

## Perspektiven der Franklin Templeton Fixed Income Group

### Das Global Fixed Income Team von Franklin Templeton



CHRIS MOLUMPHY



MIKE MATERASSO



ROGER BAYSTON



MICHAEL HASENSTAB



JOHN BECK

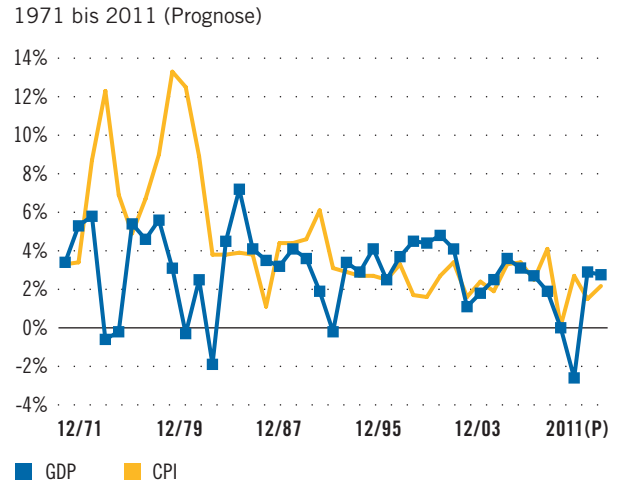
- US-Schwächephase möglicherweise vorübergehend
- In Schwellenländern ist politische Wachsamkeit gefragt
- Hoffnungsschimmer auf dem US-Häusermarkt
- Die weiteren Aussichten für Europa

### US-Schwächephase möglicherweise vorübergehend

Manche neueren Wirtschaftsdaten haben Bedenken in Bezug auf das Tempo der Konjunkturerholung in den USA geweckt. Vor allem wiesen die Daten für Mai einen unerwartet geringen Anstieg der Beschäftigtenzahlen ohne Landwirtschaft aus und die Werte des S&P/Case-Shiller Index für Häuserpreise deuteten auf einen Rückgang der Preise auf den niedrigsten Stand seit 2003 im April hin. Etliche Frühindikatoren wiesen ebenfalls auf eine Abschwächung des Aufschwungs hin, darunter rückläufige Umfragewerte des Institute for Supply Management (ISM) im produzierenden Gewerbe vom Mai. Infolgedessen wurden die Wachstumsprognosen nach im Quartalsvergleich mit 1,8% schwächerem Jahreswachstum im 1. Quartal 2011 auch fürs 2. Quartal eifrig nach unten korrigiert.

Manche glauben, dass die US-Konjunktur lediglich eine „Delle“ verzeichnet, was auf die Störung der Logistikkette durch das Erdbeben vom März in Japan, eine Welle von Naturkatastrophen in den USA und einen Ausschlag der Ölpreise seit Mitte 2010 zurückzuführen ist. Wenn der Angebotsschock im Zusammenhang mit Japan überstanden ist und nach den Überflutungen und Wirbelstürmen in den USA der Wiederaufbau einsetzt, könnte das der Wirtschaft bis zum Jahresende kräftige Impulse verleihen. Obwohl neuerliche Volatilität nicht auszuschließen ist, könnte sich der in den letzten Wochen beobachtete Rückgang der Rohstoffpreise als hilfreich erweisen. Blickt man über die Zahlen für einen Monat hinaus, ist die US-Wirtschaft unlegbar weiter auf Wachstumskurs. Für eine neue Rezession erkennen wir wenig Anzeichen. In der Privatwirtschaft wurden im laufenden Jahr bis Ende Mai über 1,3 Millionen neue Arbeitsplätze geschaffen und die Unternehmensbilanzen zeigen sich weiter robust.

### Grafik 1: US-Wachstum, gemessen am Bruttoinlandsprodukt (BIP) und der Verbraucherpreisinflation (VPI) (in %) 1971 bis 2011 (Prognose)



Quellen: Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics und © 2011 Internationaler Währungsfonds. Alle Rechte vorbehalten. Es gibt keine Garantie dafür, dass sich eine Prognose, Projektion oder Schätzung bewahrheitet. **Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für die Zukunft.**

### Grafik 2: Veränderung der Rohstoffpreise (Bp)

15. Dezember 2009 bis 13. Juni 2011



Rohstoffpreisänderungen, gemessen vom S&P/Goldman Sachs Commodities Index. Indizes werden nicht gemanagt. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. **Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für die Zukunft.**

Der S&P GSCI wird primär auf weltproduktionsgewichteter Basis berechnet und setzt sich zusammen aus den wichtigsten physischen Rohstoffen, die auf aktiven, liquiden Terminmärkten gehandelt werden. Die Gewichtung der einzelnen Rohstoffe im Index richtet sich nach der durchschnittlichen Produktionsmenge der letzten fünf Jahre, für die Daten zur Verfügung stehen. In den Produktionsgewichtungen soll sich die relative Bedeutung jedes berücksichtigten Rohstoffs für die Weltwirtschaft niederschlagen, während die Marktfähigkeit des Index gewahrt bleibt.

Quelle: © 2011 Morningstar. Alle Rechte vorbehalten. Die hierin enthaltenen Informationen: (1) sind Eigentum von Morningstar und/oder dessen Content-Providern; (2) dürfen nicht kopiert oder verteilt werden; und (3) beinhalten keinerlei Garantie für ihre Richtigkeit, Vollständigkeit oder Rechtzeitigkeit. Weder Morningstar noch dessen Content-Provider sind für etwaige Schäden oder Verluste verantwortlich, die aus irgendeiner Verwendung dieser Informationen entstehen.

Dennoch ist nicht von der Hand zu weisen, dass die Erwerbsquote nach wie vor gering ist und die Langzeitarbeitslosigkeit zunehmend zum Problem wird, weil die Erholung von der Rezession, die offiziell vor eineinhalb Jahren überwunden wurde, weiterhin schleppend verläuft. Mit Blick auf die Vergangenheit stellen Beobachter fest, dass sich die Erholung von einer Finanzkrise, wie sie sich 2008 ereignete, in aller Regel verhalten vollzieht, da Banken und Haushalte gleichermaßen um Fremdkapitalabbau bemüht sind. Dennoch enttäuscht das aktuelle Aufschwungstempo angesichts der spürbaren neuen Steuererleichterungen (zusätzlich zu den verlängerten bestehenden), die im letzten Dezember verabschiedet wurden, extrem niedriger Zinsen und des quantitativen Lockerungsprogramms der US-Notenbank Federal Reserve (Fed).

Die vergleichsweise schwachen Wirtschaftsdaten haben eine hitzige Debatte um weitere staatliche Interventionen zur Wiederbelebung des Aufschwungs ausgelöst. Doch die US-Regierung hat ihre offizielle Schuldengrenze erreicht. Ihr droht eine Herabstufung ihrer Bonität, während ihre expansive Politik bislang allem Anschein nach nicht das gebracht hat, was sich manche davon versprochen haben. Unter solchen Umständen dürfte kaum eine weitere Steigerung der Staatsausgaben auf dem Programm stehen, sodass weitere Maßnahmen zur Ankurbelung des Wachstums in Amerika wohl der Fed überlassen bleiben. Viele Möglichkeiten stehen der Zentralbank aber offenbar nicht mehr zur Verfügung, nachdem sie bereits eine Fülle konventioneller und unkonventioneller Schritte unternommen hat. Ihr quantitatives Lockerungsprogramm, das den Kauf von US-Schatzanleihen und verwandten Wertpapieren umfasst, soll im Juni auslaufen. Auch könnte sich die Fed mit weiteren Aktionen vorerst zurückhalten, da ihr die Kontroversen um dieses Programm bekannt sind und Ungewissheit darüber herrscht, ob es in Bezug auf den Konjunkturausblick bzw. die konjunkturellen Risiken in den USA viel bewirkt hat. Wie der Notenbankchef in einer Rede Anfang Juni feststellte, „ist die Geldpolitik keinesfalls ein Allheilmittel“ im Kontext einer moderaten Erholung von der Finanzkrise, die durchsetzt ist von vermutlich kurzfristigen Abschwächungen.

Es herrscht offenbar allgemeine Übereinstimmung darüber, dass der private Sektor die amerikanische Wirtschaft schlussendlich wieder auf nachhaltigen Kurs bringen könnte, dies jedoch noch nicht getan hat. Das kümmerliche Wachstum der Realeinkommen der Haushalte hat die privaten Konsumausgaben belastet. Der verhaltene Konsum hat wiederum die Unternehmen zu einer vorsichtigen Einstellungspolitik veranlasst und so einen Teufelskreis begründet.

Glücklicherweise reagieren die Kredit- und Interbankenmärkte verglichen mit den von der europäischen Staatsschuldenkrise Anfang 2010 ausgelösten Ängsten unseres Erachtens derzeit relativ gelassen und wir stellen eine Zunahme der Beschäftigtenzahlen fest, auch wenn das Tempo noch zu wünschen übrig lässt. Nach einer Genesungsperiode wirkt das Bankensystem inzwischen stärker als Anfang 2010 und die neueste Wirtschaftsumfrage im „Beige Book“ der Fed lässt vermuten, dass die Kreditnachfrage in den meisten Fed-Bezirken „stabil bis stärker“ ausfällt. Obwohl die Ertragserwartungen unserer Ansicht nach

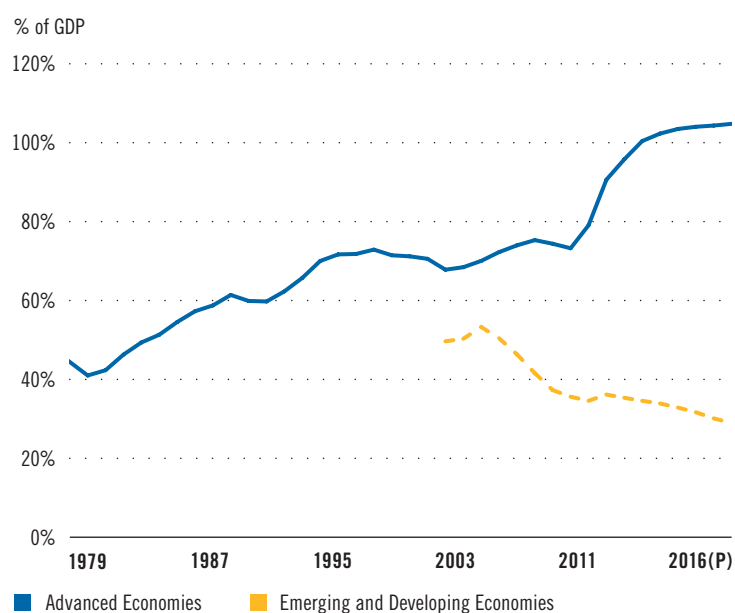
leicht überzogen sind, fielen die Gewinnsteigerungen in den letzten Quartalen kräftig aus. Kurz, nach unserem Dafürhalten wird sich die US-Wirtschaft auf ihre eigene fundamentale Stärke verlassen müssen, wenn sie die aktuelle „Delle“ rasch überwinden will, ist dazu aber im Verhältnis besser aufgestellt als noch vor einem Jahr.

**In Schwellenländern ist politische Wachsamkeit gefragt**

Die jüngsten Daten lassen auch ein gemäßigteres globales Erholungstempo erwarten. Besondere Schwäche zeichnete sich in den G-3 (d. h. den USA, der Eurozone und Japan) ab. Mitverantwortlich dafür war die schon vor der jüngsten Abschwächung gedämpfte Wachstumsdynamik. Dennoch wirkt sich die Abkühlung auf viele Schwellen- und Industrieländer aus. Das zeigte sich vor allem im Produktionssektor, in dem die Werte der Einkaufsmanagerindizes (PMI) auf breiter Front nachgaben. Obwohl wir davon ausgehen, dass verschiedene bremsende Faktoren – etwa ungünstige Witterungsverhältnisse und Lieferausfälle durch das Erdbeben in Japan – befristet sein dürften, könnte das reduzierte Expansionstempo manchen Schwellenländern sogar guttun, in denen sich Output-Lücken geschlossen haben und Wachstum über dem Potenzial verzeichnet wurde.

Die wachstumsintensivsten Volkswirtschaften in Asien und Lateinamerika könnten von der jüngsten Abschwächung profitieren, da die infolgedessen gefallenen Rohstoffpreise die importierte Inflation reduziert haben und langsames Wachstum die Gefahr einer konjunkturellen Überhitzung verringert. So hat sich das Wachstum in Indien über fünf Quartale verlangsamt und die Analysten von Goldman Sachs haben ihre Wachstumsprognose für China für dieses Jahr reduziert. Die PMI-Daten fürs produzierende Gewerbe aus Indien und China weisen zwar nach wie vor Wachstum aus, zeigen jedoch eine gewisse Verlangsamung. Auch die chinesischen Einzelhandelsumsätze steigen nicht mehr so schnell.

**Grafik 3: Industrie- und Schwellenmärkte im Vergleich: Verschuldungsquoten 1979 bis 2016 (Prognose)**



Quelle: © 2011 Internationaler Währungsfonds. Alle Rechte vorbehalten. Es gibt keine Garantie dafür, dass sich eine Prognose, Projektion oder Schätzung bewahrheitet. **Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für die Zukunft.**

Wir gehen dennoch davon aus, dass sich die globale Abkühlung als vorübergehend erweist. Die fundamentalen Treiber des globalen Aufschwungs sind intakt und die strukturellen Faktoren, die in den letzten zehn Jahren in den Schwellenländern für Wirtschaftsleistung gesorgt haben, liegen unseres Erachtens auch weiterhin vor. Der Internationale Währungsfonds (IWF) geht derzeit für die Schwellenmärkte für 2011 und 2012 von einem BIP-Wachstum aus, das mit 6,5% unter den 2010 erzielten 7,3% liegt. Diese IWF-Prognose ist sogar höher als die vorangegangene und übertrifft deutlich die für die Industrieländer für 2011 projizierte Wachstumsrate von 2,4%.<sup>1</sup>

**Tabelle 1: Haushaltsdefizit für Industrie- und Schwellenländer in Prozent des BIP**

2007 bis 2016 (Prognose)

|                        | 2007 | 2010 | 2011(P) | 2016(P) |
|------------------------|------|------|---------|---------|
| <b>Industrieländer</b> | -1,1 | -7,7 | -7,1    | -3,5    |
| <b>Schwellenländer</b> | 0,1  | -3,8 | -2,6    | -1,2    |

Quelle: © 2011 Internationaler Währungsfonds. Alle Rechte vorbehalten. Es gibt keine Garantie dafür, dass sich eine Prognose, Projektion oder Schätzung bewahrheitet. **Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für die Zukunft.**

In diesem Zusammenhang könnte sich die aktuelle Mäßigung des Wachstums sogar als Risiko für das Wohlergehen bestimmter Länder entpuppen, sofern sie Schwellenmärkte zu verminderter Wachsamkeit im Kampf gegen eine Überhitzung verleitet. Generell hat uns beeindruckt, wie viele Zentralbanken es geschafft haben, „vorausschauend“ zu handeln. Allerdings besteht die Gefahr, dass die Währungshüter selbstgefällig werden. Angesichts des kräftigen Anziehens der Inflation in Entwicklungsländern seit Sommer 2009 ist die Weltbank der Ansicht, dass etliche wachstumsdynamische Volkswirtschaften in Asien und Lateinamerika derzeit über ihrem Kapazitätslimit agieren und Überhitzungsrisiken bestehen. Die Weltbank lobt zwar die entsprechenden währungs-politischen Gegenmaßnahmen, geht aber davon aus, dass „Fiskal- und Wechselkurspolitik bei der Inflationskontrolle möglicherweise eine größere Rolle spielen müssen“.

Ganz ähnlich sehen wir die größte Gefahr für die Schwellenmärkte in den nächsten Jahren in unzulänglichen Straffungsmaßnahmen und glauben, dass Länder, in denen das langfristige Potenzial wieder erreicht ist, ihre Politik weiter normalisieren müssen. Neben restriktiver Währungs-politik werden noch andere Instrumente benötigt, um den Inflationsdruck zu begrenzen und Blasenbildung bei den Vermögenspreisen sowie Überhitzung zu verhindern. Dazu gehören vermutlich umsichtige Haushaltspolitik, makroprudentielle Vorschriften und flexible Währungen. Hohe globale Rohstoffpreise dürften einer verstärkten Akzeptanz der Aufwertung von Währungen Vorschub leisten – insbesondere, um die Auswirkungen weltweit höherer Preise auf Lokalwährungen zu begrenzen.

### Hoffnungsschimmer auf dem US-Häusermarkt

Die Arbeitsmarktfaute in den USA und die harten Bedingungen auf dem Hypothekenmarkt bedeuten, dass der US-Häusermarkt im besten Fall ein Tief erreicht hat, von dem er sich unseres Erachtens nur erholen kann, wenn sich die Wirtschaftslage insgesamt bessert.

Ein düsteres Szenario prognostiziert ein weiteres Nachgeben des Häusermarktes für den Fall, dass die Konjunktur nicht anzieht. Das Bild erscheint manchem Betrachter auch nach der Einführung umfangreicher Steuererleichterungen für Eigenheimkäufer (die im letzten Jahr ausgelaufen sind), quantitativen Lockerungen (die Ende Juni enden) und extrem niedrigen Leitzinsen noch trostlos. Capital Economics schätzt, dass die Eigenheimpreise landesweit derzeit 33% unter ihrem 2006 verzeichneten Höchstwert liegen und der S&P/Case-Shiller U.S. National Home Price Index weist für das 1. Quartal 2011 einen Preisrückgang um 5,1% aus. Die Eigenheimumsätze sind währenddessen weiter gefallen – im April um 12,1% gegenüber dem Vorjahr – und die Bautätigkeit geht im siebten Jahr in Folge zurück, was das US-BIP belastet.

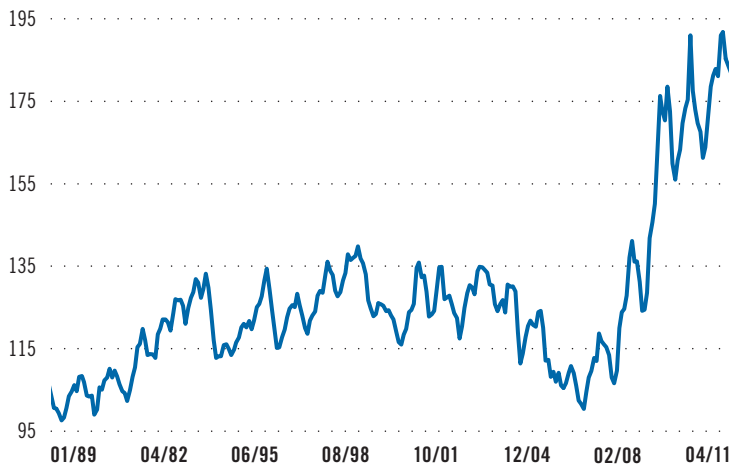
Obwohl ein weiterer Preisverfall nicht begrüßenswert wäre, bedeutet die Abwärtsentwicklung auf dem Häusermarkt in den letzten vier Jahren, dass der Sektor für das Wachstumsgesamtbild nur geringe Bedeutung hat. Nach Zahlen des Bureau of Economic Analysis machten Wohnbauinvestitionen 2005 noch 6,1% des US-BIP aus, 2010 aber nur 2,5%. Dessen ungeachtet haben Bautätigkeit und Eigenheimpreise eine breitere Wirkung auf die Konsumausgaben und das Verbrauchervertrauen und auch auf die Produktion. Weitere Einbrüche im Häusersegment würden sich überdies auf die Bilanzen der Banken auswirken.

Ein freundlicherer Aspekt ist, dass die Geschwindigkeit nachlässt, mit der die US-Häuserpreise von Monat zu Monat zurückgehen, was für Bodenbildung in diesem Sektor spricht. Unserer Ansicht nach sind die Baubeginne so gering, dass das Überangebot durch Bevölkerungs- und Beschäftigungswachstum immer mehr absorbiert werden sollte, während gefallene Häuserpreise und steigende Haushaltseinkommen bedeuten, dass Wohneigentum erschwinglicher wird. Gleichzeitig machen die Mietsteigerungen – die Wohnungsmieten in den USA sind in den zwölf Monaten bis Ende April 2011 um 5% gestiegen – nach Angaben der Research-Firma Axiometrics Inc. Wohneigentum im Verhältnis attraktiver. Die von Altos Research zusammengestellten Listenpreise zeigen seit Jahresbeginn für US-Großstädte eine Besserung auf dem Häusermarkt an, die über das von landesweiten Daten angedeutete Maß hinausgeht.

<sup>1</sup> Quelle: © 2011 International Monetary Fund. Alle Rechte vorbehalten.

**Grafik 4: Composite Housing Affordability Index des US-Immobilienmaklerverbandes U.S. National Association of Realtors**

Januar 1989 bis März 2011



Quelle: U.S. National Association of Realtors, Mai 2011. **Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für die Zukunft.**

Niedrige Schatzpapierrenditen drückten weiter auf die Hypothekenkredite und die Zwangsvollstreckungen gingen im 1. Quartal 2011 nach Angaben der Federal Reserve of New York gegenüber dem Vorquartal um 17,7% zurück. Wenn diese Daten die Ansicht bestätigen, dass der Häuserzyklus seinen Tiefpunkt erreicht hat, könnten wir in den kommenden Monat einen geringfügigen Anstieg bei Nachfrage und Preisen beobachten, der mit einem neuerlichen Aufwärtstrend auf dem Arbeitsmarkt einhergeht.

**Die weiteren Aussichten für Europa**

Wie in den USA gibt es auch in Europa Anzeichen für eine Abkühlung des Aufschwungs. Der aufmerksam verfolgte Stimmungsindikator der Europäischen Kommission fiel im Mai auf seinen tiefsten Stand seit sechs Monaten. Der zusammengesetzte PMI von Markt für produzierendes und Dienstleistungsgewerbe in der Eurozone schwächte sich im Mai ebenfalls ab. Produzenten sahen sich insbesondere beeinträchtigt durch weniger dynamische Neuaufträge und Unterbrechungen der Logistikketten infolge der Katastrophe in Japan vom März. Im April war ein drastischer Rückgang deutscher Exporte festzustellen. Auch die Industrieproduktion ging in Deutschland im selben Monat zurück und die französische Zentralbank senkte ihre Wachstumsprognose für Frankreich fürs 2. Quartal. Außerhalb der Eurozone gab im Mai auch der PMI für das produzierende Gewerbe in Großbritannien nach. Im Dienstleistungssektor (der nach Angaben des Office of National Statistics etwa drei Viertel des BIP ausmacht) wurde unerwartet langsames Wachstum registriert. Aber auch die britischen Einzelhandelsumsätze gaben im Mai nach.

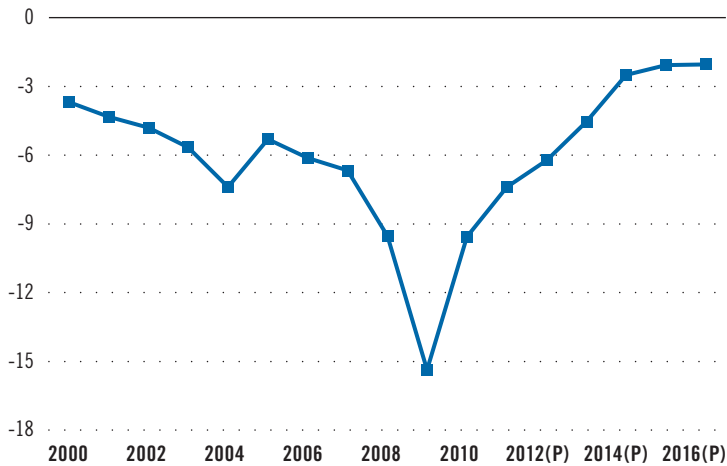
Die jüngsten Daten rechtfertigen unseres Erachtens jedoch keinen übermäßigen Pessimismus. Die Eurozone mag Probleme haben, das robuste Quartalswachstum von 0,8% vom 1. Quartal des Jahres zu wiederholen, doch die neuesten PMI-Werte lagen immer noch deutlich über der Schwelle von 50, die Expansion von Kontraktion unterscheidet. Dessen ungeachtet dürfte die Abschwächung des Wachstums in Europa in den kommenden Monaten ein heißes Thema bleiben – nicht zuletzt weil die Europäische Zentralbank (EZB) deutliche Hinweise darauf gegeben hat, dass sie die Leitzinsen im Juli trotz des nachlassenden Inflationsdrucks infolge der in letzter Zeit rückläufigen Rohstoffpreise erneut anheben wird.

Die Schuldenkrise in Griechenland ist währenddessen immer noch nicht ausgestanden. Viele Beobachter halten die Griechenland vor einem Jahr zur Überbrückung zur Verfügung gestellten 110 Mrd. Euro für zu wenig, um die fortgesetzten Finanzprobleme zu lösen. Dennoch haben die europäischen Regierungen hitzig diskutiert, wie, unter welchen Umständen und sogar ob weitere Hilfen erfolgen sollen. Ein Plan, der vom deutschen Finanzministerium entwickelt wurde, beinhaltet eine mehr oder minder freiwillige Beteiligung privater Gläubiger. Danach sollen Gläubiger griechische Anleihen, die 2012 bis 2014 fällig werden, gegen neue staatliche Schuldtitel mit einer längeren Laufzeit von sieben Jahren eintauschen. Eine solche Prolongation könnte so gestaltet werden, dass sie von Ratingagenturen nicht als „Kreditereignis“ oder Ausfall gewertet wird, was die EZB tunlichst vermeiden möchte.

Doch eine zweite Rettungsaktion für Griechenland stößt bei verschiedenen Parteien klar auf Widerstand – sowohl bei den Griechen, die genug haben vom unbarmherzigen Sparkurs, aber auch bei Wählern im nördlichen Europa, die immer ungehaltener reagieren, wenn sie südeuropäischen Nachbarn helfen sollen, die sie für verschwenderisch halten und denen sie die ordnungsgemäße Tilgung ihrer Bankschulden nicht zutrauen. Schlimmer noch, mehr Finanzhilfen für Portugal, in welcher Form auch immer, könnten einen De-facto-Bankrott Griechenlands womöglich nur hinauszögern. Da sich Griechenlands Staatsschulden insgesamt für Ende 2010 auf knapp 150% des BIP belaufen, könnte eine weitere finanzielle Rettungsaktion als typisches Beispiel dafür aufgefasst werden, dass man „schlechtem Geld gutes hinterherwirft“.

**Grafik 5A: Griechisches Staatsdefizit in Prozent des BIP**

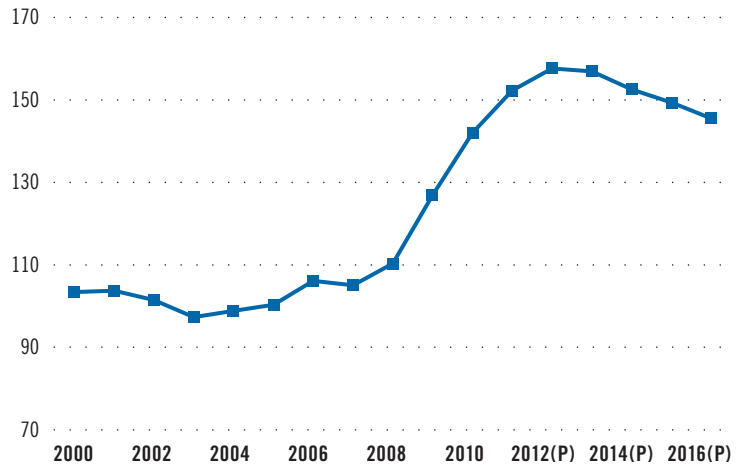
2000 bis 2016 (Prognose)



Quelle: © 2011 Internationaler Währungsfonds. Alle Rechte vorbehalten. Es gibt keine Garantie dafür, dass sich eine Prognose, Projektion oder Schätzung bewahrheitet. **Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für die Zukunft.**

**Grafik 5B: Griechische Bruttoverschuldung in Prozent des BIP**

2000 bis 2016 (Prognose)



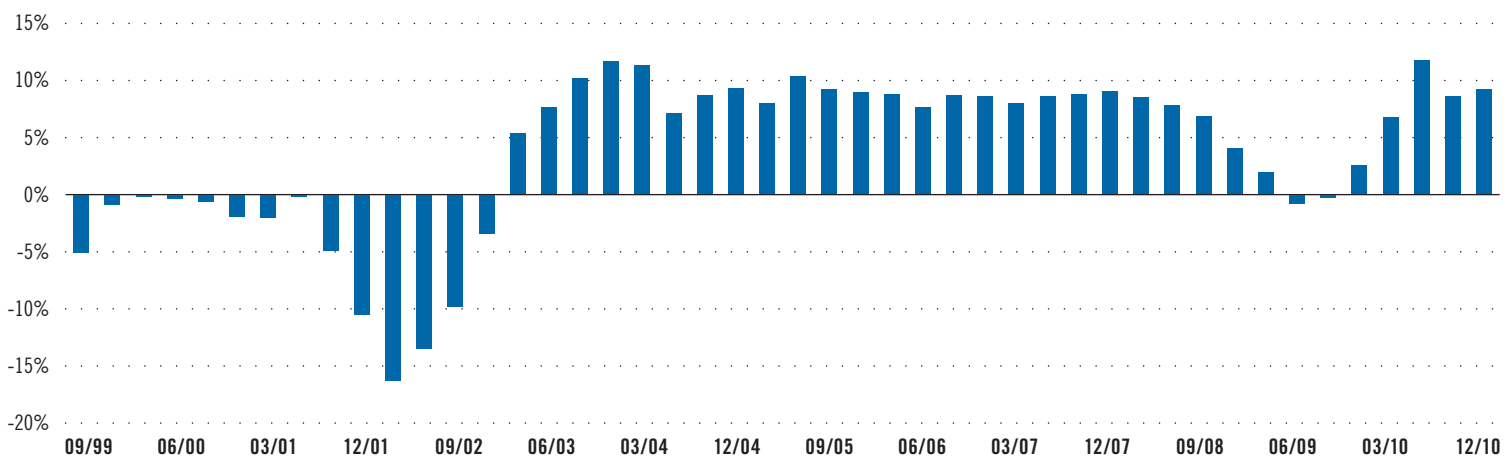
Quelle: © 2011 Internationaler Währungsfonds. Alle Rechte vorbehalten. Es gibt keine Garantie dafür, dass sich eine Prognose, Projektion oder Schätzung bewahrheitet. **Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für die Zukunft.**

In den Augen mancher würde sich Griechenland mit einer Umschuldung einen Gefallen tun (vor allem, wenn diese möglichst geordnet abliefe). Wäre das erst geschehen – so die Argumentation –, könnte das Geld, das in Erwartung einer Pleite aus dem Land abgezogen wurde, wieder zurückfließen. Verfechter dieses Standpunkts verweisen auf den Ausfall Argentiniens im Jahr 2002. Argentinien stellte Anfang jenes Jahres die Zahlungen für einen Teil seiner Auslandsschulden ein, was zu erheblichen Abflüssen von Kapital führte und Investitionen aus dem Ausland versiegen ließ. Da jedoch die Vermögenspreise insgesamt drastisch zurückgingen, strömte frisches Geld ins Land und die Wirtschaft wuchs im verbleibenden Jahrzehnt häufig mit hohen Raten. Was Griechenland anbelangt, so haben sich bereits Unternehmen auf Schnäppchenjagd eingefunden, weil die Regierung Staatsbetriebe verkaufen will, um die Finanzen des Landes zu stabilisieren.

Gleichzeitig sollte eine neu aufgelegte Rettungsinitiative für Griechenland unseres Erachtens in einen positiven Kontext gestellt werden. Erstens macht das zusätzliche Geld, das für Griechenland benötigt werden könnte (schätzungsweise rund 60 Mrd. Euro) nicht einmal 1% des BIP der Eurozone aus. Zweitens sollten Bestrebungen zur Beteiligung privater Gläubiger die Kritik aus Nordeuropa an einer zweiten Hilfsaktion für Griechenland beschwichtigen. Drittens sollte das zusätzliche Kapital Banken und anderen Inhabern griechischer Anleihen zumindest etwas mehr Zeit verschaffen, um ihre Kapitalbasis zu stärken, sodass sie potenzielle Verluste aus griechischen Staatsanleihen verkraften können. Viertens und letztens läge eine Staatspleite Griechenlands, solange noch nicht alle anderen Optionen ausgeschöpft sind, nicht im Interesse der Eurozone und auch nicht im Interesse Griechenlands (zumindest nicht kurzfristig). Unmittelbar

**Grafik 6: BIP-Wachstum in Argentinien im Jahresvergleich (in %)**

3. Quartal 1999 bis 4. Quartal 2010



Quelle: INDEC (Argentina) Instituto Nacional de Estadística y Censos. **Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für die Zukunft.**

könnte eine „Umschuldung“ griechischer Verbindlichkeiten im geschwächten griechischen Bankensystem eine sofortige Liquiditätskrise auslösen. Das griechische Beispiel würde die Frage nach ähnlichen Ereignissen in Irland und Portugal nach sich ziehen und der Glaubwürdigkeit des Euro nach unserer Auffassung unberechenbaren Schaden zufügen.

Noch während die europäischen Regierungen und der IWF an ihren Rettungsplänen für Griechenland arbeiten, flammen in anderen Teilen der Eurozone weitere Probleme auf. Die Solidität von Teilen des spanischen Bankensystems erregt weiter hartnäckige Zweifel. Ebenso fragwürdig ist die Verfassung der öffentlichen Finanzen in etlichen spanischen Regionen, deren Verschuldung seit 2008 stark zugenommen hat.

Die aktuellen Spannungen in der Eurozone brachten den einen oder anderen radikalen Vorschlag hervor, nicht zuletzt seitens des EZB-Präsidenten Jean-Claude Trichet. Er regte die Einrichtung eines europäischen Finanzministeriums mit Zuständigkeit für die Überwachung der „Haushaltspolitik und der Wettbewerbsfähigkeit“ in der Europäischen Union an. Ein solches Ministerium hätte bei bestimmten anstehenden Entscheidungen ein Vetorecht und könnte die Regulierung des „integrierten Finanzraums“ der Union durchsetzen. Trichets Vorschläge widerstreben den Politikern vieler der größten europäischen Staaten, doch unseres Erachtens könnte die Bereitschaft von Nationalregierungen, auf etwas mehr Autonomie zu verzichten, die Eurozone möglicherweise auf festere Füße stellen.

#### Wichtige Hinweise:

Bitte beachten Sie, dass es sich bei der vorliegenden Darstellung nicht um eine vollständige Darstellung bzw. Analyse eines bestimmten Wirtschaftszweiges, eines Wertpapiers oder des jeweiligen Investmentfonds handelt. Bei allen angegebenen Zahlen zur Wertentwicklung gilt (sofern nicht anders angegeben): Berechnungsbasis: Nettoinventarwert (Emissionsgebühren unberücksichtigt), Ausschüttungen wieder angelegt. Transaktionskosten, Provisionen und Steuern wurden bei der Berechnung nicht beachtet und würden sich bei Berücksichtigung auf die Wertentwicklung auswirken. Transaktionskosten fallen bei einer Direktanlage bei Franklin Templeton Investments nicht an. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für die Zukunft. Der Wert der Anteile kann schwanken und wird nicht garantiert. Unter Umständen erhalten Sie nicht den ursprünglich investierten Betrag zurück. Anleger werden darauf hingewiesen, dass der Fonds in Märkten investiert, die risikoreich und unbeständig sein können, und dass es für den Fonds schwierig sein kann, die erworbenen Wertpapiere zu veräußern. Die dargestellten Wertentwicklungen sind Beispiele und stellen kein Angebot zum Kauf oder Verkauf dar. Franklin Templeton Investments veröffentlicht ausschließlich produktbezogene Informationen und erteilt keine Anlageempfehlungen. SICAV-Anteile dürfen Bürgern der Vereinigten Staaten von Amerika und dort Ansässigen weder direkt noch indirekt angeboten oder verkauft werden. Kaufaufträge für Fondsanteile werden nur auf der Grundlage des jeweiligen Verkaufsprospektes angenommen, der die mit diesem Investment verbundenen Risiken ausführlich darstellt und dem auch der aktuelle Rechenschaftsbericht des jeweiligen Fonds beigelegt ist. Für eine Beratung wenden Sie sich bitte an Ihren Berater. Auf Wunsch nennen wir Ihnen auch gerne einen unserer unabhängigen Vertriebspartner.

© 2011 Franklin Templeton Investments. Alle Rechte vorbehalten. Stand: 30.06.2011.

Verkaufsprospekte und weitere Unterlagen erhalten Sie kostenlos 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.  
Fax +49 (0) 69/2 72 23-120

**DEUTSCHLAND**  
TEL 08 00/0 73 80 01  
info@franklintempleton.de  
franklintempleton.de

**ÖSTERREICH**  
TEL 08 00/29 59 11  
info@franklintempleton.at  
franklintempleton.at

## Makroökonomische Daten für Euroland

### Wirtschaftliche Gesamtleistung

| Bruttoinlandsprodukt (BIP) <sup>1</sup>       | 2.Q/10 | 3.Q/10 | 4.Q/10 | 1.Q/11 |
|---|--------|--------|--------|--------|
| BIP i. Jahresvgl. (%)                         | 2,0    | 2,0    | 1,9    | 2,5    |
| Privater Verbrauch i. Jahresvgl. (%)          | 0,6    | 1,0    | 1,1    | 1,1    |
| Brutto-Sachvermögensbildung i. Jahresvgl. (%) | -0,6   | 0,5    | 1,3    | 4,2    |

### Wirtschaftsdaten<sup>1</sup>

|  | Jan 11 | Feb 11 | Mrz 11 | Apr 11 |
|--|--------|--------|--------|--------|
| Einzelhandelsumsätze i. Jahresvgl. (%) | 0,5    | 1,1    | -1,7   | 1,0    |
| Arbeitslosenquote (%)                  | 10,0   | 9,9    | 9,9    | 9,9    |
| Industrieproduktion i. Jahresvgl. (%)  | 6,2    | 7,8    | 5,7    | —      |

### Inflation & Lohndruck

| Inflationsindikatoren <sup>1</sup>            | Jan 11 | Feb 11 | Mrz 11 | Apr 11 |
|---|--------|--------|--------|--------|
| Verbraucherpreisindex (VPI) i. Jahresvgl. (%) | 2,3    | 2,4    | 2,7    | 2,8    |
| Kernrate VPI i. Jahresvgl. (%)                | 1,1    | 1,0    | 1,3    | 1,6    |

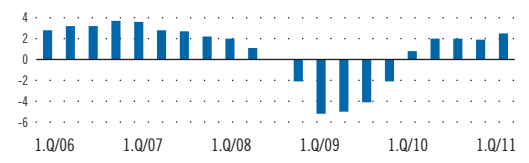
### Finanzmärkte

|   | Feb 11 | Mrz 11 | Apr 11 | Mai 11 |
|---|--------|--------|--------|--------|
| Dow Jones EURO STOXX, 50 Kursindex EUR, KGV letzte 12 Monate <sup>2</sup> | 12,2   | 11,4   | 11,8   | 11,2   |
| Refinanzierungssatz EZB (%) <sup>3</sup>                                  | 1,0    | 1,0    | 1,3    | 1,3    |
| Redite 10-jährige Bundesanleihe (%) <sup>2</sup>                          | 3,2    | 3,4    | 3,2    | 3,0    |

### Zahlungsbilanz<sup>1</sup>

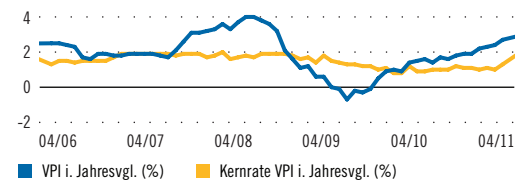
| Handelsbilanz   | Dez 10 | Jan 11 | Feb 11 | Mrz 11 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| Milliarden Euro | -1,3   | -16,0  | -3,0   | 2,8    |
| Leistungsbilanz | 1.Q/10 | 2.Q/10 | 3.Q/10 | 4.Q/10 |
| % BIP           | -0,8   | -0,8   | -0,3   | 0,3    |

Reales BIP für die Eurozone, i. Jahresvgl. (%)



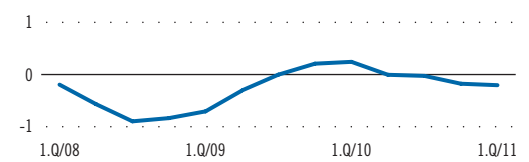
Quelle: © European Union 1995-2011, Stand März 2011.

Verbraucherpreisindex, i. Jahresvgl. (%)



Quelle: © European Union 1995-2011, Stand April 2011.

Außenhandelsbilanz, % BIP



Quelle: © European Union 1995-2011, Stand März 2011.

<sup>1</sup> Quelle: © European Union 1995-2011. <sup>2</sup> Quelle: Bloomberg. KGVs des Dow Jones EURO STOXX 50 Price Index und des Nikkei-225 Stock Average nach Berechnungen von Bloomberg. <sup>3</sup> Quelle: Europäische Zentralbank.

## Makroökonomische Daten für Japan

### Wirtschaftliche Gesamtleistung

| Bruttoinlandsprodukt (BIP) <sup>4</sup>  | 2.Q/10 | 3.Q/10 | 4.Q/10 | 1.Q/11 |
|--|--------|--------|--------|--------|
| BIP, Q/Q Jahresrate (%)                  | 0,0    | 3,6    | -2,9   | -3,5   |
| Privater Verbrauch, Q/Q Jahresrate (%)   | -1,3   | 6,2    | -2,5   | -4,4   |
| Sachvermögensbildung, Q/Q Jahresrate (%) | 10,7   | 4,2    | 0,1    | -4,9   |

### Wirtschaftsdaten

|   | Jan 11 | Feb 11 | Mrz 11 | Apr 11 |
|---|--------|--------|--------|--------|
| Arbeitslosenquote (%) <sup>5</sup>                        | 4,9    | 4,6    | 4,6    | 4,7    |
| Industrieproduktion, i. Jahresvgl. (%) <sup>6</sup>       | 2,9    | 2,9    | -13,1  | -14,0  |
| Tertiärer Index, i. Jahresvgl. (%) <sup>6</sup>           | 1,4    | 1,8    | -4,5   | —      |
| Unternehmensaktivitäten                                   | 2.Q/10 | 3.Q/10 | 4.Q/10 | 1.Q/11 |
| Wachstum Unternehmenseerträge (%) <sup>7</sup>            | 83,4   | 54,1   | 27,3   | 16,2   |
| Quartalsmäßiger Tankan-Bericht (Indexniveau) <sup>8</sup> | 1,0    | 8,0    | 5,0    | 6,0    |

### Inflation

| Inflationsindikatoren <sup>5</sup>              | Jan 11 | Feb 11 | Mrz 11 | Apr 11 |
|---|--------|--------|--------|--------|
| Verbraucherpreisindex (VPI) i. Jahresvgl. (%)   | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,3    |
| VPI ohne frische Lebensmittel i. Jahresvgl. (%) | -0,2   | -0,3   | -0,1   | 0,6    |

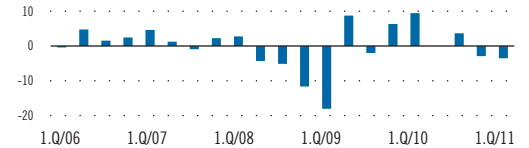
### Finanzmärkte<sup>2</sup>

|   | Feb 11 | Mrz 11 | Apr 11 | Mai 11 |
|---|--------|--------|--------|--------|
| Nikkei 225, KGV letzte 12 Monate                    | 19,2   | 17,8   | 18,0   | 17,7   |
| 3-Monats-Rendite japanische Regierungsanleihen (%)  | 0,1    | 0,1    | 0,1    | 0,1    |
| 10-Jahres-Rendite japanische Regierungsanleihen (%) | 1,3    | 1,3    | 1,2    | 1,2    |

### Zahlungsbilanz

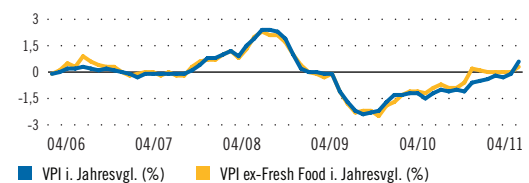
| Monatliche Handelsbilanz <sup>7</sup> | Jan 11 | Feb 11 | Mrz 11 | Apr 11 |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| (in Milliarden Yen)                   | -395,0 | 723,0  | 240,0  | -418,0 |
| Leistungsbilanz <sup>9</sup>          | 2.Q/10 | 3.Q/10 | 4.Q/10 | 1.Q/11 |
| % BIP                                 | 3,4    | 3,5    | 3,6    | 3,4    |

Reales BIP Japan, Jahresrate im Quartalsvergleich (%)



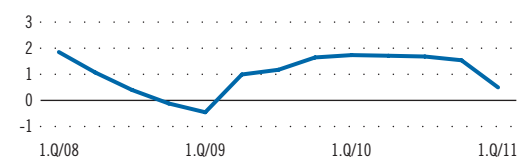
Quelle: ESRI, Cabinet Office, Govt. of Japan, März 2011.

Verbraucherpreisindex, i. Jahresvgl. (%)



Quelle: Ministerium für Inneres und Kommunikation, April 2011.

Sichtbare Handelsbilanz, % des BIP



Quelle: Finanzministerium, Japan und Economic and Social Research Institute, Cabinet Office, Government of Japan, Stand 31. März 2011.

<sup>4</sup> Quelle: Economic and Social Research Institute, Cabinet Office, Government of Japan. <sup>5</sup> Quelle: Ministerium für Inneres und Kommunikation, Japan. <sup>6</sup> Quelle: Ministerium für Wirtschaft, Handel und Industrie, Japan. <sup>7</sup> Quelle: Finanzministerium, Japan. <sup>8</sup> Quelle: Bank of Japan. <sup>9</sup> Quelle: Bloomberg-Indizes. Abkürzungen: Q/Q Jahresrate: Jahresrate im Quartalsvergleich. i. Jahresvgl.: im Jahresvergleich.

Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für die Zukunft.

# Makroökonomische Daten für die USA

## Konsensusschätzungen

### Wirtschaftliche Gesamtleistung

| Bruttoinlandsprodukt (BIP) <sup>1</sup> | 4.Q/10 | 1.Q/11 | 2.Q/11(P) <sup>2</sup> | 3.Q/11(P) <sup>2</sup> |
|---|--------|--------|------------------------|------------------------|
| Jahresrate im Quartalsvergleich (%)     | 3,1    | 1,8    | 3,3                    | 3,3                    |

### Wirtschaftsdaten

#### Konsum/Endnachfrage

| Einkommen/Sparverhalten <sup>1</sup>     | Jan 11 | Feb 11 | Mrz 11 | Apr 11 |
|--|--------|--------|--------|--------|
| Konsumausgaben i. Jahresvgl. (%)         | 4,1    | 4,4    | 4,4    | 4,8    |
| Persönliches Einkommen i. Jahresvgl. (%) | 4,5    | 4,8    | 4,8    | 4,4    |
| Sparquote (%)                            | 5,4    | 5,0    | 4,9    | 4,9    |

| Arbeitsmarkt   | Feb 11 | Mrz 11 | Apr 11 | Mai 11 |
|--|--------|--------|--------|--------|
| Arbeitslosenquote (%) <sup>3</sup>                                       | 8,9    | 8,8    | 9,0    | 9,1    |
| Erwerbsquote (%) <sup>3</sup>  | 64,2   | 64,2   | 64,2   | 64,2   |
| Beschäftigtenzahlen ohne Landwirtschaft (in 1000) <sup>3</sup>           | 235,0  | 194,0  | 232,0  | 54,0   |
| Anträge auf Arbeitslosenunterstützung 4-Wo-Durch. (in 1000) <sup>4</sup> | 393,0  | 395,0  | 432,0  | 427,0  |

| Wohneigentum <sup>5</sup>       | Jan 11 | Feb 11 | Mrz 11 | Apr 11 |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Umsätze mit Altbauten (in Mio.) | 5,4    | 4,9    | 5,1    | 5,1    |
| Veränderung i. Jahresvgl. (%)   | 6,1    | -2,0   | -6,4   | -12,9  |

#### Investitionen

| Unternehmensgewinne <sup>6</sup> | 4.Q/10 | 1.Q/11(P) | 2.Q/11(P) | 3.Q/11(P) |
|----------------------------------|--------|-----------|-----------|-----------|
| Erträge i. Jahresvgl. (%)        | 37,5   | 28,6      | 10,3      | 10,2      |

| Produktion & Auslastung <sup>7</sup>  | Jan 11 | Feb 11 | Mrz 11 | Apr 11 |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Industrieproduktion i. Jahresvgl. (%) | 5,6    | 5,2    | 5,3    | 5,0    |
| Kapazitätsauslastung (%)              | 76,8   | 76,5   | 77,0   | 76,9   |

| Unternehmensausgaben für Neu- und Ersatzinvestitionen <sup>1</sup> | 2.Q/10 | 3.Q/10 | 4.Q/10 | 1.Q/11 |
|--|--------|--------|--------|--------|
| i. Jahresvgl. (%)  | 5,2    | 8,2    | 10,6   | 9,5    |

### Inflation & Produktivität

| Inflationsindikatoren   | Jan 11 | Feb 11 | Mrz 11 | Apr 11 |
|---|--------|--------|--------|--------|
| Index für den privaten Verbrauch (PCE) i. Jahresvgl. (%) <sup>1</sup> | 1,2    | 1,6    | 1,8    | 2,2    |
| Kernrate PCE i. Jahresvgl. (%) <sup>1</sup>                           | 0,8    | 0,9    | 0,9    | 1,0    |
| Verbraucherpreisindex (VPI) i. Jahresvgl. (%) <sup>1</sup>            | 1,6    | 2,1    | 2,7    | 3,2    |
| Kernrate VPI i. Jahresvgl. (%) <sup>3</sup>                           | 1,0    | 1,1    | 1,2    | 1,3    |
| Produzentenpreisindex (PPI) i. Jahresvgl. (%) <sup>3</sup>            | 3,6    | 5,6    | 5,8    | 6,8    |
| Kernrate PPI i. Jahresvgl. (%) <sup>3</sup>                           | 1,6    | 1,8    | 1,9    | 2,1    |

| Produktivität <sup>3</sup>                          | 2.Q/10 | 3.Q/10 | 4.Q/10 | 1.Q/11 |
|---|--------|--------|--------|--------|
| Produktivität Jahresrate im Quartalsvergleich (%)   | -1,7   | 2,3    | 2,9    | 1,8    |
| Lohnstückkosten Jahresrate im Quartalsvergleich (%) | 4,9    | 0,1    | -2,8   | 0,7    |

### Finanzmärkte

| Bewertung                     | Apr 11 | Mai 11 | Jun 11(P) | Jul 11(P) |
|-------------------------------|--------|--------|-----------|-----------|
| KGV S&P 500 <sup>6</sup>      | 15,47  | 15,31  | —         | —         |
| Fed Funds Rate <sup>7,8</sup> | 0,3    | 0,3    | 0,1       | 0,1       |

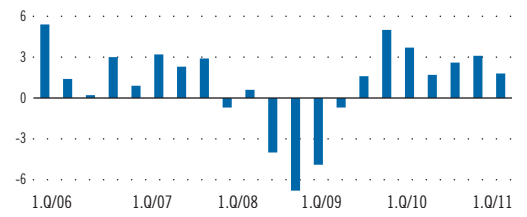
### Zahlungsbilanz

| Monatliches US-Handelsbilanzdefizit <sup>1,9</sup> | Jan 11 | Feb 11 | Mrz 11 | Apr 11 |
|--|--------|--------|--------|--------|
| (in Mrd. US-Dollar)                                | -47,9  | -46,0  | -46,8  | -43,7  |

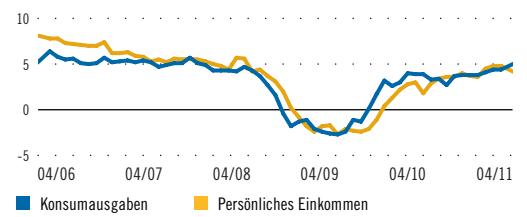
| US-Leistungsbilanzdefizit                    | 1.Q/10 | 2.Q/10 | 3.Q/10 | 4.Q/10 |
|--|--------|--------|--------|--------|
| pro Quartal (in Mrd. US-Dollar) <sup>1</sup> | -108,7 | -122,7 | -125,5 | -113,4 |
| Jahresrate (% BIP) <sup>10</sup>             | -2,7   | -3,0   | -3,1   | -3,2   |

Bruttoinlandsprodukt (BIP), Jahresrate im Quartalsvergleich (%)



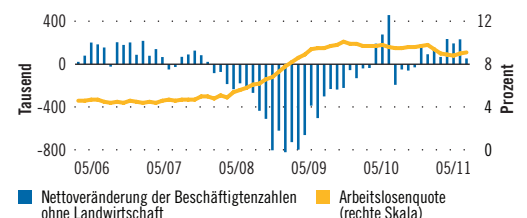
Quelle: Bureau of Economic Analysis, März 2011.

Persönliches Einkommen & Ausgaben, i. Jahresvgl. (%)



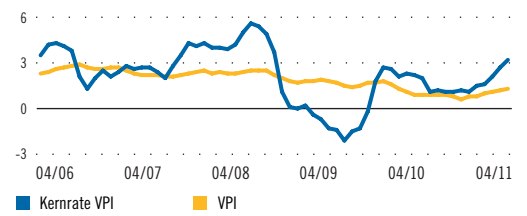
Quelle: Bureau of Economic Analysis, April 2011.

Beschäftigtenzahlen ohne Landwirtschaft & Arbeitslosenquote



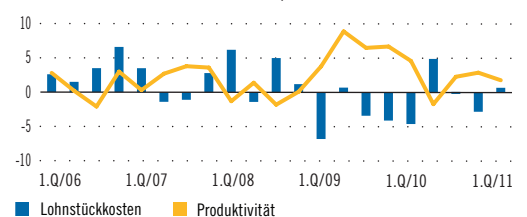
Quelle: Bureau of Labor Statistics, Mai 2011. Alle Zahlen saisonbereinigt.

Verbraucherpreisindex, i. Jahresvgl. (%)



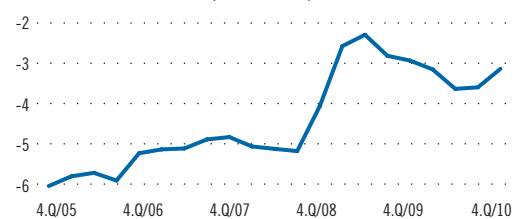
Quelle: Bureau of Labor Statistics, April 2011.

Produktivität & Lohnstückkosten, Q/Q Jahresrate (%)



Quelle: Bureau of Labor Statistics, März 2011.

US-Handelsbilanzdefizit, Jahresrate, % BIP



Quellen: U.S. Census Bureau und Bureau of Economic Analysis, Stand Dezember 2010. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für die Zukunft.

<sup>1</sup> Quelle: Bureau of Economic Analysis. <sup>2</sup> Quelle: Bloomberg Economic Forecasts, Stand 31. Mai 2011. <sup>3</sup> Quelle: Bureau of Labor Statistics. <sup>4</sup> Quelle: Department of Labor. <sup>5</sup> Quelle: Copyright National Association of REALTORS®. Nachgedruckt mit Genehmigung. <sup>6</sup> Quelle: Bloomberg. Unternehmensgewinne und KGV S&P 500 werden dargestellt durch Bloombergs Berechnungen der Erträge der S&P 500 Index-Komponenten, Stand 31. Mai 2011. <sup>7</sup> Quelle: Federal Reserve. Auf der Sitzung vom 16. Dezember 2008 senkte die Federal Reserve ihren Leitzins für die USA auf „einen Zielsatz“ von 0 bis 0,25. <sup>8</sup> Quelle: Chicago Board of Trade (30-Tage Federal Funds Futures Rate für Juni und Juli 2011), Stand 31.05.11. <sup>9</sup> Quelle: U.S. Census Bureau. <sup>10</sup> Quelle: Bloomberg-Indizes.