

0309



Dr. Michael Hasenstab
Senior Vice President
Co-Director/Portfolio Manager
Franklin Advisors, Inc.

Michael Hasenstab kam erstmals im Jahr 1995 zu Franklin Templeton Investments. Nach einer Auszeit, in der er seinen Dokortitel erwarb, kam er 2001 wieder zu Franklin Templeton zurück. Er ist spezialisiert auf die länderbezogene Asset-Selektion, auf makroökonomische Modelle, sowie auf die Analyse von Staatsanleihen der Emerging Markets und der Renten- und Devisenmärkte in den entwickelten Ländern.

Ein weiterer Schwerpunkt der Tätigkeit von Michael Hasenstab ist das regionale Research der Volkswirtschaften im Asien-Pazifik-Raum, in Afrika, Russland und Osteuropa. Er entwickelt zudem makroökonomische und Zeitreihen-Modelle zur Prognose von Zinssätzen, Credit-Spreads und Anlageklassen-Bewertungen der Emerging Markets.

Er verfügt über einen Abschluss als Doktor der Philosophie (Volkswirtschaft) der Asia Pacific School of Economics and Management der Australian National University, einen Master-Abschluss in Entwicklungsökonomie der Australian National University, und einen Abschluss als Bachelor of Arts in Internationalen Beziehungen / Politischer Ökonomie des Carleton College in den USA.



Franklin Templeton Investments ist eine der erfolgreichsten Investmentfondsgesellschaften der Welt.

Weltweit verwaltet Franklin Templeton Investments ein Fondsvermögen von mehr als 416 Mrd. US-Dollar für institutionelle und private Anleger. Für Anleger in Deutschland verwaltet Franklin Templeton über 11,2 Mrd. US-Dollar (rund 8 Mrd. Euro) und ist damit einer der größten ausländischen Anbieter von Publikumsfonds.

Die Franklin Templeton Gruppe hat mit über 50 Büros in den wichtigsten Wirtschaftszentren ein weltweites Netzwerk aufgebaut. Je nach Anlageziel und Sicherheitsbedürfnis können Anleger aus einer breiten Fondspalette auswählen.

Templeton wurde 1940 von Sir John Templeton gegründet. Die Gründung von Franklin erfolgte 1947 in New York. Im Oktober 1992 schlossen sich die beiden Gesellschaften zur Franklin Templeton Gruppe zusammen. 1996 wurde Franklin Mutual Advisors als weiteres Unternehmen in die Gruppe aufgenommen. Stand: 31.12.2008

Argentos Fondsmanager-Interview

Gradueller Aufbau von Unternehmensanleihen

Argentos: Herr Hasenstab, wie schätzen Sie derzeit die Weltwirtschaft ein? Wie unterscheiden Sie sich dabei von der allgemeinen Marktmeinung?

Michael Hasenstab: Kurz gesagt: Der Weltwirtschaft geht es nicht gut. Ich gehe von negativem Weltwirtschaftswachstum aus. Die Sparquote in den USA dürfte auf 8% bis 10% steigen, so dass es keine positiven Überraschungen vom Konsum in diesem Jahr geben kann. Eine wirtschaftliche Erholung erwarte ich frühestens 2010. Allerdings habe ich auch den Eindruck, dass ich mit der Meinung nicht alleine bin und der Markt sich wohl darauf eingestellt hat. Selbst auf meiner letzten Asienreise habe ich nur Pessimismus vernommen. Wo ich mich teilweise deutlicher vom Markt unterscheidet ist bei der Einschätzung einzelner Länder- und Währungseinschätzungen. So bin ich z.B. der Meinung, dass der US\$ kurzfristig zwar u.a. von der Nachfrage Koreanischer und anderer asiatischer Unternehmen im Rahmen deren Entschuldungsprozesses profitiert hat, sehe aber langfristig weiterhin erhebliche Dollarrisiken. Bei der Menge an Geld, die in den USA derzeit produziert wird und den gedämpften Wachstumsperspektiven, erwarte ich eine Schwäche des US-Dollars. Dagegen stehen einige Schwellenländer wesentlich besser dar. Ich würde daher nicht unbedingt Dollar gegen Euro ausspielen, denn Europa hat nun auch reichlich Probleme und ebenfalls eine drastisch

ansteigende Geldmenge. Es ergeben sich meines Erachtens aber große Chancen außerhalb Euro und Yen.

Argentos: Nun muss ich erstmal kurz einhaken. Sie erwarten eine Sparrate von 8% bis 10% in den USA. Ist denn ein derart finsternes Szenario wirklich schon allgemeine Marktmeinung?

Michael Hasenstab: Es gibt da sehr unterschiedliche Schätzungen, manche liegen bei 6% und andere gehen bis zu 10%. Es ist schwer zu sagen, wo genau der Konsensus liegt, aber eine Erholung in 2009 erwarten wohl kaum noch Leute.

Argentos: Sie haben gesagt, dass Sie in manchen Währungen von Schwellenländern Chancen sehen. Wie ist denn Ihre Einschätzung zu Schwellenländeranleihen. Sind die Spreads (Risikoprämien) hier schon hoch genug, um sich zu positionieren?

Michael Hasenstab: Mittlerweile glaube ich das schon. Eine Länderleihe wie z.B. Argentinien bietet aktuell eine Rendite von 44%; da muss man nicht lange warten bis man sein eingesetztes Geld zurückbekommt. Anders ausgedrückt kann man sagen, dass der Markt von einem Ausfall der Anleihe ausgeht. Aber auch in anderen Ländern ergeben sich Chancen. Mexico ist z.B. wirtschaftlich stark von den USA abhängig, verfügt aber über deutlich mehr Reserven als in ihrer letzten großen Krise. Auch Ungarn ist

0309

ein Beispiel für ein Land, bei dem derzeit nur auf die vielen einzelnen negativen Nachrichten geschaut wird. Die Fähigkeit des Landes Staatsanleihen zu bedienen wird meines Erachtens unterschätzt, vergessen wir nicht: es handelt sich um ein EU-Mitglied!

Argentos: Sind denn die Rating-Agenturen mit ihren Abstufungen dieser Länder schon durch? Oder gibt es das Risiko, dass weitere Abwertungen dann auch zu Verkäufen führen könnten.

Michael Hasenstab: Abwertungen wird es sicherlich noch geben. Aber wie gesagt, mittlerweile habe ich schon den Eindruck, dass der Markt diese größtenteils antizipiert.

Argentos: Kommen wir zu Unternehmensanleihen. Hier sind Ausfallraten eingepreist, die es historisch noch nie in der Form gegeben hat. Müsste das jetzt nicht Ihre größte Wette sein?

Michael Hasenstab: Nun muss man sicherlich sagen, dass Unternehmensanleihen sehr viele negative Nachrichten einpreisen. Mit der Validität von historischen Daten, die älter als sind als aus den 1980er Jahren habe ich aber so meine Bedenken – gerade in Anleiheklassen wie z.B. High Yield. Der Markt ist dafür zu jung. Insgesamt sind wir ungefähr auf dem halben Weg beim Aufbau von Positionen in Unternehmensanleihen. Letztes Jahr hatten wir unter 8% Risiko in dem Segment und liegen jetzt um die 25% bei Investment Grade und nochmal ca. 7% in High Yield. Insgesamt könnten wir bis zu 50% unseres Portfolios in Unternehmensanleihen positionieren. Ich denke, dass wir hier weiter graduell

aufbauen. Wie ich erläutert habe, bin ich aber für die wirtschaftliche Entwicklung negativ gestimmt und es wird sicherlich auch noch eine Menge Insolvenzen geben, über die der Markt reden wird. Viel davon nimmt der Markt vorweg, aber mit dem kontinuierlichen Aufbau der Positionen bin ich bis jetzt gut gefahren und verfolge auch jetzt nicht in Kaufhektik.

Argentos: Mich würde noch ihre Einschätzung zu Wandelanleihen (Convertibles) interessieren. Halten Sie die ebenfalls für entsprechend attraktiv bewertet?

Michael Hasenstab: Convertibles sind für mich derzeit nicht attraktiv, weil ich in den genannten anderen Bereichen spannenderer Opportunitäten finde. Convertibles weisen für mich zu sehr ein aktienähnliches Risiko auf. Dieses Risiko muss ich meines Erachtens nicht eingehen, wenn die Bewertungen und Chancen an andere Stelle so groß sind.

Argentos: Nun weisen die meisten Convertibles mittlerweile ja aber auch nur noch ein Delta von 0,2 oder weniger aus – bewegen sich also fast wie Unternehmensanleihen.

Michael Hasenstab: Sie haben sicherlich recht, dass es dort auch Gelegenheiten gibt. Wie gesagt sehe ich als globaler Anleihenleger genügend attraktive Alternativen anderswo. Somit lasse ich das Segment derzeit außen vor.

Argentos: Sie haben die Menge Geld erwähnt, die in den USA gedruckt wird, und damit auch Ihre Inflationssorge zum Ausdruck gebracht. Wie schätzen Sie denn vor dem Hintergrund inflationsgeschützte Anleihen ein?

Michael Hasenstab: Über inflationsgeschützte Anleihen haben wir viel nachgedacht. Der Ausgangspunkt scheint attraktiv, weil die Bewertungen günstig erscheinen. Die Inflation muss nur geringfügig anziehen, damit man mit diesen Anleihen einen Zusatzertrag über alternative Anleihen erzielt. Das Problem ist nur folgendes: Einerseits tritt die höhere Verzinsung von inflationsgeschützten Anleihen immer nur mit Zeitversatz ein (bis sich der Coupon ex-post anpasst). Andererseits handelt es sich über langlaufende Anleihen mit Durationsrisiken. Wenn jetzt also die Inflationserwartung im Markt deutlich ansteigt und sich dadurch die Zinskurve nach oben verschiebt, dann fallen Staatsanleihen entsprechend. Es könnte nun dazu kommen, dass ich diese Kursverluste erleide und noch nicht vom erhöhten Coupon profitiere, der erst später angepasst wird. Dieser Effekt ist entsprechend in der Bewertung zu berücksichtigen. Letztlich konnten wir uns nicht zum Kauf von inflationsgeschützten Anleihen entschließen.

Argentos: Kurzein anderes Thema: Wie hat sich die Liquiditätslage in Ihrem Fonds entwickelt und wie schätzen Sie die Liquidität an den Anleihemärkten – v.a. bei Unternehmensanleihen und Schwellenländeranleihen – generell ein?

Michael Hasenstab: In unserem Fonds hatten wir im vierten Quartal letzten Jahres ebenfalls Mittelabflüsse. Diese haben uns aber nicht geschadet, weil wir den relativen Anteil von Unternehmensanleihen ohnehin erhöhen wollten und das problemlos erreichen konnten, in dem wir einige andere sehr liquide Positionen verkauft ha-

0309

ben. Wir konnten unsere gewünschte Positionierung also ohne große Transaktionskosten erzielen. Seit Jahresanfang ist die Liquiditätslage stabil. An den Märkten hingegen ist die Liquidität immer noch gering. Im Gegensatz zum vierten Quartal 2008 gibt es aber nicht mehr die große Masse an Zwangsliquidationen im Markt. Gleichzeitig werden Neuemissionen gut angenommen. Eine israelische Anleihe ist kürzlich 10-fach überzeichnet gewesen. Es ist also insgesamt schwierig, aber eine Verbesserung gegenüber Ende 2008 ist zu erkennen.

Argentos: Bei einem Blick auf ihre wichtigsten Ertragsquellen in 2009, wie sieht Ihre Positionierung zusammenfassend aus?

Michael Hasenstab: Wir sind relativ gleichverteilt in unseren Ertragsquellen. Das bedeutet, dass ca. 1/3 aus dem Bereich der Spreadwetten (Unternehmens- und Schwellenländeranleihen), ca. 1/3 aus dem Bereich der Duration und 1/3 aus Währungswetten stammen sollte. Früher waren Währungen mit bis zu 60% höher gewichtet. Nun bauen wir eher die

Spreadwetten leicht aus. Vergessen Sie übrigens bitte nicht, dass es eine Vielzahl von Einzelwetten sind, die teilweise wenig miteinander korrelieren. Wir testen unser Portfolio regelmäßig gegenüber Negativszenarien (Stress-Tests) und managen entsprechend das Risiko. Daher glaube ich, dass wir ein sehr attraktives Chance/Risiko-Profil haben.

Argentos: Wir bedanken uns für das Gespräch und wünschen eine weiterhin erfolgreiche Performance.

Impressum

Argentos AG & Co. KGaA
Hanauer Landstraße 291 B | 60314 Frankfurt a.M.
Telefon +49 69 710475-140 | Telefax +49 69 710475-210
Info@Argentos.de | www.Argentos.de
Verwendete Logos, Markenzeichen und Markennamen
sind Eigentum des jeweiligen Rechteinhaber.
Irrtümer und Änderungen vorbehalten.