



Boersma, Norm

*President/CIO Templeton Global Equity
Manager des Templeton Growth Fund*

Jede Zurückhaltung, die Anleger im letzten Jahr bei Aktien an den Tag gelegt haben mochten, ist offenbar erstaunlich schnell verpufft. An ihre Stelle trat die Angst, die Aktien-Rally zu verpassen. Wichtige Marktindizes haben in einem Tempo zugelegt, das manche Beobachter schon als halbsbrecherisch bezeichnen. **Angesichts des bevorstehenden Halbjahreswechsels setzt sich Norm Boersma, CFA und Chief Investment Officer der Templeton Global Equity Group, mit den Gründen auseinander, aus denen Anleger weiter aufs Gas – oder aber auf die Bremse – drücken könnten.**

Globale Aktien zogen in den ersten Monaten des Jahres an, weil die Anleger fortgesetzte politische Anreize beziehungsweise solide Unternehmensergebnisse und schwache Wirtschaftsdaten gegeneinander abwogen. Die übergreifenden Konjunkturtrends blieben unspektakulär: 2,5% BIP-Wachstum in den USA fürs erste Quartal infolge von Einschnitten bei den Staatsausgaben enttäuschten, Chinas beschleunigtes Wachstum um 7,7% stellte die längste Phase mit Raten unter 8% der letzten 20 Jahre dar und Produktion und Dienstleistungsgewerbe in der Eurozone offenbarten weitere Anzeichen für Schwäche.

Die Eurozone gibt globalen Investoren weiterhin maßgeblichen Anlass zur Sorge. Wie der französische Politökonom Jean Monnet, einer der leitenden Architekten der Europäischen Union, schon früh feststellte: „Europa hat es nie gegeben. Es ist nicht die Beimischung nationaler Souveränitäten in einem Konklave, die eine

Einheit bildet. Europa muss richtiggehend erschaffen werden.“ Wie schwierig das ist, zeigt sich erst gänzlich seit dem Einsetzen der globalen Finanzkrise, denn Volkswirtschaften mit unterschiedlicher Haushaltslage, Kreditwürdigkeit und Arbeitsmarktdynamik suchen allesamt Stabilität unter einer einheitlichen Währungsordnung und Geldpolitik. Doch unserer Ansicht nach hat das Experiment auch erhebliche positive Effekte gebracht. Insgesamt ist die Haushaltssituation der Eurozone die nachhaltigste aller größeren westlichen Regionen – mit Defiziten, die 2012 auf nur 3,4% des BIP gefallen sind. Im Vergleich dazu liegen sie für Japan bei 9,6%, für die USA bei 8,6% und für Großbritannien bei 6,3%.¹

Besonders optimistisch stimmen Reformen in der Peripherie. Der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OCED) zufolge sind die vier Mitglieder der Eurozone, die externe Unterstützung beantragen mussten (Griechenland, Irland, Portugal und Spanien), dieselben Länder, die in den vergangenen zwei Jahren bei Reformen die größten Fortschritte erzielten.

„Das restliche Jahr 2013 wird eine entscheidende Zeit für Europa. Es wurden zwar Fortschritte gemacht und die Straffung der Fiskalpolitik dürfte

gelockert werden, doch die politischen Risiken bleiben hoch.“

Das restliche Jahr 2013 wird eine entscheidende Zeit für Europa. Es wurden zwar Fortschritte gemacht und die Straffung der Fiskalpolitik dürfte gelockert werden, doch die politischen Risiken bleiben hoch. Das belegen wachsender Widerstand gegen Sparprogramme, Reformen in der Peripherie sowie die zunehmende Rettungsmüdigkeit in Kerneuropa. Europäische Aktien haben diese Unsicherheiten aber aggressiv eingepreist. Dem Trend-KGV zufolge befinden sich manche der billigsten Märkte weltweit in Europa. Europa bleibt einer der größten Exportmärkte der Welt und seine erstklassigen Unternehmen erwirtschaften hohe Umsätze, die sich unseres Erachtens in nachhaltige Ertragssteigerungen übersetzen könnten, wenn die europäischen Unternehmen die rekordhohe Rentabilitätslücke zur US-Wirtschaft schließen. Makroökonomische Ungewissheit und die Gefahr politischer Extremereignisse dürften in Europa unserer Ansicht nach weiter für erhöhte Risiken sorgen. Bestimmte Anleger sollten unseres Erachtens dabei aber viel Unterstützung durch bessere Fundamentaldaten, attraktive Bewertungen und expansive Zentralbankpolitik finden.

Wirtschaftliche Realität und die Entwicklung der Aktienkurse

In den letzten Monaten haben Aktien weiter angezogen und sich von zyklischen Anlagen wie Rohstoffen – und nach Ansicht mancher Investoren auch von der wirtschaftlichen Realität – abgekoppelt. Dabei gilt jedoch, dass die Aktienkurse anders als die Rohstoffpreise den aktuellen Wert voraussichtlicher künftiger Cashflows widerspiegeln. Der scheinbare Widerspruch zwischen hohen absoluten Aktienkursen und niedrigen Wirtschaftswachstumserwartungen lenkt die Anleger von einem entscheidenderen Aspekt ab: dem aktuellen Marktpreis künftiger Cashflows von Unternehmen nämlich. Im Hinblick darauf notieren globale Aktien nach wie vor nicht einmal eine Standardabweichung unter ihrem durchschnittlichen normalisierten Kurs-Gewinn-Verhältnis, ein Phänomen, das keinesfalls „jenseits der

Realität“ ist, sondern den niedrigeren Wachstumserwartungen der Anleger entspricht. Währenddessen sind die Risikoprämien von Aktien (ihre Gewinnrenditen abzüglich der Sätze für risikolose Anleihen) historisch hoch und reflektieren das aktuelle, von Zurückhaltung und Ungewissheit geprägte Klima.

„...der Kontext allgemeiner Stärke von Aktien deutet auf wachsende Wahrnehmung des überzeugenden Wertangebots dieser Vermögensklasse hin.“

Auf normalisierter Basis preisen Aktien demnach offenbar langsames Wachstum und höhere Risiken vollständig ein und lassen erheblichen Spielraum für steigende Kennzahlen im unerwarteten Fall anhaltender Stabilisierung oder früher oder später auflebender Wachstumserwartungen. Vor diesem Hintergrund erscheint die 2013 bislang erfolgende defensive Rally auf den Aktienmärkten durchaus nachvollziehbar. Im Vorsprung defensiver Titel schlagen sich Abwärtsrisiken für Wachstum und Stabilität nieder, doch der Kontext allgemeiner Stärke von Aktien deutet auf wachsende Wahrnehmung des überzeugenden Wertangebots dieser Vermögensklasse hin. Im historischen Vergleich sind die normalisierten Ertragskennzahlen niedrig und die Unternehmensbilanzen solide. Die Kapitaleffizienz ist gestiegen und in einem Nullzinsumfeld bieten globale Aktien unwiderstehliche Dividenden- und freie Cashflowrenditen. Schließlich bekennen sich die Zentralbanken wie gehabt zu Anreizen und Liquiditätsversorgung. Es bleiben zwar Risiken, doch diese erscheinen in den aktuellen Kennzahlen weitgehend eingepreist.

Bottom-up-Chancen in einer Top-down-Welt

Wie immer besteht jedoch weiterhin erhebliche Unsicherheit. Die Verschärfung der Politik in China und was wir als Trägheitsmoment der Staatsverschuldung im Westen betrachten könnten im Zusammenspiel das globale Wirtschaftswachstum 2013 hemmen. In einer Zeit der „finanziellen Repression“ könnten politische

Risiken unverhältnismäßig bedeutsam werden. Doch wir erkennen auch Anlass zu Optimismus. Abgesehen von den Haushaltsproblemen war in manchen Segmenten der US-Wirtschaft wie Häusermarkt, Beschäftigung und privatem Konsum eine anhaltende Besserung zu verzeichnen. Trotz der Rezession in Europa könnten langfristige Frühindikatoren wie die reale Geldmenge M1 für die Eurozone (ein Maßstab für die Geldmenge) und das Geschäftsklima in Deutschland eine nicht mehr allzu ferne Rückkehr zum Wachstum ankündigen. Der jüngste Führungswechsel in China könnte auch einen wirtschaftlichen Wendepunkt darstellen, denn das Land stellt sich von einer Mentalität des „Wachstums um jeden Preis“ auf die Förderung nachhaltigen Wachstums um. Selbst wenn die Wachstumsraten enttäuschen, gilt das nicht unbedingt für die Märkte.

Schließlich können wir nicht in die Zukunft blicken. Sir John Templeton schrieb: „Ich frage nie, ob der Markt steigt oder fällt, weil ich es nicht weiß, und außerdem spielt es keine Rolle. Ich suche Land für Land nach Aktien und frage mich: ‚Wo finde ich die im Verhältnis zu meinem Eindruck von ihrem Wert am niedrigsten bewerteten?‘“ Unseres Erachtens ergibt sich daraus womöglich der überzeugendste Grund für Zuversicht: Anfang Mai notierten globale Aktien nach unseren Analysen insgesamt immer noch mit hohem Abschlag auf ihr langfristiges Kurs-Gewinn-Verhältnis. Infolgedessen entdecken wir weiterhin in aller Welt Aktien, deren Wert wir höher einschätzen als die aktuellen Notierungen.

Wo liegen die Risiken?

Alle Anlagen sind mit Risiken behaftet, inklusive des möglichen Verlusts der Anlagesumme. Der

Wert von Anlagen kann sowohl fallen als auch steigen, und Anleger erhalten das investierte Kapital unter Umständen nicht vollständig zurück. Aktienkurse schwanken grundsätzlich, mitunter auch rasch und heftig. Das kann an Faktoren liegen, die einzelne Unternehmen, bestimmte Branchen oder Sektoren betreffen, oder an den allgemeinen Marktbedingungen. Anlagen im Ausland sind mit besonderen Risiken verbunden. Hierzu gehören Devisenkursschwankungen, konjunkturelle Instabilität und politische Entwicklungen. Anlagen in Schwellenländern sind hinsichtlich der gleichen Faktoren mit erhöhten Risiken verbunden. Soweit sich ein Portfolio auf bestimmte Länder, Regionen, Branchen, Sektoren oder Anlagearten konzentriert, unterliegt es gegebenenfalls größeren Risiken in Bezug auf nachteilige Entwicklungen in solchen Schwerpunktbereichen als ein Portfolio, das in eine größere Vielzahl von Ländern, Regionen, Branchen, Sektoren oder Anlagen investiert. Die derzeitige politische Ungewissheit bezüglich der Europäischen Union (EU) und ihrer Mitglieder kann die Marktvolatilität erhöhen. Durch die finanzielle Instabilität einiger EU-Länder, wie Griechenland, Italien und Spanien, sowie das Risiko, dass sich diese auf andere, stabilere Länder auswirken könnte, kann sich das wirtschaftliche Risiko einer Anlage in Unternehmen aus Europa erhöhen.

CFA® und Chartered Financial Analyst® sind Marken des CFA Institute.

1. Quelle: Berenberg Bank, durchschnittlicher Schätzwert für 2012.

Wichtige Hinweise

Bitte beachten Sie, dass es sich bei diesem Dokument um werbliche Informationen allgemeiner Art und nicht um eine vollständige Darstellung bzw. Finanzanalyse eines bestimmten Marktes, eines Wirtschaftszweiges, eines Wertpapiers oder des/der jeweils aufgeführten Investmentfonds handelt. Franklin Templeton Investments veröffentlicht ausschließlich Produktinformationen zu Informationszwecken, wobei keine der hier enthaltenen Informationen als Rechts-, Steuer- oder Anlageberatung bzw. -empfehlung zu sehen ist. Etwaige steuerliche Aussagen sind allgemeiner Art und berücksichtigen nicht Ihre persönlichen Umstände. Zukünftige Änderungen der Steuergesetzgebung können zu negativen oder positiven Auswirkungen auf die zu erzielende Rendite führen.

Der Inhalt dieses Dokuments wurde sorgfältig erarbeitet. Dennoch können Irrtümer nicht ausgeschlossen werden. Die darin enthaltenen Informationen können sich auch auf externe Datenquellen beziehen, die bei Drucklegung von Franklin Templeton Investments als zuverlässig angesehen wurden, deren Inhalte aber nicht unabhängig verifiziert oder überprüft wurden. Auch können seit Drucklegung Änderungen eingetreten sein, welche sich auf die hier dargestellten Inhalte ausgewirkt haben können. Franklin Templeton Investments kann deshalb keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen übernehmen. Insbesondere wird keine Haftung für sachliche Fehler und deren Folgen übernommen. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und Aussagen von Franklin Templeton Investments geben die aktuelle Einschätzung zum Zeitpunkt der Drucklegung wieder und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern.

Eine Anlage in unsere Fonds ist mit verschiedenen Risiken verbunden, die in den „Wesentlichen Anlegerinformationen“ (KIID) sowie detailliert im Verkaufsprospekt beschrieben sind. Bitte beachten Sie insbesondere, dass der Wert der von Franklin Templeton Investments begebenen Anteile oder Erträge an Investmentfonds sowohl steigen als auch fallen kann. Unter Umständen erhalten Sie nicht den ursprünglich investierten Betrag zurück. Grundsätzlich stehen Investments mit höheren Ertragschancen auch größere Verlustrisiken gegenüber.

Die Berechnung der Wertentwicklung erfolgte in der Währung der Anteilsklasse. Berechnungsbasis: Nettoinventarwert, ohne Emissionsgebühren oder sonstige mit dem Kauf/Verkauf verbundene Transaktionskosten bzw. Steuern, die sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken würden. Alle Darstellungen der Wertentwicklung verstehen sich als Angabe der prozentualen Veränderung zwischen dem angelegten Vermögen am Anfang des Anlagezeitraums und seinem Wert am Ende des Anlagezeitraums. Etwaige Ausschüttungen wurden rechnerisch in neue Fondsanteile investiert. Die in diesem Dokument genannten Indizes werden lediglich zu Vergleichszwecken herangezogen (Benchmark) und sollen das Investmentumfeld im Betrachtungszeitraum veranschaulichen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist weder ein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung noch stellt sie eine Garantie für die Zukunft dar.

Anteile an Fonds dürfen nur in solchen Rechtsordnungen zum Kauf angeboten oder verkauft werden, in denen ein solches Angebot oder der Verkauf zulässig ist. So dürfen SICAV-Anteile Bürgern der Vereinigten Staaten von Amerika und dort ansässigen Personen weder direkt noch indirekt angeboten oder verkauft werden.

Ihre Anlageentscheidung sollten Sie in jedem Fall auf Grundlage des Verkaufsprospektes, der jeweils relevanten „Wesentlichen Anlegerinformationen“ (KIID) sowie des gültigen Rechenschaftsberichtes (letzter geprüfter Jahresbericht) und ggf. des anschließenden Halbjahresberichtes treffen. Diese Unterlagen stellen die allein verbindliche Grundlage für Kaufaufträge dar. Für eine Anlageberatung wenden Sie sich bitte an einen qualifizierten Berater. Gerne nennen wir Ihnen einen Berater in Ihrer Nähe.

Verkaufsprospekte und weitere Unterlagen erhalten Sie kostenlos bei Ihrem Berater oder bei:

Franklin Templeton Investment Services GmbH,

Postfach 11 18 03, D-60053 Frankfurt a. M., Mainzer Landstraße 16, 60325 Frankfurt a. M.

Tel.: 0800/0738001 (Deutschland), 0800/295911 (Österreich), Fax +49(0)69/27223-120

E-mail: info@franklintempleton.de (Deutschland), info@franklintempleton.at (Österreich)

Internet: www.franklintempleton.de (Deutschland), www.franklintempleton.at (Österreich)

© 2013 Franklin Templeton Investments. Alle Rechte vorbehalten. Stand: Mai.2013.



**FRANKLIN TEMPLETON
INVESTMENTS**