Interview

„Keineswegs negativ gestimmt"

Smart Investor sprach mit dem Value-Investor Michael Keppler über die Bewertungsniveaus der Weltbörsen und deren mittelfristige Aussichten

Der gebürtige Ingolstädter Michael Keppler machte sich 1992 mit Keppler Asset Management Inc. in New York selbstständig. Davor war der Diplom-Kaufmann für die Commerzbank tätig, zuletzt als Chefstratege der US-Investmentbanktochter. Keppler gilt 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, die US-Märkte laufen von einem Rekordhoch zum nächsten. Mit einem erwarteten 2020er-KGV von etwas mehr als 18 notiert der Markt dennoch lediglich leicht über seinem historischen Durchschnitt. Grund genug, mit Blick auf US-Aktien verhalten optimistisch zu sein?
Michael Keppler: Auf Basis der für 2019 ausgewiesenen Unternehmensgewinne liegt das KGV des US-Aktienmarkts derzeit bei 23,1. Ein KGV von 18 würde eine Gewinnsteigerung von 28% im laufenden Jahr implizieren. Mir ist nicht klar, woher ein so hohes Gewinnwachstum kommen soll, beträgt doch die Gewinnsteigerung 2019 im Vergleich zu 2018 trotz guter Konjunktur nur noch 4,1%. Der jüngste Rückgang muss allerdings unter dem Aspekt des Basiseffekts der Trump'schen Steuersenkung von Anfang 2018 gesehen werden: Damals wurden die Unternehmenssteuern von 35% auf 21% reduziert, was dazu führte, dass die Unternehmensgewinne 2018 um 26% gestiegen sind. Seitdem ist das Gewinnwachstum weltweit stark rückläufig.

Smart Investor: Das klingt nicht nach wirklich guten Aussichten …
Keppler: Was die weitere Entwicklung an den Weltbörsen anbelangt, bin ich keineswegs negativ gestimmt. Mit einem KGV von 16,3 und einer Dividendenrendite von 3,3% notiert der durchschnittliche Aktienmarkt der Industrieländer sogar leicht unter seiner historischen Durchschnittsbewertung. Nimmt man die Höchstbewertungen zur Jahrtausendwende als Basis, wären die Aktienkurse heute um 80% höher. Die zehnjährigen US-Staatsanleihen rentierten damals mit 6,5% – im Vergleich zu 1,8% heute. Anders gesagt: Die Opportunitätskosten sprechen heute mehr als damals für Höchstbewertungen. Was noch fehlt, wären eine Entspannung der weltpolitischen Lage und eine Wiederbelebung des Welthandels.

Smart Investor: In Ihrem global anlegenden Fonds decken Sie die USA über die Aktie von Berkshire Hathaway (IK) ab. Ist dies die bessere Alternative zum S&P 500, und wo sehen Sie den inneren Wert der Buffett-Aktie?
Keppler: Wir halten den US-Aktienmarkt derzeit für relativ teuer und damit weniger chancenreich als den Rest der Welt. Auf Basis der aktuellen Buchwerte, Cashflows, Gewinne und Dividenden ist der Markt um mehr als ein Drittel überbewertet. Dabei berücksichtigen wir bereits, dass US-Aktien aufgrund der politischen Stabilität des Landes und der transparenten Rechnungslegung der Unternehmen traditionell um rund 10% höher bewertet werden als die restliche Welt. Während der S&P 500 also um ein Drittel überbewertet ist, notiert Berkshire Hathaway bei Kursen von 227 USD für die B-Aktie um rund 10% unter ihrem inneren Wert. Das Papier gilt aufgrund der breiten Diversifizierung und dezentralen Struktur als eines der risikoärmsten Aktieninvestments weltweit.

Smart Investor: Attraktiv sind in Ihren Auswertungen derzeit vor allem einige Märkte in Asien sowie in Europa und die Emerging Markets als Ganzes. Seit vielen Jahren laufen die Aktien in diesen Ländern jedoch den US-Märkten hinterher. Warum sollte sich dies nun ändern?
Keppler: Die bessere Wertentwicklung der US-Aktien seit 2009 sollte man nicht automatisch in die Zukunft projizieren. In den 40 Jahren zuvor hatte sich der US-Dollar gegenüber der D-Mark bzw. dem

Euro mehr als halbiert, und der Total Return von US-Aktien von 8,5% pro Jahr lag um einen vollen Prozentpunkt unter dem der „Nicht-US-Aktien". Damit hatten US-Aktien in den 40 Jahren bis Ende 2009 den Rest der Welt um satte 50 Prozentpunkte underperformt. Diese Underperformance wurde in den vergangenen zehn Jahren wieder wettgemacht – mehr nicht! Allerdings wird Trump im Wahljahr alles unternehmen, um Konjunktur und Aktienmarkt zu unterstützen. Deshalb sollte auch der Handelsstreit mit China zumindest vorläufig zur Ruhe kommen. Die von uns betreuten globalen Aktienportfolios weisen höhere Gewinnsteigerungen bei deutlich niedrigeren Bewertungen auf. Das Gleiche gilt generell für Emerging-Markets-Aktien. Diese sind im Vergleich zum Weltaktienindex der Industrieländer derzeit um ein Viertel unterbewertet. Deshalb räumen wir im Vergleich zu den USA preiswerteren Aktienmärkten und globalen Value-Strategien auf Sicht der nächsten drei bis fünf Jahre deutlich höhere Wertsteigerungschancen ein als Wachstumsstrategien.

Smart Investor: Sie filtern üblicherweise nicht nur nach den günstigsten Märkten, sondern picken sich dort auch noch explizit die Value-Aktien heraus. Zuletzt waren die günstigen Value-Titel bei Anlegern jedoch wenig beliebt. Was muss passieren, damit Value ein Comeback feiert?

Keppler: Was dazu passieren muss, ist bereits eingetreten: In den USA, in Europa und in Fernost weisen Value-Indizes ein höheres Gewinnwachstum auf als Wachstumsaktien. Darüber hinaus sind Value-Indizes derzeit nur halb so teuer wie die Wachstumsindizes. Das sind gute Voraussetzungen für eine überdurchschnittliche Wertentwicklung.

Smart Investor: Im Unterschied zu den meisten Börsianern geben Sie nichts auf Prognosen und Ergebnisschätzungen. Sie haben jedoch eine Vorstellung, welche Performance die verschiedenen Märkte in den nächsten Jahren erzielen können. Wie schätzen Sie das Potenzial aktuell ein?

Keppler: Laut Warren Buffett sagen Prognosen mehr über den Prognostiker aus als über die Zukunft. Nach unseren Erfahrungen sind sie zu ungenau, um darauf Investitionsentscheidungen zu gründen. Wir orientieren uns deshalb an den ausgewiesenen Ergebnissen, den Bilanzen sowie den Gewinn-und-Verlust-Rechnungen der letzten fünf bis zehn Jahre. Daraus lässt sich das Gewinnpotenzial plausibler ermitteln. Sprich: Was ein Unternehmen in der Vergangenheit geleistet hat, ist aussagefähiger als Versprechungen zukünftiger Ergebnisse. Aus heutiger Sicht erwarten wir nach dem weit überdurchschnittlichen Börsenjahr 2019 in den kommenden drei bis fünf Jahren für die Industrieländerbörsen im Durchschnitt Gesamtrenditen von 5,2% p.a. und für die preiswerteren Märkte sowie Value-Indizes um etwa zwei bis drei Prozentpunkte mehr, also jährlich 7% bis 9%.

Smart Investor: Sie leben seit 30 Jahren in den USA und dürften näher am Puls der Amerikaner sein als die meisten deutschen Journalisten. Wie schätzen Sie die Chancen für eine Wiederwahl von Donald Trump in diesem Jahr ein, und was würde seine Abwahl für die Börsen bedeuten?

Keppler: Donald Trump ist wohl einer der umstrittensten US-Präsidenten der letzten Jahrzehnte. Trotz aller Kritik wird er jedoch von vielen US-Bürgern nach wie vor geschätzt – wie auch sein aktuelles Approval Rating von 45% andeutet. Momentan liegen unter den Kandidaten der Demokraten Sanders, Buttigieg, Biden und Warren in der Gunst der Wähler vorne. Es ist heute aber noch zu früh, irgendwelche Prognosen für die Wahl abzugeben. Jetzt steht zunächst das Amtsenthebungsverfahren im Senat an. Sollten keine neuen Schandtaten des Präsidenten ans Tageslicht kommen, sind die Chancen gut, dass Trump die Anklage relativ unbeschadet übersteht.

Smart Investor: Herr Keppler, vielen Dank für das interessante Gespräch.

Interview: Christoph Karl