

«Die Zinsen bleiben länger hoch»

Das deutsche Finanzmarkt-Urgestein Jens Ehrhardt rechnet mit Verlusten bei Aktien, auch wegen des Konflikts im Nahen Osten. Für Deutschland ist er besonders skeptisch, wie er im Gespräch mit Michael Ferber sagt

Die durch den Angriff der Hamas auf Israel wachsende Nervosität hat zunächst nicht auf die Aktienmärkte übergriffen, nun aber zunehmend schon. Wie erklären Sie das?

Das Verrückte ist ja, dass es früher manchmal ein guter Zeitpunkt zum Einstieg in Aktien war, als ein Krieg losbrach – beispielsweise beim Irak- oder Afghanistan-Krieg. Eine Zeitung hat mal geschrieben «Die Börse liebt die Kriege». Das würde ich nicht unterschreiben – Rüstungsaktien ausgenommen. Aber es gibt ebendiese Fälle, in denen Investoren in der Phase vor Ausbruch eines erwarteten Kriegs Aktien verkaufen und dann einsteigen, wenn dieser losgeht. Nun sind die Kurse aber gefallen. Wenn der Ölpreis weiter steigt, kann es noch deutlich weiter abwärtsgehen. Dies gilt vor allem, wenn der Konflikt sich noch ausweitet.

Welche Szenarien wären hier denkbar?

Das könnte beispielsweise der Fall sein, wenn sich Iran stärker in dem Konflikt engagiert und die Sanktionen gegen das Land verschärft würden. Das Ganze kann schon noch übel werden. Schliesslich sind hier Parteien involviert, die über Atomwaffen verfügen. Die iranische Regierung hat ja mitgeteilt, wenn Israel in den Gazastreifen einmarschiert und es dort ein grosses Blutvergiessen gebe, dann würde sie eingreifen. Ich weiss nicht, ob das eine leere Drohung ist. Aber es kann einen Flächenbrand geben.

Besteht aus Ihrer Sicht die Gefahr einer neuen Ölkrise?

Das ist eher nicht in Sicht. Die Abhängigkeit vom Öl hat sich in den westlichen Industriestaaten seit den siebziger Jahren doch ziemlich verringert. Aber ein dauerhaft höherer Ölpreis würde die Konjunktur schon belasten. Dies könnte auch die Inflation wieder nach oben bringen – und diese ist der Hauptfaktor für die höheren Zinsen. Momentan gehen viele Marktteilnehmer davon aus, dass die Teuerung weiter rückläufig sein wird und dass damit auch die Zinsen in den USA herunterkommen. Ein deutlich höherer Ölpreis würde diese Hoffnungen auf niedrigere Inflation zerstören. Oft haben die Aktienbörsen ab Mitte oder Ende Oktober gute Phasen. Das wäre bei einem deutlich höheren Ölpreis aber wohl hinfällig. Die Börse dürfte dann erst einmal schlecht aussehen.

Die Inflation ist in den USA und auch in der Euro-Zone von ihren Höchstständen zurückgekommen, liegt aber weiter auf erhöhtem Niveau. Welche weitere Entwicklung erwarten Sie?

Ich gehe davon aus, dass die Inflation zäh bleibt, aber doch weiter rückläufig sein wird – wenn der Ölpreis nicht deutlich steigt. Deshalb finde ich mittelfristig auch Anleihen wieder attraktiver, vor allem amerikanische. Wir haben in letzter Zeit kürzer laufende US-Anleihen gekauft, aber keine mit einer Laufzeit von mehr als fünf Jahren. Anleihen mit langen Laufzeiten sind erst interessant, wenn die Zinswende wirklich da ist. Hundertprozentig sehe ich die noch nicht.

Verliert man als Euro- oder Franken-Anleger nicht den Ertrag von Dollar-Anleihen gleich wieder, wenn man den Wechselkurs absichert?

Wir haben den Wechselkurs nicht abgesichert. Nicht zuletzt aufgrund der geopolitischen Lage sind viele Marktteilnehmer wieder optimistisch für den Dollar, denn dieser gilt als sicherer Hafen. Ich gehe auch davon aus, dass der Dollar oben bleiben dürfte, wenn sich die Krise noch hinzieht. Auch dürften Dollar-Anleihen wegen des guten Renditeabstands zu europäischen Anleihen keine schlechte Wahl sein. Oft wandert das Kapital ja in die Ecke, wo die Konjunktur am besten ist. Und die ist in den USA wirklich besser als in Europa. In



«Ich persönlich lasse die Finger von Kryptowährungen», sagt Jens Ehrhardt, der Gründer der Vermögensverwaltungsgesellschaft DJE Kapital. FLORIAN GENEROTZKY / LAIF

«Die Importe von Mittelklasse-Elektroautos aus China dürften enorm zunehmen. Das könnte Herstellern wie VW massiv schaden.»

Gründer und Hauptaktionär

feb. · Jens Ehrhardt ist Gründer, Hauptaktionär und Vorstandsvorsitzender der Vermögensverwaltungsgesellschaft DJE Kapital. Das Unternehmen mit Hauptsitz in Pullach bei München verwaltete Ende Juni dieses Jahres mit rund 200 Mitarbeitern 16,1 Milliarden Euro für private und institutionelle Kunden. Der bankenunabhängige Finanzdienstleister hat eine Tochtergesellschaft in der Schweiz. Den Grundstein für den Aufbau des Unternehmens legte Ehrhardt bereits im Jahr 1974.

che Baisse den breiten Aktienmarkt erfasst oder nur die sogenannten «Glorious Seven» – die Technologieaktien Meta, Apple, Amazon, Microsoft, Nvidia, Alphabet und Netflix. Diese Aktien sind eher teuer, aber viele Anleger haben sich in diese Titel geflüchtet – weil dies die einzigen waren, die wirklich gestiegen sind.

Erwarten Sie, dass die Zinsen länger hoch bleiben?

Momentan reden viele Börsianer ja davon, dass dies der Fall sein wird – die Prognose «higher for longer» ist in aller Munde. Oft kommt es an der Börse dann doch wieder anders. Aber aus heutiger Sicht würde ich auch sagen, dass die Zinsen länger hoch bleiben werden. Aufgrund der schnellen, scharfen geldpolitischen Bremsung, die international quasi im Gleichschritt erfolgte, könnte aber durchaus ein Finanz-Unfall passieren. Die grösste Gefahr hierfür sehe ich im Private-Credit-Bereich in den USA, bei ausserbörslich vergebenen Krediten. Dieser Bereich wurde nicht so gut kontrolliert, und es sind illiquide Anlagen. Wenn die Zinsen länger hoch bleiben, könnten die Preise am US-Immobilienmarkt noch weiter fallen, vor allem im Bereich der Geschäftsimmobilen. Dann könnte es im Private-Credit-Bereich Probleme geben.

Und dies könnte dann eine grössere Krise auslösen?

Ich könnte mir vorstellen, dass die US-Notenbank bei einem solchen grösseren Unfall einschreitet und Liquidität in den Markt pumpt. Das hat sie ja auch bei der Krise der US-Regionalbanken im Frühjahr dieses Jahres gemacht. Für die Aktienmärkte könnte das aber trotzdem Kursverluste bedeuten. Einer Studie der Bank Morgan Stanley gemäss sind die schlechtesten Phasen an der Börse ja diejenigen, in denen die Notenbanken die Zinsen stark und schnell senken. In solchen Zeiten gibt es eben oft negative Wirtschaftsereignisse, welche die Investoren aus Aktien heraustreiben. Diese Phase könnte uns noch bevorstehen, manche Finanzexperten halten deshalb Kursverluste von 20 bis 30 Prozent für realistisch. Am Aktienmarkt überwiegen zurzeit die Risiken, denn die Bremspolitik der Notenbanken hatte noch keine grossen Auswirkungen – wenn man davon absieht, dass neben den Aktien der «Glorious Seven» im US-Leitindex S&P 500 in diesem Jahr kaum Titel deutlich gestiegen sind.

Sind Sie jetzt vorsichtig bei den US-Technologieaktien der «Glorious Seven»?

Nach historischer Erfahrung ist davon auszugehen, dass auch diese Titel am Ende noch Kursverluste erleiden werden. Es ist, wie wenn die Investoren auf einem Schlitten sitzen würden, der von Wölfen verfolgt wird. Am Anfang werfen sie das über Bord, an dem sie am wenigsten hängen – in diesem Fall die Small-Caps. Doch wenn die Wölfe den Schlitten weiter hartnäckig verfolgen, müssen sie etwas Schmerzhaftes tun und sich auch von den Aktien der «Glorious Seven» trennen. Die Notenbanken – sie sind hier quasi die Wölfe – werden die Zinsen wahrscheinlich oben halten, und dann kommen auch diese Aktien am Schluss noch dran. Es kann aber anders laufen, wenn die Notenbanken die Zinsen schnell senken. Die «Glorious Seven» hängen ja eigentlich stark ab von der Zinsentwicklung und würden von niedrigeren Zinsen profitieren.

Bevorzugen Sie in diesem Umfeld dann defensive Aktien? Welche Branchen sind denn in diesem Umfeld noch attraktiv?

Die Aktien von Versorgern sollten sich einigermaßen halten, wenn die Konjunktur einbricht, die Unternehmensgewinne fallen und die Börse schwach ist. Ein Netzversorger beispielsweise bekommt auch in solchen Phasen sein

Geld, und Strom ist ohnehin einer der grössten Wachstumsbereiche. Mit der Aktie des deutschen Versorgers E.On hat man beispielsweise wohl ein relativ gutes Chance-Risiko-Verhältnis. Natürlich ist es auch gut, wenn man Aktien von Unternehmen mit einer sehr guten Gewinnentwicklung im Depot hat – zum Beispiel Novo Nordisk oder Eli Lilly, auch wenn diese sehr teuer sind.

In welchen Ländern sehen Sie Chancen?

Mittelfristig optimistisch bin ich für den japanischen Aktienmarkt. Dieser müsste von der Geldpolitik her Rückenwind haben, dort steigt die Geldmenge im internationalen Vergleich mit am meisten. Wenn die Zinsen dort richtig hochgehen, könnten sowohl private als auch institutionelle Anleger stärker in Aktien investieren. Auch von der Bewertung her sind japanische Aktien historisch gesehen nicht teuer. Was China angeht, sind viele Beobachter zurzeit sehr negativ. Viele Aktien sind dort aber sehr preiswert, und die Regierung stützt die Konjunktur. Die Baisse in China ist aus meiner Sicht gelaufen, auch wenn sich am Immobilienmarkt noch nichts Positives tut. China hat den Aktienmarkt in den letzten Jahrzehnten viel stärker als volkswirtschaftliche Finanzierungsquelle genutzt als die westlichen Industrieländer. Die Marktkapitalisierung in China steigt ständig, sie ist sogar nahe einem Rekordhoch. Wir haben in China bisher aber noch keine Aktien gekauft, das ist uns geopolitisch zu gefährlich.

Nach Europa: Derzeit ist ja wieder viel davon die Rede, Deutschland sei der «kranke Mann Europas». Sollte man also von deutschen Aktien die Finger lassen?

Ich glaube schon, dass deutsche Aktien in nächster Zeit schlechter abschneiden werden als beispielsweise amerikanische. Die hohen Energiepreise schaden dem Produktionsstandort Deutschland erheblich. Das zweite Problem ist der Automobilsektor. Wenn die Chinesen jetzt Elektroautos bauen, die nur halb so teuer sind wie diejenigen, die in Deutschland verkauft werden, dürften die Importe von Mittelklasse-Elektroautos aus China in Europa enorm zunehmen. Das könnte Herstellern wie VW massiv schaden. Für die deutsche Automobilbranche bin ich wirklich sehr, sehr skeptisch. Und damit muss man eigentlich für Deutschland skeptisch sein.

Wirtschaftskrise und geopolitische Konflikte: Sollte man da als Privatanleger verstärkt auf das Edelmetall Gold setzen?

Ich habe immer eine gewisse Sympathie für Anlagen in Gold gehabt. Wenn man aber sieht, dass man auf die Anlagen keine Dividenden bekommen hat, so ist es weniger spannend. Historisch gesehen halte ich den Goldpreis derzeit nicht für überbewertet. Das Interesse könnte zunehmen, wenn die geopolitische Lage schwieriger wird. Insofern glaube ich schon, dass der Goldpreis in absehbarer Zeit ein Rekordhoch erreichen könnte. Folglich würde ich dazu raten, einen Teil des Portfolios in Gold zu investieren oder dort aufzustocken.

Was halten Sie von Kryptowährungen?

Bei den Kryptowährungen habe ich mich lange an das Märchen «Des Kaisers neue Kleider» oder Kettenbriefsysteme erinnert gefühlt. Es ist ja eigentlich nichts dahinter. Aber das ist heute ja bei quasi jeder Währung der Fall. Möglicherweise setzen sich Kryptowährungen ja noch als Alternativwährungen durch, wer weiss. Ferrari hat ja gerade erst mitgeteilt, man könne die Autos beim Kauf mit Kryptowährungen bezahlen. Ich persönlich lasse aber die Finger davon und kaufe lieber Anlagen, bei denen ein Wert dahintersteht oder bei denen es eine Dividende gibt. Das sehe ich hier überhaupt nicht.