

Ausblick für europäische Aktien 2012

Von Uwe Zöllner, Head of Pan European Equities bei Franklin Templeton Investments

Die Europäische Frage

Ist eine Lösung in Sicht?

Die entscheidende Frage ist im Moment, ob sich die aktuelle Finanzkrise beilegen lässt. Ich rechne mit einer Lösung in den nächsten Monaten. Mit Blick auf die jüngsten Ereignisse könnte man das bezweifeln, denn bislang war die Problembewältigung nicht sehr eindrucksvoll. Doch bei der Beurteilung des Krisenmanagements in der Eurozone ist Folgendes zu berücksichtigen:

Es handelt sich um einen politischen und daher schwierigen Prozess, weil sich Parteien mit gegensätzlichen Interessen in Diskussionen und Verhandlungen einigen müssen. Dieses Problem besteht nicht nur in der Eurozone. Wir wünschen uns für die Finanzmärkte natürlich rasche Abhilfe, müssen aber akzeptieren, dass es der Politik eher um den richtigen und nachhaltigen Weg geht als um eine schnelle Lösung, die uns bald die nächste Krise beschert.

Insbesondere verlangen die potenziellen Zahler Schutz vor Missbrauch, was nach den Erfahrungen der letzten Monate nachvollziehbar ist. Deshalb will man nicht umgehend auf Forderungen nach unbegrenzter Umverteilung von Schulden oder EZB-Hilfen eingehen, solange die hoch verschuldeten Länder keine glaubwürdigen Signale für die Inangriffnahme ihrer Schuldenprobleme und struktureller Hindernisse für Wachstum und Wettbewerbsfähigkeit geben.

Die gute Nachricht ist, dass wir diesbezüglich Bewegung erkennen, vor allem im wichtigsten Land Italien. Deshalb sind wir meines Erachtens auf dem Weg zu einer endgültigen Lösung, die aber noch einige Zeit (und weitere Gipfeltreffen) erfordern könnte. Das gefällt uns nicht, doch damit müssen wir leben.

Auf diese optimistische Feststellung folgt allerdings ein Vorbehalt: Eine schnelle Lösung wird es nicht geben. Länder haben über Jahre und Jahrzehnte Schuldenberge angehäuft. Sie abzutragen, wird Zeit in Anspruch nehmen und auf jeden Fall schmerzhaft sein. Mehr Schulden zu machen, um die Wirtschaft zu stützen in der Hoffnung, dass ein Land aus seinen Schulden herauswachsen kann, wird nicht funktionieren. Die Kapitalmärkte sind nicht bereit, weitere Verbindlichkeiten zu finanzieren und schuldenfinanziertes Wachstum ist nicht nachhaltig. Zu Spar- und Deregulierungsprogrammen gibt es daher keine Alternative. Staaten wie die Niederlande, die skandinavischen Länder und Deutschland haben das hinter sich und Südeuropa wird es nicht erspart bleiben. Weil es so spät und in einem Klima der Ungewissheit und Skepsis damit anfängt, wird es ungleich schwieriger.

Stresstest: Geläuterte Banker sorgen erneut für Probleme; Rezession in Südeuropa unvermeidlich

Ein weiterer Aspekt, der den kurzfristigen Konjunkturausblick erschwert, ist der Umstand, dass europäische Banken nach den letzten Stresstests ihre Kernkapitalquote erhöhen müssen, die das Eigenkapital in Relation zu den risikotragenden Aktiva setzt. Dieser Vorgang macht die Banken vorsichtiger in Bezug auf die Hereinnahme zusätzlicher Risiko-Aktiva in ihre Bilanzen, was die Kreditkonditionen insbesondere für KMU verschärfen könnte. Das wiederum trübt den Ausblick für Wirtschaftswachstum in der ganzen Eurozone.

Meines Erachtens kann Südeuropa eine Rezession nicht vermeiden, was sich auf die gesamte Eurozone auswirken wird. Wir müssen uns also auf einen schwierigen Start ins Jahr 2012 einstellen, mit negativem Wachstum in einer Reihe peripherer Staaten und einer leichten Rezession in der Eurozone. Mit Blick auf die Aktienbewertungen würde ich sagen, das ist die Konsenserwartung der Investoren.

Der eine oder andere fragt sich, ob Südeuropa die Disziplin aufbringt, ein solches Sparprogramm durchzuziehen. Die Proteste und Streiks werden manche als entmutigendes Zeichen. Ich bin da anderer Meinung. Ein solches Sparprogramm ist eine schwere Belastung für die Bevölkerung und notgedrungen umstritten – wie schon in Deutschland oder den Niederlanden. Einschnitte ins soziale System werden nicht begeistert begrüßt, doch die meisten Menschen wissen, worum es geht, und werden sich mit Sparmaßnahmen abfinden, ob ihnen das gefällt oder nicht.

Erwacht der schlafende Riese? US-Wirtschaft zeigt Anzeichen für Besserung

In den USA gibt es Anzeichen für Besserung, was viele europäische Investoren überrascht. Der Arbeitsmarkt sendet sehr uneinheitliche Signale. Manche befürchten, der Aufschwung könnte an den Arbeitslosen vorbeigehen, was den Konsum als eine der tragenden Säulen des US-Wachstums beeinträchtigen würde. Doch ähnliche Muster lagen Anfang der 1990er Jahre und nach 2001 vor. Der Aufschwung kam dem Arbeitsmarkt anfänglich nicht unmittelbar zugute, doch später gab es eine umfassende Erholung. Die aktuelle Arbeitsmarktstatistik sollte daher nicht als pessimistisches Argument herangezogen werden. Und der Konsum in den USA ist unerwartet robust, da niedrigere Rohstoffpreise die verfügbaren Einkommen der Privathaushalte schonen. Eine besonders wichtige Rolle spielt dabei Öl.

Es gibt noch verschiedene andere positive Faktoren: Die Unternehmen sind finanziell solide aufgestellt, der Bankensektor hat Fremdkapital abgebaut und wir erkennen derzeit in den USA – anders als in Europa – einen Trend zur Lockerung der Kreditkonditionen

Die entscheidende Frage für die USA ist jetzt, ob es Anfang 2012 zu fiskalpolitischen Belastungen kommt, wenn verschiedene staatliche Hilfsprogramme auslaufen könnten. Das könnte das Wirtschaftswachstum in den USA und damit weltweit bremsen. Nach den Erfahrungen des letzten Sommers müssen wir uns auf weitere politische Unsicherheit einstellen, vor allem in einem Wahljahr wie 2012.

China am Scheideweg

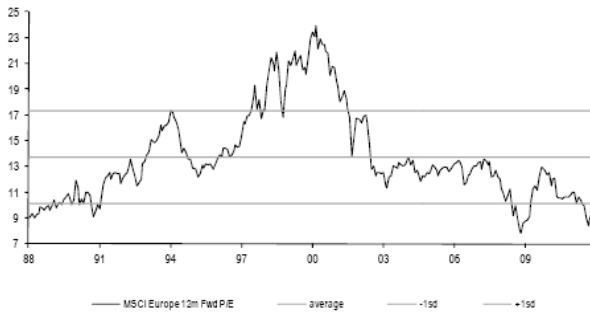
In China gilt derzeit alle Aufmerksamkeit dem Immobilienmarkt. Nach zwei Jahren hat die Regierung bei der Abkühlung des Immobilienbooms offenbar gewisse Erfolge erzielt. Stellt sich die Frage nach den Folgen für die chinesische Wirtschaft, die derzeit weltweit der wichtigste Wachstumsmotor ist. Da uns für eine solche Entwicklung im chinesischen Wirtschaftssystem historische Beispiele fehlen, ist es schwer, eine Prognose zu erstellen. Nach meinem Eindruck hat China im aktuellen Entwicklungsstadium genügend Möglichkeiten, außerhalb der Immobilienbranche für Nachfrage zu sorgen, um seine Wirtschaft zu stützen. Rückläufige Inflationsraten geben der Regierung mehr Spielraum für Konjunkturaneize.

Wertpotenzial in der Volatilität – Europäische Aktien fast auf historischem Tief

Was bedeutet das alles für die europäischen Aktienmärkte? Angesichts des verhaltenen Konjunkturausblicks könnte man den ganzen Markt negativ beurteilen. Viele Investoren ziehen sich zurzeit tatsächlich aus dem europäischen Aktienmarkt zurück.

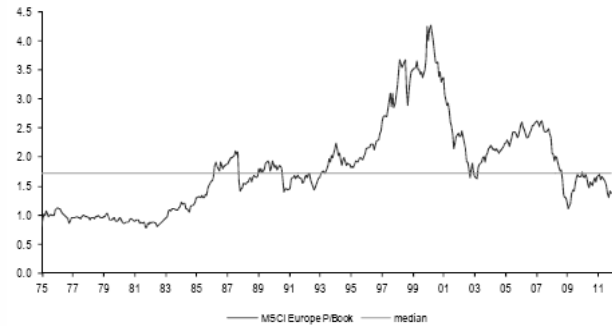
Meines Erachtens ist das die falsche Reaktion. Sie übersieht, dass der Aktienmarkt mit dem Einbruch von 2011 einen extrem negativen Ausblick eingepreist hat. Auf ertragsbasierte Bewertungsargumente reagieren natürlich viele zynisch, weil sie das Ertragsniveau für 2012 infrage stellen. Doch selbst nach ihrem Kurs-Buchwert-Verhältnis sind Aktien historisch extrem niedrig bewertet. Lediglich in den 1970er Jahren notierten Aktien über längere Zeit so niedrig. Damals waren wir mit Stagflation, struktureller Verschleppung und einem politischen System konfrontiert, das der privaten Wirtschaft eher feindlich gegenüberstand. Heute halte ich solche Bewertungen längerfristig nur dann für gerechtfertigt, wenn die Krise in der Eurozone ungelöst bleibt – mit der Konsequenz, dass wir einer langen Phase wirtschaftlicher Turbulenzen und Unsicherheit entgehen.

MSCI Europe 12m Fwd P/E



Source: Datastream, MSCI, IBES

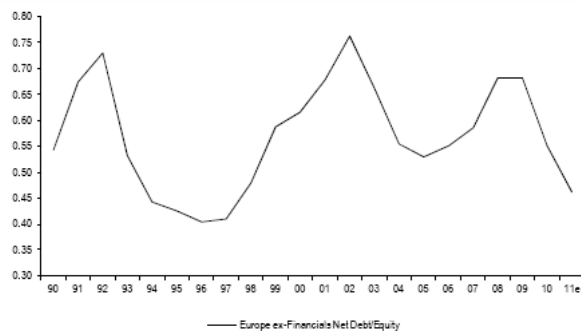
MSCI Europe P/Book



Source: Datastream, MSCI

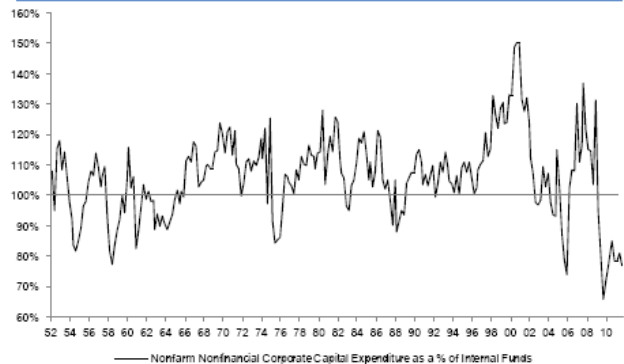
Doch es sind nicht nur die zyklischen Risiken, die die Investoren durch ihre Zurückhaltung überbewerten. Sie vergessen ganz, dass Unternehmen weit besser gerüstet und aufgestellt sind, als beim letzten Abschwung 2008. Schulden wurden abgebaut, Investitionen reduziert und Lagerbestände rationalisiert.

MSCI Europe Net Debt/Equity



Source: IBES, MSCI, Datastream, Worldscope

Capex as a share of internally generated funds



Source: FRB

Die Investoren befürchten offenbar noch immer ein zweites 2008, als die Weltwirtschaft plötzlich für Monate praktisch zum Stillstand kam und die BIP-Zahlen 2009 mit Raten im mittleren einstelligen Bereich schrumpften. Das erklärt, warum heute so viele Aktien ähnlich notieren wie damals. In meinen Augen war 2008 eine historische Anomalie und ist nicht die neue Normalität für Konjunkturabschwünge und künftige zyklische Rücksetzer, die eher den durchschnittlichen Kontraktionen der letzten 40 Jahre entsprechen dürften. Eine solche Kontraktion ist niemals angenehm, doch für Investoren gehört sie zum Leben und stellt rückblickend meist eine günstige Kaufgelegenheit dar.

Einzeltitelauswahl in Europa – gegen den Konsens

Was aber soll man in Europa kaufen? Die Konsensantwort darauf ist, dass man jetzt defensive Titel ordern sollte, was sich in einer relativen Bewertung dieser Aktien niederschlägt, die am oberen Ende ihrer historischen Bandbreite liegt. Wir sind aus verschiedenen Gründen anderer Ansicht:

- Bei einem pessimistischen Konjunkturausblick werden etliche hochwertige zyklische Aktien zu günstigen Bewertungen gehandelt, die dem geduldigen Anleger erhebliches Aufwärtspotenzial bieten.
- Viele in Europa notierte Unternehmen sind global tätig und werden viel stärker von den Volkswirtschaften der USA oder der BRIC-Staaten beeinflusst als von den Problemen in der Eurozone.

- Doch selbst Aktien, die von der Binnenwirtschaft in der Eurozone abhängen, notieren so niedrig, dass die Risiken in den aktuellen Kursen bereits über Gebühr einkalkuliert sind. Auch Infrastruktur- und Versorgungswerte aus Italien oder Portugal bieten sich an.

Anlagestrategien für 2012:

- **Qualität:** Allerdings beinhaltet dies nicht nur defensive Titel! Hochwertige zyklische Konsum- und Industriewerte mit starker Marktposition, hohen Einstiegsbarrieren und Preismacht sind derzeit billig zu haben.
- **Laufende Erträge:** Aktien locken im Moment im historischen Vergleich und im Verhältnis zu mit AAA bewerteten Staatsanleihen mit sehr hohen Renditen. Gleichzeitig bieten sie mehr Schutz vor Inflation, wie sie die Hilfspakete in der aktuellen Finanzkrise nach sich ziehen könnten. Außerdem bestehen ausgesprochen interessante Gelegenheiten zum Erwerb von Aktien mit soliden Renditen und guter Dividendendeckung oder gar extrem hohen Renditen. Aktien offerieren daher auch im Falle von Zinssenkungen ansprechende Renditen. Vorteilhafter Nebeneffekt ist, dass Dividenden in ungewissen Aktienmarktphasen einen reizvollen Grundertrag liefern.
- **In Bezug auf die Ausgaben in Europa ist Vorsicht angezeigt:** In der Eurozone, aber auch im übrigen Europa wird sich – möglicherweise über längere Zeit – restriktive Fiskalpolitik auf die verfügbaren Einkommen der Privathaushalte auswirken. Das ist bei der Bewertung von Aktien zu berücksichtigen, die stark von der europäischen Binnenwirtschaft beeinflusst werden. Hier könnten Sektoren mit sehr stabilen Endmärkten wie Infrastruktur (und Versorgung) die bessere Wahl sein.
- **Wertpotenzial im minderwertigen Segment:** Meiden Sie finanzielle Hebelung in Kombination mit volatilen Endmärkten, denn vielleicht werden die Banken in den nächsten Jahren mit Krediten geizen. Bestimmte billige Aktien könnten reizvoll sein, doch nur für Mutige.

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.

Der Verkaufsprospekt enthält detaillierte Ausführungen zu den mit einem Investment in unsere Fonds verbundenen Risiken. 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. Ein Investment in unsere Fonds ist mit verschiedenen Risiken verbunden, die detailliert im Verkaufsprospekt beschrieben sind.

Sofern nicht anders angegeben, erfolgte die Berechnung der Wertentwicklung nach der sog. BVI-Methode in EUR. 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 und sollen das Investmentumfeld im Betrachtungszeitraum veranschaulichen. Ein Index wird grundsätzlich nicht aktiv gemanagt und es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. Die Wertentwicklung des Index beinhaltet keinen Abzug von Aufwendungen und repräsentiert nicht die Wertentwicklung irgendeines Franklin Templeton Fonds. **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 vereinfachten bzw. vollständigen Verkaufsprospektes, des gültigen Rechenschaftsberichtes (letzter geprüfter Jahresbericht) und ggf. des anschließenden Halbjahresberichtes treffen. Der Verkaufsprospekt und die genannten Rechenschaftsberichte 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.

© 2012 Franklin Templeton Investments. Alle Rechte vorbehalten.