

«Es gibt keinen eindeutigen Zusammenhang

Bruce Greenwald und James Montier sehen in der hohen Staatsverschuldung kein Problem und glauben nicht an eine dauerhaft höhere Aktienbewertung, nur weil

München entwickelt sich immer mehr zum deutschen Mekka für Value-Investoren. Bereits zum zehnten Mal fand in der bayrischen Kapitale die Value Intelligence Conference statt, die Experten und Investoren aus der ganzen Welt anzieht. Am diesjährigen Roundtable-Gespräch äusserten sich Bruce Greenwald, Professor an der Columbia Business School, und James Montier vom Bostoner Vermögensverwalter GMO zu den Fragen, die in Value-Zirkeln besonders kontrovers diskutiert werden. Durch das Gespräch führten Veranstalter Stefan Rehder von der lokalen Investmentboutique Value Intelligence Advisors und «Finanz und Wirtschaft».

Herr Greenwald, Herr Montier, wie geht es mit der Eurokrise weiter?

Greenwald: Ich habe den Euro falsch eingeschätzt. Ich hätte nie gedacht, dass die Gemeinschaftswährung überleben kann – wegen der Handelsungleichgewichte und der kulturellen Unterschiede. Doch sie wird überleben, koste es, was es wolle – und die Kosten werden für die schwächeren Staaten, die ihre Währung nicht abwerten können, enorm hoch sein. Diesen Ländern würde es besser gehen, wenn sie ihre eigene Währungsunion gebildet und sich von Nordeuropa abgespalten hätten.

Montier: Wenn die Eurozone zusammenbleibt, wird es rollende Krisen geben. Dadurch gewinnen antieuropäische Strömungen an Beliebtheit. Wenn die Kosten des Zusammenbleibens zu hoch werden, bricht die Eurozone auseinander.

«Die hohen Staatsschulden Japans sind eher die Folge der Rezessionen als deren Grund.»

JAMES MONTIER

Sind Schuldenschnitte die Lösung?

Greenwald: Besser wäre die Abspaltung der südeuropäischen Länder vom Norden. Ein solches Vorgehen wäre der Rückkehr zu 23 nationalen Währungen vorzuziehen. Frankreich würde sich wohl auf die Seite Deutschlands schlagen und damit zum kranken Mann des nördlichen Euros werden.

Wie soll generell mit der hohen Schuldenlast umgegangen werden?

Montier: Es macht einen grossen Unterschied, wo die Verschuldung anfällt. Bei Privaten sind hohe Schulden problematischer als beim Staat, wo in den letzten Jahren der grösste Zuwachs stattgefunden hat. Der Staat unterliegt nicht denselben Zwängen wie der Privatsektor, denn er kontrolliert die Notenpresse. Deshalb sind Staatsschulden kein Problem. Systemisches Risiko existiert nur bei privaten Schulden.

Greenwald: Für die Unternehmen sind die Zinsausgaben, also Schuldenstand mal Zinssatz, in den letzten Jahren stetig gesunken. Für die Staaten war dieser Rückgang noch massiver, sogar in Japan, wo die Nettoverschuldung – Bruttoverschuldung abzüglich Finanzaktiva – 150% der jährlichen Wirtschaftsleistung beträgt. Mit 0,5% Nominalzins respektive

1% Realzins resultiert eine Belastung von 1,5% des Bruttoinlandsprodukts – das ist tragbar.

Sind Staatsschulden wirklich kein Problem? Japan ist in den letzten 25 Jahren kaum gewachsen und wurde immer wieder von Rezessionen heimgesucht.

Montier: Die hohen Staatsschulden sind eher die Folge der Rezessionen als deren Grund. Auf Pro-Kopf-Basis hat sich Japan dank der fiskalischen Stimuli gut gehalten. Die Verzinsung auf japanischen Staatsanleihen ist immer weiter gesunken – ich sehe deshalb keine Evidenz, dass die hohen Schulden ein Problem darstellen.

Bleibt die Inflation trotz der Gelddruckerei der Notenbanken unter Kontrolle?

Montier: Wer denkt, wegen der Anleihenkaufprogramme steige die Inflation, glaubt an die Quantitätstheorie des Gel-

des. Das ist aber keine Kausalität, sondern nur eine Buchhaltungsregel – die Ausgaben einer Volkswirtschaft müssen ihren Einnahmen entsprechen. Dazu kommt: Die Zentralbanken drucken kein Geld, sondern kontrollieren die Zinsen. Die

«Inflation ist ein Prozess, der lange dauert. Und dieser Prozess hat noch nicht begonnen.»

BRUCE GREENWALD

quantitativen Lockerungen sind ein riesiges Programm zur Verkürzung der Restlaufzeit – aus langen Laufzeiten der Staatsschulden werden kurzfristige Reserven bei den Notenbanken. Das schafft aber keinen Inflationsdruck.

Greenwald: Inflation ist ein Prozess, der lange dauert. Am anfälligsten sind die USA, wo höhere Teuerungsraten nicht ausgeschlossen sind – aber es wird dauern, und Sie werden genügend Zeit haben, auf den Anstieg zu reagieren, denn die Inflationsrate steigt von 1,7 auf 2,4%, dann auf 3,1, später auf 4,5 und so weiter. Dieser Prozess hat noch nicht begonnen.

Ist Deflation gegenwärtig die grössere Gefahr?

Greenwald: Das grösste Problem ist, dass mancherorts alles darangesetzt wird, den Industriesektor zu schützen. Und dies, obwohl der Industrie das gleiche Schicksal droht wie der Landwirtschaft in den Zwanzigerjahren, als die Preise für Agrargüter und die Einkommen der Landwirte während Jahren sanken und für stetigen deflationären Druck sorgten. Wenn man wie Japan oder Europa bei der Strukturhaltung zu aggressiv vorgeht, resultiert schwaches Wachstum. Im Bestreben, die eigenen Probleme zu exportieren, wachsen zudem die finanziellen Ungleichgewichte. Der Untergang der Industrie ist eine tief verwurzelte, strukturelle Krise, die nicht richtig verstanden wird. Deshalb wird viel Zeit verschwendet, über Nebenschauplätze wie die hohe Verschuldung oder Vermögenspreisblasen zu debattieren.

Können die Nullzinsen noch lange Bestand haben?

Montier: Ja. Die Zentralbank kann jedes Zinsniveau ansteuern, das sie wünscht. Sollten Anleger plötzlich ihre Treasuries abstossen, nimmt die US-Notenbank einfach die Gegenseite ein und kauft die Anleihen auf. Die Zinsen ändern sich dadurch nicht, übrig bleibt höchstens ein Wechselkurseffekt, wenn die erhaltenen Dollar in die Heimwährung getauscht werden. **Greenwald:** Nullzinsen sind keine neue Erfahrung. In den Nachkriegsjahren waren die Zinsen ebenfalls lange niedrig. Das gilt sogar für die Siebzigerjahre, als die Realzinsen negativ waren. Die Konsequenzen waren nie dramatisch.

«Bondkönig» Bill Gross argumentiert, wegen der niedrigen Zinsen könnte das Mittel des zyklisch adjustierten Kurs-Gewinn-Verhältnisses nach Shiller neu bei 20 bis 22 liegen statt bei 17 wie seit 1871 beobachtet. Sind Sie einverstanden?



«Mit Qualitätsaktien einen Ertrag von 5 bis 10% zu erzielen, hängt nicht von den Zinsen ab», meint Bruce Greenwald.

Wie Bruce Greenwald Unternehmen bewertet

Im Gegensatz zu anderen Value-Investoren verzichtet Columbia-Professor Bruce Greenwald auf detaillierte Prognosen zu künftigen Cashflows. Stattdessen rechnet er mit normalisierten – also durchschnittlichen – und um Sonderfaktoren bereinigten Gewinnen. Der zu erwartende Aktienertrag errechnet sich aus der Summe aus normalisierter Gewinnrendite – dem Kehrwert des Kurs-Gewinn-Verhältnisses – und künftigen Gewinnwachstum. Dabei schaffe Wachstum nur dann Wert, wenn die Kapitalrenditen die Kapitalkosten dauerhaft übersteigen.

Das sei nur möglich, wenn eine Art Burggraben bestehe, der einen dauerhaften Wettbewerbsvorteil verschafft, gibt Greenwald zu bedenken. Beispiele solcher Festungsgräben sind globale Markenamen, ein weitverzweigtes Distributionsnetz oder ein bedeutender

Wartungsanteil, wie ihn Aufzugs- oder Triebwerkhersteller aufweisen.

Zu den Titeln, die Greenwalds Kriterien erfüllen, zählt John Deere. Die durchschnittliche Marge des US-Traktorenbauers betrage dank des Ersatzteil- und Wartungsgeschäfts über den Zyklus 10% (vgl. Tabelle). Das ist zwar 2% niedriger als heute, jedoch viel höher als zur Jahrtausendwende, als Deere noch hauptsächlich vom Verkauf von Traktoren lebte. **Die Vorteile der neuen Strategie zeigten sich im Krisenjahr 2009, als trotz Umsatzrückgang immer noch 6,8% Marge resultierte** – ein Wert, den Deere früher nur im Zyklushochst erwirtschaftete (vgl. Grafik). Der Burggraben, der aus einem engen Händlernetz besteht, das den lokalen Markt dominiert, hat sich bewährt.

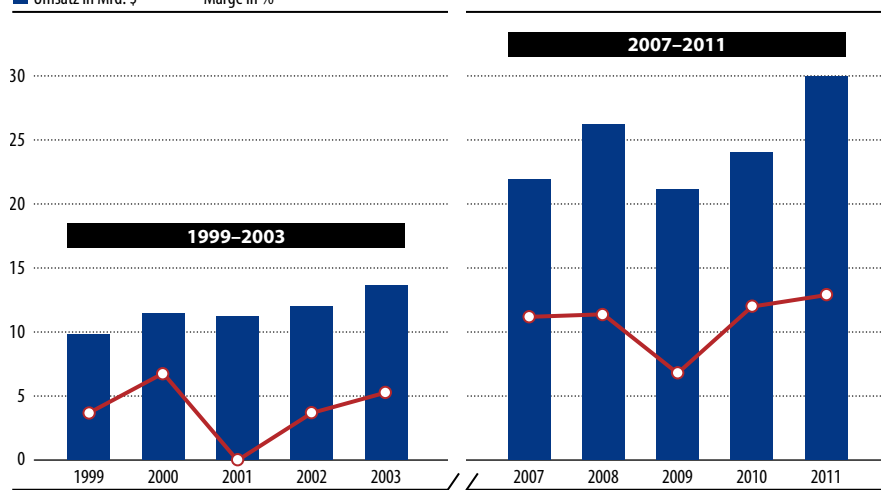
Nun zur Analyse der Methode des Columbia-Professors: Aus bereinigtem Umsatz von 30

Mrd. \$ und nachhaltiger Marge von 10% errechnet sich ein normalisierter Gewinn von 3 Mrd. Nach Steuern verbleiben 2 Mrd. Dieser Betrag vergleicht sich mit einem Unternehmenswert – Marktkapitalisierung plus Nettoschulden abzüglich Finanzgeschäft – von 25 Mrd. Das ergibt eine Gewinnrendite von 8%.

Diese Gewinnrendite unterteilt sich in eine Cash-Rendite von 6% sowie 2% für Investitionen in künftiges Wachstum. Dieses veranschlagt Greenwald auf 5,5%. Dieser Wert liegt unter dem Wachstum der letzten zehn Jahre und sei realistisch, weil die Mechanisierung der Landwirtschaft weitergehe, betont Greenwald. **Die Summe aus Cashrendite – Aktienrückkäufe und Dividenden –, Reinvestitionen und Wachstum entspricht dem jährlichen Totalertrag** über den gesamten Zyklus – im Beispiel John Deere ergibt das 13,5%.

Die Transformation von John Deere

■ Umsatz in Mrd. \$ ■ Marge in %



Quelle: Bruce Greenwald / Grafik: FuW, ck

Rechenbeispiel John Deere

Normalisierter Gewinn	
Normalisierter Umsatz	30 Mrd. \$
Normalisierte Marge	10%
Normalisierter Betriebsgewinn	3 Mrd. \$
Steuersatz	33%
Normalisierter Nettogewinn	2 Mrd. \$
Unternehmenswert	
Marktkapitalisierung	30 Mrd. \$
Nettoverschuldung	1,5 Mrd. \$
abzüglich Finanzgeschäft	-6,5 Mrd. \$
Unternehmenswert	25 Mrd. \$
Ertragspotenzial	
Normalisierte Gewinnrendite	8%
Aktienrückkaufrendite	3,3%
Dividendenrendite	2,7%
Cash-Rendite	6%
Reinvestitionen	2%
Umsatzwachstum (2005-2014)	6%
Gewinnwachstum (2005-2014)	9%
Erwartetes Wachstum	5,5%
Gesamtertrag	13,5%

Quelle: Bruce Greenwald

Wo Value-Investoren noch fündig werden

Wo finden Value-Investoren nach über sechs Jahren Hausse noch attraktive Opportunitäten? Dieser Frage gingen in München mehrere bekannte Vertreter der Value-Szene nach. **Lauren Templeton, Grossnichte des legendären Sir John Templeton und Inhaberin des Vermögensverwalters Templeton & Philipps Capital Management, stürzt sich wie ihr Grossekel auf die unbeliebtesten Marktsegmente.** Dazu zählen Finanzwerte wie Bank of America oder Citigroup, die unter den geringen Zinsmargen leiden, sowie Schwellenländeraktien. Am meisten Ablehnung erfahre sie aber für ihr Engagement in zyklische Werte aus den Sektoren Industrie, Energie und Rohstoffe, weshalb dieser Bereich wohl die attraktivsten Gelegenheiten biete, meinte Templeton.

Banken mag auch Samantha McLemore, die zusammen mit Bill Miller den Legg Mason Opportunity Fund verwaltet. Der Bankensektor sei der grösste Gewinner bei einem Zinsanstieg. Noch besser gefallen ihr indes US-Hausbauer wie Lennar, Pulte, KB Home oder Taylor Morrison. Der Immobilienmarkt erhole sich von tiefem Niveau aus, während die Nachfrage dank guter Demografie weiter zunehmen werde. Obwohl die Gewinne der Hausbauer laut McLemore über die nächsten Jahre stärker wachsen werden als für den Gesamtmarkt, sind sie mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 14 günstiger als der S&P 500, der ein KGV von 17 aufweist.

Ebenfalls in der Gunst von McLemore stehen amerikanische Airlines. Dank der Konsolidierung des Sektors machen die vier grössten Gesellschaften 85 bis 90% des Volumens unter sich aus. Die Geschäftsleitungen würden neu nach der Rendite des eingesetzten Kapitals bezahlt. Im Gegensatz zu früher ist es dem Sektor in den letzten Jahren gelungen, freien Cashflow zu erarbeiten. Trotzdem behandle der Markt Airlineaktien so, wie wenn alles beim Alten geblieben sei. **Dem pflichtet auch David Blount von Eagle Asset Management bei, der auf das KGV von knapp 8 für Delta Air Lines verweist,** obwohl die Gesellschaft eine höhere Cashflow-Rendite erwirtschaftete als der Gesamtmarkt.

Anders als Templeton und McLemore setzen die Experten des Veranstalters Value Intelligence Advisors (Via) lieber auf Aktien von Unternehmen, die hohe und stabile Kapitalrenditen erzielen und solide Bilanzen aufweisen. **Der von Via verwaltete Fonds ist deshalb schwergewichtig in Technologie- sowie zyklische und nicht-zyklische Konsumwerte investiert.** Zu den Favoriten zählt der südkoreanische Technologieriese Samsung Electronics. Er werde von Anlegern primär als Endgeräteanbieter betrachtet, obwohl seine Halbleitersparte eine dominierende – und deshalb margenträchtige – Position im Wachstumsmarkt DRAM-Speicherchips einnimmt. Nur so sei zu erklären, warum Samsung zu einem Cash-adjustierten KGV von weniger als 7 zu haben sind. **GM**

zwischen Zinsen und Bewertung»

die Zinsen niedrig sind. Einzige die Frage, ob die sprudelnden Unternehmensgewinne nachhaltig sind, spaltet die beiden Experten.

Personen

Bruce Greenwald (Bild links) lehrt Finanzwissenschaften an der Columbia Business School in New York und ist damit einer der **Nachfolger des Value-Übervaters Benjamin Graham**, der dort in ähnlicher Funktion wirkte. Daneben berät Greenwald den Fondsverwalter First Eagle. Der 68-jährige Amerikaner schrieb mehrere Bücher – darunter «Value Investing: From Graham to Buffett and Beyond» oder «Creating a Learning Society», das er zusammen mit Nobelpreisträger Joseph Stiglitz verfasste. Greenwald besitzt zwei Masterabschlüsse der Universität Princeton und hat am Massachusetts Institute of Technology (MIT) doktriert.

Der Brite **James Montier** (Bild rechts) gilt als **einer der angesehensten Value-Investoren der Gegenwart**. Mit den Büchern «Behavioural Finance» (2000), «Behavioural Investing» (2007) und «Value Investing» (2009) hat er in der Branche Standards gesetzt. Im Herbst 2009 wechselte Montier von seinem früheren Arbeitgeber Société Générale zum Bostoner Vermögensverwalter GMO, wo er als Mitglied im Asset Allocation Team amtiert. Nebenbei führt der leidenschaftliche Taucher als Gastprofessor an der Universität im englischen Durham Studenten in das Fachgebiet Behavioural Finance ein.



Montier: Es gibt keinen eindeutigen Zusammenhang zwischen Zinsen und Aktienbewertung, auch wenn das immer wieder behauptet wird. In der Vergangenheit sind alle möglichen Kombinationen aufgetreten: Niedrige Zinsen gingen sowohl mit hohem wie mit niedrigem Aktienenertrag einher – genauso wie hohe Zinsen. Deshalb glaube ich nicht an eine dauerhaft höhere Bewertung, nur weil die Zinsen niedrig sind.

Greenwald: Einverstanden – mit Qualitätsunternehmen einen Ertrag von 5 bis 10% zu erzielen, hängt nicht von den Zinsen ab. Das Problem mit dem Shiller-KGV: Es basiert auf dem durchschnittlichen Gewinn der letzten zehn Jahre. Wenn in dieser Zeit die Profitabilität strukturell gestiegen ist, dann unterschätzt das Shiller-KGV das tatsächliche Potenzial. Die Frage ist, ob der Trend bei den Gewinnen nachhaltig ist, was ich glaube, weil sich die USA zu einer Dienstleistungsgesellschaft mit dauerhaft höherer Profitabilität entwickelt haben.

Montier: Obwohl sich die Welt seit 1871 dramatisch verändert hat, sehe ich beim Shiller-KGV keinen Strukturbruch – es ist über all die Jahre immer wieder zum Mittelwert zurückgekehrt. Die höheren Gewinne sind nicht nachhaltig. Dabei geht es weniger um die Margen, die tatsächlich hoch bleiben können, sondern um die Kapitalrenditen, die trotz hoher Margen niedrig sein und zum Mittelwert zurückkehren können.

1999 behauptete Warren Buffett noch, mehr als 6% Marge sei eine sehr optimistische Annahme.

Greenwald: Warren Buffett liegt seit fünfzehn Jahren falsch – die Margen liegen heute deutlich höher, weil sich die USA in eine Dienstleistungsgesellschaft gewandelt haben. Dienstleistungen werden lokal erbracht, und in lokalen Märkten ist es möglich, eine dominierende Position zu erarbeiten, die strukturell höhere Margen zulässt.

Sie scheinen ziemlich optimistisch zu sein.

Greenwald: Für den US-Aktienmarkt erwarte ich einen Nominalertrag von jährlich 6%. Das ist nicht berauschend. Ich be-

«Obwohl sich die Welt seit 1871 dramatisch verändert hat, sehe ich beim Shiller-KGV keinen Strukturbruch.»

JAMES MONTIER

haupte deshalb nicht, Aktien seien unterbewertet, und es ist auch nicht einfach, unterbewertete Titel zu finden. Es gibt aber zwei Arten von Opportunitäten – beide bei Qualitätsaktien mit dauerhaften Wettbewerbsvorteilen, die sich sowohl in

inflationären wie auch in deflationären Zeiten behaupten.

Was sind diese beiden Opportunitäten?

Greenwald: Gerade im Industriebereich haben viele Unternehmen in den letzten Jahren ihr Geschäftsmodell angepasst, ohne dass dies vom Markt honoriert wurde. Nehmen Sie den US-Traktorenbauer John Deere, der das grosse Geld nicht mehr mit dem Verkauf von Traktoren verdient, sondern mit der Wartung und dem Vertrieb von Ersatzteilen über ein enges Händlernetz. Die Bewertung reflektiert die höhere Profitabilität aber nicht, weil der Markt immer noch glaubt, Deere sei ein typisch zyklisches Unternehmen mit grossen Gewinnausschlägen.

Und der zweite Bereich?

Greenwald: Grossinvestoren wie Warren Buffett können von der hohen Differenz zwischen den Kapitalrenditen von Qualitätsunternehmen und den niedrigen Zinsen profitieren. Die Investoren können ein solches Unternehmen übernehmen und dazu veranlassen, zu extrem günstigen Konditionen Fremdkapital aufzunehmen und eigene Aktien aufzukaufen. Nestlé erzielt einen Betriebsgewinn von 14 Mrd. Fr. – Zinszahlungen von 6 Mrd. Fr. wären damit problemlos finanzierbar. Zum gegenwärtigen Zins von konservativ gerechneten 2% könnte das Unternehmen dem-

nach 300 Mrd. Fr. aufnehmen. Dieser Betrag reicht, um alle Aktien aufzukaufen – die Marktkapitalisierung beträgt 226 Mrd. – und darüber hinaus noch 74 Mrd. an die Aktionäre zu verteilen. Und trotzdem würden von den 14 Mrd. Gewinn immer noch 8 Mrd. übrig bleiben, und auch das künftige Wachstum von 3 bis 4% fiele dem Unternehmen zu.

Wie hoch ist das Risiko einer neuerlichen Nifty-Fifty-Blase wie in den Sechzigerjahren, als US-Qualitätsaktien astronomische Bewertungen erreichten?

Greenwald: Wenn Nestlé zu einem KGV von 40 handelt, verkaufe ich.

Das Niedrigzinsumfeld schafft aber nicht nur Gewinner: Finanzwerte leiden.

Greenwald: Versicherungen sind interessant. Ich mag Admiral Group, eine britische Gesellschaft, die ihre Prämieinnahmen gegenwärtig hauptsächlich in Anleihen investiert und deshalb extrem günstig bewertet ist – das Versicherungsgeschäft erhalten Sie sozusagen gratis. Dadurch liegt viel Potenzial brach, das mit einer Änderung der Anlagestrategie erschlossen werden kann, was Admiral Group zu einem Übernahmekandidaten macht.

Was halten Sie von Gold?

Montier: Gold ist eine Versicherung gegen ein mögliches Desaster, doch Sie wissen

nicht, was Sie für diese Versicherung bezahlen, weil man Gold nicht bewerten kann.

Greenwald: Beim Investieren geht es darum, Vergleiche anzustellen. Was ist das bessere Investment: Gold mit einer Nullrendite, das in rezessiven Zeiten möglicherweise nicht gut abschneidet, oder die

«Die Margen liegen heute höher, weil sich die USA in eine Dienstleistungsgesellschaft gewandelt haben.»

BRUCE GREENWALD

Aktien von Nestlé mit 3,1% Dividendenrendite, die sich sowohl in inflationären wie deflationären Zeiten behaupten? Für mich ist der Fall klar.

Gilt das auch für Öl?

Greenwald: Wenn Gold steigt, steigen in der Regel auch der Öl- und der Gaspreis. In diesem Fall kaufen Sie aber lieber Anteilscheine von Gazprom mit einem KGV zwischen 2 und 3, die viel günstiger sind als Gold.

Moderiert wurde das Gespräch von Stefan Rehder und Gregor Mast.

Anzeige

DER SNEAKER



SHOP PREMIUM
FASHION ONLINE
www.stromberg.ch

Lieferung in der ganzen Schweiz innert
24 Stunden versandkostenfrei (ab Einkaufswert CHF 50).

STROMBERG
premium fashion online.

VOILE BLANCHE