



Mein Geld

A N L E G E R M A G A Z I N

02 | 2023
APRIL | MAI
29. JAHRGANG

MFS SONDERBEILAGE

Aktives Management ist zurück



MFS

Aktives Management ist zurück

Mike Roberge, CEO von MFS über die Veränderungen an den Märkten und warum aktive Manager kurzfristige Schwankungen ausblenden und sich auf langfristigen Ertrag konzentrieren sollen



würden.¹ 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 3,9% beträgt.¹ 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.

2022 war das Jahr der Inflation. Die meisten Notenbanken reagierten zu spät und mussten die Geldpolitik dann umso stärker straffen. Dieses Jahr dürfte die Konjunktur zum wichtigsten Thema werden, 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 4,5%–4,75%. Am Markt rechnet man mit einem Anstieg auf etwa 5,25%–5,5%, sodass noch einige Zinsschritte folgen

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.² 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

Mike Roberge
CEO von MFS



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 Sachkapital³ 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 CO₂-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 billiger Beta erzielen können.⁴ 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 »

¹ Bloomberg, US Federal Reserve, Stand 14. Januar 2023.

² FactSet Research auf Basis der Werte des S&P 500.

³ Sachkapitalinvestitionen (Capex) sind die Ausgaben eines Unternehmens oder einer anderen Organisation für Kauf, Wartung oder Verbesserung von Investitionsgütern (wie Ausrüstung/Maschinen, Gebäude oder Grundstücke).

⁴ 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.

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. ●

MFS

Hinweis: 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. 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.