



Die Diskussteilnehmer (v. l. n. r.): Ed Cowart (Eagle AM, Nordea), Eckhard Sauren (Sauren Fonds-Service), Mark Dowding (BlueBay Asset Management), Tadahiro Fujimura (Sparx AM, Swisscanto), John Boselli (Wellington Management International), Jean-Jacques Durand (Edmond de Rothschild Asset Management), David Whitten (Henderson, 90 West AM), Kushal Kumar (Numen Capital)

Strategiecheck

Am Rande der diesjährigen Sauren Golden Awards traf die Redaktion gemeinsam mit Eckhard Sauren die Gewinner der begehrten Trophäe zum Gespräch über deren Erwartungen an die Entwicklung der Kapitalmärkte.

Hans Heuser (FONDS professionell): In der aktuellen Situation an den Kapitalmärkten gibt es auf der makroökonomischen Ebene ein Thema, das nahezu alle Marktteilnehmer und -segmente beschäftigt: Das ist die gesamte Entwicklung rund um Aspekte wie die weitere Entwicklung beim sogenannten Tapering oder den Fortgang beim Quantitative Easing, aber auch die künftige Entwicklung der Zinssituation nicht nur in den USA, sondern auch in Europa und den Schwellenländern. Inwieweit betrifft das Ihre jeweilige Arbeit als Fondsmanager, und welche Erwartungen haben Sie zum weiteren Verlauf dieser Themen?

John Boselli (Wellington Management International): Generell gehen wir davon aus, dass der Tapering-Prozess insgesamt durchaus noch eine geraume Weile, um nicht zu sagen noch viele Jahre andauern wird. Wie auch immer sich der Ablauf insgesamt gestalten wird, für meinen eigenen Investmentprozess spielt die Entwicklung nur indirekt eine

Rolle. Für uns sind vielmehr Kennzahlen wie das weltweite Wirtschaftswachstum und vor allem die Wachstumsdynamik wichtig. Insgesamt gehen wir derzeit von einem weltweiten Wachstum mit einer Rate von zwei bis

»In der Vergangenheit konnte man oft genug beobachten, dass bei einem Zinsanstieg in den USA speziell aus den Emerging Markets Gelder zurück in US-Anleihen geflossen sind.«

Eckhard Sauren, Sauren Fonds-Service

2,5 Prozent in den kommenden zwei bis drei Jahren aus, wobei sich die Wachstumsdynamik etwas verlangsamt. Wichtiger ist für mich eine Betrachtung der regionalen volkswirtschaftlichen Entwicklung in den USA, Europa und Asien. Die Wachstumserwartung

in der jeweiligen Region beeinflusst die Gewichtung dieses Faktors in meinem Investmentmodell.

Eckhard Sauren (Sauren Fonds-Service): Für einen Manager von Anleihen der Emerging Markets dürfte die Situation rund um Quantitative Easing und die Zinsentwicklung in den USA da schon eine größere Rolle spielen, Herr Durand. In der Vergangenheit konnte man oft genug beobachten, dass bei einem Zinsanstieg in den USA speziell aus den Emerging Markets Gelder zurück in US-Anleihen geflossen sind.

Jean-Jacques Durand (Edmond de Rothschild Asset Management): Das ist die große Frage, die sich die Marktteilnehmer insbesondere in der Anleihenwelt derzeit stellen, und das sicher nicht nur einmal die Woche. Insgesamt ist das natürlich immer ein ganzer Prozess, der sich im Grunde im Spannungsfeld zwischen fundamentalen und technischen Faktoren bewegt. Für die aktuelle Situation kann ich sagen, dass wir derzeit bei

Weitem nicht so beunruhigt sind hinsichtlich unserer Durationssteuerung oder eines Anstiegs der US-Zinsen, wie wir das noch im vergangenen Jahr waren. Die meisten Investoren – ob sie nun im Creditbereich oder auch in anderen Assetklassen unterwegs sind – erwarten einen weiteren Anstieg der amerikanischen Zinsen, trotz der jüngsten Rally. Was viele erstaunt hat, das ist die stark negative Korrelation zwischen der Entwicklung der US-Zinsen und den Spreads in den Emerging Markets. Der Grund dafür ist eine Art Wachstumsfaktor in den USA.

Heuser: Was genau muss man darunter verstehen?

Durand: Wenn die amerikanische Wirtschaft wächst, dann wirkt sich das positiv auf die Emerging Markets aus, weil damit eine höhere Nachfrage nach Rohstoffen und Importprodukten einhergeht. Deshalb bin ich wie gesagt deutlich weniger beunruhigt als im vergangenen Jahr, was aber nicht bedeutet, dass ich die Duration im Portfolio deutlich nach oben gefahren hätte. Man muss die weitere Entwicklung schon sehr gut im Auge behalten.

Ed Cowart (Eagle AM, Nordea): Als Manager für US-Aktien stimme ich eher John Boselli zu, der davon gesprochen hat, dass der Tapering-Prozess noch viele Jahre hindurch anhalten wird. Was natürlich gleichzeitig bedeutet, dass die Bilanz der Federal Reserve noch auf Jahre hinaus stark aufgebläht bleiben wird. Ich erwarte schon, dass der direkte Kauf von Anleihen durch die amerikanische Notenbank in den kommenden Monaten nach und nach zu Ende gehen wird, sodass die in der Regel eben als Quantitative Easing bezeichneten Ankäufe irgendwann im kommenden Jahr zu Ende sein werden.

Heuser: Aber wie passen eine weiterhin aufgeblähte Notenbankbilanz und ein Ende des Quantitative Easing denn zusammen?

Cowart: Ganz einfach: Die Fed wird die Anleihen, die sie bereits erworben hat, nicht verkaufen, sondern bis zur Endfälligkeit behalten. Und nicht nur das, sie wird meiner Erwartung nach auch die Erträge daraus wahrscheinlich wieder in neue Papiere anlegen. Aber wenn Sie mich fragen, muss man keine Angst vor einem Ende des Quantitative

Easing haben. Schauen Sie doch nur in die Geschichte, etwa die durchaus erfreuliche Entwicklung der Aktienmärkte in den neunziger Jahren, als die Bilanz der US-Notenbank deutlich flacher gewesen ist. Oder denken Sie an die Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg zurück, als die Notenbankbilanz von einem Niveau bei 30 Prozent des Bruttoinlandsprodukts auf nur noch fünf Prozent zurückgegangen war. Das Resultat waren ein Boom der Wirtschaft und ein enormer Anstieg an den Aktienmärkten.

Sauren: Und ein gleichzeitiger Anstieg der Zinsen beunruhigt Sie nicht?

Cowart: Keineswegs, genauso wenig wie ein Ende des Quantitative Easing beunruhigt mich ein Anstieg der Zinsen. Es wird durchaus eine ganze Weile dauern, bis die Zinsen tatsächlich auf ein sehr hohes Niveau steigen werden. Ich gehe davon aus, dass die Verantwortlichen bei der Notenbank die Zinsen zunächst einmal eher vorsichtig anheben werden, wahrscheinlich im ersten Quartal des kommenden Jahres. Vorsichtig deshalb, weil Janet Yellen und ihre Mitstreiter die Auswirkungen eines solchen Anstiegs noch nicht wirklich abschätzen können. Dann wird

»Generell gehen wir davon aus, dass der Tapering-Prozess insgesamt durchaus noch eine geraume Weile, um nicht zu sagen noch viele Jahre andauern wird.«

**John Boselli,
Wellington Management International**

sich die kurzfristige Fed Funds Rate bei einem Niveau von einem Prozent oder leicht darunter bewegen, und zwar für sehr lange Zeit, wenn nicht Jahre. Meiner Meinung nach muss man sich die Entscheidungen von Yellen wie eine Art spiegelbildliche Entwicklung zu den Entscheidungen eines Paul Volcker in den späten siebziger und den achtziger Jahren vorstellen.

Heuser: Das müssten Sie dann doch ein



John Boselli (Wellington Mngt. Int.): „Wir gehen derzeit von einem weltweiten Wachstum mit einer Rate von zwei bis 2,5 Prozent in den nächsten Jahren aus.“

wenig genauer erklären, wie man sich das genau vorzustellen hat.

Cowart: In den siebziger Jahren hatten die USA ein durchaus gravierendes Inflationsproblem. Es gab verschiedene Wechsel an der Spitze der Notenbank, aber erst Paul Volcker hat dieses Problem schließlich in den Griff bekommen, indem er die Zinsen für eine sehr lange Zeit – deutlich länger, als irgend jemand erwartet hätte – auf einem sehr hohen Niveau belassen hat. Das hat schließlich dazu geführt, dass die Inflation in den USA für mittlerweile über 30 Jahre besiegt war. Eine ähnliche Maßnahme – nur eben wie gesagt spiegelbildlich – erwarte ich nun von der jetzigen Notenbank-Chefin Janet Yellen, indem sie die Zinsen zunächst zwar leicht anhebt, um sie aber auf diesem Niveau für eine sehr lange Zeit zu belassen. Denn was Yellen und ihre Kollegen sicher nicht wollen, das wäre, noch im Jahr 2015 oder auch 2016 eingestehen zu müssen, dass man die Zinsen zu früh zu stark angehoben hat, und sie dann wieder nach unten korrigieren zu müssen. Allein schon um nicht Gefahr zu laufen, dass es erneut zu deflationären Tendenzen für die amerikanische Wirtschaft



Eckhard Sauren (Sauren Fonds-Service): „Sehr viele Beobachter in Europa gehen davon aus, dass europäische Aktien preiswerter sind als amerikanische.“

kommen könnte, die meines Erachtens noch nicht endgültig besiegt sind.

Heuser: Herr Dowding, wie beurteilen Sie das aktuelle Zinsumfeld?

Mark Dowding (BlueBay Asset Management): Ich bin da eher etwas vorsichtiger mit meinem Ausblick. Aus meiner Sicht erleben wir gerade so etwas wie eine erhöhte Zufriedenheit über die Marktentwicklung, hervorgerufen durch die amerikanische Geldpolitik. Meiner Meinung nach sind Zinsen nahe null Prozent eben durchaus keine normale Situation. Die Gründe für dieses niedrige Zinsniveau liegen doch in einer Art Notsituation, aus der heraus dieser Zustand geboren wurde – eine Notsituation, in der sich die Geldpolitik wiedergefunden hat. Daher würde ich sagen, dass eine Normalisierung des Zinsniveaus schon lange überfällig ist. Ich würde sogar so weit gehen zu sagen, dass die amerikanische Notenbank hier fast schon Gefahr läuft, mit ihren Entscheidungen der Entwicklung hinterherzuhinken. Aus diesem Grund bin ich wie gesagt aktuell durchaus erstaunt über diese – ja, ich würde es sogar Selbstzufriedenheit nennen, die wir seit Kur-

zem an den Märkten beobachten. Eine Selbstzufriedenheit, die meines Erachtens aus der Wahrnehmung von Janet Yellen als der „Tauben aller Tauben“ entstanden ist und die eventuell dann eben doch in den nächsten Wochen oder zumindest bis zum Jahresende korrigiert werden muss.

Heuser: Was würde das insgesamt für den weiteren Ankauf von Anleihen durch die Federal Reserve bedeuten?

Dowding: Über dieses Thema mache ich mir überhaupt keine Sorgen. Aus meiner Sicht wird keine der Anleihen, die die US-Notenbank gekauft hat, jemals wieder in den Markt zurückverkauft werden. Diese Anleihen werden langsam, sehr langsam verschwinden, indem sie von der Langfristbilanz der Federal Reserve nach und nach sozusagen aufgesogen werden. Ich bin ohnehin schon seit Langem davon überzeugt, dass es ganz generell eine viel zu hohe Verschuldung in der Welt gibt. Diese Schulden wird die Welt nur dadurch wieder loswerden, dass Regierungen sie am Ende sozusagen annullieren.

»Die Wahrnehmung von Janet Yellen als der ›Tauben aller Tauben‹, die zuletzt entstanden ist, muss dann eventuell doch in den nächsten Wochen oder zumindest bis zum Jahresende korrigiert werden.«

Mark Dowding, BlueBay AM

Heuser: Was verstehen Sie unter Schulden annullieren?

Dowding: Im Grunde verstehe ich darunter die Konsequenz, wie sie sich mit der Zeit aus einer Politik der finanziellen Repression heraus von selbst einstellen wird. Aber verstehen Sie mich richtig: Ich bin durchaus nicht pessimistisch im Hinblick auf die weitere Entwicklung der Aktienmärkte. Aber die jüngste Entwicklung der Kurse muss meines Erachtens schon zu denken geben, wenn man davon ausgeht, dass wir vor einer Art Wende-

punkt im Hinblick auf die weitere Entwicklung der Geldpolitik stehen. Das macht es für die Notenbank derzeit sicher nicht leicht, ihre Position an den Märkten zu verdeutlichen oder zu kommunizieren.

Kushal Kumar (Numen Capital): Dem kann ich nur beipflichten. Die beste Analogie, die mir im Hinblick auf die Situation der Notenbanken in den Sinn kommt, ist die eines kleinen Kindes, das Fahrrad fahren lernt. Es fährt eine Weile mit diesen Hilfsrädern, muss dann aber an einem bestimmten Punkt auf diese verzichten. Das ist so etwas wie ein Experiment, da muss man sehr viel ausprobieren. Und in dieser Situation befindet sich die US-Notenbank derzeit. Wenn es gelingt, das Quantitative Easing behutsam zurückzufahren, ohne ein kontinuierliches Weiterwachsen der Wirtschaft zu gefährden, dann wäre das der erste Beweis dafür, dass eine quantitative Lockerung ein durchaus mächtiges Instrument ist, die Konjunktur wieder auf einen gesunden Pfad zu bringen. Wenn jedoch das sogenannte Tapering dazu führt, dass das Wachstum der Wirtschaft damit abgewürgt wird, dann wären wir schnell wieder bei Szenarien, in denen es erneut darum geht herauszufinden, wie man dieses Mehr an Schulden möglichst wieder abbauen kann. Als Fondsmanager müssen wir diese Möglichkeit durchaus ins Auge fassen und uns fragen: Was wäre denn eigentlich Plan B oder eventuell sogar Plan C, wenn das Zurückfahren des Quantitative Easing eben nicht funktionieren sollte?

Heuser: Kann man in dieser Frage eigentlich etwas aus der Entwicklung in Japan lernen?

Tadahiro Fujimura (Sparx AM, Swisscanto): Dann müsste man zunächst einmal die Frage beantworten, wo Japan eigentlich im Zusammenhang mit dem Experiment, als das Quantitative Easing eben beschrieben wurde, eigentlich steht, also ob Japan hinter den USA nachhinkt oder es der Entwicklung dort schon weit voraus ist. Für die aktuelle Situation wird man zunächst einmal feststellen müssen, dass Japan weit davon entfernt ist, seine Anleihenkäufe zurückzufahren, sondern sie eher weiter aufstockt. Das wäre aus meiner Sicht ein durchaus positives Zeichen für die japanischen Unternehmen vor dem Hintergrund eines sich abschwächenden Yen. Aber auch eine Reduzierung der ultralocke-



Tadahiro Fujimura (Sparx AM): „Auch eine Reduzierung der ultralockeren Geldpolitik wäre natürlich ein sehr positives Signal für die japanischen Unternehmen.“

ren Geldpolitik, wie sie Notenbank-Gouverneur Haruhiko Kuroda derzeit noch betreibt, wäre natürlich ein sehr positives Signal für die japanischen Unternehmen und deren Notierung an der Börse, weil das endlich einmal ein Signal wäre, dass die lange Phase der Deflation vorüber ist.

Heuser: Im Grunde nicht erst seit der jüngsten Entscheidung des EZB-Rates wissen wir auch, dass eine quantitative Lockerung auch für Europa eine Rolle spielen kann. Wie muss man das derzeit einordnen?

Kumar: Die Lage in Europa ist eine völlig andere, verglichen mit der Situation, in der die US-Notenbank ihr Quantitative-Easing-Programm-begonnen hat. Zum einen hat Europa einen gewissen Teil der notwendigen Stabilisierung ja durchaus schon geschafft. Aber es besteht eben immer noch eine zu große Wachstumslücke im Vergleich zu anderen Volkswirtschaften. Europa benötigt durchaus sehr viel höhere Wachstumsraten, damit die konjunkturelle Entwicklung von den Marktteilnehmern auch tatsächlich als nachhaltig angesehen wird. Dafür aber

braucht es das Vertrauen der Märkte, dass entsprechende Maßnahmen auch wirklich dazu führen werden, dass das Wachstum in diesem Sinne zurückkommt. Hier kann Europa durchaus einiges von den USA lernen. Aber es gibt noch eine weitere Unbekannte in Europa, nämlich eine schlüssige Antwort auf die Frage, wie man entsprechende Maßnahmen innerhalb des Projekts einer gemeinsamen Währung umsetzen kann und muss. Man könnte seitenweise Fragen aufschreiben, die sich in diesem Zusammenhang aufdrängen. Dazu gehört neben der Frage, welche Anleihen von welchen Euro-Teilnehmerländern die Notenbank eigentlich kaufen müsste beziehungsweise welchen Anteil die jeweiligen Anleihen an einem solchen Kaufprogramm haben müssten. Natürlich werden sich die Notenbanker in Europa diese Fragen stellen. Aber es müssten zuerst schlüssige Antworten darauf gefunden werden, bevor man entsprechende Maßnahmen überhaupt in Gang bringen könnte.

Sauren: Wenn wir uns nach den eher makroökonomischen Fragen nun der weiteren Entwicklung an den Aktienmärkten zuwenden, dann fällt auf, dass sehr viele

»Was Yellen und ihre Kollegen sicher nicht wollen, wäre noch im Jahr 2015 oder 2016 eingestehen zu müssen, dass man die Zinsen zu früh zu stark angehoben hat, und diese dann wieder nach unten korrigieren zu müssen.«

Ed Cowart, Eagle AM, Nordea

Beobachter in Europa davon ausgehen, dass europäische Aktien preiswerter sind als amerikanische. Herr Boselli, Sie scheinen diese Ansicht nicht zu teilen, wenn Sie als global orientierter Aktienmanager derzeit rund 70 Prozent Ihres Portfolios in US-Aktien halten ...



Ed Cowart: „Die Verantwortlichen bei der Notenbank werden die Zinsen zunächst einmal eher vorsichtig anheben, wahrscheinlich im ersten Quartal 2015.“

Boselli: Dazu muss man zunächst wissen, dass ich meine Asset-Allocation-Entscheidungen auf der Basis von Bottom-up-Analysen treffe, aber eben vor dem Hintergrund einer weltweiten Perspektive, die die Qualität von Geschäftsmodellen rund um den Globus einbezieht. Daraus ergibt sich, dass mein Fonds aktuell keine Gewichtung in japanischen Gesellschaften aufweist, nicht nur weil die Qualität der entsprechenden Geschäftsmodelle noch zu gering ist. Auch die Preisfindung von Produkten findet nicht immer wirklich marktbasiert statt. In Bezug auf Europa muss ich sagen: Wenn man die Qualität der Geschäftsmodelle in Bezug zur aktuellen Bewertung der jeweiligen Unternehmen an der Börse setzt, dann findet man in den Emerging Markets, insbesondere in Südostasien und Indien, einen deutlichen Mehrwert gegenüber einem Investment in europäischen Unternehmen. Entsprechend bin ich derzeit untergewichtet in den Aktienmärkten Europas.

Heuser: Aber warum die starke Übergewichtung in den USA?

Boselli: Nordamerika ist derzeit in gewisser Weise einzigartig im Hinblick auf einen der



Jean-Jacques Durand (Edmond de Rothschild AM): „Wir sind zu der Einschätzung gelangt, dass venezolanische Anleihen eine durchaus attraktive Chance sind.“

wichtigsten Aspekte, den wir bei unseren Portfolioentscheidungen sehr stark berücksichtigen, das ist das Thema Produktivität. Und das bezieht sich insbesondere auf zwei Branchen: Dienstleistung und Software. Entsprechende Gesellschaften, die es anderen, sowohl kleineren wie auch mittleren und größeren Unternehmen ermöglichen, ihre operativen Kosten zu senken oder ihre Kapitalkosten zu reduzieren, indem sie ihre Datenverarbeitung auf eine cloudbasierte Lösung umstellen, können aus meiner Sicht sehr attraktive Investments sein, auch in einem weltweit relativ niedrigen Wachstumsfeld.

Sauren: Wenn Sie eben von zwei bis 2,5 Prozent für das globale Wachstum ausgegangen sind – wo liegt Ihre Erwartung für die amerikanische Konjunktur?

Boselli: Deutlich höher auf jeden Fall. Ich bin zwar kein Makroökonom, aber ich würde für die USA von einem Wachstum zwischen 2,5 und drei Prozent ausgehen, und das für eine relativ lange Zeit.

Sauren: In diesem Zusammenhang ist viel-

leicht ein Blick auf den japanischen Aktienmarkt sehr interessant. Herr Fujimura, ich weiß, dass Sie gerade in der jüngeren Zeit häufiger in andere asiatische Länder gereist sind, um mehr über die dort ansässigen Unternehmen und deren Führung im Vergleich zu Japan zu erfahren. Was konnten Sie lernen?

Fujimura: Im Prinzip unterscheidet sich die Denkweise in japanischen Unternehmen kaum von Firmen in anderen asiatischen Ländern, übrigens auch nicht von der Denkweise in westlichen Staaten. Was mir schon sehr stark aufgefallen ist, das ist eine sehr viel höhere Energie, mit der Unternehmenslenker und auch deren Mitarbeiter in Firmen außerhalb Japans, also in Asien wie auch in Europa und den USA, ihr Geschäft betreiben. Diese Energie hat in Japan in einer nun schon jahrzehntelangen Zeit der Deflation erheblich gelitten. Das betrifft wirklich alle Aktivitäten, nicht nur jene im geschäftlichen Betrieb, sondern auch die individuellen Aktivitäten der Menschen in Japan. Ich glaube, wenn wir es in Japan schaffen, diese Gedrücktheit der Menschen aufzulösen und wieder neue Energien zu entfalten, dann hat Japan und damit auch die

»Für die aktuelle Situation wird man zunächst einmal feststellen müssen, dass Japan weit davon entfernt ist, seine Anleihenkäufe zurückzufahren.«

Tadahiro Fujimura, Sparx AM, Swisscanto

japanischen Unternehmen besonders gute Möglichkeiten, ihr tatsächliches Wachstumspotenzial zu entfalten.

Heuser: Das betrifft natürlich mehr die menschliche oder soziale Komponente. Aber glauben Sie wirklich, dass sich damit auch die eher harten wirtschaftlichen Faktoren und Probleme in den Griff bekommen lassen?

Fujimura: Ganz sicher sogar. Nehmen Sie als Beispiel den immer wieder diskutierten Faktor der Unternehmensgewinne im Verhältnis zum Kapitaleinsatz, auch als Return on Equity bezeichnet. Dieser Wert liegt in Japan im Schnitt aktuell bei sieben bis acht Prozent und damit immer niedriger als in den meisten anderen Ländern. Aber auch hierbei spielt die Deflation eine besondere und starke Rolle. Wenn unser Land es schafft, die Entwicklung einer aktuell noch negativen Inflationsrate wieder in Bereiche von plus ein bis zwei Prozent zu steuern, dann würde sich der Return on Equity nahezu von selbst um ein bis zwei Prozentpunkte nach oben bewegen und wäre damit auf einem Niveau von zehn Prozent schon wieder nahezu vergleichbar mit Werten europäischer Länder.

Sauren: Wenn wir kurz bei solchen eher weichen Faktoren bleiben, dann wäre meine Frage an Ed Cowart, der auch im vergangenen Jahr mit hier in dieser Runde saß: Sie haben damals von einem nunmehr bereits fünf Jahre anhaltenden Boom an den Aktienmärkten als einem der meistgehassten gesprochen, weil die Menschen viel zu pessimistisch seien. Trifft das aus Ihrer Sicht auch heute noch zu?

Cowart: Auf jeden Fall. Ganz gleich wo Sie hinschauen, überall dominiert eine extreme Vorsicht, bei Konsumenten, bei Unternehmen wie auch bei Immobilienkäufern und Börseninvestoren. Letztere legen ihr Geld immer noch lieber in Anleihen an als am Aktienmarkt. In all meinen Gesprächen weise ich darauf hin, dass eine Kurskorrektur von zehn Prozent natürlich immer möglich ist, aber dass wir eine solche Korrektur nun seit mehr als tausend Börsentagen nicht mehr erlebt haben. Es wäre vielleicht eine ungewöhnliche Erscheinung, aber keineswegs eine, wie sie noch nie vorgekommen ist. Ein gewiefter Investor würde eine solche Entwicklung eher zum Kauf nutzen in der aktuellen Situation. Denn für einen wirklichen Kursabschwung braucht es aus meiner Sicht andere Voraussetzungen, als wir sie an der Börse derzeit vorfinden.

Heuser: Welche Voraussetzungen wären das aus Ihrer Sicht?

Cowart: Die Geschichte zeigt uns doch, dass es immer gewisse Muster in der Entwicklung der Kapitalmärkte gegeben hat. Für einen



Kushal Kumar (Numen Capital): „Die Lage in Europa ist eine völlig andere, verglichen mit der Situation, in der die US-Notenbank ihr QE-Programm begonnen hat.“

Kursabschwung braucht es zunächst einmal einen Rückgang der Unternehmensgewinne. Diese befinden sich jedoch derzeit immer noch in einem leichten Aufwärtstrend. Dann stellt sich natürlich die Frage, was eigentlich zu einem Rückgang der Gewinne führt: eine Rezession. Die entsteht meist durch eine zu restriktive Geldpolitik, die eine Notenbank wie die Fed dann einschlägt, wenn sie sich allzu große Sorgen über die Inflationsentwicklung macht. Außerdem sind die Notenbanker aus meiner Sicht schon viel zu lange viel zu besorgt über die Inflationsentwicklung. Und das führt mich insgesamt zu dem Schluss, dass wir noch ein ganzes Stück weit entfernt sind von einer Situation, in der man sich über die weitere Entwicklung an den Aktienmärkten Sorgen machen müsste oder gar Vorsicht walten lassen müsste. Am US-Aktienmarkt sieht es jedenfalls derzeit noch nicht danach aus, als wenn wir das Top schon erreicht hätten.

Sauren: Wobei Anleger am amerikanischen Aktienmarkt als einem der besten überhaupt in der jüngeren Vergangenheit durch die Kursentwicklung ja geradezu verwöhnt worden sind. Das kann man von den Rohstoff-

und Energiemärkten nicht gerade behaupten. Wie lässt sich dennoch eine so außergewöhnliche Performance in einem derart schwierigen Markt erzielen, Herr Whitten?

David Whitten (Henderson, 90 West AM): Zunächst einmal muss man feststellen, dass das langfristige Investmentthema gerade in den Rohstoff- und Agrarmärkten eine auch weiterhin wachsende Nachfrage sein wird. Daher ist in der Regel nicht die Nachfrage das Problem bei einem Investment in diesen Märkten, man muss sich vielmehr sehr genau die jeweiligen Unternehmen und deren Geschäftsmodell anschauen, um erfolgreich zu sein. Das tun wir nun schon seit vielen Jahren, und zwar in den wirklich unterschiedlichsten Branchen und Regionen dieser Welt. Ob man die immer noch ständig steigende Nachfrage nach Energie und Nahrung aufgrund des Bevölkerungswachstums in Asien betrachtet oder speziell die notwendigen Infrastrukturmaßnahmen in China: Überall bieten sich derzeit besondere Anlagemöglichkeiten, mit denen sich Geld für unsere Anleger verdienen lässt. Besonders gute Chancen sehen wir derzeit auch in den USA, vor allem in Sektoren wie der

»Wir sind derzeit bei Weitem nicht so beunruhigt hinsichtlich unserer Durationssteuerung oder eines Anstiegs der US-Zinsen, wie wir das noch im vergangenen Jahr waren.«

**Jean-Jacques Durand,
Edmond de Rothschild AM**

Agrarwirtschaft oder bei der Energiegewinnung über die Fracking-Technologie. Hier finden regelrechte Revolutionen statt.

Heuser: Was meinen Sie konkret?

Whitten: Schon im kommenden Jahr werden die USA zum ersten Mal seit Langem in der Geschichte zum Exporteur von Energie werden. Und die gesamte Welt unterschätzt derzeit noch die Konkurrenz aus den USA in Bereichen wie Erdgas oder Flüssiggas. Und

wenn ich eben von regelrechten Revolutionen gesprochen habe, dann meine ich damit unter anderem die technologische Entwicklung im Agrarsektor. Das bezieht sich nicht nur auf neue Möglichkeiten für einen besseren Schutz von Nutzpflanzen. Im biologischen Landbau oder der sogenannten Präzisionslandwirtschaft entstehen vollkommen neue Aufzucht- und Nutzungstechniken. Hinzu kommen vollkommen neue Begrifflichkeiten, die man vorher gar nicht gekannt hat. Oder haben Sie schon einmal von einer Globalisierung der Landwirtschaft gehört? Es kommt nicht von ungefähr, dass ein Aktiensektor wie die börsennotierten Agrarwerte sozusagen aus dem Nichts zu einer der am stärksten wachsenden Branchen aufgestiegen ist.

Heuser: Bei allem Verständnis für Ihre Begeisterung: Es gibt durchaus prominente Stimmen wie etwa die von US-Ökonom Dennis Meadows, die eine Technik wie das Fracking eher als so etwas wie eine große Luftnummer beschreiben.

Whitten: Ich orientiere mich an den Zahlen, die besagen, dass die USA im kommenden Jahr ein bedeutender Exporteur von Erdgas, nicht Erdöl, sein werden. Das betrifft nicht nur den Export via Pipeline nach Mexiko, der gesamte Bereich von Energiegewinnung, -transport und -verarbeitung wird zulegen. Und man muss doch eines erkennen: Es gibt nicht die viel beschworene Knappheit bei Bodenschätzen oder Rohstoffen, und zwar in keinem Bereich in der Welt. Alles ist einzig und allein eine Frage des richtigen wirtschaftlichen Umgangs damit im Hinblick auf die Finanzierung, die Technologie sowie deren Weiterentwicklung und nicht zuletzt was den Fortschritt ganz allgemein in allen Bereichen betrifft.

Sauren: Gibt es hier je nach Region Unterschiede?

Whitten: Durchaus, denn die USA haben einen wesentlichen Vorteil: Dort gehört dem jeweiligen Eigentümer eben nicht nur das Land und seine Nutzungsmöglichkeiten, sondern auch die Bodenschätze und die Verfügungsgewalt darüber. Das ist in anderen Ländern wie Deutschland oder Großbritannien anders geregelt. Bodenschätze stehen dort nicht dem Eigentümer des Grundstücks zu, unter dem sie sich befinden. An ihnen



David Whitten (Henderson, 90 West AM): „Schon 2015 werden die USA zum ersten Mal seit Langem wieder zum Exporteur von Energie werden.“

wird in der Regel ein besonderes Eigentum begründet, das vom Staat verliehen wird. Aber vielleicht noch einmal ganz allgemein zum Bereich Rohstoffe und Energie: Auch hier gilt wie in anderen Branchen auch, dass es durchaus vom Markt unterschätzte Werte gibt, aber mit Sicherheit auch solche, die bereits überbewertet sind.

Sauren: Überbewertung passt vielleicht nicht so ganz, ist aber auch ein gutes Stichwort, um noch einmal auf die Bondseite einzugehen. Herr Durand, gibt es denn im Bereich der Emerging-Markets-Anleihen noch attraktive Zinsen, und wie gehen Sie mit den entsprechenden Risiken um?

Durand: Wir beobachten natürlich ständig eine ganze Reihe von Faktoren, die uns bei der Suche nach attraktiven Investments helfen. Aber wir können durchaus bei dem gerade besprochenen Thema Rohstoffe bleiben. Bei insgesamt positiven Aussichten für die Ölbranche sind wir in Venezuela auf der Suche nach einem attraktiven Anleihen-investment fündig geworden. Venezuela ist eines der wichtigsten Reserveländer im Ölbereich, aber eben auch ein Land mit einem

schwierigen politischen und geopolitischen Hintergrund, das lässt sich ja nicht leugnen. Trotz gewisser Risiken sind wir nach der Analyse hinsichtlich der Marktsituation, der Nachrichtenlage und der politischen Gegebenheiten zu der Einschätzung gelangt, dass ein Investment in venezolanische Anleihen eine durchaus attraktive Chance darstellt, weil das Land immer noch eine vergleichsweise sehr hohe Anleihenrendite bietet. Solche Opportunities finden sich natürlich auch in anderen Regionen, etwa in der Ukraine, im Irak oder auch in Ägypten und Brasilien. Es ist – im Grunde wie bei jedem Investment – eine Sache der Abwägung zwischen Chance und Risiko. Denn überall in den genannten Ländern bieten sich eben derzeit attraktive Investmentchancen, denen natürlich immer gewisse Risiken im Hinblick auf den jeweiligen Newsflow, das politische Umfeld, aber auch die Bereitschaft und die tatsächliche Fähigkeit zur Rückzahlung des Anleihenkapitals gegenüberstehen. Wobei der letztere Punkt insofern eine besondere Bedeutung hat, als man die Frage beantworten muss, ob das jeweilige Land – etwa im Beispiel Venezuela – die Rückzahlung wird selbst vornehmen können oder ob dies nur mit Hilfe oder Unterstützung von

»Auch wenn der Asset Quality Review nun den letzten Schritt in Richtung dieser Bankenunion darstellt, dann ist das ein durchaus wichtiges und mächtiges Zeichen, das damit gesetzt wird.«

Kushal Kumar, Numen Capital

außen möglich sein wird. All das bedarf natürlich vor allem einer intensiven Analysearbeit, wobei vieles eben keine Wissenschaft ist, sondern vielmehr gutes Einschätzungsvermögen voraussetzt. Aber genau das ist es natürlich auch, was diesen Job interessant macht.

Heuser: Im Ihrem Fall, Herr Dowding, geht es beim Management europäischer

Staatsanleihen eher um wenige Basispunkte, die über mehr oder eben auch eine geringere Rendite entscheiden. Nun stellt sich die Frage, wie Sie angesichts des extrem niedrigen Zinsumfelds überhaupt noch eine positive Rendite für Ihre Kunden erzielen können.

Dowding: In naher Zukunft wird es für Anleger in europäischen Anleihen wohl noch bei einer Art verzweifelter Suche nach Rendite bleiben. Von einer Japanisierung ist jetzt die Rede, damit ist eine Situation gemeint, in der die Zinsen im Eurogebiet bereits heute nahe null Prozent stehen und in der das auch auf absehbare Zeit so bleiben wird. Wir haben die deutschen Staatsanleihen in diesem Zusammenhang einmal als so etwas wie den dunklen Stern in einem Universum bezeichnet, das in Richtung dieses Pols von Einzigartigkeit zu kollabieren droht. Dementsprechend sollte es in der nahen Zukunft durchaus noch sinnvoll sein, sich auf der Credit-Seite sowohl von Unternehmens- wie auch Staatsanleihen mit einer Long-Position aufzustellen, weil damit noch Rendite zu erzielen sein wird. Wenn man allerdings den Blick ein wenig weiter ins nächste Jahr hinein wirft, dann scheinen es vor allem politische Risiken zu sein, die immer stärkeres Gewicht bekommen werden. Bewegungen hin zu Parteien außerhalb der traditionellen Mitte sind nicht nur in Großbritannien und Deutschland, sondern auch in Italien und Spanien erkennbar. In einer solchen Situation wird die EZB, die es bisher geschafft hat, an den Rentenmärkten auftauchende Probleme wieder auf eine Art Konvergenzpfad zurückzuführen, nicht mehr in der Lage sein, solche aufkommenden Trends einer stärkeren politischen Divergenz aufzufangen. Daher wird es im kommenden Jahr eher möglich sein, Geld auf der Short-Seite zu verdienen.

Heuser: Gleichzeitig kündigt der deutsche Finanzminister in einer solchen Situation an, dass er im kommenden Jahr erstmals seit 1969 keine Schulden mehr machen will. Wie beurteilen Sie das?

Dowding: Alles, was ich dazu sagen kann, ist: Schön für Herrn Schäuble! Das ist ja ganz toll, wenn der deutsche Finanzminister nicht einmal mehr erkennen kann, dass Deutschland und die deutschen Konsumenten die Einzigen sind, die noch in der Lage wären, Europa aus einem tiefen Loch herauszuholen.



Mark Dowding (BlueBay AM): „Deutschland und die deutschen Konsumenten sind die Einzigen, die Europa noch aus einem tiefen Loch herausholen können.“

Sauren: Eine Frage an Kushal Kumar in diesem Zusammenhang: Sie haben sich meines Wissens ausführlicher mit dem europäischen Bankensektor auseinandergesetzt. Was erwarten Sie im Hinblick auf den anstehenden Asset Quality Review der EZB, der noch vor dem Bankenstresstest erfolgen wird?

Kumar: Das ist in gewisser Weise nur ein Mosaikstein in einem durchaus relevanten Stadium des gesamteuropäischen Projekts. Über die Bondmärkte ist es bereits zu so etwas wie der Vergemeinschaftung von Schulden gekommen. Der zweite Schritt wird nun die Bankenunion sein. Es braucht aus meiner Sicht einfach eine gemeinsame Bankenaufsicht. Aber auch wenn der AQR nun den letzten Schritt in Richtung dieser Bankenunion darstellt, dann ist das ein durchaus wichtiges und mächtiges Zeichen, das damit gesetzt wird. Man sagt, dass die USA die Bereinigung ihres Bankensektors sehr gut hinbekommen haben. Mit der Umsetzung der Bankenunion in der Eurozone hätte Europa wahrscheinlich ebenfalls schon zwei Drittel dieses Wegs hinter sich gebracht. Pessimisten würden vielleicht sagen, es wäre dann gerade einmal die Hälfte geschafft.

Aber wir hätten damit eine Hürde genommen, und es würde erstmals wirklich eine Bankenlandschaft im Eurogebiet erkennbar, die diesen Namen auch verdient hat. Und von diesem Stadium aus wäre es dann nur noch ein kleiner Schritt bis zur nächsten Veränderungswelle im Bankensektor, wenn nämlich Institute, die man eigentlich schon abgeschrieben hat, dann auf einmal zu Übernahmekandidaten werden, nur weil die Bankenunion rasant voranschreitet. Das wäre ein enorm starker Schritt nach vorn für Europa.

Sauren: Wie beurteilen Sie in diesem Zusammenhang die Staaten an der europäischen Peripherie? Wo sind noch Investmentchancen zu erwarten, wenn eine zehnjährige Spanien-Anleihe eine deutlich niedrigere Rendite bietet als das entsprechende Papier in den USA? Und kann das überhaupt lange so bleiben?

Dowding: In diesem Zusammenhang muss man zusätzlich noch auf die Situation in Italien hinweisen. Das Land ist in ernsthaften Schwierigkeiten und zuletzt in elf von zwölf Quartalen geschrumpft. Nun fallen die Preise, und das nominale Bruttoinlandsprodukt schrumpft ebenfalls. Das ist aufgrund der ihr eigenen Dynamik

»In den USA gehört dem jeweiligen Eigentümer nicht nur das Land und seine Nutzungsmöglichkeiten, sondern auch die Bodenschätze und die Verfügungsgewalt darüber.«

**David Whitten,
Henderson, 90 West AM**

eine sehr gefährliche Situation, wenn die Relation Verschuldung zu BIP ein Niveau von 135 Prozent erreicht. Daher würde ich sagen: Wenn es darum geht, in die Eurozone zu investieren, findet man mittlerweile eine höhere Wertigkeit in einem Land wie Lettland, das beim Verhältnis Verschuldung zum BIP eine Relation von 39 Prozent aufweist und ein Wachstum von vier Prozent. Gleichzeitig werden die Staatsanleihen mit einer ähnlichen Rendite gehandelt wie italienische

Staatspapiere. Aber um auf die ursprüngliche Frage zurückzukommen: Rentenmärkte sind ineffizient, und ein Großteil der Kreditrisiken ist nicht wirklich eingepreist. Es mag in dem einen oder anderen Land durchaus Investmentchancen geben, aber man muss seine Hausaufgaben sehr gut erledigen, weil in dem einen Land ganz klar größere Risiken bestehen als in einem anderen Land.

Heuser: Herr Durand, müssen Sie als Fondsmanager für Emerging Markets Bonds vor diesem Hintergrund nicht schon längst in Länder wie Griechenland, Italien oder Spanien investieren, weil diese Staaten mittlerweile eigentlich schon eher Schwellenländer sind?

Durand: Wir haben das im Fall von Zypern und Griechenland durchaus schon getan. In Italien und Spanien waren wir bisher mit unseren Fonds nicht investiert, weil die entsprechenden Papiere noch nicht das Niveau von wirklich notleidenden Anleihen erreicht haben. Aber es gibt unter meinen Mitbewerbern natürlich immer häufiger die Tendenz, in solchen Ländern zu investieren – umso mehr, als die Wahrscheinlichkeit von weiteren Umschuldungsmaßnahmen in Europa zunehmen dürfte. Entsprechend werden immer mehr Emerging-Markets-Rentenfonds auf den Zug aufspringen.

Dowding: Ich frage mich, ob es überhaupt noch einen Grund gibt, bei der herkömmlichen Klassifizierung in Schwellenländer und entwickelte Länder zu bleiben. Das ist doch mittlerweile vollkommen irreführend. Begriffe wie Emerging und Developed Markets waren sinnvoll in einer Welt, in der das eine für Länder mit hohem Kreditrisiko stand und das andere für Länder, die kein Kreditrisiko aufwiesen. Heutzutage sitzen alle im selben Boot. Daher ist die Unterscheidung regelrecht anachronistisch. Aber es ist schon interessant, wie stark und wie lang die Welt, auch die Börsenwelt, an unterschiedlichen Trading Desks, Indizes und auch Produkten festhält. An solchen Übergangspunkten in der Geschichte ergeben sich häufig außergewöhnliche Gelegenheiten oder Chancen, die man nutzen kann. Ich bin gespannt, wann die Welt tatsächlich aufhören wird, Emerging Markets als Schwellenländer wahrzunehmen.

Heuser: Ich bedanke mich für eine interessante Diskussion. FP