

Schwellenrepublik Deutschland?

Ein Entwicklungsland ist Deutschland sicherlich nicht. Doch an der Börse weist die Bundesrepublik viele Gemeinsamkeiten mit den Emerging Markets auf, meint Vermögensverwalter Michael Keppler.



MICHAEL KEPPLER

Der gebürtige Deutsche gründete 1992 Keppler Asset Management in New York. Er gehört zu den Top-Vermögensverwaltern für weltweite Aktien. Die Fonds des Ex-Commerzbankers liegen in den verschiedenen Ranglisten auf Spitzenpositionen.

Deutsche Aktien verloren gemessen am Deutschland Index von Morgan Stanley Capital International (MSCI) in den drei Jahren bis März 2003 rund 70 Prozent – mehr als jeder andere Aktienmarkt, der im MSCI Weltaktienindex der Industrieländerbörsen enthalten ist. Demgegenüber verlor der MSCI Emerging Markets Free Index, der globale Index der wichtigsten Emerging Markets Aktien, im gleichen Zeitraum „nur“ etwa ein Drittel.

Seit ihrem Tiefstand im März 2003 legten deutsche Aktien mehr als 50 Prozent zu, Papiere aus Schwellenländern rund 40 Prozent. Der deutsche Aktienmarkt und die Emerging Markets litten besonders im Herbst 2002 und im Frühjahr 2003 stark unter einer emotional geprägten Berichterstattung. Der Blick auf die Fakten ging dabei oft verloren. Es sind jedoch die Fakten, die letztendlich kursbestimmend sind. „Je älter und erfahrener ich werde, umso mehr vertraue ich auf Fakten statt auf subjektive Meinungen“, sagte Benjamin Graham, der Begründer der Wertpapieranalyse in einem seiner letzten Interviews kurz vor seinem Tod im Jahr 1976. Statt sich bei Kauf- und Verkaufsentscheidungen von Emotionen leiten zu lassen, sollten Anleger die Frage stellen, welchen Gegenwert in Form von Substanz und Ertrag sie für ihr Kapital erhalten. Der Bewertungsvergleich in der Tabelle zeigt, dass sowohl deutsche Aktien als auch die Emerging-Markets-Titel trotz der markanten Kurssteigerungen seit dem Frühjahr auch heute noch preiswert sind. Die Rallye seit März dieses Jahres ging nicht zu weit nach oben, sondern der vorherige Ausverkauf zu weit nach unten.

Auf Basis des Cashflows ist die Bewertung des deutschen Aktienmarktes mit einem Faktor von 4 im internationalen Vergleich die niedrigste aller Industrieländerbörsen. Ge-

messen an den Buchwerten (Kurs-Buchwert = 1,4) sind nur zwei andere Börsen – Norwegen und Österreich – ebenso preiswert. Demnach sind deutsche Aktien trotz des jüngsten 50-prozentigen Anstiegs auf Basis der Buchwerte um 42 Prozent und auf Basis des Cashflows um 62 Prozent preiswerter als der MSCI Weltaktienindex. Nun kann man argumentieren, dass die strukturellen Probleme, die es in Deutschland zu bewältigen gilt, einen Bewertungsabschlag rechtfertigen. Das mag zwar stimmen, aber ein Abschlag in Höhe von 40 bis 60 Prozent ist nicht gerechtfertigt.

Sollten deutsche Aktien – was ich erwarte – in den kommenden drei bis fünf Jahren wieder ihrem historischen Durchschnitt vergleichbar bewertet werden, wird sich dies in einer gemessen am MSCI Weltaktienindex deutlich höheren Gesamtrendite (Kurssteigerungen plus Dividenden) niederschlagen.

Die Aktien der Emerging Markets sind trotz des jüngsten Kursanstiegs auf Basis ihrer derzeitigen Buchwert-Bewertung immer noch um ein Drittel preiswerter als der MSCI Weltaktienindex (Faktor 1,6 gegenüber 2,4). Auf Basis des Cashflows beträgt der Bewertungsvorteil 23 Prozent (8,1 gegenüber 10,5). Neben ihrer Preiswürdigkeit lassen auch demographische Trends, die im Vergleich zu allen anderen nachhaltiger und damit besser prognostizierbar sind, höhere Aktienkurse an den Emerging Markets erwarten. Ebenfalls positiv zu bewerten ist, dass die Aktienkurse der Schwellenmärkte nach einem zehnjährigen Seitwärtstrend beginnen, nach oben auszubrechen.

Ein Unterschied besteht dennoch zwischen Deutschland und den

Emerging Markets: Bei deutschen Aktien erwarte ich in den nächsten drei bis fünf Jahren „nur“ eine zyklische Erholung und keine Überschreitung der alten Höchstkurse. Emerging Markets sollten jedoch ihre alten Höchstkurse in den nächsten drei bis fünf Jahren weit in den Schatten stellen. ■

	Kurs-Buchwert- Verhältnis	Kurs-Cashflow- Verhältnis	Dividenden- rendite (%)
MSCI Deutschland Index	1,4	4,0	2,3
MSCI Emerging Markets Free Index	1,6	8,1	2,6
MSCI Weltaktienindex (Industrieländer)	2,4	10,5	2,1

**Das nächste WERTPAPIER
erscheint am 25. September**