



Michael Keppler ist in Ingolstadt geboren und studierte an der Universität Regensburg. Bevor er nach New York zog, arbeitete er in Frankfurt als Rohstoff-Analyst. Im Jahr 1983 wurde er von seinem Arbeitgeber Commerzbank in die USA geschickt. 1992 gründete er dort Keppler Asset Management.

„Die Trendwende bei Value-Aktien ist da“

Seit mehr als zehn Jahren hinken Value-Werte den Wachstumsaktien hinterher. Warum das so ist und warum jetzt die Zeit der unterbewerteten Qualitätstitel gekommen sein sollte, beantwortet Michael Keppler, der den Global Advantage Major Markets High Value und das Äquivalent, den Emerging Markets High Value, managt

Fondsmanager Michael Keppler über Chancen und Risiken des populären Anlagestils.

26. November 2020 | Peter Gewalt

TFR: Herr Keppler, nach der US-Wahl und der Hoffnung auf Corona-Impfstoffe waren Value-Titel wieder gefragt. Ist das nun die lang ersehnte Trendwende?

Michael Keppler: Ich denke ja, wobei ich Ihnen diese Antwort auch schon vor zwei oder drei

Jahren gegeben hätte. Auch damals waren Value-Werte im Vergleich zu den Growth-Titeln deutlich unterbewertet, wenn man das KBV oder KGV als Grundlage nimmt. Aber seither sind die teuren Werte noch teurer und die günstigen noch günstiger geworden.

TFR: Wie groß ist der Unterschied?

Keppler: Wachstumstitel sind gemessen an ihren fundamentalen Werten heute doppelt bis dreimal so teuer wie Value-Aktien. Der MSCI World Value ist derzeit mit dem 16-fachen durchschnittlichen

Jahresgewinn der letzten sieben Jahre weniger als halb so hoch bewertet wie der MSCI World Growth mit einem zyklenadjustierten KGV von 35. Dieser große Bewertungsunterschied kombiniert mit der Tatsache, dass Gewinn-, Cashflow- und Dividendenwachstum der Wachstumsindizes im Vergleich zu den analogen Größen der Value-Indizes keineswegs überdurchschnittlich waren, sollte der Auslöser sein, dass Value-Werte wieder mehr in den Fokus der Investoren geraten.

TFR: Worauf führen Sie zurück, dass die Schere so weit auseinandergegangen ist?

Keppler: Vor allem die weltweit sehr niedrigen Zinsen schieben die Kurse von Wachstumsaktien an, weil deutlich höhere zukünftige Gewinne abgezinst mit niedrigen Zinssätzen einen höheren Barwert zur Folge haben. Aber die Niedrigzinsphase wird nicht ewig bleiben, auch wenn derzeit ein Ende noch nicht abzusehen ist.

TFR: Gab es schon einmal so eine lange Durststrecke für Value-Werte?

Keppler: In den 30er- und 90er-Jahren des vorherigen Jahrhunderts gab es zwei Dekaden mit Value-Unterbewertungen, die sich dann aber wieder aufgelöst haben. In den letzten 100 Jah-

ren hat Value in sieben Jahrzehnten bessere Renditen erzielt als Growth.

TFR: Value-Anleger müssen daher viel Geduld mitbringen?

Keppler: Das gilt nicht nur für Value-Anleger. Microsoft hat seinen Höchstkurs vom Dezember 1999 erst im September 2016 wieder erreicht. Der Nasdaq Composite brauchte mehr als 15 Jahre bis er im Mai 2015 seinen Höchststand vom März 2000 übertreffen konnte. Wer aber als Anleger diese Durststrecken überstanden hat, wurde in der Vergangenheit reichlich belohnt. Microsoft hat sich in den vergangenen vier Jahren verdreieinhalbfacht, der Nasdaq Composite hat sich seit Mai 2015 mehr als verdoppelt!

TFR: Bereuen Sie denn, dass Sie nicht stärker auf solche Technologieaktien setzen?

Keppler: Nein, denn diese Titel sind und waren uns meist zu teuer. Und am Ende wird die Technologieblase entweder platzen oder zumindest an Luft verlieren. Exponentielles Wachstum bricht irgendwann zusammen. Das gilt in der Natur und auch an den Kapitalmärkten. Energietitel haben beispielsweise 1980 rund 25 Prozent des Weltaktienindex ausgemacht, nachdem sie sich in den 70er-Jahren verzehnfacht

hatten. Heute liegt der Anteil bei gerade einmal 2,4 Prozent. Dagegen liegt der Anteil der Technologieaktien heute bei 25 Prozent.

TFR: In welchen Branchen sind derzeit global die meisten Value-Titel zu finden?

Keppler: In der Energie- und der Finanzbranche, wobei man auch hier vor Value-Fallen aufpassen muss. Während US-Banken ihre Bilanzen nach der Finanzkrise 2008 weitgehend bereinigt haben und heute so niedrig wie zuletzt 1989 bewertet sind, leiden die europäischen Finanzinstitute immer noch an unzureichenden Abschreibungen für gefährdete Kredite und überhöhten Bewertungen von Derivaten in ihren Bilanzen. Sie konnten sich bis heute die erforderlichen Abschreibungen nicht leisten und die Aufsichtsbehörden drücken offenbar selbst nach mehr als zehn Jahren wegen des „Too Big to Fail“-Prinzips – immer noch beide Augen zu. Demgegenüber erwarten wir für US-Finanzwerte aufgrund ihrer im historischen Vergleich extrem günstigen Bewertungen in den kommenden 10 Jahren mindestens eine Vervierfachung der Aktienkurse.

TFR: Sie decken den US-Markt stark durch Warren Buffetts Holding Berkshire Hathaway ab. Zuletzt gab es allerdings ver-

mehrt Kritik an dem Value-Guru, da seine Ergebnisse nicht ganz so stark ausgefallen sind. Was ist Ihre Meinung?

Keppler: Die Kritik bezog sich darauf, dass Buffett den S&P 500 in den letzten zehn Jahren nicht geschlagen hat. Dabei wird vergessen, dass US-Aktien in den vergangenen zehn Jahren unter den 23 Aktienmärkten im MSCI World Index am besten

abgeschnitten haben, nachdem sie in den vierzig Jahren zuvor unterdurchschnittliche Renditen erzielt hatten und der US-Dollar sich von 1970 bis 2009 gegenüber der D-Mark bzw. dem Euro auch noch halbiert hatte! Buffett hat den S&P 500 seit 1965 jährlich um mehr als 10 Prozentpunkte geschlagen und seine Ergebnisse zeigen empirisch: Langfristig wirft Value-Investing die besseren Renditen ab.

TFR: Wie würden Sie Ihre Anlagestrategie umschreiben?

Keppler: Wir sind vorsichtige Kaufleute, die ihre Investitionsentscheidungen auf langfristig erprobte Erfahrungswerte gründen und für eine unsichere Zukunft nicht zu viel Geld ausgeben möchten – frei nach dem Motto „Der Gewinn liegt im Einkauf“.

Dieser Artikel erschien am 26. November 2020 unter folgendem Link:
<https://www.fundresearch.de/interview/vorsichtige-kaufleute.php/>