



Marktvolatilität - ein Signal zum Kauf hochkapitalisierter Werte

Die vergangenen drei Jahre waren für die globalen Aktienmärkte hervorragend. Je riskanter die Anlage, desto besser die Wertentwicklung. Einige der "esoterischsten" Aktienmärkte hatten eine besonders gute Wertentwicklung, z.B. Kroatien, Island, einige Märkte im Mittleren Osten und, in letzter Zeit, der chinesische Binnenmarkt. Das Ergebnis waren ein Rückgang der Volatilität auf den niedrigsten Stand seit Jahren, eine Abnahme der Anleihen-Spreads und eine erhöhte Risikobereitschaft unter den Investoren.

Dies führt uns zu den umfangreichen Glatstellungen gegen Ende Februar und Anfang März. Angesichts der langen Duration am Haussemarkt hatten viele Beobachter bereits eine Zunahme der Volatilität in diesem Jahr antizipiert. Niemand kann jedoch mit Bestimmtheit sagen, ob die besagten Glatstellungen schlichtweg eine kurzfristige Marktkorrektur waren oder den Anfang einer mehr schädlichen Periode einläuteten.

Der Kursrückgang von Microsoft am 27. Februar im Gefolge der deutlichen Rückgänge im Fernen Osten ist ein guter Indikator für die starke Korrelation, die sich zwischen den Märkten aufgebaut hat. Dies bedeutet, dass Anlagen mit einem relativ niedrigen Risiko in den Strudel einer Gleichstellung unter risikoreichen Anlagen geraten können und, dass selbst konservative Fonds wie der unsere unter kurzfristigen Gleichstellungen leiden können. Die Zunahme an Hedge Fonds ist einer der Gründe für diese zunehmende Marktkorrelation. Hedge Fonds haben sich zu entscheidenden kurzfristigen Preisfixern entwickelt - in einem solchen Maß, dass ihren Handlungen selbst viele nur langfristig operierende Manager unterwürfig folgen. Nur wenige dieser Manager kaufen, wenn Hedge Fonds verkaufen. Beispielsweise kann es sein, dass ein Hedge Fonds eine Position in Brasilien aufgrund von Problemen mit einer Position in China verkauft und die Effekte sich dann ungleich vergrößern.

Der Markt hat sich definitiv zu einen in exzessiv kurzfristige Investoren und zum anderen in eher konservative Marktteilnehmer aufgegliedert. Diese Situation schafft Gelegenheiten für geduldige, disziplinierte und langfristige Investoren.

Bestimmte Anlageklassen sind in Hinsicht auf eine Korrektur verwundbarer als andere. In den vergangenen zwei Jahren hat sie der exzessive Kapitalstrom in einige Emerging Market Fonds verletzbar gemacht. Wir haben zudem Bedenken hinsichtlich einiger risikoreichen Teile des Anleihemarktes. Die Credit Spreads sind deutlich zusammengelaufen, selbst bei qualitativ niedrigwertigen Schuldtiteln werden die Investoren evtl. nicht für die Risiken entschädigt, die sie eingegangen sind.

Rendite wie erwartet

Märkte sollten nicht unüberlegt betrachtet werden. Es kann unter Umständen mehr Sinn machen, individuelle Bewertungen zu analysieren als sich über Märkte im Allgemeinen Sorgen zu machen. In jedem Markt bietet sich eine weite Palette an Aktienwerten und einige werden sich besser entwickeln als andere. Die große Liquiditätszunahme an den Märkten bedeutet, dass sich die Bewertungsspannen in den letzten fünf Jahren verengt haben. Gleichwohl sind sie immer noch existent. Die Wertentwicklung des Templeton Growth (Euro) Fund spiegelte in den letzten Jahren unsere Erwartungen. In anderen Worten: in den Baisse-Jahren 1999-2003 konnte der Fonds das Kundenkapital schützen. Außerdem tendiert der Fonds dazu, in den Anfangsstadien eines Haussemarktes erfolgreich zu handeln, d.h. wenn sich die Kurspreise von ihrem niedrigen Stand erholen. Tatsächlich ist dies genau das Szenario, das wir 2003 sahen. Schließlich kann es sein, dass der Fonds in den Spätstadien eines Haussemarktes eine unterdurchschnittliche Wertentwicklung verzeichnet,

Die vorgelegten Informationen stellen keine vollständige Analyse eines bestimmten Wirtschaftszweiges, eines Wertpapiers oder des jeweiligen Investmentfonds dar. Sie dürfen auch nicht als Kauf- oder Verkaufsangebot oder als eine Werbung für ein Kauf- oder Verkaufsangebot betrachtet werden. Die Einschätzungen der Fondsmanager können sich ändern und stellen keine Beratung zum Erwerb von Wertpapieren dar. Da derartige Bedingungen einem schnellen Wandel unterliegen, sind diese Meinungen nur zum Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung maßgeblich. Alle angegebenen Zahlen zur Wertentwicklung sind - soweit nicht anders angegeben - ohne Berücksichtigung der Emissionsgebühren und bei Wiederanlage sämtlicher Ausschüttungen berechnet. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für die Zukunft. Die bei jeder Wertpapieranlage bestehenden Risiken können insbesondere bei einer Anlage in die Kapitalmärkte von Schwellenländern oder in volatilen Märkten, wie z.B. im Technologie- und Biotechnologiesektor, erhöht sein. Die Preise der Anteile und deren Erträge können sowohl steigen als auch fallen. Verkaufsprospekte und weitere Unterlagen erhalten Sie bei Ihrem Berater oder bei Franklin Templeton Investment Services GmbH, Postfach 11 18 03, 60053 Frankfurt a. M., Mainzer Landstraße 16, 60325 Frankfurt a. M., Tel.: 08 00/0 73 80 02 (Deutschland), 08 00/29 59 11 (Österreich), Fax: 0 69/2 72 23-120, E-Mail: info@franklintempleton.de (Deutschland), info@franklintempleton.at (Österreich), Internet: www.franklintempleton.de (Deutschland) • www.franklintempleton.at (Österreich)



FONDSKOMMENTARE Franklin Templeton Investments

d.h. wenn sich die Bewertungen strecken, die Risikobereitschaft zunimmt und die Anleger zu optimistisch werden. 2006 sind wir eigentlich mit der Performance des Fonds zufrieden - der Templeton Growth (Euro) Fund erzielte eine bessere Rendite als seine Benchmark, der MSCI World. Dies bedeutet, wir konnten – ohne Risiken einzugehen - mit einem starken Haussemarkt Schritt halten.

Wenn überhaupt, dann haben wir das Risiko des Fonds reduziert. Kurzfristig mag dies der relativen Wertentwicklung abträglich sein, insbesondere wenn Aktien ihren Kursanstieg fortsetzen, nachdem wir sie zu unserem Zielpreis veräußert haben. Mit Blick auf einen kurzen Zeithorizont hätten wir wahrscheinlich besser rentiert, wenn wir das Portfolio unverändert gelassen hätten. Wir konzentrieren uns jedoch auf langfristige Ziele. Wenn wir Positionen abgestoßen haben, deren Kurs sich verteuert hat, haben wir gleichzeitig in Werte investiert, die langfristig das richtige Potenzial für eine überdurchschnittliche Wertentwicklung darstellen.

Großkapitalisierte Werte sind günstig

Ein einmaliges Charakteristikum der heutigen Märkte ist es, dass wir solche Aktienwerte in hoher Zahl in großkapitalisierten Unternehmen in entwickelten Ländern finden. Es ist im höchsten Maße ungewöhnlich, dass Value-Investoren wie wir es sind die Gelegenheit haben, Weltklasseunternehmen wie Microsoft, HSBC und General Electric zu kaufen. Doch genau dies ist momentan der Fall. Diese Situation ist eine genaue Umkehrung der Verhältnisse in den späten 1990er Jahren. Damals handelten großkapitalisierte Werte mit einem Aufschlag und die Zunahme an Indexfonds beförderte die Bewertungen von Large Caps auf extreme Niveaus. Heutzutage handeln die weltweit Top 100 Unternehmen gegenüber dem Markt mit einem Nachlass und wurden von Unternehmen mit kleiner und mittlerer Marktkapitalisierung überflügelt. Die Gründe dieser Entwicklung sind vielfältig. Viele dieser großkapitalisierten Werte sind in den US ansässig, wo die Märkte in den letzten Jahren eine

unterdurchschnittliche Wertentwicklung verzeichneten und sich selbst heimische Investoren in anderen Märkten umsahen. Dies bedeutet, dass entgegen der früheren Argumentation von Templeton, die US nun nicht mehr deutlich überbewertet sind. Der zweite Grund für die enttäuschenden Renditen großkapitalisierter Werte hängt mit dem Aufstieg der Hedge Fonds zusammen. Viele Hedge Fonds haben sich auf Unternehmen mit mittlerer Marktkapitalisierung spezialisiert, um Alpha zu erreichen. Drittens haben wir dank niedriger Zinsen eine explosionsartige Zunahme des Kapitals gesehen, das von Private Equity-Unternehmen aufgebracht wurde. Traditionell war Templeton in der Lage im mittleren Segment der Marktkapitalisierung jede Menge Bewertungsanomalitäten aufzuspüren, doch sind diese Fehlbewertungen mittlerweile praktisch verschwunden, da dieses Marktsegment das Interesse von Private Equity-Unternehmen mit hoher Liquidität geweckt haben. Viertens tendieren Unternehmen mit kleiner und mittlerer Marktkapitalisierung in Perioden mit starkem und beschleunigtem globalem Wachstum dazu, gegenüber Large Caps eine Renditevorschuss zu erzielen.

All dies bedeutet, dass Large Caps relative günstig sind und für einen Fonds wie den unseren hervorragende Investmentgelegenheiten bieten. In meinen 14 Jahren mit Templeton hätte ich im Traum nicht erwartet, Microsoft als Value-Titel zu behandeln. Jetzt glaube ich allerdings, dass wir den langfristigen Investmentzielen unserer Investoren dienen, wenn wir hochkapitalisierte Unternehmen wie Siemens, AIG und General Electric dem Portfolio hinzufügen.

Ein kurzer Blick auf Microsoft reicht aus, um zu verstehen, warum sich das Unternehmen zu einer unserer Top Positionen entwickelt hat. Über einen langen Zeitraum handelte Microsoft in einer engen Handelsspanne und man kann Anteile zu einem Preis ähnlich dem in 1998 erwerben. Es lässt sich allerdings argumentieren, dass Microsoft graduell in seine Bewertung "hineingewachsen" ist.

Die vorgelegten Informationen stellen keine vollständige Analyse eines bestimmten Wirtschaftszweiges, eines Wertpapiers oder des jeweiligen Investmentfonds dar. Sie dürfen auch nicht als Kauf- oder Verkaufsangebot oder als eine Werbung für ein Kauf- oder Verkaufsangebot betrachtet werden. Die Einschätzungen der Fondsmanager können sich ändern und stellen keine Beratung zum Erwerb von Wertpapieren dar. Da derartige Bedingungen einem schnellen Wandel unterliegen, sind diese Meinungen nur zum Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung maßgeblich. Alle angegebenen Zahlen zur Wertentwicklung sind - soweit nicht anders angegeben - ohne Berücksichtigung der Emissionsgebühren und bei Wiederanlage sämtlicher Ausschüttungen berechnet. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für die Zukunft. Die bei jeder Wertpapieranlage bestehenden Risiken können insbesondere bei einer Anlage in die Kapitalmärkte von Schwellenländern oder in volatilen Märkten, wie z.B. im Technologie- und Biotechnologiesektor, erhöht sein. Die Preise der Anteile und deren Erträge können sowohl steigen als auch fallen. Verkaufsprospekte und weitere Unterlagen erhalten Sie bei Ihrem Berater oder bei Franklin Templeton Investment Services GmbH, Postfach 11 18 03, 60053 Frankfurt a. M., Mainzer Landstraße 16, 60325 Frankfurt a. M., Tel.: 08 00/0 73 80 02 (Deutschland), 08 00/29 59 11 (Österreich), Fax: 0 69/2 72 23-120, E-Mail: info@franklintempleton.de (Deutschland), info@franklintempleton.at (Österreich), Internet: www.franklintempleton.de (Deutschland) • www.franklintempleton.at (Österreich)



FONDSKOMMENTARE Franklin Templeton Investments

Die Umsätze haben sich in den letzten 10 Jahren fast vervierfacht und das Unternehmen macht starke Gewinne. Tatsächlich waren die Nettoerträge 2006 größer als die gesamten Umsätze in 1997. Das Unternehmen hat selbst nach einer Dividendenausschüttung 2006 in Höhe von US\$ 33 Mrd. eine netto Kasse von 12%. Es stimmt auch, dass einige seiner Geschäftszweige immer noch nicht profitabel sind, doch würde ich es vorziehen, 15-16 mal die prognostizierte Gewinnrendite für ein weltweites Spitzenunternehmen zu zahlen, als für einen noch unbewährten Titel aus den Emerging Markets.

Andere großkapitalisierte Werte im Fonds sehen ebenso vielversprechend aus. Sie haben relativ niedrige Bewertungen, erzielen robuste Erträge, gute Bilanzen und bieten oftmals hohe Dividendenrenditen. In der Folge ist die gewichtete durchschnittliche Marktkapitalisierung der Anteile im Templeton Growth (Euro) Fund von US \$28 Mrd. vor fünf Jahren auf heute US\$68 Mrd. gewachsen. Wir sind der Ansicht, dass die besten Werte in Segmenten gefunden werden, die außerhalb des Konsensus liegen. Im Ergebnis haben wir großkapitalisierte Werte in den USA erworben, oftmals in den Sektoren Technik und Telekommunikation. Gegen Anfang dieses Jahrzehnts begannen wir zudem damit, Positionen in US-Medientiteln aufzubauen. Sie haben in den Jahren 2004 und 2005 die Wertentwicklung nach unten gezogen, entwickelten sich aber dafür 2006 zu einem unserer besten Sektoren. Beteiligungen an Unternehmen wie z.B. Newscorp, DirecTV und Comcast waren ein wichtiger Faktor unserer Fähigkeit in einem Markt mit zunehmend überhitzten Bewertungen Schritt zu halten.

In der Tat haben wir während der Kursstürze gegen Ende Februar über US\$ 80 Mio. in Large Caps, inkl. Oracle, Microsoft, Pfizer, Sanofi und General Electric investiert. Wir werden auch weiterhin Perioden mit Marktvolatilität zu unserem Vorteil nutzen.

Tatsächlich begrüßen wir Volatilität, denn sie bietet eine hervorragende Gelegenheit, reale Werte zu finden. Wenn wir Microsofts Kurs aufgrund einiger spekulativer Aktivitäten in Shanghai fallen sehen, so ist das für uns ein Signal zum Handeln.

09. März 2007
Murdo Murchison, Nassau

Die vorgelegten Informationen stellen keine vollständige Analyse eines bestimmten Wirtschaftszweiges, eines Wertpapiers oder des jeweiligen Investmentfonds dar. Sie dürfen auch nicht als Kauf- oder Verkaufsangebot oder als eine Werbung für ein Kauf- oder Verkaufsangebot betrachtet werden. Die Einschätzungen der Fondsmanager können sich ändern und stellen keine Beratung zum Erwerb von Wertpapieren dar. Da derartige Bedingungen einem schnellen Wandel unterliegen, sind diese Meinungen nur zum Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung maßgeblich. Alle angegebenen Zahlen zur Wertentwicklung sind - soweit nicht anders angegeben - ohne Berücksichtigung der Emissionsgebühren und bei Wiederanlage sämtlicher Ausschüttungen berechnet. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für die Zukunft. Die bei jeder Wertpapieranlage bestehenden Risiken können insbesondere bei einer Anlage in die Kapitalmärkte von Schwellenländern oder in volatilen Märkten, wie z.B. im Technologie- und Biotechnologiesektor, erhöht sein. Die Preise der Anteile und deren Erträge können sowohl steigen als auch fallen. Verkaufsprospekte und weitere Unterlagen erhalten Sie bei Ihrem Berater oder bei Franklin Templeton Investment Services GmbH, Postfach 11 18 03, 60053 Frankfurt a. M., Mainzer Landstraße 16, 60325 Frankfurt a. M., Tel.: 08 00/0 73 80 02 (Deutschland), 08 00/29 59 11 (Österreich), Fax: 0 69/2 72 23-120, E-Mail: info@franklintempleton.de (Deutschland), info@franklintempleton.at (Österreich), Internet: www.franklintempleton.de (Deutschland) • www.franklintempleton.at (Österreich)