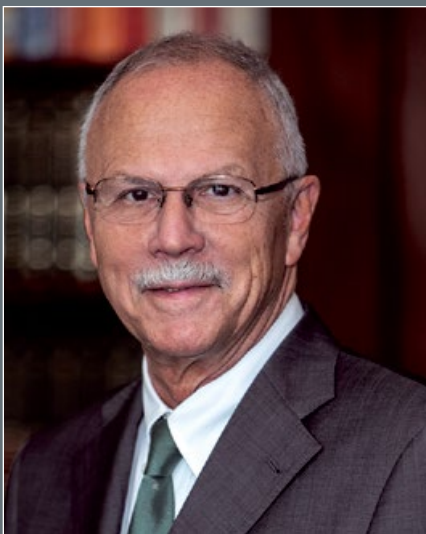


Interview

„Des Kaisers neue Kleider lassen grüßen!“

Smart Investor im Gespräch mit dem in den USA ansässigen Fondsmanager **Michael Keppler** über das Börsenjahr 2020, die schlechtere Entwicklung der Value- gegenüber den Growthaktien und die derzeit am meisten unterbewerteten Branchen und Regionen



Der gebürtige Ingolstädter Michael Keppler machte sich 1992 mit Keppler Asset Management Inc. in New York, USA, selbstständig. Davor war der Diplom-Kaufmann für die Commerzbank tätig, zuletzt als Chefstrategie der US-Investmentbanktochter. Keppler gilt mit den von ihm betreuten Fonds als Value-Investor mit einem systematischen Investmentansatz. Er vertraut auf seine umfassende Datenbank, die Zahlen aus mehreren Jahrzehnten zu Unternehmen, Branchen und Ländern enthält.

Smart Investor: Herr Keppler, haben Sie schon einmal ein aufregenderes Börsenjahr als 2020 erlebt?

Keppler: Es gab in meiner Karriere einige ungewöhnliche Börsenereignisse – z.B. die Hausse der Nifty-Fifty-Aktien 1972, Verluste von mehr als 50% an den großen Aktienmärkten 1974 oder die Rentenbaisse 1980/1981 mit US-Zinsen bis zu 20%, den größten Eintagesverlust an der New York Stock Exchange von 22,6% am 19.10.1987, dann die Hightechblase Anfang 2000 und den darauffolgenden Kurssturz, der bis zum Frühjahr 2003 andauerte. Der DAX verlor damals mehr als zwei Drittel! Die Aktienbaisse 2008 bis Anfang 2009 war auch nicht ohne. Aber so ein Jo-Jo wie im letzten Jahr in so kurzer Zeit habe ich tatsächlich noch nicht erlebt.

Smart Investor: Was waren aus Sicht Ihrer Analysen die bemerkenswertesten Entwicklungen im letzten Jahr?

Keppler: Gleich zu Beginn der Krise reagierte die US-Notenbank ungewöhnlich schnell und zielstrebig mit drastischen Zinssenkungen. Die Politiker folgten mit Konjunkturprogrammen in einem bisher nie dagewesenen Ausmaß. Allein die Aussicht auf eine bessere Zukunft, also die Erwartung eines Lichts am Ende des Tunnels, trieb die Aktienkurse voran. Das Ganze fand in einem Umfeld statt, in dem sich die Realwirtschaft zunehmend verschlechterte. Die Unternehmensgewinne werden ihre Tiefstände erst im kommenden Frühjahr erreichen. Derzeit liegen sie

für den MSCI World Index aufs Jahr gerechnet um rund 20% unter ihrem Vorjahresstand. Fallende Gewinne und steigende Aktienkurse führten zuletzt zu immer höheren Bewertungen. Diese spielen jedoch bei Null- oder Negativzinsen – wenn überhaupt – nur eine untergeordnete Rolle. Trotz ihres jüngsten Anstiegs liegen die Bewertungen von Buchwerten, Cashflows, Gewinnen und Dividenden bezogen auf den MSCI World Index allerdings immer noch um ein knappes Viertel unter den Höchstständen vom Dezember 1999.

Smart Investor: Klassische Value-Aktien, in die Sie vornehmlich mit Ihren Fonds investieren, lagen bei der Performance auch 2020 wieder deutlich hinter den Wachstumstiteln. Empfinden Sie das nicht als frustrierend?

Keppler: Nach einem unbefriedigenden Jahr 2019 für die Value-Aktien folgte ein noch schlechteres Jahr 2020. Kumulativ haben die Value-Indizes trotz ihrer jüngsten Erholung die Wachstumsindizes in den letzten beiden Jahren weltweit um bisher nie erreichte 40 Prozentpunkte unterperformt. Das Frustrierende daran ist vor allem, dass diese Minderperformance nur in Einzelfällen, nicht aber für die Value-Indizes insgesamt gerechtfertigt ist.

Smart Investor: Wie meinen Sie das? Welche Gründe sorgten Ihrer Meinung nach für das deutlich bessere Abschneiden der Wachstumsaktien während der letzten Jahre?

Value vs. Growth

MSCI All Country (AC) World Index: Bewertung und Wachstumsraten per 31.12.2020

MSCI AC World Index	Bewertung				Jährliche Wachstumsraten (%) Fünf-Jahres-Durchschnitt			
	Kurs/Buchwert	Kurs/Cashflow	Kurs/Gewinn	Dividendenrendite (%)	Buchwert	Cashflow	Gewinn	Dividenden
Value	1,75	10,4	20,1	2,85	5,0	4,6	5,6	4,6
Growth	6,47	25,5	42,6	0,76	1,3	3,5	4,6	3,3

Hinsichtlich der Bewertungen und Wachstumsraten der wichtigen Unternehmensdaten zeigt sich aktuell eine enorme Differenz zwischen Value und Growthaktien

Quellen: MSCI Database und Keppler Asset Management Inc.

Kepler: Das liegt vor allem an den drastischen Zinssenkungen der letzten Jahre. Erwartungen auf höhere Gewinne in der Zukunft abgezinst mit extrem niedrigen Zinsen ergeben einen exponentiell höheren Barwert. Deshalb fand in den letzten Jahren auch keine „Mean Reversion“ statt. Eine Rückkehr zu den Mittelwerten blieb also aus: Die teuren Aktien wurden immer noch teurer und die preiswerten noch preiswerter. Bei Nullzinsen ist jetzt jedoch das Ende der Fahnenstange erreicht – im Gegensatz zu Diamanten sind nämlich die niedrigen Zinsen nicht „forever“.

Smart Investor: Sehen Sie Chancen, dass sich das Blatt wieder wendet und sich Value-Aktien im neuen Jahr wieder besser entwickeln werden? Welches Umfeld wäre dafür nötig?

Kepler: Die Voraussetzungen dazu sind bereits eingetreten! Im August letzten Jahres haben Sie im Smart Investor meinen Gastbeitrag „Die Wachstumsfalle“ veröffentlicht. Seitdem verbesserte sich der MSCI World Value Index um rund 11%. Der MSCI World Growth Index stieg dagegen nur um 7,5%. Dieser Trend sollte sich in den kommenden Jahren fortsetzen, denn der Grund dafür ist unstrittig: Das Wachstum fundamentaler Größen wie der Buchwerte, Cashflows, Gewinne und Dividenden lag in den letzten fünf Jahren für die Wachstumsaktien nämlich weltweit unter den vergleichbaren Wachstumsraten der Value-Indizes (siehe Tab. 1: MSCI All Country World Index – Bewertung und Wachstumsraten). Es ist nicht sinnvoll, für einen Wachstumsindex das Doppelte oder gar Dreifache zu bezahlen, wenn gar kein über-

durchschnittliches Wachstum vorliegt. Des Kaisers neue Kleider lassen grüßen!

Smart Investor: Können Sie anhand einiger Branchen aufzeigen, wo derzeit die herausragendsten Unterbewertungen gegeben sind?

Kepler: Nach unseren Analysen sind die Sektoren Energie derzeit um 50% sowie Versorger und Finanzwerte um jeweils rund 25% unterbewertet. Bei den Finanzwerten konzentrieren wir uns auf die USA, da diese die Finanzkrise 2008 wesentlich besser verdaut haben als die Europäer. Die konnten es sich in den letzten Jahren offenbar nicht leisten, die nötigen Abschreibungen vorzunehmen – und die Aufsichtsämter drücken hier wohl selbst nach mehr als zehn Jahren wegen des „Too-big-to-fail-Prinzips“ immer noch beide Augen zu.

Smart Investor: In Ihren Fonds betreiben Sie ja auch eine aktive Länderselektion. Welche Regionen sind denn derzeit aus Ihrer Sicht attraktiv bewertet?

Kepler: Asien und Europa sind attraktiver als die USA. Nach zehn Jahren mit einer überdurchschnittlichen Wertentwicklung rechnen wir in den kommenden Jahren für den US-Gesamtmarkt im besten Fall mit einer Seitwärtsbewegung. Aber auch weltweit muss man nun nach den jüngsten Kurssteigerungen in den kommenden Jahren mit bescheideneren Gesamtrenditen im niedrigen einstelligen Bereich rechnen.

Smart Investor: Halten Sie insgesamt Schwellenländer nach den teilweise rabiaten Abstürzen und auch erstaunlichen

Erholungen des letzten Jahres für kaufenswert bzw. attraktiver als die entwickelten Länder?

Kepler: Nach unseren Analysen sind die Emerging Markets derzeit um rund 20% preiswerter als die Industrieländerbörsen. Es ist vorstellbar, dass sich dieser Bewertungsabschlag in den nächsten Jahren wieder abbauen wird oder sich sogar in einen Bewertungsaufschlag umwandelt. In der Vergangenheit wiesen die Emerging Markets nämlich aufgrund besserer Wachstumschancen schon mehrmals eine Bewertungsprämie zu den Industrieländerbörsen auf. Dank unserer Value-Ausrichtung weisen die von uns betreuten Emerging-Markets-Portfolios einen Bewertungsabschlag von rund einem Viertel gegenüber dem MSCI Emerging Markets Index auf und gehören damit zu den weltweit aussichtsreichsten Aktieninvestments.

Smart Investor: In welchen Ländern sind Sie derzeit vornehmlich investiert?

Kepler: Unter den Industrieländerbörsen favorisieren wir derzeit Hongkong, Japan und Singapur in Fernost sowie Deutschland, Großbritannien, Italien, Norwegen und Spanien in Europa. In den USA ist seit dem Frühjahr 2000 unsere größte Position die Berkshire-Hathaway-Aktie. In den Schwellenländern sind wir sowohl in hoch kapitalisierten Märkten wie China, Korea und Taiwan als auch in Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Russland und Tschechien engagiert.

Smart Investor: Vielen Dank für Ihre interessanten Ausführungen.

Interview: Ralf Flierl