



## Value Investment: Rohstoffe – Überschussrenditen werden abschmelzen

Der Anfang Mai einsetzende Kurseinbruch bei Aktien zog viele Sektoren und Länder in Mitleidenschaft. Am stärksten wirkte er sich jedoch in Segmenten aus, die sich in den letzten Jahren besonders gut entwickelt hatten. Dazu gehörten Small-Caps ebenso wie Schwellenländeraktien und zyklische Aktien, vor allem solche aus den Branchen Bergbau, Industrie und Bau.

Unternehmen aus konjunkturabhängigen Sektoren wie diesen erwirtschafteten in den letzten Jahren in einem von starkem globalem Wirtschaftswachstum und reger Endverbrauchernachfrage geprägten Umfeld hohe Gewinne, was ihre Cashflows und ihre Rentabilität gesteigert hat. Nach unseren längerfristigen normalisierten Ertrags- und Cashflow-Einschätzungen wirkten diese Titel allerdings bereits teuer. Bestimmte Medien- und Telekom-Unternehmen sehen sich dagegen mit hartem Wettbewerb konfrontiert. Unser Research führt uns jedoch zu dem Ergebnis, dass der Markt diese Aktien wahllos abgestraft hat.

### Rohstoffe

Während die fundamentale Nachfrage nach Rohstoffen wie Metallen, Bergbauprodukten und Ressourcen kürzerfristig weiter steigen wird, hat die Preiskorrektur bei Basismetallen und den entsprechenden Aktien Ende des zweiten Quartals nach unseren langfristigen normalisierten Annahmen noch nicht zu einer Unterbewertung geführt. Die Preise für Industriemetalle und die zugehörigen Metall- und Bergbauaktien erlebten im zweiten Quartal eine drastische Kurskorrektur, in manchen Fällen um über 25%. Diese Größenordnung nimmt sich im Vergleich zum rapiden Anstieg der letzten paar Jahre jedoch bescheiden aus. Immerhin waren die Metallpreise vom Tief im Jahr 2001 um 240% in die Höhe geschossen.

Der beispiellose Höhenflug der Metallpreise ist nicht allein durch traditionelle Angebots- und Nachfragefaktoren zu erklären. Die zugrunde liegenden Nachfragetrends

wurden durch erhebliche spekulative Einflüsse verstärkt. Hedge-Fonds, Pensionskassen und andere Investorengruppen – die so genannten „Verbraucher in Nadelstreifen“ – hatten spürbaren Anteil daran, dass die Preise weit höher getrieben wurden als fundamental gerechtfertigt. Trotz des jüngsten Rücksetzers lagen die Kurse auch im zweiten Quartal im Schnitt noch rund 70% über dem Niveau vom Jahresbeginn.

Dass eine neue Nachfragequelle nach Basisressourcen hinzukam – der Strom von Investorengeldern in Rohstofffonds nämlich –, hat sicherlich zur Verlängerung und Intensivierung des aktuellen Metallpreiszyklus beigetragen. Die grundlegenden fundamentalen Angebots- und Nachfragekräfte wurden dadurch allerdings nicht ausgeschaltet. Die lange Geschichte der undifferenzierten Rohstoffmärkte hat immer wieder gezeigt, dass das Angebot am Ende auf höhere Preise hin steigt und die Überschussrenditen abschmelzen. Nach unserem Dafürhalten gibt es aus geologischer Sicht weltweit auch für die robustesten Wirtschaftsszenarios ausreichende Metallvorkommen. Die jüngste Schwäche der US-Konjunktur könnte in Verbindung mit den Versuchen zur Drosselung des Zuflusses von überschüssigem Kapital in „heiße Sektoren“ wie Immobilien, Infrastruktur, Aluminium und Stahl in China die fundamentale Nachfrageseite der Gleichung ebenfalls negativ beeinflussen. Die spekulationsbedingte Nachfrage schließlich stellt per se ein Preisrisiko dar, das allerdings schwer zu quantifizieren ist. Es gilt jedoch zu bedenken, dass der Kauf eines physischen Rohstoffs nur dann Ertrag abwirft, wenn die Preise stiegen. Dividenden oder Zinsen gibt es dabei nicht, sondern nur die Hoffnung auf einen Kapitalgewinn. Die „Verbraucher in Nadelstreifen“ könnten die Rohstoffmärkte destabilisieren – dann nämlich, wenn sich diese Investoren zeitgleich zum Rückzug entschließen.



Gary P. Moysl,  
President, Templeton  
Investment Counsel, LLC

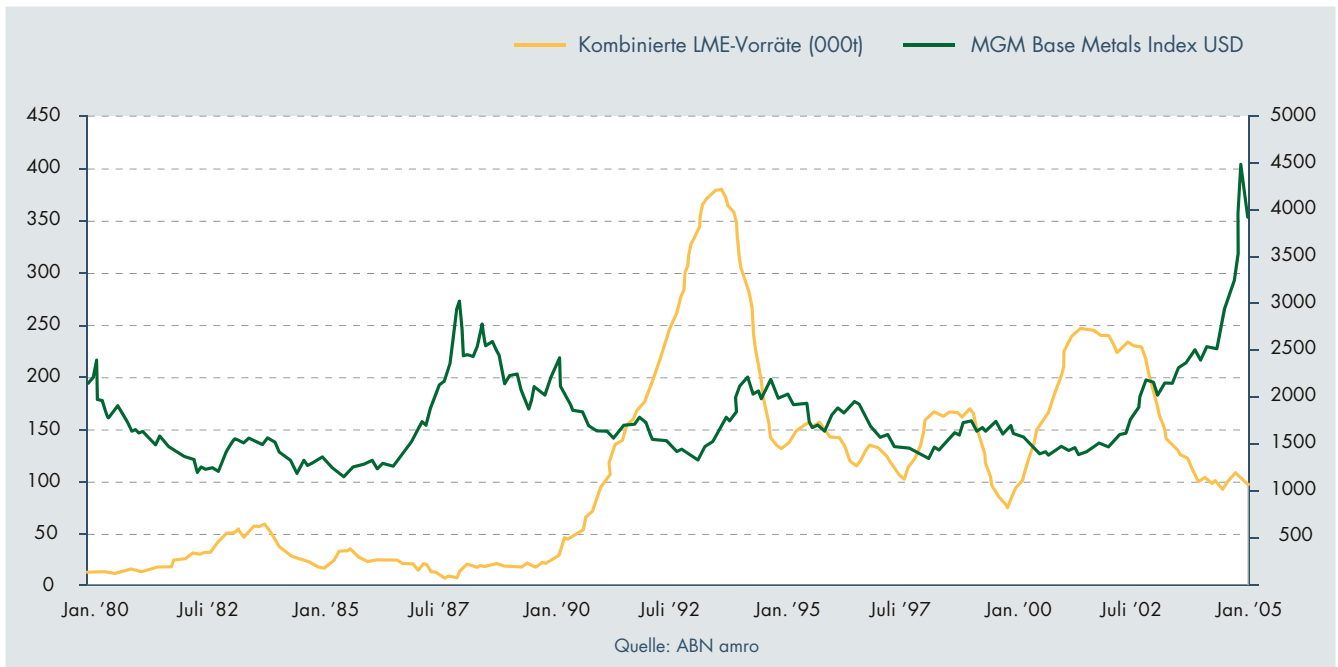
14. Juli 2006





## PERSPEKTIVEN

### Basismetallpreise



### Ausblick

Der globale Wirtschaftsaufschwung hat vor knapp fünf Jahren begonnen. Dass sich das Wachstum allmählich verlangsamt, ist nur natürlich - vor allem, wenn die durch niedrige Zinsen und leicht verfügbares Kapital in beispielloser Höhe vorhandene Liquidität weiter abnimmt. Weniger offensichtlich ist jedoch die künftige Richtung der allgemeinen Konjunktorentwicklung. Ob die Inflation - oder auch nur die Wahrnehmung von Preissteigerungen - weitere globale Zinserhöhungen auslöst, ist ebenso ungewiss wie die Frage, ob die weltweit gestiegenen Zinsen tatsächlich zu einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstums führen. Diese Ungewissheit ist eine Erklärung für die jüngste Marktkorrektur und die damit einhergehende erhöhte Volatilität der Aktienkurse.

Wir werden verstärkte Volatilität auch künftig als Chance betrachten, um jede erkennbare kurzfristige Preisineffizienz mit unseren längerfristigen Annahmen zu einzelnen Aktien abzugleichen.



FRANKLIN TEMPLETON  
INVESTMENTS



## PERSPEKTIVEN

# Value Investment – US-Large-Caps im Aufwind

Während es an der Wall Street nur noch um internationale Aktien und Rohstoffe ging, konnten wir uns in letzter Zeit ungestört auf den Kauf verschiedener US-Large-Caps wie Microsoft, Oracle Corp. und Viacom verlegen. Im Grunde sahen wir darin die Chance, extrem hochwertige Unternehmen neu zu entdecken, die der Markt auf der Jagd nach Gold und Rohstoffen und wegen seiner chronischen Abneigung gegen US-Large-Caps aus dem Telekom-, Medien- und Technologiesektor links liegen lässt. (Was nicht heißen soll, dass der Templeton Growth (Euro) Fund nicht auch in Rohstoffproduzenten investiert. So halten wir zum Beispiel Royal Dutch Shell. Im Hinblick auf die fantastischen Erdgasvorkommen in Australasien und einem Ölpreis, der tatsächlich jenseits von 70 US-Dollar pro Barrel liegt, beurteilen die Investoren die Aktie zu negativ.)

Ein gutes Beispiel für die Templeton-Strategie, Aktien herauszupicken, die aufgrund übertriebener Ängste und übersteigertem Pessimismus unter Wert gehandelt werden, ist Boeing. Die ersten Boeing-Aktien kauften wir Ende 2002 zu 32 US-Dollar das Stück. Wir stockten unsere Position weiter auf, bis der Kurs auf um die 25 US-Dollar abgerutscht war - immer in der Überzeugung, dass der Markt kurzfristige Sorgen um fragwürdige Rüstungsverträge und den Zugewinn von Marktanteilen durch den europäischen Rivalen Airbus überbewertete. Als wir den Titel Ende 2005 und Anfang 2006 nach und nach abstießen, wurde er um die 70 US-Dollar gehandelt. Angesichts der Aussichten für Umsatz, Gewinn und Cashflow-Wachstum glauben wir, dass auch Microsoft wie Boeing seinen Aktienkurs in den nächsten fünf Jahren verdoppeln kann.

Eine der größten Fondspositionen ist News Corp. Die Vorzüge dieses Unternehmens werden von den Anlegern nicht angemessen wahrgenommen. Schuld daran sind kurzfristige Sorgen um die Bedrohung traditioneller Medien durch Internet-Werbung, um den Umzug der Firmenzentrale und um die Anlaufschwierigkeiten bei der Übernahme von MySpace.com. Das globale Satelliten-TV-Geschäft des Konzerns etwa ist eine Geldmaschine. Auch der Industriekonzern Siemens ist aus Angst vor einer globalen Verlangsamung in Ungnade gefallen. Doch der Technologieriese dürfte auf ein Abflauen des globalen Wirtschaftswachstums in Wirklichkeit weniger anfällig reagieren als weit aus höher bewertete Emittenten wie BHP Billiton. Absolut gegen den Trend stellen wir uns aber wohl mit Eastman Kodak. Unseres Erachtens ist der Rückgang des traditionellen Filmmarktes im Aktienkurs bereits berücksichtigt, während der Markt Kodaks Potenzial in der Digitalfotografie übersieht.



Murdo Murchison,  
Portfoliomanager,  
Templeton Growth (Euro) Fund  
(ein Teilfonds von Franklin  
Templeton Investment Funds,  
Luxemburg)

28. Juni 2006



FRANKLIN TEMPLETON  
INVESTMENTS



# Income Fund Investment – Tendenz zu defensiveren, höher rentierlichen Versorgungswerten

Das Portfolio des Franklin Income Fund\* hat sich in den letzten Monaten stark verändert. 2005 waren die Zinsen die meiste Zeit über ausgesprochen niedrig. Die 10-jährigen US-Schatzanleihen rentierten in vielen Monaten weiterhin unter 4% und es war gar nicht einfach, im Rentensegment attraktive Gelegenheiten ausfindig zu machen. Infolgedessen reduzierten wir den Rentenanteil am Fonds bis 30. Juni 2006 bis auf 36% des Gesamtportfolios, während Stammaktien über 59% ausmachten. Dabei bestand unser Rentenengagement überwiegend in nicht-erstklassigen Anleihen. Schneller Sprung in die Gegenwart: Die Zinsen haben mittlerweile deutlich angezogen. Dementsprechend hat auch der Fonds sein Rentenengagement auf über 49% Ende Juni aufgestockt, während der Aktienanteil auf 47,6% zurückgefahren wurde.

Der durchschnittliche Credit-Spread im Lehman Brothers U.S. Corporate High Yield Bond Index stieg von 320,5 Basispunkten Ende März auf 343,7 Basispunkte Ende Juni. Dieser Anstieg beeinträchtigte die Performance unserer nicht-erstklassigen Anleihepositionen. Die mit diesen Anleihetypen einhergehenden höheren Kupons konnten diese Wirkung allerdings ein Stück weit abfedern.

Wir registrierten kräftige Kursgewinne bei einer ganzen Reihe von Positionen aus dem Versorgungssektor, denen besonderes Wachstumspotenzial zugetraut wurde. Die Renditen sanken entsprechend und wir nahmen in vielen Fällen Gewinne mit. Im Versorgungssektor, der Ende Juni 41% des investierten Fondskapitals ausmachte, haben wir uns in letzter Zeit wieder mehr auf defensivere, höher rentierliche Titel mit unserer Ansicht nach angemessenen Bewertungen verlagert. Ein defensiver Versorger, der uns momentan besonders anspricht, ist Southern Co. Hier konnten wir uns vor kurzem zu einem Kurs in der Nähe eines 52-Wochen-Tiefs engagieren. Die Rendite

dieses großen, konservativ geführten Versorgungsunternehmens mit wachsender Präsenz in den USA ist auf fast 5% gestiegen. Chesapeake Energy ist ein weiteres Beispiel eines Unternehmens, in dessen High-Yield-Anleihen wir in letzter Zeit investiert haben. Wohlgermerkt haben wir uns dabei nicht in Aktien, sondern in Anleihen von Chesapeake verstärkt engagiert.

Ein weiterer Bereich, in dem wir Renten Aktien vorzogen, war der Autosektor. Hier halten wir die Renditeaussichten von GMAC- und Ford Motor Credit Company-Anleihen für überzeugender als die von den jeweiligen Stammaktien von General Motors und Ford gebotenen Dividendenrenditen. GMAC profitierte im zweiten Quartal weiterhin von den erfolgreichen jüngsten Bemühungen seiner Muttergesellschaft, langfristige strukturelle Herausforderungen anzupacken und einen potenziell lähmenden Streik beim bankrotten Zulieferer Delphi Corp. abzuwenden.

Manche der von uns in letzter Zeit favorisierten defensiven Versorger bieten womöglich nicht die glänzenden Aussichten, mit denen verschiedene Unternehmen dieses Sektors in den letzten Jahren aufwarten konnten, doch die Erträge sollten dennoch interessant sein. Die Renditen unserer Anlagen fallen je nach Sektor sehr unterschiedlich aus. Bestimmte Versorger im Portfolio bieten ausgesprochen reizvolle Renditen von über 5%. Allerdings sind da auch einige Positionen aus anderen Sektoren wie integrierte Ölgesellschaften oder große Pharmafirmen, die niedrigere Renditen verbuchen.

Bis Mitte 2004 war unser Engagement in großen Pharmakonzernen relativ begrenzt. Im September jenes Jahres dann nutzten wir die Chance zum Einstieg in Merck & Co-Aktien, nachdem das Unternehmen sein Schmerzmedikament bei degenerativen Gelenkerkrankungen Vioxx vom Markt nehmen musste. Das Publikum

traute dem Unternehmen nicht zu, den Vioxx-Skandal zu verkraften, und beurteilte auch seine Wachstumsaussichten ganz allgemein pessimistisch. Damals war allerdings noch keine Rede vom Potenzial verschiedener Impfstoffe, die das Unternehmen mittlerweile tatsächlich präsentieren konnte. Der jüngste Wechsel an der Führungsspitze des Unternehmens stimmt uns ebenfalls zuversichtlich. In letzter Zeit gehörte Merck zu den Leistungsträgern beim relativen Fondsertrag.

**Der Franklin Income Fund** ist ein Teilfonds von Franklin Templeton Investment Funds (Luxemburg)

**Portfoliomanager:** Ed Perks (San Mateo, Kalifornien)

**Managementsstil:** Balanced/Hybrid

**Auflegungsdatum:** 02. Juli 1999

**Fondsvolumen:** 30. Juni 2006  
732,3 Millionen US-Dollar



Ed Perks,  
Portfoliomanager,  
Franklin Income Fund  
(\*ein Teilfonds von Franklin  
Templeton Investment Funds,  
Luxemburg)

18. Juli 2006



FRANKLIN TEMPLETON  
INVESTMENTS



## PERSPEKTIVEN

# Globale Markteinschätzung – Globales Wachstum trotz Abschwächung in den USA weiter robust

### **Befinden wir uns gegenwärtig in einem Bullenmarkt, einem Bärenmarkt oder einer Korrekturphase?**

In einer Korrekturphase, würde ich sagen. Die typischen Merkmale eines zyklischen Bärenmarktes können wir nicht erkennen. Daher rechnen wir auch nicht mit einer bevorstehenden Rezession. Stattdessen halten wir die jüngsten Markturbulenzen für einen Hinweis darauf, dass sich die Märkte zum einen auf die Möglichkeit einstellen, dass die Zinsen höher steigen könnten als erwartet, zum anderen aber auch auf die Wahrscheinlichkeit einer Verlangsamung des Wachstums (zumindest in den USA).

### **Müssen die Anleger Inflation oder sogar Stagflation befürchten?**

Diese Sorge ist zweifellos vorhanden und hat auch immer ihre Berechtigung. Ohne einen deutlichen Anstieg der Arbeitskosten ist ernsthafte Besorgnis über die langfristige Inflationsentwicklung jedoch nicht angezeigt. Wir waren in Bezug auf die Preisentwicklung bislang sogar recht optimistisch, denn die Arbeitskosten in den USA und global (70 bis 80% der Kerninflation) haben sich recht verhalten entwickelt.

### **Rechnen Sie nach erfreulichen Unternehmensergebnissen fürs zweite Quartal mit einer Markttrally?**

Das dürfte von den sonstigen Einflussfaktoren abhängen. Im letzten Jahr waren in den USA fantastische Ertragssteigerungen von fast 15% zu verzeichnen, doch der Markt hob trotzdem nicht ab, weil die Fed die Zinsen laufend heraufsetzte. Meiner Ansicht nach grübelt der Markt immer noch darüber nach, wie hoch die Zinsen wohl noch steigen werden und welche Auswirkungen diese Steigerungen auf das Ertragswachstum haben. Wenn die Fed wirklich auf das Ende des Zinssteigerungs-

zyklus zusteuert – und davon gehen wir aus –, dann sollten sich Aktien im weiteren Jahresverlauf recht positiv entwickeln.

### **Welchen Investmentansatz verfolgen Sie angesichts der vielen Fragezeichen, die über Konjunktur und Märkten schweben?**

Unsere lokale und globale Strategie bei ausgewogenen Fonds bestand bislang in der Übergewichtung von Aktien zulasten von Anleihen. In unseren globalen Aktienportfolios sind wir mittlerweile stärker in Nicht-US-Aktien engagiert als in US-Titeln. In den USA entwickeln sich die Small-Caps nun schon seit längerem deutlich besser als die Large-Caps. Small-Caps sind in der Regel stärker vom lokalen Wachstum abhängig, weshalb sie anfälliger auf eine Abschwächung der US-Konjunktur reagieren sollten. Auch profitieren Small-Caps nicht unmittelbar von einem schwächeren Dollar, mit dem wir ebenfalls rechnen. Daher könnte es nach unserem Dafürhalten in den USA zu einem Führungswechsel von Small-Caps auf Large-Caps kommen.

### **Abgesehen von der Marktkapitalisierungsgröße – welche Sektoren werden Ihrer Meinung nach besonders gut abschneiden?**

Wir erwarten, dass das globale Wachstum ungeachtet einer Verlangsamung in den USA recht hoch ausfallen sollte (für dieses Jahr rechnen wir mit einem BIP-Wachstum von rund 4,5%). Infolgedessen dürften solche Sektoren des US-Aktienmarktes profitieren, die besonders stark auf Nicht-US-Märkten engagiert sind. Das bedeutet wiederum, dass die Sektoren, die bereits erfreuliche Entwicklungen verzeichnet haben, erneut die Nase vorn haben werden – Energie, Material und Industrie.

### **Investieren Sie immer noch in Energieunternehmen, obwohl die Ölpreise nunmehr deutlich über 70 Dollar pro Barrel liegen?**

Wir haben unsere Gewichtung nicht erhöht. Würden sich die Ölpreise rein nach Angebot und Nachfrage richten, müssten sie unseres Erachtens bei 60 US-Dollar je Barrel liegen. Abgesehen davon enthalten die aktuellen Ölpreise natürlich eine ganz erhebliche geopolitische Risikoprämie. Hinzu kommt die recht robuste Endnachfrage nach dem Kernprodukt – was ganz besonders im Hinblick darauf gilt, dass außerhalb der USA kein Wachstumsrückgang zu erwarten ist.



Jeffrey M. Applegate,  
Chief Investment Officer,  
Fiduciary Trust International

10. Juli 2006

Franklin Templeton Investments  
– PERSPEKTIVEN –

Postfach 11 18 03  
60053 Frankfurt a. M.  
Mainzer Landstraße 16  
60325 Frankfurt a. M.  
Tel.: 0800/0738002  
Fax: +49 (0) 69/27223-120  
info@franklintempleton.de  
www.franklintempleton.de  
Redakteur:  
Isadore Ryan (San Mateo, USA)

Bitte beachten Sie, dass es sich bei den Darstellungen in diesem Newsletter nicht um eine vollständige Darstellung eines bestimmten Wirtschaftszweiges, eines Wertpapiers oder des jeweiligen Investmentfonds handelt. Dieser Newsletter darf 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. 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: +49 (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)



FRANKLIN TEMPLETON  
INVESTMENTS