

INTERVIEW

DEUTSCHE AKTIEN SIND PREISWERT

Um Michael Keppler, den bayerischen Investor aus New York, ist es ruhiger geworden. Hier erklärt er, warum Value-Aktien zurückkommen werden und auch bei Wachstumswerten die Bäume nicht in den Himmel wachsen

VITA

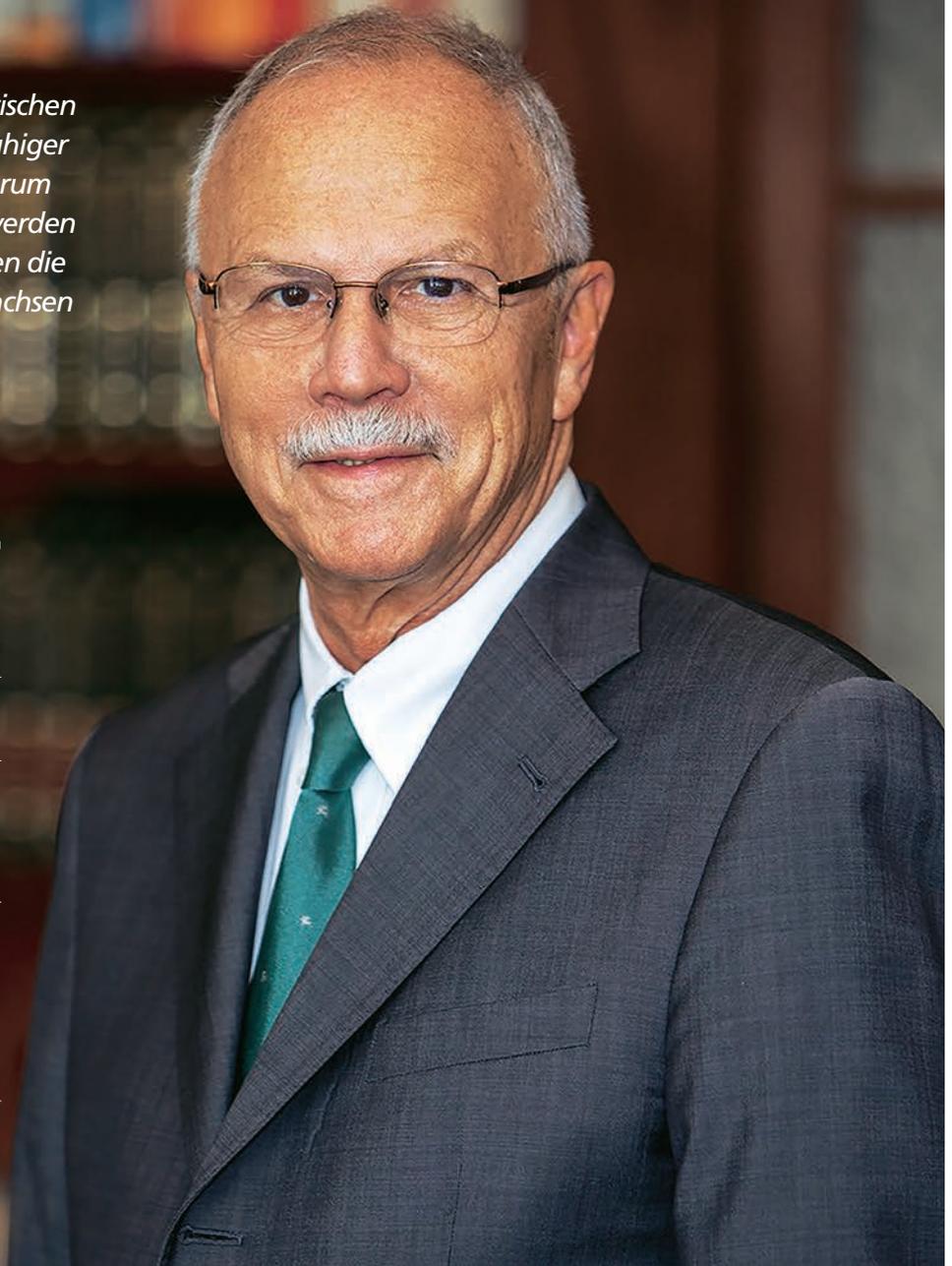
Michael Keppler

Geboren **1949** in Ingolstadt

Gärtnerlehre und Studium der **Betriebswirtschaft** in Regensburg

Ab **1980** arbeitet er als Wertpapieranalyst bei der **Commerzbank** zunächst in Frankfurt, 1983 wechselt er nach **New York**

1992 Gründung der Anlagefirma **Kepler Asset Management**, New York; er betreut 13 Fonds mit einem Anlagevolumen von mehr als einer Milliarde Dollar, für die er vielfach ausgezeichnet wurde



FOCUS-MONEY: Ihre bayerische Stimme aus New York hatte hierzulande immer Gewicht. In den vergangenen Jahren hingegen fanden Sie weniger Gehör. Woran lag es?

Michael Keppler: (lacht) Das hat wohl mit der Erwartungshaltung zu tun. Wer in den vergangenen Jahren schnelles Geld verdienen wollte, musste in große Technologiewerte investieren. Die sogenannten FAANG-Aktien haben den Markt überrollt. Inzwischen gesellen sich zu Facebook, Amazon, Apple, Netflix und Google (Muttergesellschaft Alphabet) noch Microsoft und Nvidia hinzu. Sie waren der Hauptmotor des S&P-500-Index seit Jahresanfang. Diese herausgerechnet, läge der Index im Minus.

MONEY: Ist das nicht frustrierend für einen Value-Investor wie Sie?

Keppler: Ich habe keinen Zeitdruck und sehe auch keine Verbesserungsmöglichkeiten. Entscheidend für uns ist, was man aus einer Firma herausbekommt, nicht, was man in sie hineinsteckt. Ich halte nichts von Buffett-2.0-Ansätzen, weil der alte Buffett nicht mehr gut genug ist. Dieser wurde einmal gefragt, was die „Principles and Techniques“ im Untertitel des Buches „Security Analysis“ von Graham und Dodd für ihn bedeuten. Er sagte, die hätten auch in 100 Jahren noch Gültigkeit. Mit ein bisschen Geschichtskenntnis kann jeder erkennen, dass strikt angewendete Anlagestrategien nicht generischer Natur und zu allen Zeiten gleichermaßen erfolgreich sind. Bei uns ist nichts angebrannt. Wir haben in den vergangenen zehn Jahren einfach etwas weniger verdient als andere.

MONEY: Doch zehn Jahre sind eine lange Zeit ...

Keppler: Sicher. Doch gemessen am Gesamtergebnis der vergangenen 100 Jahre, sind sie das nicht. In dieser Zeit gab es nur drei Phasen, in denen Value-Aktien schlechter abgeschnitten haben als Wachstumswerte. Das war in den 30er-Jahren und in den 90er-Jahren des vergangenen Jahrhunderts der Fall und auch im vergangenen Jahrzehnt.

MONEY: Wer heute nicht Amazon und Netflix kauft, wird schnell in die Ecke der Technologieskeptiker gestellt. Haben Sie nicht das Gefühl, etwas verpasst zu haben?

Keppler: Nein, ich bin weder ein Technologieskeptiker, noch habe ich das Gefühl, etwas verpasst zu haben. Auch wir hatten Microsoft, Amazon und Apple in unseren Port-

folios. In den 90er-Jahren hatte sich die Microsoft-Aktie verzehnfacht. Danach dauerte es bis 2016, bis sie ihren Höchstkurs vom Dezember 1999 wieder erreicht hat. Nach dem Motto „Der Gewinn liegt im Einkauf“ möchten wir keine überhöhten Kaufpreise bezahlen.

MONEY: Und das ist bei Growth-Titeln derzeit nicht der Fall?

Keppler: Wachstumsaktien sind derzeit mit einem zyklensbereinigten Kurs-Gewinn-Verhältnis – das berechnen wir über einen Zyklus von sieben Jahren hinweg – von mehr als 37 im MSCI-Welt-Aktien-Index bewertet. Diese Bewertung wäre nur gerechtfertigt, wenn sich das überdurchschnittliche Wachstum auch zukünftig erfüllt. In den vergangenen fünf Jahren war das nicht der Fall. Da wurde für etwas bezahlt, was schlicht nicht existiert. Des Kaisers neue Kleider lassen grüßen!

MONEY: Also alles nur heiße Luft?

Keppler: Nein, nicht ganz! Im Unterschied zur Technologieblase im Jahr 2000 weisen die meisten Technologieunternehmen heute zumindest keine Verluste aus.

MONEY: „Diesmal ist alles anders“, lautet die Durchhalteparole an der Börse. Könnte sie diesmal zutreffen?

Keppler: Sie wissen, dass das der teuerste Satz an der Börse ist? Anfang des 20. Jahrhunderts gab es in den USA 500 Autofirmen. Heute gibt es nur noch drei. Die meisten gingen pleite. 1980 wären Sie mit „This time is different“ mit Ölkartens auf die Nase gefallen. Die hatten sich in den 70er-Jahren verzehnfacht. Damals betrug ihr Anteil am Welt-Aktien-Index 25 Prozent. Heute sind es nur noch 2,4 Prozent. Ende 2007 waren Finanzwerte mit einem Viertel im Index gewichtet, heute mit weniger als der Hälfte.

MONEY: Ein Grund, jetzt Energie- und Banktitel zu kaufen?

Keppler: Energie- und Finanzwerte sind in der Tat derzeit in unseren Portfolios hoch gewichtet. Bei Dividendenrenditen von fünf bis sieben Prozent, einem Kurs-Cashflow-Verhältnis von fünf und einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von 0,85 sind Energiewerte schlicht zu preiswert. Ich erwarte aber nicht, dass ihr Anteil am Gesamtindex wieder auf 25 Prozent steigt, aber von 2,5 Prozent auf fünf bis sieben Prozent könnte es schon gehen.

MONEY: In den letzten Jahren sah es nicht danach aus ...

Keppler: Stimmt. In den vergangenen sieben Jahren ►

Value schlägt Growth in 50 Jahren

Seit 1970 konnten Anleger mit Value-Aktien mehr verdienen als mit Wachstumswerten. Im MSCI-Welt-Index legten sie im Schnitt um 10,3 Prozent pro Jahr zu. Der MSCI-Welt-Aktien-Index erzielte sieben Prozent.

Entwicklung in entwickelten Aktienmärkten



Growth schlägt Value in zehn Jahren

In den vergangenen zehn Jahren liefen Wachstumswerte Value-Aktien den Rang ab. Das zeigt die Kluft beim Kurs-Gewinn-Verhältnis des MSCI-World-Growth mit 37,8 zum MSCI-World-Value mit 16,3.

Zyklusbereinigtes Kurs-Gewinn-Verhältnis



sind die teuren Aktien immer teurer geworden und die preiswerten noch preiswerter.

MONEY: Ist das der Grund, warum der Abakus World Dividend Fund dem Index derzeit so hinterherhinkt?

Keppler: Freilich, doch unseren Stil können und wollen wir nicht ändern. In den 40 Jahren zuvor haben wir mit der Strategie wunderbar verdient. Das sollte auch künftig wieder der Fall sein. Die MSCI-Indizes gibt es seit 1970. Bis 2009 hat sich nicht nur der Dollar gegenüber der D-Mark sowie später gegenüber dem Euro halbiert. Auch der US-Aktienmarkt hat gegenüber Europa schlechter abgeschnitten. Die USA waren 40 Jahre lang ein systematischer Underperformer. Wenn sie in den vergangenen zehn Jahren nun zum besten der 23 Märkte des MSCI-Welt-Aktien-Index avancierten, so ist das eher die Ausnahme als die Regel.

MONEY: Wann wird die Erkenntnis reifen, dass Technologiewerte zu hoch bewertet sind?

Keppler: Ich kann nicht sagen, wann die Bubble platzt. Ich kann nur sagen, dass wir im Bubble-Territorium sind. Als der damalige Fed-Chef Alan Greenspan 1996 von „irrational exuberance“, einer irrationalen Übertreibung, sprach, hat es noch drei Jahre gedauert, bis sie geplatzt ist.

MONEY: Jetzt malen Sie aber ziemlich schwarz ...

Keppler: Mag sein, aber wir haben alle Grenzen überschritten. So liegen die Wachstumstitel im All-Country-World-Index seit Jahresanfang mit 17 Prozent im Plus, während die Value-Aktien 16 Prozent verloren haben. In den USA betrug der Unterschied sogar 40 Prozentpunkte zugunsten von Growth. In den Emerging Markets waren es 29 Punkte. Doch die Bäume wachsen auch bei Wachstumswerten nicht in den Himmel. Wenn ich heute im Vergleich zu Value das Dreifache bezahlen müsste, sollte jedem klar sein, wo der Schwerpunkt liegen sollte.

MONEY: Eines scheint in diesem Zyklus tatsächlich an-

ders zu sein: die ultralockere Geldpolitik, der niedrige Zins und die enormen Fiskalausgaben der Staaten ...

Keppler: Dabei wurden in der Tat Anreize für die Fehlallokationen geschaffen. In Zeiten staatlicher Eingriffe haben Value-Werte oft schlechter abgeschnitten als Wachstumswerte. Die Eingriffe haben die Anpassungsprozesse behindert. Ich denke an das Phänomen „Too big to fail“. Da werden Firmen gerettet, von denen man glaubt, sie volkswirtschaftlich zu brauchen. Tatsache ist, dass diese Zombiefirmen den gesunden Konkurrenz machen. Doch das System wird sich ändern: Im Gegensatz zu Diamanten sind die niedrigen Zinsen nämlich nicht „forever“.

MONEY: Werden die Zinsen also wieder steigen?

Keppler: So sicher wie das Amen in der Kirche!

MONEY: Mit Joe Biden kehrte in den Augen vieler Europäer ein verlässlicher Partner ins Weiße Haus zurück, ist das gut für die Weltwirtschaft?

Keppler: Ich bin sehr optimistisch für die Weltwirtschaft, nicht nur weil Joe Biden Donald Trump im Weißen Haus ablöst. Dabei müssen Sie sich auch vor Augen halten, dass nahezu 50 Prozent der Amerikaner Trump gewählt haben und weiter aufmüßig sein werden. Ohne eine Senatsmehrheit wird es Biden schwer haben.

MONEY: Ist das heutige Amerika für Sie noch dasjenige, in das Sie 1983 gezogen sind?

Keppler: Als ich 1983 in die USA ausgewandert bin, war die Spaltung des Landes bei Weitem nicht so ausgeprägt wie heute. Ein Zweiparteienstaat fördert die Tendenz zu einer Schwarz-Weiß-Gesellschaft. Diese wurde vor dem Irak-Krieg von George W. Bush auf die Spitze getrieben: „Ihr seid entweder für uns – oder gegen uns.“ Das wurde auch zu Obama- und Trump-Zeiten nicht besser. Für mich ist jede Gesellschaft bunt und nicht schwarz-weiß. Deshalb fühle ich mich heute nicht mehr so wohl in diesem Land wie 1983. Damals war New York und vor allem auch der Finanzplatz New York „the place to be“.

MONEY: Woher rührt Ihre Zuversicht für die Wirtschaft?

Keppler: Aufgrund der massiven Unterstützungsprogramme von monetärer wie fiskalpolitischer Seite. Die Fiskalprogramme sind ja zumeist noch gar nicht auf den Weg gebracht. Sicher ist aber jetzt schon, die werden einen enormen Aufschwung nach sich ziehen.

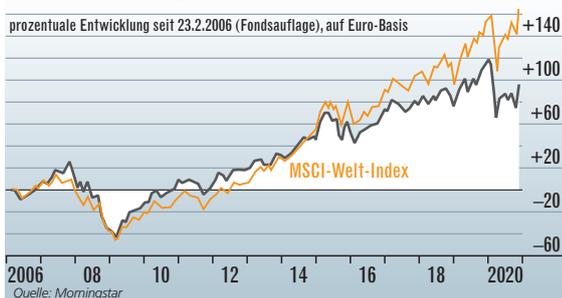
MONEY: Wie können Anleger davon profitieren?

Keppler: Indem sie in Aktien investieren. Einen gewissen Grundoptimismus muss ich als Aktionär immer haben. Selbst Buffett hat in seinem Leben zweimal die Hälfte seines Vermögens eingebüßt. Ich muss durch dick und dünn gehen, um bei Aktien den durchschnittlichen Ertrag von sieben bis zehn Prozent zu verdienen. Die Markttimer wurden meistens abgestraft. Natürlich gibt es ein paar Lotteriegewinner, die vor einer Baisse aus Aktien ausgestiegen sind. Doch von so einer Lichtgestalt wie beispielsweise Nouriel Roubini, der die Hypothekenkrise 2007/08 vorhergesagt hatte, hört man heute nichts mehr. Eine Studie von Robert Jeffrey im „Harvard Business Review“ vom August 1984, wonach Anleger einmal im Quartal zwischen Cash und Aktien wählen konnten, zeigt, dass derjenige, der immer falschliegt, rund 1,5-mal mehr verliert, als der Anleger gewinnt, der stets die richtige Entscheidung trifft. Das liegt daran, dass der Markt im Jahresdurchschnitt sieben bis

Dilemma des Value-Fonds

In den vergangenen Jahren bestimmten vor allem Wachstumswerte das Geschehen an den Börsen. Der auf dividendenstarke Substanzwerte setzende Abakus World Dividend Fund blieb deshalb zurück.

Abakus World Dividend Fund



WKN/ISIN (thesaurierend):	AOJDNT/LU0245042477
Fondsvolumen:	97,5 Millionen Euro
TER (Gesamtkostenquote):	1,93 Prozent
Wertentwickl. 1/3/5/10 Jahre p.a.:	-10,0/3,4/3,9/6,6 Prozent
Volatilität 3 Jahre p.a.:	14,8 Prozent

Stand: 20.11.2020; Wertentwicklung auf Euro-Basis

zehn Prozent steigt. Im Zweifel haben Sie als Markttimer also Unrecht.

MONEY: Sie investieren seit jeher in Aktienmärkte, die günstig bewertet sind. Welche sind das derzeit?

Keppler: Das sind Länder wie Deutschland, England, Italien, Japan, Spanien und Hongkong, aber auch viele Emerging Markets. Viele deutsche Aktien sind derzeit sehr preiswert. Deutsche Aktien haben im Schnitt einen Dividendenrendite von drei Prozent, ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 20, ein Kurs-Cashflow-Verhältnis von 7,2 und einen Kurs-Buchwert von 1,4. Das bedeutet, dass Deutschland insgesamt um rund 35 Prozent preiswerter ist als der MSCI-Welt-Aktien-Index.

MONEY: In welche deutsche Aktien sind Sie investiert?

Keppler: In Fresenius Medical Care, Siemens, Deutsche Post, Daimler, Allianz, BASF, Münchener Rück, Volkswagen, BMW (Stammaktien und Vorzüge), SAP und Continental. Kumuliert machen die zehn größten Titel 72,5 Prozent und die zwölf größten Titel 79 Prozent unserer Deutschland-Engagements aus. In den Developed-Markets-Portfolios halten wir rund zehn Prozent des betreu-

ten Aktienportfolios, in den All-Country-Portfolios sind es zwischen sechs und acht Prozent in deutschen Werten.

MONEY: Manche Aktien sind zu Recht günstig. Wie schützen Sie sich davor, in die Value-Falle zu treten?

Keppler: Indem wir breit aufgestellt über viele Länder und alle Sektoren hinweg investieren. Die Aktienausswahl ist bei uns erst der dritte Schritt. Aber Sie haben schon Recht, europäische Banken mit Kurs-Buchwert-Relationen von unter 0,3 müssten eigentlich verkauft werden, um über Nacht den dreifachen Buchwert zu heben. Dass das nicht passiert, zeigt doch, dass da etwas faul ist und diese Banken es sich offenbar nicht leisten können, die notwendigen Abschreibungen vorzunehmen. Während US-Aktien insgesamt nach unseren Bewertungsanalysen um rund 40 Prozent überbewertet sind, sind die Finanzwerte derzeit sehr preiswert. Die US-Banken haben ihre Hausaufgaben nach der Finanzkrise 2008 gemacht und die erforderlichen Abschreibungen vorgenommen. Da besteht bei den europäischen Banken noch einiger Nachholbedarf. ■

HEIKE BANGERT

So rechnet Michael Keppler:

Michael Keppler und sein Team wählen die Aktien für ihre Anlageportfolios in einem dreistufigen Prozess aus. Zunächst werden nach quantitativen Gesichtspunkten (einige davon in der Tabelle rechts) diejenigen Länder höher gewichtet, deren Aktienmärkte günstig sind. Umgekehrt werden teure Aktienmärkte gemieden oder untergewichtet. Die Portfolios sind so bestückt, dass diese unter Länder-, Branchen- und Sektorengesichtspunkten das gesamte Anlagespektrum abbilden. Ein Investment in deutsche Aktien weist damit in etwa die Branchenstruktur des deutschen Aktienmarkts auf. Die Aktienausswahl erfolgt im dritten Schritt unter fundamentaler und quantitativer Hinsicht. Ausgewählt werden diejenigen Aktien, deren innerer Wert deutlich über der aktuellen Bewertung liegt.

	Bewertungskennziffern			Gewinnkennziffern (Rendite) in %			
	Länder	Preis/Buchwert	Preis/Cashflow	Preis/Gewinn	Dividenden	Cashflow-Eigenkapital	Eigenkapital
Industrieländer							
Kaufen	Deutschland	1,47	7,20	20,10	2,99	20,30	7,30
	Großbritannien	1,34	7,20	15,20	3,87	18,60	8,80
	Hongkong	1,17	12,90	20,90	3,27	9,00	5,60
	Italien	0,99	5,70	19,50	2,95	17,40	5,10
	Japan	1,28	9,10	20,70	2,29	14,10	6,20
	Norwegen	1,58	6,80	32,20	3,13	23,10	4,90
	Singapur	0,95	9,30	12,30	4,93	10,20	7,70
Verkaufen	Spanien	1,00	6,60	13,00	5,10	15,10	7,70
	Dänemark	4,83	19,40	28,40	1,40	24,90	17,00
	Niederlande	2,25	13,90	21,30	1,52	16,20	10,60
	Schweden	2,08	10,00	14,10	0,99	20,70	14,80
	Schweiz	2,92	13,00	19,30	2,99	22,40	15,10
USA	3,83	17,00	27,90	1,68	22,50	13,70	
Emerging Markets							
Kaufen	Brasilien	1,92	9,70	20,50	3,18	19,80	9,40
	Chile	1,14	7,50	16,80	4,13	15,10	6,80
	China	2,09	15,40	18,90	1,59	13,50	11,10
	Kolumbien	0,98	6,20	11,90	5,25	15,70	8,20
	Korea	1,04	7,30	19,20	2,08	14,30	5,40
	Malaysia	1,60	13,80	22,60	3,14	11,60	7,10
	Mexiko	1,66	7,30	20,90	2,74	22,70	8,00
	Russland	0,84	5,60	10,00	7,24	15,00	8,40
	Taiwan	2,26	11,40	18,90	3,23	19,90	11,90
	Tschechien	0,94	4,40	8,50	5,34	21,60	11,10
Verkaufen	Indien	2,93	16,00	25,30	1,18	18,30	11,60
	Philippinen	1,72	10,00	16,40	1,83	17,20	10,50
	Polen	0,92	7,80	14,90	0,61	11,90	6,20
	Südafrika	1,81	11,10	18,60	2,49	16,30	9,80
Ungarn	0,95	4,00	10,80	0,24	23,60	8,80	

Stand: 31. Oktober 2020

Quelle: Keppler Asset Management Inc.