

Interview

„Nordamerikanische Aktien sind erschreckend teuer“

Smart Investor im Gespräch mit **Norbert Keimling**, StarCapital, über Potenziale am Aktienmarkt und die Kombination von Value und Momentum



Vita: Norbert Keimling, Jahrgang 1979, leitet die Kapitalmarktforschung der StarCapital AG. Nach seinem Studium der Wirtschaftsinformatik startete er seine berufliche Laufbahn im quantitativen Research der AMB Generali in Köln. Seit 2004 ist er für die StarCapital tätig und verantwortet unter anderem den internationalen Aktienfonds StarCapital Primas (WKN: 805784).

Smart Investor: Der Investmentansatz von StarCapital setzt auf eine detaillierte Analyse von Marktbewertungen. Wie stellt sich unter diesem Gesichtspunkt aus Ihrer Sicht die aktuelle Lage dar?

Keimling: Aktienmärkte kehren langfristig immer wieder zu bestimmten Bewertungsniveaus zurück, z.B. zu einem zyklisch adjustierten Shiller-KGV von 17 oder einem KBV von 2. Auf Basis dieser Erkenntnisse lässt sich der faire Wert der Märkte grob schätzen. Hier zeigt sich aktuell ein geteiltes Bild: Nordamerikanische Aktien sind erschreckend teuer, während europäische Aktien und Emerging Markets überwiegend unter Wert notieren.

Smart Investor: Also sollten Anleger Europa oder Deutschland kaufen?

Keimling: Nicht pauschal, denn auch hier zeigen sich regionale Unterschiede. So werden süd- und osteuropäische Länder mit Bewertungsabschlägen von über 30% gehandelt, während Länder wie Belgien, Dänemark oder die Schweiz vergleichsweise teuer sind. Nach unseren Modellen notiert Deutschland ziemlich genau auf seinem fairen Wert, der Markt bleibt damit interessant. Immerhin folgten in den letzten Jahrzehnten auf vergleichbare Bewertungen in der Regel reale Wertsteigerungen von 4-8% p.a. über die folgenden 15 Jahre. Rechnet man dabei noch eine konservative Inflation von 1% hinzu, ergibt sich ein DAX von 25.000 bis 47.000 Punkten im Jahr 2032. Wer kurzfristiger denkt, sollte auf Basis historischer Erfahrungswerte davon ausgehen, dass der DAX in

den nächsten zwölf Monaten jederzeit auf 10.000 Punkte zurückfallen oder auf 16.000 Punkte steigen kann.

Smart Investor: Man hört teilweise von Marktbeobachtern, dass die gute Entwicklung des US-Aktienmarktes durch Unternehmensgewinne fundamental untermauert ist. Sie blicken dagegen momentan recht kritisch auf die USA – warum?

Keimling: Der Zusammenhang zwischen der Gewinnentwicklung im nächsten Jahr und der Aktienmarktentwicklung ist überraschend schwach, er existiert nur langfristig. Reaktionen fallen häufig anders aus, als man denkt. Wie viele Investoren sorgten sich vor einem negativen Kurseffekt im Falle eines Wahlsiegs Trumps? Heute wird der „Trump-Effekt“ dagegen mit Kursgewinnen assoziiert. Wir machen uns lieber ein langfristiges Bild. Hier zeigt sich, dass der US-Markt nach allen aussagekräftigen Kriterien 40-60% über Wert notiert. Als Antizykliker sucht man Investments, die lange gelitten haben, bei denen die Stimmung schlecht und die Bewertung attraktiv ist. Der US-Markt ist das genaue Gegenteil: hohe Bewertung, bullische Stimmung und herausragende Performance über die letzten fünf bis zehn Jahre. So etwas setzt sich selten allzu lange fort.

Smart Investor: Könnten die aktuell niedrigen Zinsen nicht höhere Bewertungen und bessere Aussichten rechtfertigen?

Keimling: Aus zwei Gründen vermutlich nur kurz- bis mittelfristig: Zum einen er-

laubt die Bewertung lediglich Aussagen für Zeiträume von über zehn Jahren, bis dahin kann sich die Zinssituation grundlegend ändern. Die Zeichen mehren sich ja bereits, dass eine Reinflationierung einsetzt. Zum anderen schätzen wir reale, d.h. inflationsbereinigte Aktienmarktrenditen. Hätten die (nominalen) Zinsen einen nennenswerten Einfluss auf die langfristigen realen Aktienmarktaussichten, müsste man konsequenterweise den Inflationsschutz der Aktienanlage infrage stellen.

Smart Investor: Ihre Analyse umfasst neben Ländern auch Sektoren und Einzeltitel. Wo sehen Sie noch Potenzial für steigende Kurse?

Keimling: Wir setzen auf Sektoren, die attraktiv bewertet sind, Nachholpotenzial haben und von tendenziell steigenden Zinsen und einer anziehenden Konjunk-

tur profitieren. Dies sind aktuell zyklische Branchen wie Automobil, Rohstoffe und Industrierwerte. Defensive und technologielastige Sektoren sind uns nach einer mehrjährigen Outperformance zu teuer. Klassische mittelgroße Value-Aktien, die in den letzten Jahren deutlich zurückgeblieben sind, bieten ein beachtliches Nachholpotenzial. Es würde mich nicht verwundern, wenn der Zuwachs bei Faktor-ETFs bestehende Markt-Ineffizienzen reduziert. Da ETFs aus Gründen der Skalierbarkeit jedoch primär in große Unternehmen aus etablierten Ländern investieren, bieten die zweite Reihe und ein breiteres Länderuniversum mehr Chancen.

Smart Investor: Sie kombinieren in Ihrem Investmentprozess Value und Momentum. Was macht die Kombina-

tion dieser Faktoren in besonderer Weise attraktiv?

Keimling: Als Value-Investor macht man die Erfahrung, dass Value-Aktien lange günstig bleiben können. Um diese Wartezeiten zu verkürzen, optimieren wir den Investitionszeitpunkt durch Momentumkriterien. Im Optimalfall ist eine Aktie günstig bewertet, hat über drei bis fünf Jahre enttäuscht, und das Sentiment ist entsprechend negativ. Wir versuchen mit den Kauf dann abzuwarten, bis ein Unternehmen an Momentum zulegt. In diesen Fällen ist die Wahrscheinlichkeit größer, dass sich eine Investition schneller auszahlt.

Smart Investor: Herr Keimling, vielen Dank für die interessanten Ausführungen.

Interview: Christian Bayer

Abb. 1: Erwartete globale Aktienrenditen

