



# Value vor dem Sprung: Die Bedeutung einer beginnenden Erholung bei Substanztiteln

EINSCHÄTZUNGEN DER TEMPLETON GLOBAL EQUITY GROUP

## ZUSAMMENFASSUNG

- Nach der längsten und am stärksten ausgeprägten Underperformance, die je verzeichnet wurde, haben Substanz- gegenüber Wachstumsaktien im ersten Quartal deutlich aufgeschlossen.<sup>1</sup> In der Vergangenheit bedeutete eine solche Entwicklung häufig den Beginn einer längerfristigen Outperformance von Substanztiteln, was die Hoffnung weckt, dass die lang erwartete Erholung in diesem Anlagesegment endlich begonnen hat.
- Substanzwerte sind gegenüber Momentum-Aktien (Wachstum und Qualität) historisch gesehen immer noch billig. In der Vergangenheit haben sie ausgehend von ähnlich niedrigen Niveaus im Durchschnitt enorme Renditen geliefert.
- Bei Anlagen in Substanzwerten ist *nicht* unbedingt ein Aufschwung erforderlich, damit sie erfolgreich sind: Häufig reicht eine Rückkehr zum Mittelwert bei den Bewertungen als Auslöser aus. Weiteres Potenzial für eine Erholung entsteht durch die zuletzt zunehmende Erfüllung von Value-Kriterien<sup>2</sup> auch außerhalb von rohstoff- und zinssensiblen Sektoren.



Norman J. Boersma, CFA  
Chief Investment Officer,  
Templeton Global Equity  
Group  
President, Templeton Global  
Advisors Limited



Cindy L. Sweeting, CFA  
President, Templeton  
Investment Counsel, LLC  
Director of Portfolio  
Management, Templeton  
Global Equity Group



Heather Arnold, CFA  
Director of Research,  
Portfolio Manager, Research  
Analyst, Templeton Global  
Equity Group

Im vergangenen Herbst haben wir in unserem Beitrag „Steht Value vor einem Aufstieg?“ erklärt, dass der Value-Anlagestil die größte Underperformance (hinsichtlich Ausmaß wie Dauer) erlebt, die je verzeichnet wurde, und dass sein Bewertungsabschlag nach mehreren Kennzahlen so groß ist wie nie.<sup>1</sup> Wie der mächtige Prometheus, der von Zeus angekettet und gezwungen wurde, seinen Glauben an die Menschheit infrage zu stellen, hatten auch Substanzaktien mit Widrigkeiten zu kämpfen, sodass der lange bestehende Glaube von Anlegern an diese traditionsreiche und bewährte Anlagedisziplin erschüttert wurde. Wir bei Templeton sind aber stärker von Substanzwerten überzeugt als je zuvor und optimistisch, dass die jüngste Marktentwicklung einen Wendepunkt darstellt. Im bisherigen Jahresverlauf haben Substanzaktien ihre Ketten gesprengt – nach manchen Berechnungen erzielten sie im ersten Quartal die höchste Outperformance seit zwei Jahren. In diesem Beitrag erklären wir das Value-Prinzip genauer und legen dar, warum die zuletzt zu beobachtende Outperformance möglicherweise nur ein Anfang war.

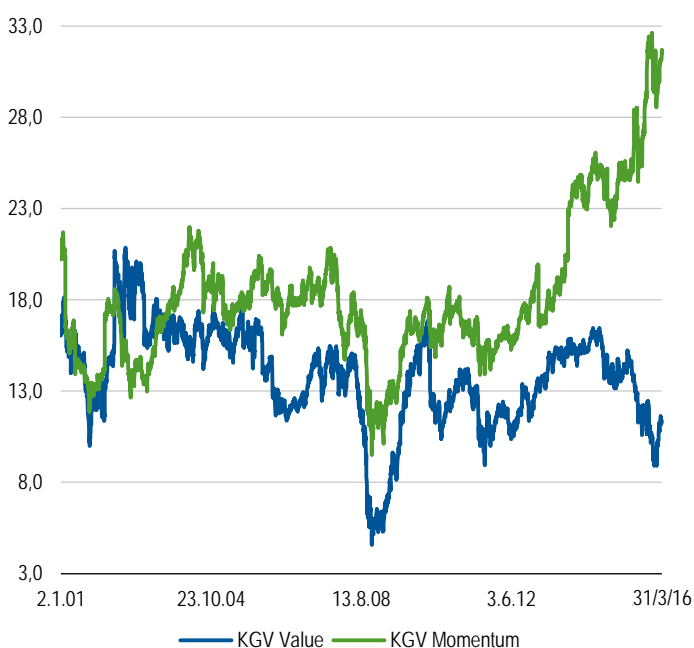
## Klarheit und Überzeugung in einem Meer der Unsicherheit

„Das Leben lässt sich nur rückwärts verstehen, muss aber vorwärts gelebt werden“, erklärte einst der dänische Philosoph Søren Kierkegaard. Im Rückblick erscheinen Ereignisse der Vergangenheit oft rational erklärbar, wenn nicht unvermeidlich. Die Gegenwart dagegen ist stets voller Unsicherheit. Das Gleiche gilt auch für die Finanzmärkte, insbesondere in der heutigen Zeit. Tatsächlich hat die Unsicherheit unter den Anlegern<sup>3</sup> in den ersten Monaten 2016 das höchste Niveau erreicht, das je gemessen wurde. Die Kurse an den weltweiten Aktienmärkten haben sich seit den Tiefs der Finanzkrise mehr als verdoppelt. Angesichts der Sorgen um China, Kredite, Zentralbankpolitik, Währungen und Rohstoffe stellt sich jedoch die Frage, was als Nächstes kommt. Anleger, denen die Erholung nach der Finanzkrise entgangen ist, zögern möglicherweise, jetzt noch einzusteigen. Wer dagegen bei der Rally mit dabei war, denkt vielleicht an Gewinnmitnahmen. Das heutige Anlageklima ist von großer Vorsicht und von einem Mangel an Überzeugungen geprägt.

Bei Templeton aber sind wir von der Value-Disziplin stärker überzeugt denn je. Der Hauptgrund dafür ist unsere langjährige Erfahrung als wertorientierte Anleger, die uns dabei hilft, „die Märkte rückwärts zu verstehen“, um es mit Kierkegaard zu sagen. Nachdem wir bereits mehrere solcher Zyklen durchlebt haben, betrachten wir die aktuelle Situation als besonders überzeugend. Die Bewertungsunterschiede zwischen den billigsten und den teuersten Aktien am Markt haben alle bisherigen Höchststände hinter sich gelassen. Zum 31. März 2016 waren beliebte Momentum-Aktien gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) fast dreimal so teuer wie die scheinbar ungeliebten Value-Aktien.

### Momentum-Aktien zum Quartalsende fast dreimal so teuer wie Value-Aktien

Grafik 1: KGV Value vs. KGV Momentum  
2. Januar 2001 bis 31. März 2016

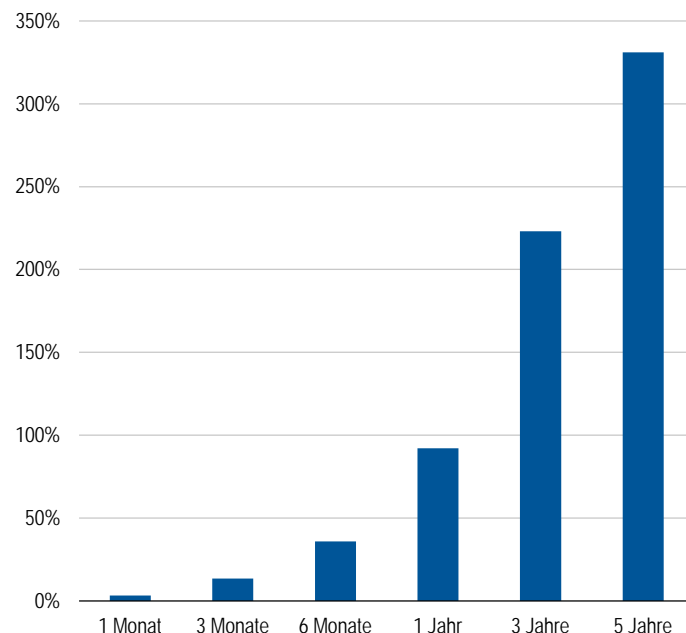


Quelle: Cornerstone Macro. Value-Aktien abgebildet durch den S&P 500 Value Index. Momentum-Aktien abgebildet durch den S&P 500 Momentum Index. Die Wertentwicklung der Vergangenheit stellt keine Garantie für künftige Ergebnisse dar.

Der Blick zurück in die Geschichte zeigt: Immer wenn Value-Aktien derart billig geworden waren, folgten darauf enorme langfristige Renditen. Von derart niedrigen Bewertungen wie heute aus haben sich Value-Aktien in der Vergangenheit im Durchschnitt nach einem Jahr verdoppelt, nach drei Jahren verdreifacht und nach fünf Jahren mehr als vervierfacht (siehe Grafik 2). Dieses Mal erwarten wir nicht unbedingt wieder derart hohe Renditen. Doch auf der Grundlage der Daten und unserer 60-jährigen Erfahrung bei der Geldanlage über viele Marktzyklen hinweg sind wir überzeugt, dass das Risiko-Rendite-Verhältnis derzeit eindeutig für langfristig orientierte Value-Anlagen spricht.

### Historische Daten sprechen für eine Outperformance von Value-Aktien

Grafik 2: Historische Entwicklung von Value-Aktien weltweit ausgehend von aktuellen Bewertungsniveaus  
Stand: Februar 2016



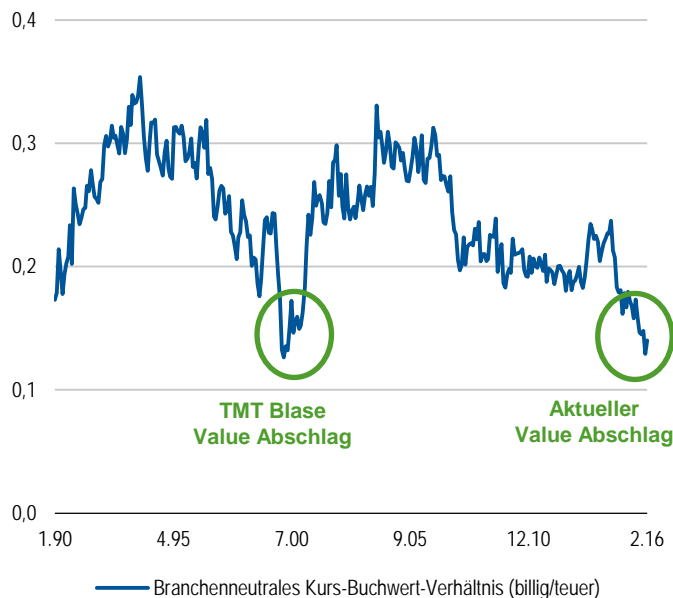
Quelle: Bernstein. Definition von Value anhand des Kurs-Buchwert-Verhältnisses. Seit Januar 1990. Seit Januar 1990 hat Bernstein sechs Zeiträume mit „ähnlichen“ Bewertungsniveaus identifiziert. Die Wertentwicklung der Vergangenheit stellt keine Garantie für künftige Ergebnisse dar.

### Dotcom 2.0: Konsumgüter als neue Technologie

Das letzte Mal, als Substanzaktien mit derart extremen Abschlüssen gehandelt wurden wie heute, war während des Höhepunktes der Blase bei Technologie-, Medien- und Telecom-Aktien (TMT) im Jahr 2000. Diese Zeit bietet einen interessanten Gegenentwurf für das heutige Umfeld. Damals wurden Wachstumsaktien unserer Ansicht nach durch Gier bei den Anlegern auf ihre extremen Höhen getrieben. Heute scheint eher Angst die Dynamik zu prägen, denn Anleger bezahlen viel Geld für ein Gefühl von Sicherheit und Stabilität in einem unsicheren Umfeld. Damals wie heute gab und gibt es eine klare Zweiteilung des Marktes. Die heutigen Treiber für Momentum-Aktien – Vorsicht und Risikoaversion – mögen weniger aufregend sein als das damalige Versprechen eines neuen Technologieparadigmas, doch die resultierenden Bewertungsunterschiede sind ungefähr die gleichen. Tatsächlich scheinen nichtzyklische Konsumgüter heute die neue Technologie zu sein, denn die Anleger sind bereit, für Wachstum und Sicherheit zu zahlen, nicht jedoch für Value. Gegen Ende der TMT-Blase wurde nichts weiter gebraucht als ein paar schlechte Nachrichten, um Technologieaktien vom Thron zu stürzen, denn bis dahin enthielten ihre Kurse höchst optimistische Annahmen. Heute wiederum könnten ein paar gute Nachrichten ausreichen, um eine Erholung bei Substanzaktien auszulösen, deren aktuelle Kurse die Erwartung anhaltender Enttäuschungen widerzuspiegeln scheinen.

## Bewertungsunterschiede historisch extrem

Grafik 3: Branchenneutraler Abschlag beim Kurs-Buchwert-Verhältnis billigstes Dezil vs. teuerstes Dezil am Markt Januar 1990 bis Februar 2016



Quelle: Bernstein. Definition von Value anhand des Kurs-Buchwert-Verhältnisses. Für die Abbildung wurden die 500 größten Unternehmen im MSCI All Country World Index in die 24 GICS-Branchen unterteilt und anschließend auf Bewertungsunterschiede zwischen billigen und teuren Unternehmen hin ausgewertet. Die Wertentwicklung der Vergangenheit stellt keine Garantie für künftige Ergebnisse dar.

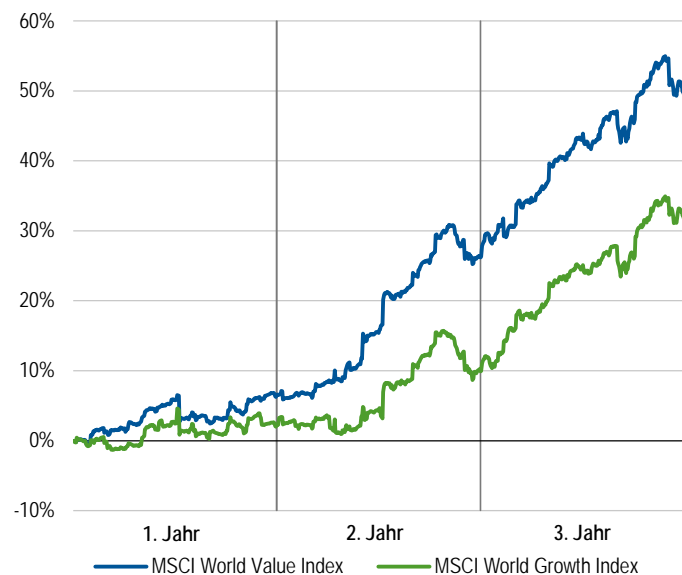
## Warten auf einen Katalysator

Verständlicherweise warten viele Anleger jedoch lieber, bis sich ein stärkerer Katalysator für Value zeigt als „ein paar gute Nachrichten“. In unserem Value-Beitrag von September 2015 hatten wir auch steigende Zinsen und die Tendenz zur Rückkehr zum Mittelwert sowohl bei Bewertungen als auch bei der Performance als Kandidaten dafür genannt. Die heftigsten Erwiderungen darauf bezogen sich auf die Unterschiede in der Geldpolitik von heute und zu früheren Zeiten. In früheren Value-Zyklen fielen steigende Zinsen mit deutlichen Wirtschaftsaufschwüngen zusammen. Die steigenden Zinsen, so das Argument, haben die Value-Erhholung nicht ausgelöst, sondern waren nur die Folge von Konjunktur und Inflationsschüben als den eigentlichen Katalysatoren. Heute jedoch ist das weltweite Wirtschaftswachstum moderat, es herrscht weiter Deflationsdruck, und die meisten großen Zentralbanken bekennen sich zu weiteren geldpolitischen Lockerungsmaßnahmen. Die US-Notenbank hat zwar mit vorsichtigen Zinserhöhungen begonnen, doch dies geschieht nicht vor einem Hintergrund eindeutiger Konjunkturstärke. Die Unsicherheit ist nach wie vor groß, die Fed noch immer recht milde positioniert, und die US-Zinserhöhungen könnten unterbrochen oder sogar rückgängig gemacht werden, wenn die finanzielle oder wirtschaftliche Lage schwieriger wird. Wie also, fragen Skeptiker, soll es ohne klaren Konjunkturaufschwung eine Value-Erhholung geben?

Tatsächlich haben Value-Aktien in der Vergangenheit von Konjunkturerholungen profitiert, doch dies ist keinesfalls eine unabdingbare Voraussetzung. So hätten Anleger, die auf einen Aufschwung warteten, beispielsweise die Value-Wende im Jahr 2000 verpasst. Andererseits gilt: Wer in Erwartung eines

## Value-Outperformance nach Beginn von US-Zinserhöhungen

Grafik 4: 3-Jahres-Gesamtrendite nach erstem Fed-Zinsschritt Seit 31. Dezember 1974 (sechs Fälle bis 2007)



Quelle: Berechnungen von Franklin Templeton Investments nach Daten von FactSet. Die Wertentwicklung der Vergangenheit stellt keine Garantie für künftige Ergebnisse dar.

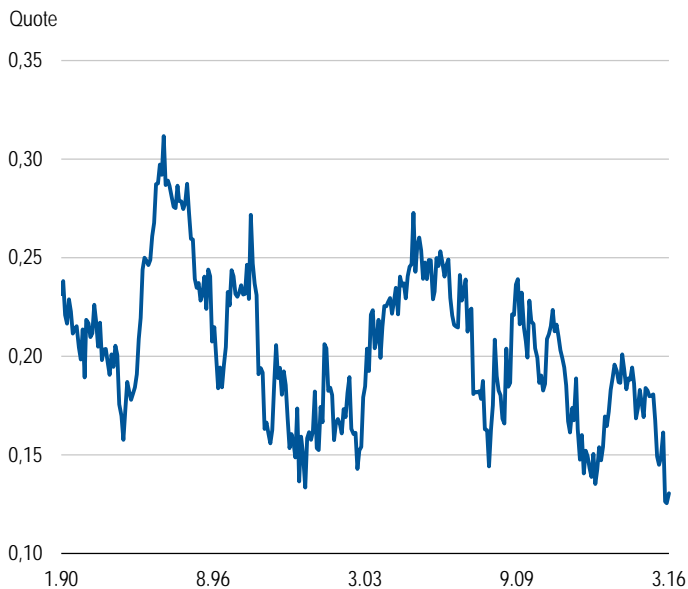
Abschwungs aus Value-Aktien geflohen wäre, hätte auch ihre Outperformance während der Rezession 1981–82 nicht nutzen können. In beiden Fällen waren Value-Aktien unserer Meinung nach schlicht zu billig geworden, und die Rückkehr zum Mittelwert löst dann eine Rally aus. Der Punkt ist: Value kann prozyklisch mit der Konjunktur korrelieren, doch dem ist nicht immer so. Für uns ist die Ausgangsbewertung von Value-Aktien (ebenso wie bei jedem anderen Stil) ein deutlich besserer Indikator für die zukünftigen Renditen als die Aussichten für die Wirtschaft. Zudem sind diese Bewertungen, anders als die künftige Wirtschaftsentwicklung, exakt bekannt. Und heute sind sie unserer Ansicht nach eindeutig überzeugend.

Falls Ihnen Zinsen und Rückkehr zum Mittelwert als Katalysatoren noch nicht ausreichen, können wir eine weitere Entwicklung nennen, die Positives für Value erwarten lässt. Seit der globalen Finanzkrise waren Value-Aktien vor allem in Rohstoffbranchen (Energie und Materialien) und zinsensiblen Sektoren (Finanzen) zu finden. Value-Anleger zu sein, bedeutete deshalb für viele, Rohstoff- und/oder Zinsrisiken einzugehen. Zuletzt aber hat sich Value über die wenigen sehr zyklischen Sektoren hinweg ausgebreitet; marktweit ist die Lücke zwischen den billigsten und den teuersten Aktien innerhalb von Sektoren größer geworden. So sind Value-Aktien in den Bereichen Pharma und Biotech heute ebenso billig wie in den Sektoren Finanzen und Energie. Wie Abbildung 3 zeigt, ist Value branchenneutral gesehen (also gemessen an den Bewertungsunterschieden innerhalb von Branchen) in Europa und den USA heute so extrem bewertet wie mindestens seit 1990 nicht mehr (mit Ausnahme eines Monats auf dem Höhepunkt der TMT-Blase). Die Ausbreitung von Value auf viele unterschiedliche Sektoren und Regionen könnte die Attraktivität dieses Stils für generalistische Anleger und damit das Potenzial für eine Value-Erhholung weiter erhöhen.

For media use only in Germany and Austria only. Not for distribution to the public.

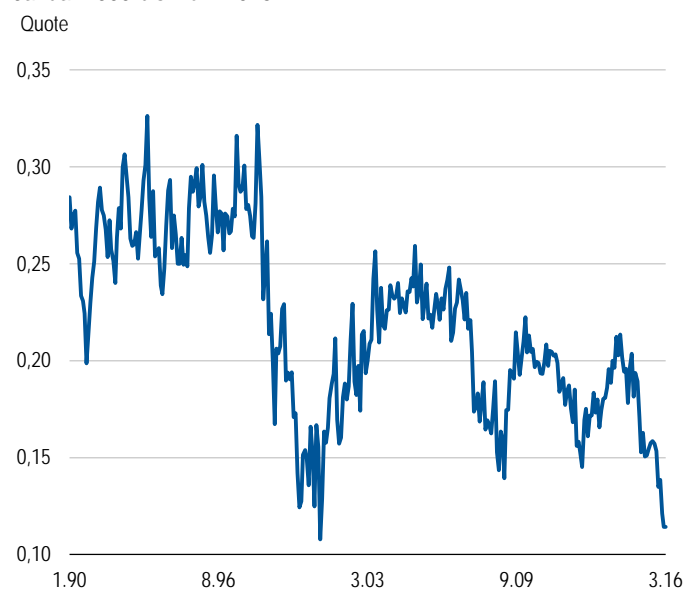
## Value-Chancen mehrten sich

**Grafik 5: Neutrales Kurs-Buchwert-Verhältnis Bewertung Industrie Europa (Median Long/Median Short)**  
Januar 1990 bis März 2016



Quelle: MSCI, FactSet, Bernstein-Analysen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit stellt keine Garantie für künftige Ergebnisse dar.

**Grafik 6: Branchenneutrales Kurs-Buchwert-Verhältnis von US-Aktien (Median Long/Median Short)**  
Januar 1990 bis März 2016

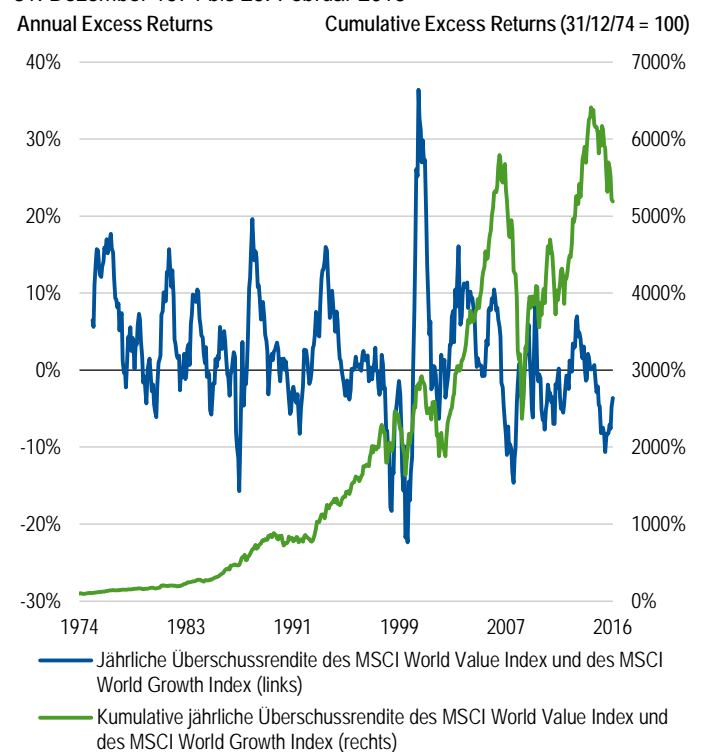


### Man muss dabei sein, um zu gewinnen...

Eine weitere wichtige Lektion, die wir mit den Jahren gelernt haben, ist, dass sich die Renditen von Value-Anlagen sprunghaft einstellen. Unsere letzte Abbildung zeigt die kumulative Outperformance von Value zusammen mit den kurzfristigeren annualisierten Renditen. Wie die grüne Linie zeigt, hat Value in der Vergangenheit mit der Zeit exponentiell zugelegt, doch kurzfristig (blaue Linie) gab es erhebliche Schwankungen. Für uns bedeutet das, dass Value langfristig funktioniert, doch dazu muss man dabei sein. Mit anderen Worten: Wenn es eine Value-Erhöhung gibt, kommt sie abrupt, und Anleger müssen entsprechend positioniert sein, um davon zu profitieren. Dies kann schwierig sein, denn es erfordert die Disziplin, an den Aktien trotz negativer Entwicklungen und Volatilität festzuhalten. Bei Templeton nehmen wir in Phasen, in denen am Markt Pessimismus herrscht, Kaufgelegenheiten wahr. Dabei kann sich die Marktentwicklung eine recht lange Zeit negativ in unseren Portfolios niederschlagen. Aktuell befinden wir uns in einer der schlechtesten Phasen für Value überhaupt, und trotz der begonnenen Rally sind die Bewertungsabschläge für diesen Stil weiterhin hoch.<sup>1</sup> Trotzdem sehen wir Anlass für vorsichtigen Optimismus. Wir sind der Ansicht, dass „entfesselte“ Value-Anlagen derzeit die größten Chancen an den Aktienmärkten bieten.

### Value – kurzfristig unberechenbar, langfristig effektiv

**Grafik 7: Jährliche und kumulative Überschussrendite der Indizes MSCI World Value und Growth**  
31. Dezember 1974 bis 29. Februar 2016



Quelle: FactSet. Die Wertentwicklung der Vergangenheit stellt keine Garantie für künftige Ergebnisse dar.

## WELCHE RISIKEN BESTEHEN?

Alle Anlagen sind mit Risiken behaftet, inklusive des möglichen Verlusts der Anlagesumme. Substanztitel können manchmal nicht die erwarteten Kursanstiege erzielen oder weiter an Wert verlieren. Anlagen im Ausland sind mit besonderen Risiken verbunden, darunter Währungsschwankungen, wirtschaftliche Instabilität und politische Entwicklungen. Bei Anlagen in Schwellenländern sind diese Risiken sogar noch höher.

## 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 Ausgabeaufschläge 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 Gebietsansässigen der Vereinigten Staaten von Amerika 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)

© 2016 Franklin Templeton Investments. Alle Rechte vorbehalten.

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

1. Quelle: FactSet. Substanzaktien werden abgebildet durch den MSCI All Country World ex US Value Index, und Wachstumsaktien werden abgebildet durch den MSCI All Country World ex US Growth Index. Die Performance des MSCI All Country World ex US Value Index gegenüber dem MSCI All Country World ex US Growth Index wurde für den Zeitraum ab Einführung dieser Indizes am 31.12.1975 bis zum 31.03.2016 gemessen. **Die Wertentwicklung der Vergangenheit stellt keine Garantie für künftige Ergebnisse dar.**
2. Das Umfeld für Substanzaktien stellt eine ungewöhnlich große Abweichung zwischen der billigsten und der teuersten Aktie eines Marktes, eines Sektors oder einer Region dar.
3. Anhand einer neutralen Stimmung in verschiedenen Anlegerumfragen.

MSCI gibt keine Gewährleistung und übernimmt keinerlei Haftung für hierin wiedergegebene MSCI-Daten. Eine Weiterverbreitung oder weitere Nutzung ist nicht zulässig. Dieser Bericht wurde von MSCI weder erstellt noch genehmigt.

Wichtige Mitteilungen und Nutzungsbedingungen der Datenanbieter verfügbar unter [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com).



**Oder besuchen Sie uns auf [www.franklinresources.com](http://www.franklinresources.com),  
von wo aus Sie auf die entsprechende lokale Internetseite  
von Franklin Templeton weitergeleitet werden.**

**For media use only in Germany and Austria only. Not for distribution to the public.**

Copyright © 2016 Franklin Templeton Investments. All rights reserved.

4/16