

«Bernanke pumpt eine weitere Blase auf»

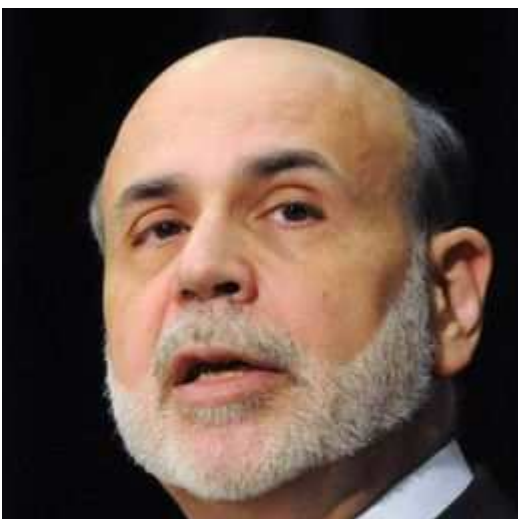
Von Mark Dittli, Finanz und Wirtschaft. Aktualisiert am 14.04.2011 18

Der Chef des Bostoner Vermögensverwalters GMO, Jeremy Grantham, hält Aktien für überbewertet und warnt vor grossen Risiken am Bondmarkt.



«Das Fed greift in die Naturgesetze ein, subventioniert die Invaliden und verzerrt so das kapitalistische System»: Jeremy Grantham, Chef des bostoner Vermögensverwalters GMO.

Bild: Reuters



Wenige Investoren haben in den vergangenen Jahren so viel Klarsicht bewiesen wie Jeremy Grantham. Der Gründer des Bostoner Vermögensverwalters GMO warnte vor 2007 wiederholt vor einem Kollaps am US-Immobilienmarkt und vor einem Börsencrash. Im März 2009, auf dem Höhepunkt der Marktpanik, empfahl er in einem Kundenbrief mit dem Titel «Reinvesting When Terrified» den Kauf von Aktien. Heute ist er skeptisch. Die Aktienmärkte seien als Folge der enorm expansiven Geldpolitik der US-Notenbank bereits überbewertet, während der



Tiefzinspolitik: Notenbank-Chef Ben Bernanke.
(Bild: Reuters)

«Die Mutter aller Paradigmenwechsel»

«Mean Reversion», die Rückkehr eines Preises zu seinem Mittelwert, ist das Leitbild der Anlagephilosophie von GMO. Für Grantham und seine Kollegen kann das Entwicklungspotenzial des Aktienmarktes in vier Einflussfaktoren unterteilt werden: in das Kurs-Gewinn-Verhältnis des Marktes, die Gewinnmargen der Unternehmen, das Umsatzwachstum und die Dividendenrendite. Alle vier Faktoren haben einen historischen Mittelwert, und sie tendieren stets zu ihm zurück. Basierend auf diesen Berechnungen beziffert Grantham den fairen Wert des S&P-500-Index heute auf 910 bis 915. Das bedeutet, dass der US-Aktienmarkt rund 40% überbewertet ist. Sobald ein Markt um mehr als zwei Standardabweichungen über seinem historischen Mittelwert liegt, sprechen die GMO-Leute von einer Blase – und bisher sei noch jede Blase in der Geschichte der Finanzmärkte geplatzt, erklärt Grantham.

Schwieriger ist es, im Rohstoffsektor einen fairen Mittelwert zu bestimmen. Im Verlauf des vergangenen Jahrhunderts sind die Preise für die meisten Rohstoffe auf realer Basis fortwährend gesunken. Ein von GMO erhobener Index der 31 wichtigsten Commodities ist von 1900 bis 2002 mit einer Trendlinie von real 1,3% pro Jahr gesunken. Erklärungen dafür sind Substitutionseffekte und technologischer Fortschritt in der Extraktion. Seit 2002 sind die Preise jedoch enorm gestiegen und haben zum Teil historische Rekorde erreicht. Wieso?

Grantham ist überzeugt, dass im Preisgefüge zahlreicher Rohstoffe ein Paradigmenwechsel stattgefunden hat. Die massive Nachfrage aus Ländern wie China und Indien sowie die zunehmende Knappheit gewisser Rohstoffe

Bondmarkt für Investoren «tödlich» sei – ein Riesendilemma für Anleger, sagt Grantham. Er rät zum Aufbau von Cashreserven.

Herr Grantham, Sie haben wiederholt gewarnt, die US-Notenbank begünstige mit ihrer laschen Geldpolitik an den Vermögenmärkten neue spekulative Übertreibungen. Wo sehen Sie heute bereits klare Signale von Preisblasen?

Die Immobilienmärkte Grossbritanniens und Australiens stehen eindeutig in einer Blase. Beides sind komplizierte Märkte, aber wir gehen davon aus, dass die Häuserpreise dort kräftig korrigieren werden. Wenn das geschieht, wird es gefährlich für britische und australische Banken. Des Weiteren weisen so ziemlich alle Segmente des Rohstoffsektors klare Blasencharakteristiken auf. Die Nachfrage aus Ländern wie China, kombiniert mit der Erkenntnis, dass die Ressourcen endlich sind, hat die Preise zu stark steigen lassen.

Stimmt diese «Story» denn nicht?

Doch, schon. Wir haben es im Rohstoffsektor mit einem echten Paradigmenwechsel zu tun (vgl. Textbox, Anm. d. Red.). Ich gehe davon aus, dass die Preise auf ein permanent höheres Plateau steigen. Bloss wurde diese Entwicklung an den Finanzmärkten viel zu kräftig vorweggenommen, sodass zum Paradigmenwechsel noch eine spekulative Blase entstanden ist. Wenn sie platzt, wird sich für Langfristinvestoren im Rohstoffsektor eine einmalige Kaufgelegenheit bieten.

Wann wird das sein?

Wahrscheinlich in den nächsten ein, zwei Jahren. Die Umstellung des chinesischen Wachstumsmodells von einer investitions- zu einer konsumgetriebenen Wirtschaft wird die Grenznachfrage nach Rohstoffen sinken lassen. Auch China kann nicht unendlich viele

hieven den Preistrend auf ein permanent höheres Niveau. Derartige Paradigmenwechsel konnten im Erdölpreis bereits beobachtet werden: Hundert Jahre lang, von 1875 bis 1974, schwankte der Ölpreis lehrbuchgerecht um seinen Mittelwert von 16 \$ je Barrel (ausgedrückt in Preisen von 2010). Mit den Ölkrisen der Siebzigerjahre und der Gründung des Opec-Kartells stieg der Mittelwert auf ein permanent höheres Niveau um 35 \$ – der erste Paradigmenwechsel. Fortan schwankte der Ölpreis beständig um bis zu zwei Standardabweichungen – also zwischen 16 und 75 \$ – um seinen Mittelwert. «Ich gehe davon aus, dass im Ölmarkt in den vergangenen Jahren ein zweiter Paradigmenwechsel stattgefunden hat und der Mittelwert neu auf 70 \$ je Barrel liegt», sagt Grantham. Das bedeute, dass die normale Schwankungsbreite des Ölpreises neu zwischen 35 und etwa 160 \$ liege.

Ähnliche Paradigmenwechsel hätten auch in anderen Segmenten des Rohstoffmarktes, etwa im Preis für Kupfer, stattgefunden. Bloss: Der Kupferpreis liegt heute gemäss Daten von GMO um 5,7 Standardabweichungen über seinem bisherigen historischen Mittelwert. Grantham ist daher überzeugt, dass im Preisgefüge der meisten Rohstoffe zusätzlich zum – berechtigten – Paradigmenwechsel noch eine Spekulationsblase entstanden ist. «Nahezu alle Rohstoffe liegen massiv über ihrem historischen Preistrend. Wir konnten bislang nur noch nicht auseinanderdividieren, welcher Teil des Preisanstiegs fundamental berechtigt ist und welcher auf einer Spekulationsblase beruht», sagt Grantham. In wenigen Wochen sollte er so weit sein, fügt er an.

Zur Person

Jeremy Grantham ist seit über vierzig Jahren im Anlagegeschäft tätig und zählt zu den angesehensten Investoren der USA. Seine im Quartalsrhythmus erscheinenden, messerscharf verfassten und mit historischen Vergleichen angereicherten Marktbetrachtungen geniessen eine treue Leserschaft.

Für Value-Investoren zählt Granthams

Strassen, Bahnstrecken und leere Wohnhäuser bauen. Sobald das Land eine Teepause einlegt, werden die Preise ins Rutschen kommen.

Wie sieht die Situation an den Aktienmärkten aus? Vor einem Jahr sagten Sie in unserem Gespräch, der Weg des geringsten Widerstands weise nach oben.

Das ist immer noch der Fall. Wenn Sie das Jahr 2010 Revue passieren lassen, zeigt sich ein klares Bild: Von April bis August sanken die Aktienmärkte, ein konjunktureller Rückfall in den USA wurde immer wahrscheinlicher. Im August begann Fed-Chef **Ben Bernanke**, weitere quantitative Stimuli – QE2 – in Aussicht zu stellen. Seither steigen die Börsen wieder. Bernanke lässt keinen Zweifel in seiner Absicht, den Aktienmarkt aufzupumpen. Zudem steht der US-Präsidentszyklus in seinem dritten Jahr – und das ist historisch betrachtet jeweils das mit Abstand beste Jahr für die Börsen. Ich denke daher, dass die Märkte noch bis Oktober weiter steigen werden.

Und wie hoch werden sie steigen?

Bis vor wenigen Monaten habe ich von einem Stand von 1400 bis 1600 für den S&P-500-Index gesprochen. Das liegt 5 bis 20% über dem gegenwärtigen Niveau. Zwei Faktoren üben jedoch einen dämpfenden Effekt aus: der hohe Ölpreis sowie Unterbrüche in der globalen Beschaffungskette als Folge der Katastrophe in Japan. Der S&P 500 dürfte daher bis Oktober eher am tieferen Ende meiner Schätzung zu liegen kommen.

Das QE2-Programm des Fed läuft im Juni aus. Was folgt danach?

Die US-Wirtschaft ist noch schwach. Sie bewegt sich einen Schritt vorwärts und einen Dreiviertelschritt zurück. Der hohe Ölpreis und der dämpfende Effekt aus Japan könnten dem Fed nun Argumente liefern, den monetären Stimulus aufrechtzuerhalten.

Kundenbrief zur Pflichtlektüre. Der gebürtige Brite – er stammt aus Yorkshire – gründete GMO 1977 in Boston. Heute betreut die Vermögensverwaltungsgesellschaft rund 107 Mrd. \$ für institutionelle Kunden. Von 1969 bis 1977 arbeitete Grantham für Batterymarch Financial Management. Seine Karriere begann er als Ökonom für Royal Dutch Shell.

Grantham ist ein überzeugter Verfechter von Klimaschutzbestimmungen. Er hält die Erderwärmung für die grösste Gefahr, mit der die Menschheit in den kommenden Jahrzehnten konfrontiert ist. Mit seiner deutschstämmigen Frau Hannelore hat er 1997 die Grantham Foundation ins Leben gerufen, die sich für Umweltschutzbelange einsetzt. Er lebt in Boston

Artikel zum Thema

Bernanke möchte weiter Geld in die US-Wirtschaft pumpen

Die Mutter aller Sparschlachten

So will Obama vier Billionen Dollar einsparen

**Was uns die US-Arbeitslosigkeit angeht
«Der Dollar als Weltwährung ist jetzt geradezu gefährlich»**

Stichworte

Ben Bernanke



Federal Reserve



Bonds/Obligationen



Börse/Entwicklung



Geld



bleiben.

Vielleicht werden wir QE3 sehen. Wenn nicht, dann dürfte die Liquidität aus QE2 noch mindestens ein Quartal lang den Markt antreiben. Investoren sollten nie die Kraft des Fed unterschätzen.

Bernanke pumpt den Markt weiter auf?

Das ist sein Ziel. Das Fed gibt den Investoren mit allen Mitteln zu verstehen, dass sie in den Markt springen und spekulieren sollen. Der «Bernanke Put» steht.

Stehen die Aktienmärkte denn bereits heute wieder in einer Preisblase?

Sagen wir es so: Sie sind überbewertet. Der faire Wert des S&P 500 liegt derzeit auf 910 bis 915, das heisst, der US-Markt ist gut 40% überbewertet. Diese Tatsache allein gibt keinen Timing-Indikator für eine bevorstehende Korrektur ab. Die Bullen sollten sich jedoch bewusst sein, dass sie mit geborgter Zeit leben.

Aktien sind überbewertet, doch gleichzeitig werden sie vom Fed mit aller Kraft weiter aufgebläht. Wie soll sich ein Investor in diesem Umfeld verhalten?

Das ist das Schwierige an der Situation. Stünde der S&P 500 heute auf 1500, wäre mein Urteil klar: Der Markt steht in einer Blase, die böse enden wird. Aber noch sind wir nicht so weit. Wer langfristig denkt, sollte jetzt beginnen, einige Chips vom Spielbrett zu nehmen und Cashreserven aufzubauen. Wer spekulativer denkt, kann der Party eine Weile zuschauen – und dabei stets nahe am Ausgang

Cash wirft im gegenwärtigen Zinsumfeld aber null Rendite ab.

Ich weiss, das ist schmerzhaft. Die Notenbanker wollen, dass es schmerzhaft ist. Man muss im Geldbestand aber einen Optionswert sehen: Er gibt mir die Möglichkeit, zuzuschlagen, sobald die Preise tauchen. Das Urteil, Cash werfe keine Rendite ab, greift daher zu kurz. Erschwert wird

das Investorenleben freilich zusätzlich durch den Umstand, dass der Bondmarkt heute katastrophal hoch bewertet ist.

Ohne Ausnahmen?

Ich sehe derzeit kein Segment des Bondmarktes, das für eine Anlage attraktiv ist. Der Markt für Festverzinsliche ist tödlich.

Das klingt ja toll: Aktien sind überbewertet, Bonds sind tödlich.

Ein Riesendilemma, nicht wahr? Im Jahr 2000 war es einfacher: Aktien waren damals horrend überbewertet, Bonds waren attraktiv. Heute sind Bonds horrend überbewertet, während Aktien teuer sind. Das allein kann jedoch kein Argument sein, die weniger teure der beiden Anlageklassen zu kaufen. Daher mein Ratschlag, Cash aufzubauen. Innerhalb des Aktienmarktes bietet zudem das Hochqualitätssegment einigermaßen attraktive Aussichten: die Coca-Colas, Nestlés und Johnson & Johnsons dieser Welt. Wer diese Namen kauft, kann über die nächsten sieben Jahre immerhin mit einer mittleren Rendite von 4,5% pro Jahr rechnen.

Am Rally der vergangenen zwei Jahre haben Hochqualitätswerte aber weit unterdurchschnittlich partizipiert.

Das leuchtet ein: Der Stimulus der Notenbanken hat das Kapital verbilligt, und davon profitierten primär Unternehmen mit hohen Schulden. Die Geldpolitik ist den Schwachen und den Banken zugutegekommen, und dementsprechend haben ihre Aktien profitiert. Im Effekt greift das Fed mit seiner Politik in die Naturgesetze ein, subventioniert die Invaliden und verzerrt so das kapitalistische System.

Sie haben vorhin erwähnt, dass die Börsen wahrscheinlich bis Oktober weiter steigen werden. Was folgt danach?

Bernanke ist drauf und dran, eine neue Blase aufzupumpen. Er folgt genau dem Drehbuch seines Vorgängers Alan Greenspan: Auf jeden grossen Rückschlag antwortete das Fed mit extremen Tiefzinsen, um die Märkte so rasch wie möglich zu reflationieren. Ende der Neunzigerjahre kreierte das Fed die Technologieblase. Als sie Anfang 2000 platzte, erschuf Greenspan eine weitere Börsen- sowie eine Immobilienblase. Die Antwort auf ihren Kollaps waren noch extremere monetäre Stimuli. Hier stehen wir heute: Wir beobachten die Entstehung der dritten Börsenblase in etwas mehr als zehn Jahren. Auch sie wird platzen. Jede Preisblase in der Geschichte der Finanzmärkte ist geplatzt.

Wann wird das sein?

Das kann ich nicht sagen. Was ich jedoch weiss: Alle grossen Spekulationsblasen des vergangenen Jahrhunderts haben damit geendet, dass die Börsen deutlich unter ihren fairen

Wert fielen und während Jahren dort verharrten. Das war in den Dreissigern so, in den Siebzigern und in Japan nach 1989. Jedwelche Euphorie gegenüber der Anlageklasse Aktien musste zerstört werden. Greenspan und Bernanke haben diesen Prozess jeweils unterbrochen und sofort neue Übertreibungen begünstigt. Während der vergangenen zwanzig Jahre war der US-Aktienmarkt durchweg überbewertet. Nur im Winter 2008/09 war er während sechs Monaten billig. Seither wird er von Bernanke wieder aufgepumpt. Wer glaubt, das sei normal, verkennt die Lehren aus der Geschichte.

Sie sagten, der faire Wert des S&P 500 liege derzeit auf 915 – rund 30% unter dem heutigen Stand. Heisst das, der Markt wird in nicht allzu ferner Zukunft auf 915 absacken und dann noch tiefer sinken?

Ja. Sehen Sie: Nach der Immobilienkrise Ende 2008 beschloss der US-Kongress ein gewaltiges Stimulusprogramm. Die finanzielle Situation des Staates wird das künftig nicht mehr zulassen. Die Bilanzen des Staates und der Notenbank sind bereits ruiniert. Zudem, so hoffe ich, wird Bernanke Anfang 2014 nicht mehr in seinem Amt als Fed-Vorsitzender bestätigt, sodass die USA erstmals nach Greenspan und Bernanke wieder eine vernünftige Notenbankführung hätten. Damit wären die Voraussetzungen geschaffen, dass das Platzen der aktuellen Preisblase vom Fed nicht energisch bekämpft würde und der natürliche Anpassungsprozess seinen Lauf nehmen könnte. In diesem Szenario dürfte der S&P 500 auf einen Stand von 700 bis 800 sinken – und wir Value-Investoren erhielten endlich die Möglichkeit, Aktien zu attraktiven Preisen zu erwerben.

Aber erst in einigen Jahren?

Ja. Zunächst muss sich die aktuelle Blase weiter aufblähen, dann muss sie platzen. In zwei, drei Jahren ist es so weit. Was wir heute sehen, ist bloss das letzte Hurra. (Finanz und Wirtschaft)

Erstellt: 14.04.2011, 10:14 Uhr

Alle Kommentare anzeigen