



Die Diskussionssteilnehmer (v. l. n. r.): Bill Miller (Legg Mason), Leo Perry (Ennismore FM), Peter E. Huber (Starcapital), Cormac Weldon (Artemis IM), Olgerd Eichler (Mainfirst AM), Eckhard Sauren (Sauren Fonds-Service), Klaus Kaldemorgen (Deutsche AWM)

# Breites Meinungsspektrum

Anlässlich der Sauren Golden Awards baten wir die diesjährigen Preisträger zu einer Diskussion über die Aussichten an den Kapitalmärkten. Die Einschätzungen der Topmanager weisen eine beträchtliche Bandbreite auf.

**Hans Heuser (FONDS professionell): Aktuell diskutiert die gesamte Investmentwelt über China und die Entwicklungen rund um die Währung und den Kapitalmarkt des Landes. Parallel dazu blicken alle gebannt auf die USA und die dort anstehende Zinsentscheidung. Wie beurteilen Sie die das makroökonomische Umfeld vor diesem Hintergrund?**

*Klaus Kaldemorgen (Deutsche AWM):* Aus meiner Sicht haben die Investoren durchaus realisiert, dass sie ihre Wachstumserwartungen angesichts der Entwicklungen in China nach unten revidieren müssen. Und dieser Prozess ist noch nicht zu Ende. Die meisten Ökonomen liegen mit ihren Wachstumserwartungen meines Erachtens aber noch immer zu hoch. Das ist angesichts dessen, dass sich China in Bezug auf tatsächliche Zahlen nun wirklich nicht als transparent erweist, auch nicht überraschend. Deshalb dauert es wahrscheinlich noch eine gewisse Zeit, bis die Auswirkungen verlässlich einge-

schätzt werden können. Die Kapitalmärkte haben inzwischen eine ernste Abschwächung des weltweiten Wachstums eingepreist. Das ist aus meiner Sicht ein wenig übertrieben.

**»In einem Land wie China, das seinen Bürgern vorschreibt, wie viele Kinder sie haben dürfen, wird ein Unternehmer einem Analysten sicher nicht über alle Probleme berichten, vor denen seine Firma je nach der wirtschaftlichen Lage gerade steht.«**

*Cormac Weldon, Artemis IM*

Zum Teil waren diese Furcht und die scharfe Reaktion sicher geprägt von Enttäuschung über die Reaktion der Politik in China. Bisher war stets davon die Rede, dass es immer dann zu Kursdruck kam, wenn Chinas

Wachstum sich abgeschwächt hat. Gleichzeitig ist man aber immer davon ausgegangen, dass das Land über genügend Ressourcen verfügt, um mit der jeweiligen Situation umzugehen. Nun müssen wir feststellen, dass der Kaiser offenbar ohne Kleider dasteht. Denn die Antwort aus dem politischen China war gelinde gesagt nicht sehr überzeugend. Es war vor allem keine Antwort im Sinne freier Märkte. Vielmehr hat die chinesische Führung versucht, nach altem Muster mit der Situation umzugehen. Nun rätselt jeder, wie es dort weitergehen wird.

*Bill Miller (Legg Mason):* Ich glaube allerdings, man sollte dabei eines nicht vergessen: Die Geschehnisse in China werden eher so etwas wie einen psychologischen Effekt haben, zumindest auf die Börsenentwicklung in den USA. Es sind schließlich gerade einmal zwei Prozent der Erträge im S&P 500 Index, die aus China stammen. Außerdem haben wir keinerlei Hinweis darauf, dass es eine statistisch ernst zu nehmende Korrela-

tion zwischen dem chinesischen und dem US-Aktienmarkt gibt. Zudem ist die Entwicklung ja nicht wirklich neu, sie ist nur psychologisch relevanter geworden. Aber wir alle wussten doch schon vorher, dass Chinas Wachstum sich verlangsamt, auch wenn man den offiziellen Zahlen nicht im Mindesten trauen kann. Die Angaben mögen direktionale korrekt sein, aber es fällt doch auf, dass es nie zu einer nachträglichen Korrektur der Zahlen gekommen ist, während die Angaben zum Bruttoinlandsprodukt in den USA zum Teil noch zehn Jahre nach ihrer Veröffentlichung offiziell revidiert wurden. Das wird zudem sehr deutlich, wenn man Chinas Wachstumswahlen mit jenen von Singapur vergleicht, wo es sowohl schon zu einer nachträglichen Revision der Zahlen als auch zu einer zeitweisen Abschwächung des Wachstums gekommen ist. Was die Situation in China meines Erachtens allerdings verschlimmert, das ist die Tatsache eines Übergangs von einer investitionsgetriebenen hin zu einer vom Konsum getragenen Wirtschaft.

*Cormac Weldon (Artemis IM):* Wenn man dann noch einbezieht, dass als Antwort Chinas auf die Kursrückgänge eine gleichzeitige Währungsabwertung stattgefunden hat – dahingestellt, ob wir nun am Anfang oder schon wieder am Ende dieses Prozesses stehen –, dann muss man auch in Betracht ziehen, dass damit deflationäre Kräfte verbunden sind, die zumindest einen Einfluss auf die Inflationserwartungen weltweit haben werden. Und vielleicht noch kurz zum zweiten Teil der Eingangsfrage: Man muss sich schon klar machen, dass die USA zur gleichen Zeit, da das globale weltweite Wachstum nach unten revidiert wird, kurz vor ihrem ersten Schritt zu einer Zinserhöhung stehen. Schon die Auseinandersetzung mit höheren Zinsen hat ausgereicht, um außerhalb der Vereinigten Staaten Fragen aufzuwerfen und auf Risiken in den Schwellenländern aufmerksam zu machen.

*Eckhard Sauren (Sauren Fonds-Service):* **Herr Eichler, wie wichtig ist es für Sie als Fondsmanager für europäische Aktien, was da gerade in China passiert?**

*Olgerd Eichler (Mainfirst AM):* Die Situation in China ist insofern interessant für die europäischen Aktienmärkte, als China der viertwichtigste Handelspartner von Deutschland ist. Schon anhand nur dieser Zahl wird deut-

lich, dass die Entwicklung dort schon von einer hohen Bedeutung ist. Ich erwarte allerdings nicht, dass es in dem Land zu einer Stagnation kommen wird. Es mag durchaus einen deutlichen Rückgang des Wachstums geben, aber am Ende wird der Regierung einmal mehr nichts anderes übrig bleiben, als für eine Stimulierung dieses Wachstums zu sorgen. Der chinesischen Regierung bleibt gar keine andere Wahl, als mit allen Mitteln sicherzustellen, dass diese Volkswirtschaft weiter wächst. Vielleicht werden wir dann nur noch drei, vier oder fünf Prozent Wachstum in China sehen und nicht mehr die sieben Prozent oder mehr wie in der Vergangenheit. Das wird zu Anpassungen führen, zumindest werden die exportorientierten Unternehmen in Europa ihre Prognosen nach unten anpassen müssen. Dennoch: Unterm Strich ist das für mich nichts, was mir besondere Sorgen bereitet – zum einen weil die Konjunktur in Europa insgesamt definitiv im Aufwärtstrend ist: Wir beobachten hier eine Ausweitung des Bruttoinlandsprodukts, die mehr als ein Prozent ausmachen wird, und zwar für längere Zeit, um einmal zwei Jahre nach vorn zu schauen. Außerdem bin ich davon überzeugt, dass Herr Draghi extrem ent-

**»Trauen die Märkte den Notenbanken wirklich noch zu, unter QE alles retten zu können, nachdem die Schweizer Nationalbank ihren Währungskurs freigegeben hat und auch China nicht in der Lage war, seine Märkte zu schützen?«**

*Eckhard Sauren, Sauren Fonds-Service*

schlossen ist, die Zinsen sehr, sehr niedrig zu halten. Gleichzeitig werden die M&A-Aktivitäten weiter anhalten, und es wird zu Restrukturierungen und einer vermehrten Aktivität an den Kapitalmärkten kommen. Natürlich darf man in diesem Zusammenhang nicht den amerikanischen Aktienmarkt aus dem Blick verlieren, der immerhin einen großen Teil des Weltmarktes ausmacht und von erheblicher Bedeutung für die europäischen Unternehmen ist. Speziell die Entwicklung



Klaus Kaldemorgen: „Die meisten Ökonomen liegen meines Erachtens nach immer noch zu hoch, was ihre Erwartungen an das Wachstum angeht.“

der dortigen Kapitalmärkte ist von besonderer Relevanz. Aber ich glaube, die Federal Reserve wird nicht mehr unternehmen, als die Zinsen zu normalisieren. Die Notenbank hat kein Interesse daran, die Wirtschaft abzukühlen, sie will lediglich das Zinsniveau ein wenig anheben, gewissermaßen um ihr Pulver trocken zu halten und eventuell die Möglichkeit zu haben, zu reagieren, falls es eben doch zu einer Abschwächung der Wirtschaft kommen sollte. Daher bin ich davon überzeugt, dass die Notenbank kein Niveau der Zinsen für zehnjährige Staatsanleihen akzeptieren wird, das über drei Prozent liegt – ein Niveau, auf dem die Zinsen in den vergangenen Jahren nur ein einziges Mal gestanden sind. Aus diesem Grund bin ich durchaus davon überzeugt, dass wir uns insgesamt in einem ziemlich guten Umfeld für Aktien als einer Art Renditepool befinden. Was speziell europäische Aktien angeht, so haben diese aus meiner Sicht in der jüngeren Zeit allzu stark gelitten. In sechs bis neun Monaten werden wir mehr Klarheit haben, und meine Erwartung ist, dass nur sehr wenige Unternehmen zu wirklich spürbaren Korrekturen ihrer Erwartungen gezwungen sein werden.





Peter E. Huber: „Wenn das Wachstum niedrig bleibt, wird den Zentralbanken nichts anderes übrig bleiben, als weitere QE-Programme aufzulegen.“

**Heuser: Allerdings muss man doch eines bedenken: Während China zwar für nur rund 15 Prozent der Erträge europäischer Unternehmen steht, kommen dagegen rund 40 Prozent des Wachstums dieser Unternehmen aus China. Stellt aus dieser Sicht nicht die aktuelle Bewertung an den europäischen Aktienmärkten ein Problem dar?**

*Eichler:* Um es an einem konkreten Beispiel zu erläutern: Ich war heute zu einem Gespräch bei Thyssen. Das Chinageschäft beträgt bei diesem Unternehmen über alle Geschäftsbereiche hinweg rund acht Prozent und ist in den vergangenen Jahren mit fast zweistelligen Raten gewachsen. Und Thyssen geht davon aus, dass es rund ein, vielleicht zwei Prozent dieses Geschäfts verlieren wird, nur um ein Beispiel von mehreren zu nennen, die man anführen könnte. Natürlich sieht das bei anderen Gesellschaften wie BMW oder Volkswagen erheblich anders aus, für die China inzwischen den wichtigsten Absatzmarkt weltweit darstellt und das vielleicht 40 Prozent der Erträge ausmacht. Aber man muss schon unterscheiden zwischen dem Wachstum und der derzeitigen

Bedeutung des Geschäfts. Ich erwarte, dass es nicht schrumpfen wird, aber es wird ohne Zweifel ein geringeres Wachstum aufweisen. Nehmen wir an, der Automobilmarkt in China wird künftig nicht mit Raten von 50 Prozent wachsen wie in den vergangenen fünf oder zehn Jahren, sondern nur mit einstelligen Raten. Dann haben wir natürlich eine Situation, in der sich die Ertragsdynamik verlangsamt, aber es wird immer noch eine Verbesserung des Geschäfts bedeuten, wenn auch auf sehr viel niedrigerem Niveau. Deshalb scheint mir die sehr viel kritischere Frage zu sein, wie scharf der Preiswettbewerb sein wird, zumal mehr und mehr chinesische Verbraucher auf heimische Produkte zurückgreifen, statt europäische oder japanische Autos zu kaufen. Für Produkte mit hohen Margen – das gilt auch für Luxuswaren – könnte es natürlich zu einem Stillstand des Wachstums kommen. Ich erwarte keinen Rückgang, aber es wird ein sehr viel langsames Wachstum sein. Unterm Strich bedeutet das: Es wird eine Anpassung der Erwartungen geben müssen, aber es ist keine Welt, in der der chinesische Markt die wirtschaftliche Situation europäischer Unternehmen vor eine große Herausforderung stellen wird.

**» Die Geschehnisse in China werden eher so etwas wie einen psychologischen Effekt haben, zumindest auf die Börsenentwicklung in den USA. Es sind schließlich gerade einmal zwei Prozent der Erträge im S&P 500 Index, die aus China stammen. «**

*Bill Miller, Legg Mason*

*Kaldemorgen:* Das sehe ich deutlich anders. Ich höre natürlich auch immer wieder das Argument, dass China ja nur für einen geringen prozentualen Teil des europäischen Bruttoinlandsprodukts steht. Aber wir sollten nicht nur auf die direkten Fakten und Auswirkungen schauen, die für eine Verlangsamung der Exportwirtschaft sorgen dürften. Denn wir werden es mit einer Art Multiplikatoreffekt zu tun haben. Viele Unternehmen haben in neue – wahrscheinlich zu hohe –

Kapazitäten investiert. Diese werden nun wohl aufgrund des langsameren Wachstums in China nicht wie erwartet ausgelastet sein. Nahezu jede Gesellschaft, die Waren nach China sendet oder in China produziert, wird ihre Investitions- und Geschäftspläne überarbeiten müssen. Das wird Auswirkungen haben, etwa im Maschinenbau oder bei Unternehmen aus dem Automationsbereich, aber auch in vielen anderen Branchen. Die Investitionstätigkeit der Unternehmen wird in der Zeit, die vor uns liegt, deutlich niedriger sein als in der Vergangenheit. Und es wird dieser Multiplikatoreffekt sein, aufgrund dessen das Wachstum in Europa und in der Welt niedriger sein wird. Außerdem sollten wir eines nicht vergessen: China ist ja nicht das einzige Schwellenland, das in einer schwierigen Situation ist, auch Russland, Brasilien und Mexiko stehen unter Druck. Und der niedrigere Ölpreis sorgt schließlich auch nicht überall für Begeisterung. All das belastet das Wachstum in der Welt.

**Heuser: Was bedeutet das andererseits für die Zinsseite, Herr Huber?**

*Peter E. Huber (Starcapital):* Wenn das Wachstum niedrig bleibt – und davon gehe auch ich aus –, dann wird den Zentralbanken nichts anderes übrig bleiben, als weitere Quantitative-Easing-Programme aufzulegen. Daher erwarte ich, dass die Zinsen noch für lange Zeit niedrig bleiben werden. Das ist zunächst einmal kein schlechtes Umfeld für Aktien, ich würde sogar so weit gehen zu sagen, dass es ein besseres Umfeld ist als ein wirtschaftlicher Boom. Natürlich sind die Daten aus China nicht korrekt, so wie sie publiziert werden, aber was die Konsequenzen daraus angeht, sollte man hinsichtlich des tatsächlichen Anteils an den Erträgen von Unternehmen eines bedenken: Die USA haben einen Anteil von rund 26 Prozent an den Erträgen weltweit, China liegt dagegen bei 14 Prozent. Gleichzeitig weist China eine Marktkapitalisierung von 900 Milliarden US-Dollar auf, dem steht ein Wert von 19.000 Milliarden US-Dollar für den amerikanischen Aktienmarkt gegenüber. Das zeigt doch eines: China mag ein Schwellenland sein, das sich in einem Transformationsprozess befindet. Aber das Land hat einen enormen Schritt in Richtung Spitzentechnologie gemacht, und es ist im Einsatz und der Produktion von Robotern schon heute führend in der Welt. Das Land befindet sich sozusagen



Bill Miller: „Speziell im Immobiliensektor, aber auch bei Fluglinien und Finanzwerten bieten sich zum Teil sehr gute Gelegenheiten.“

auf dem Technologie-Highway und wird mit Sicherheit zu einem wirklich ernst zu nehmenden Gegner für andere Volkswirtschaften werden.

**Heuser:** Aber noch einmal nachgefragt: Was meinen Sie genau, wenn Sie sagen, es werde mehr QE-Maßnahmen geben?

**Huber:** Es werden vielleicht ein oder zwei Zinsschritte sein, die die amerikanische Notenbank vollziehen wird, aber nicht mehr. Und eventuell wird sie diese Schritte sogar schon bald wieder zurücknehmen müssen, nämlich dann, wenn die US-Wirtschaft sich aufgrund der vorherigen Zinserhöhungen wieder abkühlt.

**Eichler:** Ich würde sogar noch einen Schritt weiter gehen. In einer langfristigen Perspektive von, sagen wir, 24 Monaten scheint mir die Situation in den USA sehr viel schwieriger zu beurteilen zu sein. Nach nunmehr sechs Jahren einer wirtschaftlichen Aufschwungphase bei gleichzeitig extrem niedrigen Zinsen und Gewinnen, die neue Höchststände erreicht haben, und extrem hohen M&A-Aktivitäten ist es die Zukunft der

dortigen Wirtschaft, die mit einigen Fragezeichen zu versehen ist. Die Entwicklung in China wird meines Erachtens zu beherrschen sein. Es wird vielleicht einige Prozentpunkte an Ausweitung des globalen Bruttoinlandsprodukts kosten, aber die Situation in den westlichen Ländern ist nun einmal nicht mit Japan oder einem anderen Nachbarland Chinas vergleichbar, die sehr viel stärker von der dortigen Wirtschaftsentwicklung betroffen sind. Daher mag das Land derzeit sozusagen das heiße Thema der Märkte sein, aber seine wirtschaftliche Verfassung wird die weitere Entwicklung der Kapitalmärkte außerhalb von Asien nicht wirklich nennenswert beeinträchtigen oder verzögern.

**Weldon:** Ich würde gern darauf zurückkommen, was Peter Huber angesprochen hat, denn ich bin schon seit Langem ein ausgesprochener China-Skeptiker. Wenn wir betrachten, wie sich die Berichterstattung der US-Unternehmen in den letzten Jahren weiterentwickelt hat und wie sich auch die Bereitschaft, bestimmte Daten zu veröffentlichen, verbessert hat, dann kann ich nur bezweifeln, ob die Chinesen überhaupt mental zu einer so umfangreichen und professionellen Unternehmensberichterstattung bereit und in der Lage sein

**»Es werden vielleicht ein oder zwei Zinsschritte sein, die die US-Notenbank vollziehen wird, aber nicht mehr. Und eventuell wird sie diese Schritte sogar schon bald wieder zurücknehmen müssen, nämlich dann, wenn die US-Wirtschaft sich wieder abkühlt.«**

**Peter E. Huber, Starcapital**

werden. In einem Land, das seinen Bürgern vorschreibt, wie viele Kinder sie haben dürfen, wird ein Unternehmer einem Analysten sicher nicht über alle Probleme berichten, vor denen seine Firma je nach der wirtschaftlichen Lage gerade steht. Wir sprechen immerhin von einem Land, in dem große Unternehmen auf der Basis von gestohlenem geistigem Eigentum aufgebaut wurden. Deswegen bin ich nicht so sicher, ob die Situation dort wirklich so einfach zu managen sein wird.

**Eichler:** Muss man daraus schließen, dass Sie von einer Rezession in China ausgehen?

**Weldon:** So weit wird es wahrscheinlich nicht kommen. Aber es ist doch schon bemerkenswert, dass obwohl, wie eben bemerkt, nur zwei Prozent der Erträge im S&P 500 Index aus China stammen, rund 40 Prozent der US-Unternehmen während der letzten Berichtssaison die dortige Situation in ihren Stellungnahmen erwähnt oder aufgegriffen haben. Daher wird es vielleicht eine Art Stimmungstreiber sein, aber es wird am Ende keine große Bedeutung für die etablierten Märkte haben, allenfalls im Zusammenhang mit den Entwicklungen in anderen Emerging Markets. Aber unabhängig davon, ob die Profitabilität von US-Unternehmen im kommenden Jahr nach einen flachen Verlauf 2015 wieder ansteigen wird: Am Ende wird es sehr stark auf das richtige Stockpicking ankommen, um als Investor erfolgreich zu sein.

**Sauren:** Stockpicking ist das richtige Stichwort für Leo Perry. Was ist Ihre Erwartung hinsichtlich der weiteren Entwicklung der Kapitalmärkte?

**Leo Perry (Ennismore):** Als ein Haus, das ausschließlich auf die gezielte Auswahl von Einzelwerten anhand eines Bottom-up-Ansatzes setzt, stellen wir naturgemäß keine umfangreichen makroökonomischen Analysen oder entsprechendes Research an. Aber eines möchte ich schon einwenden: Lediglich festzustellen, dass China und die dortigen Unternehmen nicht transparent sind, ist aus meiner Sicht schon extrem großzügig gegenüber dem Land. Immerhin hat es eine Reihe von echten Betrugsfällen seitens chinesischer Unternehmen gegeben, einige davon auch hier in Deutschland. Aus diesem Grund sollte man aus meiner Sicht als Fondsmanager ohnehin vorsichtig sein im Umgang mit Unternehmen, die einen allzu starken Bezug zu China haben.

**Sauren:** Aber bleiben wir doch beim Thema Stockpicking. Wo sind die guten Einzelideen bei den Teilnehmern in dieser Runde?

**Miller:** Einmal abgesehen von rohstoffbezogenen Sektoren gibt es aus meiner Sicht in nahezu jeder Branche des US-Marktes durchaus interessante Anlagechancen in den unterschiedlichsten Branchen. Speziell im Immo-





Leo Perry: „Wir haben uns auf europäische Small Caps spezialisiert, weil deren Attraktivität in einem Fehlen von entsprechendem Sell-Side-Research besteht.“

biliensektor, aber auch bei Fluglinien und Finanzwerten bieten sich zum Teil sehr gute Gelegenheiten.

**Heuser: Was macht denn gerade Fluglinien so interessant?**

*Miller:* Nach Jahrzehnten von erschreckend schlechten Erträgen ohne große Nettogewinnen sehen die Aussichten für diese Branche aus meiner Sicht sehr gut aus. Die vier größten Gesellschaften vereinen mittlerweile rund 90 Prozent des gesamten Geschäfts auf sich – mit deutlich höheren Margen in den kommenden beiden Jahren. Die Kurse könnten schon jetzt sehr viel höher stehen. Wenn etwa Delta Airlines ein Junkbond und nicht die größte Fluglinie in den USA wäre, dann würde das Papier aus meiner Sicht schon heute beim Doppelten seines aktuellen Kurses notieren. Entsprechend gehören American Airlines und Delta Airlines zu den größten Positionen in meinem Fonds. Was speziell den Häusermarkt interessant macht, das ist die Tatsache, dass wir es hier mit einem der wenigen Sektoren zu tun haben, der sich noch nicht wieder erholt hat so wie andere Teile der US-Wirtschaft. Ein Beispiel: Wäh-

rend ein Bauunternehmen wie Lennar im Jahr 2005 noch 57.000 Häuser errichtet und abgeliefert hat, waren es im vergangenen Jahr gerade einmal 22.000 Häuser. Die Bestände sind zudem aktuell relativ niedrig, sodass die entsprechenden Unternehmen vor einer Erholungsphase stehen, die durchaus noch eine geraume Weile anhalten dürfte. Gleichzeitig notieren viele dieser Werte unterhalb des durchschnittlichen Kurs-Gewinn-Verhältnisses am Markt. Deshalb gehen wir davon aus, dass es hier zu einem deutlich anziehenden Wachstum kommen wird, das in den nächsten drei bis fünf Jahren zwischen 15 und 20 Prozent betragen dürfte. Und selbst wenn ein Wert wie die genannte Lennar Corporation in diesem Zeitraum wieder ein Niveau von 57.000 fertiggestellten Häusern pro Jahr erreichen sollte, dann wäre das immer noch keine Blasenbildung in diesem Sektor, allenfalls eine zyklische Spitze.

*Perry:* Vielleicht kurz vorab: Wir haben uns auf den Bereich europäische Small Caps spezialisiert, weil deren Attraktivität in einem Fehlen von entsprechendem Sell-Side-Research besteht. Daher haben wir im Prinzip keinen Ansatz, der sich an bestimmten Themen, Sektoren oder unterneh-

**» Was wir aktuell erleben, ist doch lediglich eine Korrektur an den Kapitalmärkten. Aber viele Leute sehen darin schon wieder die Rückkehr der Krise von 2008. «**

*Leo Perry, Ennismore FM*

menspolitischen Entscheidungen orientiert. Einer der größten Werte in unserem Fonds ist die norwegische Gesellschaft Oslo Bors Holding. Das Unternehmen ist im Jahr 2001 entstanden, als die Oslo Stock Exchange in eine Aktiengesellschaft umgewandelt wurde. Es ist allerdings nach wie vor nicht an der norwegischen Börse notiert, weil die Regierung in Oslo damit verhindern wollte, dass das Unternehmen allzu leicht von einem Konkurrenten übernommen werden könnte. Entsprechend verfügt die Gesellschaft über ein fast

monopolartiges Geschäftsmodell und bietet derzeit eine Dividendenrendite von acht Prozent. Aus unserer Sicht ist das insgesamt ein qualitativ sehr hochwertiges Geschäft auf einem derzeit sehr fairen Bewertungsniveau, ganz einfach weil es von sehr vielen Marktteilnehmern sozusagen übersehen wird.

**Sauren: Herr Weldon, Sie haben eine ganz andere Herangehensweise an Ihre Investments, Sie schauen sehr wohl auf die makroökonomischen Bedingungen wie auch auf die Zinssituation, bevor Sie sich für ein Investment entscheiden. Wo finden Sie Ihre Favoriten?**

*Weldon:* Für uns ist vor allem wichtig, mit unseren Investments ein attraktives Rendite-Risiko-Verhältnis zu erzielen. Deshalb steht das bereits angesprochene Immobilienthema auch bei uns auf der Kaufliste, wobei wir eher die Zulieferer und den privaten Häusermarkt favorisieren. Eine attraktive Branche aus meiner Sicht sind auch die Hersteller von Videospiele. Die Überlegung dahinter: Natürlich spielen gesamtwirtschaftliche Betrachtungen eine wesentliche Rolle, aber getrieben wird deren Entwicklung am Ende von Menschen, die etwas kaufen oder nachfragen. Deshalb denken wir bei unseren Investments weniger über die Wirtschaft insgesamt nach, sondern lassen uns vielmehr von anderen Überlegungen leiten, beispielsweise der Frage, wie viele X-Boxen und Play Stations eigentlich in den Wohn- und Schlafzimmern amerikanischer Haushalte stehen. In einem weiteren Schritt versuchen wir zu identifizieren, wer davon am ehesten profitieren wird – und erkennen dann, dass es die Hersteller von Videospiele wie „Fifa“, „Mad Man“, „American Football“ oder „Call of Duty“ sein werden. Das ist sozusagen der oberste Treiber. Allerdings gibt es bei den Herstellern dieser Spiele noch einen weiteren Treiber, der sich zudem sehr günstig auf deren Ertragslage auswirken wird, und das ist die zunehmende Zahl von Internetdownloads solcher Spiele. Denn das hat insofern eine Art Hebeleffekt, als bei einem angenommenen Preis von 60 US-Dollar rund 15 Dollar beim Einzelhändler verbleiben, während dieser Betrag beim Download über das Internet in der Kasse des Herstellers verbleibt.

**Heuser: An dieser Stelle ist es vielleicht interessant, von Klaus Kaldemorgen zu erfahren, wie hoch der Aktien- beziehungs-**



Cormac Weldon: „Besondere Bewegungen in den Rentenmärkten sind natürlich von besonderer Bedeutung auch für die Aktienmärkte.“

**weise Rentenanteil in seinem Multi-Asset-Fonds ist.**

*Kaldemorgen:* Ich will gar nicht verleugnen, dass die Aktie sicherlich die attraktivste Assetklasse ist. Unglücklicherweise ist sie aber keine risikofreie Assetklasse. Aus diesem Grund muss ich innerhalb eines Total-Return-Portfolios natürlich immer eine ausreichende Balance zwischen risikoreichen Anlagen und risikoärmeren Investments im Auge behalten. Diese Überlegung bestimmt im Wesentlichen die Quote, die ich in Aktien investieren kann – in einem Markt, der aktuell von einer extrem hohen Volatilität gekennzeichnet ist. Aus einer Makroperspektive betrachtet lassen sich diese Risiken schon dadurch erheblich reduzieren, dass ich Schwellenländer meide und möglichst in europäische und amerikanische Aktien investiere. Denn Unternehmen aus diesen Regionen werden sicherlich mit einer von geringeren Wachstumsraten geprägten Situation sehr viel besser umgehen können als Unternehmen aus Schwellenländern. Ich bevorzuge vor allem konsumnahe Werte, die einen gewissen defensiven Charakter aufweisen. Ich würde dagegen solche Unterneh-

men meiden, die gerade hohe Investitionsausgaben vor sich haben, aber auch Aktien aus Branchen wie Energie und Rohstoffe. Aktuell sind knapp 40 Prozent des Fonds in Aktien investiert.

*Sauren:* **Was die andere Assetklasse angeht, haben Sie vor Kurzem in einem Interview geäußert, dass die Alternative zu Aktien derzeit eher im Cashbereich zu finden ist, weniger bei Anleihen. Wie ist das zu verstehen?**

*Kaldemorgen:* Im Grunde spielt es derzeit eigentlich keine Rolle, ob man in Cash oder Anleihen investiert. Denn in der aktuellen Niedrigzinsphase ist der damit zu erzielende Ertrag ja nahezu der gleiche. Was ich mit dieser Äußerung gemeint habe, ist die Tatsache, dass ich es derzeit bewusst vermeide, eine zu hohe Duration und die damit verbundenen Risiken auf der Bondseite meines Portfolios zu haben. In diesen Tagen muss man als Fondsmanager einfach akzeptieren, dass reine Geldmarktanlagen einen negativen Ertrag aufweisen. Deshalb versuche ich durch eine bewusste Mischung von kurz laufenden Staatsanleihen, sozusagen als Cash-Alternative, auf der einen Seite sowie ausgewählten High-Yield-Anla-

**» Man muss sich doch die Frage stellen, wem man denn wohl eher trauen sollte: den Politikern, den Zentralbankern oder den Unternehmenslenkern? Ich ziehe es jedenfalls vor, Aktien zu halten anstelle von Papiergeld oder Schuldscheinen.«**

*Olgerd Eichler, Mainfirst AM*

gen und Anleihen aus dem Energiesektor auf der anderen Seite einen angemessenen Ertrag zu erzielen. Gerade Letztere haben ja zum Teil erhebliche Kursrückgänge erlitten.

*Heuser:* **Herr Huber, Sie scheinen die Situation durchaus etwas anders zu beurteilen, wenn es immer noch stimmt, dass Sie rund 40 Prozent Ihres Rentenportfolios in Cash halten. Oder sind Sie mitt-**

**lerweile auf interessante Alternativen gestoßen?**

*Huber:* Für meine Rentenportfolios stimmt die Zahl nach wie vor, wir halten darüber hinaus rund 25 Prozent im sogenannten Cross-Border-Segment von Unternehmensanleihen, also eine Mischung aus „BBB“- und „BB“-gerateten Unternehmensanleihen, um darüber eine Art Balanced-Risk-Portfolio zu erhalten. Aber wir brauchen die hohe Cashquote, denn wir sehen durchaus Liquiditätsprobleme auf die Kapitalmärkte zukommen. Die Banken ziehen sich immer stärker als Market Maker zurück, und daher könnte es zu einem erheblichen Druck kommen.

*Sauren:* **Meinen Sie Druck auf den Sektor der Unternehmensanleihen?**

*Huber:* Ganz genau. Und wenn es dazu kommt, dann wollen wir als Contrarian-Investor natürlich genügend liquide Mittel bereithalten, um sich bietende Chancen ergreifen zu können. In dieser Rolle mögen wir gerade solche Investments, die von anderen bewusst gemieden werden. Ich habe beispielsweise begonnen, Aktien aus dem Rohstoffsektor wie etwa Freemont oder Anglo American zu kaufen. Außerdem bin ich jüngst erst in eine Anleihe von Petrobras eingestiegen, die eine Rendite von 9,3 Prozent aufweist. Wichtig für mich ist dabei lediglich die Zuversicht, dass die Anleihe auch tatsächlich zurückgezahlt wird. Was in der Zwischenzeit passiert, ist für mich nicht entscheidend.

*Kaldemorgen:* Wenn man als Investor tatsächlich angemessen bezahlt wird für die Risiken, die man eingeht, dann kann so etwas durchaus ein interessantes Investment sein, zumindest auf der Bondseite. Am Aktienmarkt kann es sich allerdings als erheblich schmerzlicher herausstellen, als Contrarian zu agieren, also gegen den Strom zu schwimmen. Ich kenne einige Kollegen, die noch vor zwei, drei oder vier Monaten verstärkt in Energie- und Rohstoffaktien investiert haben. Deren Risikoappetit ist mittlerweile, so glaube ich, deutlich geringer geworden.

*Huber:* Man muss natürlich den richtigen Zeitpunkt erwischen. Eine solche Strategie ist keine Frage der Qualität eines Unternehmens, das hinter einer entsprechenden Aktie steht. Denn man muss sich doch einmal die Frage stellen, was eine sogenannte Qualitäts-





Eckhard Sauren: „Inwieweit spielt die Liquidität an den Rentenmärkten eine Rolle für Sie, vor allem vor dem Hintergrund der Erfahrungen aus dem Jahr 2008?“

aktie eigentlich ist. Im Grunde doch meist nichts anderes als eine Aktie, die über mehrere Jahre einen erheblichen Kursaufschwung erlebt hat. Nehmen Sie als bestes Beispiel den deutschen Wert RWE. Auch das war früher einmal ein Topqualitätswert.

*Kaldemorgen:* Ich würde Ihnen sogar zustimmen, dass es keine Frage der Qualität ist. Es geht darum, die richtige Balance zwischen dem Risiko, das man als Investor eingeht, und dem Ertrag, den man mit einem Investment generieren kann, zu finden. Und wenn das Risiko erheblich höher ist als der Ertrag, den man bekommt, dann ist es, vereinfacht gesagt, lediglich ein schlechtes Investment gewesen.

*Heuser:* **Wird das Risiko im Anleihemarkt derzeit denn angemessen bezahlt?**

*Kaldemorgen:* Wenn man derzeit im Bondbereich der Energieversorger eine Rendite von zehn Prozent erzielen kann, dann kann man aus meiner Sicht schon sagen, dass das ein angemessenes Entgelt für das eingegangene Risiko darstellt. Aber es kommt natürlich auf den Einzelfall an. Ob Investoren der-

zeit am Aktienmarkt tatsächlich eine angemessene Bezahlung für ihr Risiko bekommen, sei einmal dahingestellt. Zumindest bei Rohstoffwerten und Aktien aus sehr stark zyklischen Sektoren sind die Risiken meiner Meinung nach derzeit sehr viel höher als der Ertrag, den ich über eine gewisse Zeit daraus erwarten darf.

*Huber:* Aber auch bei Aktien kommt es durchaus auf den Einzelfall an. Ein gutes Beispiel in diesem Zusammenhang ist eine Aktie wie Teck Resources. Im letzten Zyklus habe ich den Wert zu einem Kurs von drei Dollar gekauft und am Ende für rund 20 Dollar wieder verkauft. Daher kann der Ertrag durchaus sehr hoch sein, wenn man mit seiner Einschätzung richtigliegt.

*Sauren:* **Eine Frage an die Aktienmanager: Inwieweit spielt die Liquidität an den Rentenmärkten eine Rolle für Sie, vor allem vor dem Hintergrund der Erfahrungen aus dem Jahr 2008? Damals haben wir erlebt, wie Liquiditätsproble-**

**me im Rentenmarkt sich sozusagen direkt in den Aktienmärkten niederschlugen. Ist**

**»Ob Investoren derzeit am Aktienmarkt tatsächlich eine angemessene Bezahlung für ihr Risiko bekommen, sei einmal dahingestellt.«**

*Klaus Kaldemorgen, Deutsche AWM*

**das ein Makrothema, das Sie besonders beobachten?**

*Weldon:* Besondere Bewegungen auf den Rentenmärkten sind natürlich von besonderer Bedeutung auch für die Aktienmärkte. Ein Beispiel: Als es vor Kurzem zu heftigen Bewegungen bei Unternehmensanleihen und High Yield Bonds aus dem Energiesektor kam, war das natürlich ein Zeichen dafür, dass dieser Sektor stärker unter Druck geraten würde. Wir haben auch heute noch keine Energieaktien in unserem Portfolio, aber wir



Hans Heuser: „Während China für nur rund 15 Prozent der Erträge europäischer Unternehmen steht, kommen rund 40 Prozent des Wachstums aus dem Land.“

warten sozusagen darauf, dass die Branche weiter unter Stress geraten wird, dass es eventuell sogar zu Insolvenzen kommen wird und dann eventuell der Zeitpunkt näher rückt, da wir wieder einsteigen werden. Und natürlich spielt auch die Beobachtung des Marktes für Credit Default Swaps eine Rolle für uns als Aktienmanager, weil wir hier unter Umständen Zeichen für eventuell aufkommende Risiken erhalten, die uns zur Vorsicht mahnen. Ein anderes Zeichen für niedrige Qualität in einem Aktienwert ist der Verschuldungsgrad eines Unternehmens. An dem aktuellen Punkt im derzeitigen Zyklus des Aktienmarktes kommt noch eine ganz andere Komponente hinzu: das Thema Aktienrückkäufe. Man spricht in diesem Zusammenhang auch gern davon, dass ein Unternehmen einen Teil seiner liquiden Mittel an seine Aktionäre zurückgibt. Aber wenn ein Unternehmen das auf Basis von aufgenommenen Krediten unternimmt, dann ist das zum aktuellen Zeitpunkt sicher keine gute Idee. Da würden wir eher untergewichtet bleiben.

*Sauren:* **Kommen wir noch einmal zurück auf das zum Teil schon angesprochene**



Olgerd Eichler; „Im Grunde leben wir in einem Drogenrausch mit immer leichter verfügbarem Geld. Aber der einzig sichere Hafen wird am Ende die Aktie sein.“

**Thema des Quantitative Easing durch Zentralbanken. Herr Huber, Sie gehen davon aus, dass es weitere entsprechende Maßnahmen geben wird. Aber trauen die Märkte den Notenbanken wirklich noch zu, unter QE alles retten zu können, nachdem die Schweizer Nationalbank ihren Währungskurs freigegeben hat und auch China nicht in der Lage war, seine Märkte zu schützen? Anders gefragt: Besteht das Risiko, dass die Notenbanken mit QE nicht wirklich zu den Gewinnern gehören werden?**

*Huber:* Ich glaube, dass das größte Problem, dem wir derzeit gegenüberstehen, eine öffentliche Verschuldung ist, die in diesem Ausmaß unhaltbar sein wird. Und die Zentralbanken sehen sich mittlerweile der Erwartung gegenüber, dass sie das Problem durch immer mehr Stimulierungsmaßnahmen in den Griff bekommen sollen. Die Bank von Japan kauft mittlerweile bereits 85 Prozent der neuen Staatsschuldverschreibungen auf. Das Ende vom Lied wird sein, dass das Vertrauen in Papiergeld und Währungen immer weiter schwinden wird. Und das Resultat wird schließlich eine immens hohe Inflation

sein, auch wenn es bis dahin noch ein weiter Weg ist.

*Sauren: Wie weit?*

*Huber:* Das wird sicherlich noch mehrere Jahre dauern, niemand kann das genau sagen. Aber wir werden noch viele Jahre lang eine weitere Anhäufung von Schulden und weitere Infrastrukturprogramme erleben bei dem Versuch, sich durchzuwurscheln.

*Eichler:* Aber gerade deshalb muss man sich doch die Frage stellen, wem man denn wohl eher trauen sollte: den Politikern, den Zentralbankern oder den Unternehmenslenkern? Ich ziehe es jedenfalls vor, Aktien zu halten anstelle von Papiergeld oder Schuldscheinen. Aus meiner Sicht wird am Ende das gesamte Finanzsystem kollabieren, dann werden nur Anteile an Unternehmen übrig bleiben, und das gesamte Papier wird verschwunden oder wertlos sein. Im Grunde leben wir in einem Drogenrausch mit immer leichter verfügbarem Geld. Aber der einzig sichere Hafen wird am Ende die Aktie sein, denn wer überleben wird, das sind die Unternehmen. Sicher nicht alle, aber einige werden mit Sicherheit überleben.

**»Aktuell diskutiert die gesamte Investmentwelt über China und die Entwicklungen rund um die Währung und den Kapitalmarkt des Landes. Gleichzeitig blicken alle gebannt auf die USA.«**

*Hans Heuser, FONDS professionell*

*Huber:* Aber auch die werden doch unter einer echten Krise leiden.

*Eichler:* Sie werden natürlich leiden, und es wird für einige sicher schmerzhaft werden. Aber es wird Überlebende und echte Gewinner geben. Bei einem Land wie Griechenland bin ich mir da nicht so sicher.

*Heuser: Um es ein wenig konkreter zu machen: Wird zum Beispiel ein relativ junges Unternehmen wie Amazon überle-*

**ben? Hat ein solches Unternehmen die nötige Substanz?**

*Miller:* Ich glaube, die sichere Antwort darauf ist: Ja. Das Unternehmen versorgt die Menschen zu extrem geringen Kosten mit allen möglichen Arten von Waren und genießt ein hohes Vertrauen bei seinen Kunden. Das beste Beispiel für die Überlebensfähigkeit von Amazon ist die Tatsache, dass es in den 20 Jahren seines Bestehens sowohl den Verlust des Musikgeschäfts an Apple verkraftet hat wie auch den Verlust des Videogeschäfts an Netflix – zwei Standbeine, die den anfänglichen Erfolg des Unternehmens ausgemacht haben. Allein die Tatsache, dass Amazon seine anfängliche Marktkapitalisierung von nur vier Milliarden Dollar trotz solcher Verluste auf heute 250 Milliarden Dollar gesteigert hat, ist aus meiner Sicht der beste Beweis dafür, dass es überleben wird.

*Kaldemorgen:* Aber es wird sicher nicht allein bleiben, denn man sollte bedenken, dass die weitaus meisten Unternehmen, die auch schon vor 30 Jahren im Dow Jones Index gelistet waren, überlebt haben. Bei einem Wert wie Apple habe ich allerdings leichte Zweifel. Dem Unternehmen könnte ja auch ein ähnliches Schicksal drohen wie Kodak. Denn es könnte durchaus sein, dass wir in ein paar Jahren mit einem in unserem Ohr implantierten Chip herumlaufen, um darüber zu telefonieren. Ein iPhone braucht dann niemand mehr. Daher ja, die Aktie wird überleben, bei einzelnen Unternehmen bin ich mir da nicht so sicher.

*Perry:* Dennoch sollten wir am Ende nicht ganz so pessimistisch sein. Immerhin lebt Japan schon seit 25 Jahren mit einer ähnlichen Situation. In 20 Jahren davon konnte das Land kein Wachstum verzeichnen, und trotz all der Gelddruckprogramme ist das Land bis heute nicht kollabiert. Daher sehe ich keinen Grund, solche Szenarien für die USA zu erwarten, trotz QE-Maßnahmen. Was wir aktuell erleben, ist doch lediglich eine Korrektur an den Kapitalmärkten, aber viele Leute sehen darin schon wieder die Rückkehr der Krise von 2008. Zwischen heute und damals gibt es allerdings einen erheblichen Unterschied. Deshalb sollten wir wirklich nicht übertreiben.

*Heuser: Ich bedanke mich für eine interessante Diskussion.*

FP