der letzten zehn Jahre. Mit Geldmarktanlagen kann man wieder etwas verdienen, und auch Anleihen bieten wieder attraktive Erträge, sogar inflationsbereinigt. Weil die Risikoprämien von Anleihen wieder etwas aussagen, können sie Grundlage der langfristigen Asset-Allokation sein. Bei Zinsen nahe null und einer sehr niedrigen Volatilität war das nicht möglich. Ich halte Investmentgrade-Unternehmensanleihen wieder für interessant. Sie stellen attraktive Renditen bei angemessenen Credit Spreads in Aussicht – und vielleicht auch ordentliche Erträge über den Marktzyklus. Für Aktien und manche risikoreicheren Anleihen mögen die Zeiten nicht einfach sein, aber ein solider risikoloser Zins – die Staatsanleihenrendite – zuzüglich einer Aktienrisikoprämie von drei bis vier Prozentpunkten verspricht ordentlichen Ertrag. Wir haben keine Kristallkugel und wissen deshalb nicht, ob der Tiefpunkt schon erreicht ist. Wenn Aktien dieses Jahr wegen fallender Unternehmensgewinne schwächeln, halte ich eine Rückkehr zu 60/40 oder einer ähnlichen Kombination für sinnvoll. Investoren bieten sich wieder Chancen, ganz anders als noch vor wenigen Jahren. ▲



## Anmerkungen

- <sup>1</sup> Bloomberg, US Federal Reserve, Stand 2. Juni 2023.
- <sup>2</sup> FactSet Research auf Basis der Werte des S&P 500.
- <sup>3</sup> Sachkapitalinvestitionen (Capex) sind die Ausgaben eines Unternehmens oder einer anderen Organisation für Kauf, Wartung oder Verbesserung von Investitionsgütern (wie Ausrüstung/Maschinen, Gebäude oder Grundstücke).
- <sup>4</sup> Das Beta ist ein Maß für die Volatilität eines Portfolios gegenüber dem Gesamtmarkt. Bei einem Beta unter 1,0 liegt das Portfoliorisiko unter dem Marktrisiko, bei einem Beta über 1,0 liegt es darüber. Das Beta ist das verlässlichste Risikomaß, wenn Portfolio- und Marktertrag stark korreliert sind.

„Standard & Poor's“<sup>SM</sup> und „S&P“<sup>SM</sup> sind eingetragene Handelsmarken von Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P); Dow Jones ist eine eingetragene Handelsmarke von Dow Jones Trademark Holdings LLC (Dow Jones). S&P Dow Jones Indices LLC hat ihre Nutzung genehmigt, und MFS darf sie zu bestimmten Zwecken nutzen. Der S&P 500<sup>®</sup> ist ein Produkt von S&P Dow Jones Indices LLC. Das Unternehmen hat MFS die Nutzung des Index genehmigt. Die Produkte von MFS werden von S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P oder ihren Tochterunternehmen nicht gefördert, angeboten, vertrieben oder beworben. Weder S&P Dow Jones Indices LLC noch Dow Jones, S&P oder ihre Tochterunternehmen treffen eine Aussage darüber, ob diese Produkte empfehlenswert sind.

Die hier dargestellten Meinungen sind die des Autors/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<sup>®</sup> 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.**

**Hinweise für Anleger in Großbritannien und der Schweiz:** Herausgegeben in Großbritannien und der Schweiz von MFS International (U.K.) Limited (MIL UK), einer 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, ein indirektes Tochterunternehmen von MFS<sup>®</sup>, hat seinen Sitz in der One Carter Lane, London, EC4V 5ER. **Hinweise für Anleger in Europa (ohne Großbritannien und Schweiz):** Herausgegeben in Europa von MFS Investment Management (Lux) S.à.r.l. (MFS Lux), einem in Luxemburg für das Management von Luxemburger Fonds zugelassenen Unternehmen, das institutionellen Investoren Investmentprodukte und -leistungen anbietet. Der Unternehmenssitz ist in der Rue Albert Borschette 4, L-1246 Luxemburg. Tel.: +352 282 612 800. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren. Andere dürfen sich nicht darauf 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, ist eine registrierte 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.