

## AUFGEWACHT! AKTIVES MANAGEMENT IST ZURÜCK!

Von Peter De Coensel, CEO DPAM



An den Finanzmärkten zahlt es sich aus, veränderte Bedingungen frühzeitig zu erkennen. Die Frage ist, ob die derzeitige makroökonomische Unsicherheit und die Fragilität der Marktstruktur ein aktives Management begünstigen. In beiden Fällen ist festzustellen, dass die Wahrscheinlichkeit einer Outperformance für erfahrene aktive Manager deutlich gestiegen ist. Zunächst wird erläutert, wie die volatilen makroökonomischen Indikatoren und die Spannungen in der Marktstruktur in den Sektoren der festverzinslichen Wertpapiere und der Aktien zusammenwirken. Dennoch bedarf es einiger Kriterien, damit aktive Manager bessere Karten in der Hand haben, als passive oder ETF-Anleger.

Anfang 2022 ging die Episode der groß angelegten Ankaufsprogramme von Vermögenswerten durch die Zentralbanken, die so genannte quantitative Lockerung (QE), in ihr vierzehntes Jahr. Die ersten Anzeichen einer Inflationsdynamik, die aus mehreren Quellen gespeist wird, zeigten sich in ihrer hässlichen Form. Was folgte, war nicht weniger als eine 14-monatige Schocktherapie, die die Zentralbanken in den Industrieländern dazu veranlasste, die Leitzinsen aggressiv anzupassen. Die Behandlung wird die meisten inflationären Faktoren ausschalten. Die angespannten Arbeitsmärkte tragen den größten Teil der Unsicherheit und könnten die Kerninflation länger hoch halten. **Allerdings wird die Dynamik des Konjunkturzyklus die Kerninflation schließlich auch auf das Zielniveau oder darunter bringen.** Die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt, China, ist der Vorreiter, was sich in einer flachen deflationären Verbraucherpreis-inflation, aber in stark deflationären Bedingungen für Waren, die die Produktionsstätten verlassen (PPI), zeigt. Zugegeben, Chinas Wirtschaft ist nach wie vor überwiegend exportorientiert, und die Inflation bei Dienstleistungen ist im Vergleich zu den entwickelten Marktwirtschaften nicht so weit verbreitet und problematisch.

Die Vorhersage verschiedener Pfade der wichtigsten makroökonomischen Indikatoren ab diesem Zeitpunkt ist ein heikles Unterfangen. **Allerdings sollte man sich bewusst sein, dass die Instrumente der Zinspolitik - wie so oft - stumpf sind. Wir befinden uns in einem Anlageumfeld, das durch eine hohe Neigung zum Auftreten von Ereignissen mit geringer Wahrscheinlichkeit (Tail-Risk-Ereignissen) gekennzeichnet ist.**

**Sowohl das realisierte als auch das nicht realisierte Tail-Risiko nehmen zu.**

- Die Turbulenzen auf dem Markt für britische Staatsanleihen, die durch den sprunghaften Anstieg der langfristigen Zinssätze ausgelöst wurden, haben die Pensionsfonds destabilisiert, da der von ihnen angewandte Rahmen für verbindlichkeitsorientierte Investitionen (LDI) fast zusammenbrach. Ein Ungleichgewicht zwischen synthetischen Receiver-Zinsswap-Absicherungen, damit verbundenen automatischen Sicherheitenabrufen bei steigenden Zinssätzen und illiquiden "Wachstums"-Vermögenswerten, die nicht monetarisiert werden konnten, zwang die Bank of England dazu, eine vorübergehende Dosis von QE einzusetzen.
- Im Laufe des März gerieten die ersten US-Regionalbanken in Konkurs, da die Diskrepanzen zwischen Aktiva und Passiva "zu groß für den eigentlichen Zweck" waren. Als die Sparer den elektronischen Schalter umlegten, waren diese anfälligen Banken gezwungen, sich auf ihre illiquiden Vermögenswerte zu verlassen. Das Spiel ist aus. In den USA gibt es insgesamt 4844 Geschäftsbanken und Sparkassen, eine Zahl, die in den letzten 40 Jahren zurückgegangen ist. Verglichen mit Kanada, das insgesamt 80 Banken zählt (einschließlich ausländischer Banken), ist die Konzentration jedoch hoch. Pro Billion des BIP hat Kanada 40 Banken, die USA fast 250. Da die FED die Tür für weitere Zinserhöhungen immer noch offen lässt, ist es keine Frage, ob, sondern wann die nächste Welle von Bankenzusammenbrüchen kommen wird. Das Engagement in Gewerbeimmobilien (CRE) liegt bei kleinen Banken mit einer Bilanzsumme von unter 100 Mrd. USD im Durchschnitt bei 14,4 %. Wendet man die FDIC-Konzentrationskriterien an, sind etwa 700 kleinere Banken zu stark im CRE-Bereich engagiert. Bedenken Sie, dass rund 1,5 Billionen USD an CRE Verbindlichkeiten vor Ende 2025 refinanziert werden müssen, was eine einschüchternde Laufzeitmauer darstellt. Insgesamt 140 Mrd. USD an mit gewerblichen Hypotheken besicherten Wertpapieren (CMBS), d. h. neu verpackten gewerblichen Immobilienkrediten, werden im Jahr 2023 fällig. Insgesamt sind die CRE-Bewertungen um etwa 15 % gesunken. Dies ist schwer einzuschätzen, da die Angebots- und Nachfragebedingungen nicht im Gleichgewicht sind und die Käufer den Faktor Zeit auf ihrer Seite haben.
- Auf den Märkten für Staatsanleihen der Frontier-Märkte in Hartwährung nimmt der Stress zu, und immer mehr Länder bemühen sich um eine Umschuldung (z.B. Sambia, Ghana, Surinam, Argentinien, ...). Es sind arbeitsreiche Tage für supranationale Institutionen, die versuchen, eine Finanzierungskrise zu überwinden (sprich: eingzugreifen), da die internationalen Schwellenländer-Investoren in einen Käuferstreik verfallen oder ihre untergewichtige Haltung verstärken.
- Der nächste Sektor, der Blasen aufweist, ist der Markt für gehebelte Kredite. Dieser Sektor umfasst Darlehen, die aus Fusionen und Übernahmen, fremdfinanzierten Management-Buy-Back-Operationen, Refinanzierungen oder Dividendenrückzahlungen stammen. Die Darlehensinstrumente zahlen Kupons, die auf variablen kurzfristigen Zinssätzen wie dem 3-Monats-LIBOR oder dem 3-Monats-SOFR

(Secured Overnight Financing Rate) basieren. Von 2007 bis 2022 lag die durchschnittliche Ausfallquote des Sektors bei nur 2,4 %. Der US-Markt für hochverzinsliche Anleihen lag in diesem Zeitraum bei etwa 2 %. Erhöhte Verschärfungen der Standards in der US Senior Loan Officer Survey deuten darauf hin, dass die Ausfallraten auf den US-Märkten für hochverzinsliche und gehebelte Kredite im Jahr 2024 auf über 8 % bzw. über 10 % steigen werden. Auch hier handelt es sich um Durchschnittswerte, hinter denen sich eine hohe Variabilität zwischen den Sektoren verbirgt. Die Botschaft ist klar: Es ist wichtig, Verlierer zu vermeiden, wenn man in solch risikoreiche Marktsegmente investiert. Bei aktuellen Renditen von 8,75 % für US-Hochzinsanleihen und 9,50 % für US-gehebelte Anleihen kann man eine gewisse Aufregung verkraften. Sie verstehen jedoch, worum es geht. Der Übergang von einem historisch extrem niedrigen Ausfallniveau in den letzten 15 Jahren zu einem Umfeld, in dem sich die durchschnittlichen Ausfallraten verdreifachen, erfordert ein gutes Studium und eine kluge Kreditanalyse.

- Unternehmen, die direkt oder indirekt auf generativen KI-Technologien und damit verbundenen Dienstleistungen surfen, haben 2023 am meisten zur Performance der US-Aktien beigetragen. Der Vergleich mit der Internet- und Telekommunikationsblase, die sich von 2000 bis 2002 auflöste, liegt nicht fern. Die Geschichte wiederholt sich nicht, aber sie reimt sich. Die Details sind anders, aber die Angst, etwas zu verpassen, ist bei allen Marktteilnehmern sichtbar. Der gesunde Menschenverstand sagt: "Der Preis ist das, was du bezahlst, der Wert ist das, was du bekommst". In dem Moment, in dem man einen zu hohen Preis für einen in jeder Hinsicht als hochwertig eingestuften Vermögenswert zahlt, könnten die künftig realisierten Cashflows (d. h. die Rendite) enttäuschen. Wenn ein Anleger einen Vermögenswert weit über seinem inneren Wert kauft, sichert er sich eine unterdurchschnittliche Auszahlungserfahrung. Die Bewertung des fairen Wertes, wenn eine innovative Technologie auf den Markt kommt, führt zu einer hohen Streuung der Ergebnisse. Ergebnisse, die sowohl nach oben als auch nach unten überraschen können. Heute strömen die Anleger zu den globalen Technologieführern, in der Hoffnung, sich gegen eine bevorstehende Wachstumsverlangsamung abzusichern. Ein kleines Bündel von Qualitätsaktien verhält sich wie deutsche 10-jährige Bundesanleihen (d. h. sichere Häfen). Sichere Anlagen funktionieren so lange, wie die Musik in ihrem Sinne spielt. Die deutsche Bundesanleihe 0% Februar 2032, die Anfang 2022 ausgegeben wurde, weist eine negative Performance von 18,7% auf. Am vergangenen Freitag bot diese risikofreie Nullkupon-Anleihe bei einem Kurs von 82 % eine Bruttorendite von 2,38 % bis zur Fälligkeit.

Aktives Anlagemanagement hat in einem Umfeld, dem es an Dynamik fehlt, mehrere Vorteile. Einfache Behauptungen wie TINA (There Is No Alternative) oder TARA (There Are Reasonable Alternatives) sind wenig stichhaltig, da die Chancen an den Aktien- und Rentenmärkten in den Jahren 2022 und 2023 erheblich gestiegen sind.

Solange man sich auf ein solides Interbankennetz verlassen kann, sind Ineffizienzen bei festverzinslichen Wertpapieren reichlich vorhanden - angesichts eines ständigen Stroms von Primäremissionen und Tausender von Sekundäremissionen, die gekauft und verkauft werden können. Mit dem Rückzug der preisunsensiblen Zentralbanken kann sich die Preis- und Wertfindung wieder auf die Grundlagenforschung stützen. Mit der richtigen Kenntnis der Indexregeln und der Wiederherstellungseffekte wird der aktive Manager in der Lage sein, besser abzuschneiden.

An den Aktienmärkten helfen die Beobachtung und Auswahl von Small- oder Midcap-Aktien den Managern, böse Überraschungen zu vermeiden, die durch eine potenziell ungesunde Konzentration von Large-Cap-Unternehmen verursacht werden. Die aktuellen Konzentrationswerte haben 20-Jahres-Höchststände erreicht. Durch aktive Sektorrotation und fundamentales ESG-Research bei der Aktienauswahl kann der aktive und erfahrene Aktienmanager ein Comeback feiern.

Die Zentralbanken bereiten sich auf ein längeres Nachspiel vor. Die idiosynkratischen Tail-Risiken nehmen zu. Jeder dieser Faktoren für sich allein mag die Finanzmärkte nicht destabilisieren. Es stellt sich die Frage: Was wird passieren, wenn die Punkte zusammenkommen, wenn die Zentralbanken, die durch eine zu straffe Geldpolitik Fehler begehen, der Inflation und der Wirtschaft das Genick brechen? Ein risikoaverser Markt kann die Folge sein. Wie hoch sind die Chancen? Schwer zu sagen. Was wir wissen, ist, dass aktive Manager eine größere Chance haben werden als passive oder ETF-Lösungen. Letztere sind gezwungen, ein Markt-Beta-Ergebnis zu akzeptieren. Alpha ist die Frucht von aktiven Managern, die Verlierer vermeiden und attraktive oder faire Werte zum richtigen Preis auswählen.