

INTERVIEW

Ich rate selektiv zur Vorsicht“

Mit **mehr als 50 Jahren Erfahrung** ordnet Vermögensverwalter und Fondsmanager Jens Ehrhardt das aktuelle Börsengeschehen ein und erläutert die **Auswirkungen des Ukraine-Konflikts**, die **Politik der US-Notenbank Federal Reserve** und die **guten Aussichten für die europäischen Börsen** – insbesondere für den deutschen Aktienmarkt

von MIKA HOFFMANN UND MARIO LOCHNER

Sie haben mit Ihrer jahrzehntelangen Erfahrung als Vermögensverwalter und Fondsmanager schon einige internationale Krisen erlebt – vom Vietnam-Krieg über die Afghanistan-Konflikte, die Irak-Invasionen bis hin zum Ukraine-Konflikt. Wie sollten sich Anleger in einer solch unübersichtlichen Lage verhalten?

Jens Ehrhardt: Alle kriegerischen Auseinandersetzungen, die ich erlebt habe, haben die Börsen immer nur sehr kurzfristig gedrückt. Die Rohstoffpreise sind oft kriegsbedingt gestiegen, teilweise auch längerfristig, wie während des Vietnam-Kriegs. Die Ukraine-Krise ist spiegelbildlich zu sehen zu der Kuba-Krise 1962, als die Russen versuchten, durch Raketeninstallationen in Kuba in die amerikanische Einflussosphäre vorzudringen. Kennedy drohte mit Atomwaffeneinsatz, was die Russen zum Rückzug bewegte. Sollte der Westen die Aufrüstung der Ukraine inklusive Nato-Mitgliedschaft stoppen, dürften sich auch die Russen zurückziehen. In der Kuba-Krise hatten die Aktienkurse ihre Verluste nach drei Monaten wieder voll aufgeholt. Für den Kriegsfall kann man sich mit kleineren Put-Beträgen absichern. Absicherung mit Anleihen macht wenig Sinn. Die US-Zinsen dürften vorerst weiter steigen und die Anleihenkurse fallen. Goldabsicherung dürfte Sinn machen, zumal das Edelmetall eine längerfristige Inflationsabsicherung ist – und die lange Zeit abstinente Käufer aus Indien und China zurückgekehrt sind.

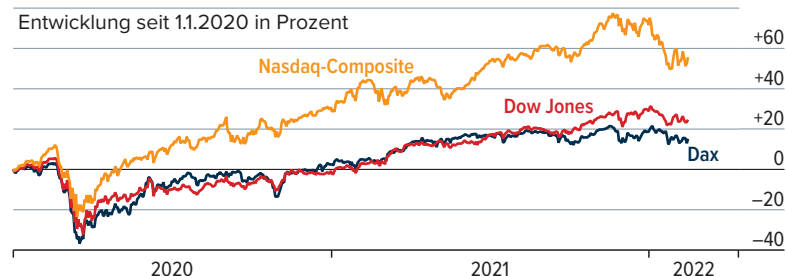
Welche Risiken sehen Sie für Anleger im Ukraine-Konflikt? Und: Was würde eine russische Invasion der Ukraine für die internationalen Finanzmärkte bedeuten?

Ehrhardt: Ich halte einen russischen Angriff nach wie vor für unrealistisch. Russland wie der Westen würden dabei gleichermaßen verlieren. Käme es wirklich zu einer kriegerischen Auseinandersetzung zwischen 120 000 bis 150 000 Russen und angeblich 250 000 bis 420 000 ukrainischen Soldaten, wie in Medien zu lesen ist, würde dies zu extremen Preissteigerungen bei Öl, Erdgas und einigen Metallen wie Palladium – Russland ist Hauptproduzent neben Südafrika – führen. Deutschland kann höchstens zehn Prozent seines aus Russland importierten Ener- ►

Wackelige Börsen

Besonders die Technologieaktien an der Nasdaq erwischten einen schlechten Start ins Jahr 2022, aber auch Dax und Dow Jones verloren zuletzt. Hohe Inflationsraten, drohende Zinserhöhungen der US-Notenbank und die Ukraine-Krise machen Anleger nervös.

Aktienindizes für USA und Deutschland



FAVORITENWECHSEL:

„Dieses Jahr dürfte die Bewertung im Vordergrund stehen“, erwartet Jens Ehrhardt

Vita

Dr. Jens Ehrhardt

Geboren am **17. März 1942** in Hamburg

1962–1968 Studium der Betriebswirtschaftslehre in Hamburg und München

1969–1974 Partner der Vermögensverwaltung Portfolio Management

1974 Promotion und Start seiner bankenunabhängigen Vermögensverwaltung, die seit **2008** unter DJE Kapital AG firmiert

1988 Auflegung des FMM-Fonds

„Es ist nicht überraschend, dass einige Kurse zurückgefallen sind“

giebedarfs aus anderen Quellen decken, was angesichts der Abhängigkeit Deutschlands extreme Folgen hätte. Dazu wären russische Cyberangriffe realistisch mit ebenfalls extremen Folgen.

Bisher hat Russland in diesem Jahr vertragsgemäß geliefert. Ohne Krieg würden Öl- und Gaspreise fallen, aber nur begrenzt. Die Opec liefert zu wenig und die Lager haben speziell in Europa Tiefstände.

Eine Börsianerweisheit sagt: „Politische Börsen haben kurze Beine.“ Gilt das auch dieses Mal oder sollten Anleger jetzt aufgrund der geopolitischen Lage vorsichtiger sein? Insbesondere auch im Hinblick auf den hohen Ölpreis?

Ehrhardt: Der Börsenspruch „Politische Börsen haben kurze Beine“ hat sich aus meiner Erfahrung meistens bestätigt. Längerfristig können geopolitische Auseinandersetzungen die Börsen aber belasten, wie der längerfristige Konflikt zwischen den USA und China, um das Aufstreben Chinas zu verhindern. Der Ölpreis dürfte auch unabhängig von der Geopolitik unterstützt bleiben, da einerseits die Opec ihre Lieferprobleme kaum überwinden dürfte und andererseits „grüne Politik“ die Investitionen der Ölfirmen bei der Ölsuche bremsen wird – was zu preissteigerndem, vermindertem Angebot führen dürfte. Auch zahlreiche Rohstoffe dürften so mehr nachgefragt und damit im Preis getrieben werden.

Schon ohne die Ukraine-Krise wackelten die Börsen in den vergangenen Wochen. Droht ein Absturz? Robert Shiller schließt einen Kursrückgang von 50 Prozent nicht aus. Was entgegnet Sie dem Nobelpreisträger?

Ehrhardt: Shiller mag zwar einen Nobelpreis haben. Aber an der Börse lag er noch nie so gut: Seiner Theorie zufolge – dem Shiller-KGV – hätte man schon Ende 2009, Anfang 2010

alle Aktien verkaufen müssen, weil sie zu teuer waren.

Was ist der Grund für die Unsicherheit der Anleger?

Ehrhardt: Die Unterstützung von der Zinsseite ist nicht mehr so groß: Die Renditen für zehnjährige US-Staatsanleihen sind kräftig gestiegen – von 0,5 auf bis zu 2,0 Prozent. Das ist prozentual eine ganze Menge. Viele Unternehmen und Privatleute sowie vor allem die Staaten haben hohe Schulden aufgenommen – da

schlägt eine Vervierfachung der Zinslast in absoluten Zahlen durch. Dazu kommen in vielen Fällen noch höhere Löhne – für Unternehmen wirken einige Belastungsfaktoren zusammen. Da ist es nicht überraschend, dass einige Kurse zurückgefallen sind.

Geht es weiter nach unten?

Ehrhardt: Ich will keine generelle Baisse ankündigen, sondern rate selektiv zur Vorsicht. Alle konzentrieren sich auf die Nasdaq und die großen Technologiewerte. In der monatlichen Fondsmanager-Umfrage der Bank of America gehörten die im vergangenen Monat immer noch zu den beliebtesten Anlagen, den sogenannten most crowded trades. Das kann wochen- oder sogar monatelang gut gehen. Wenn es zu kriseln beginnt – beispielsweise wie jetzt durch den Zinsanstieg –, sollte man den Ausgang genau im Auge behalten. Eine Zwischenrally ist aber immer einmal denkbar.

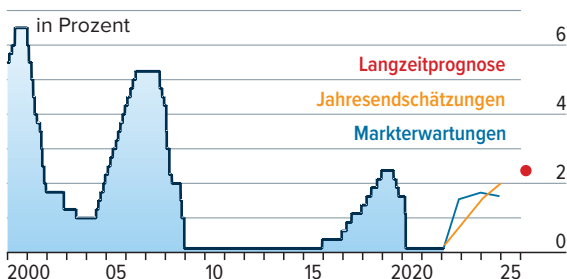
Was raten Sie Anlegern jetzt stattdessen?

Ehrhardt: Dieses Jahr dürfte die Bewertung im Vordergrund stehen. Aktien mit einer niedrigen Bewertung, die nicht überteuert sind, haben meiner Ansicht nach bessere Perspektiven. Das war bei steigenden Zinsen eigentlich immer so

Damoklesschwert Zinspolitik

Wenn die Federal Reserve die Zinsen dieses Jahr tatsächlich siebenmal erhöht, wie einige große US-Brokerhäuser vorhersagen, „dann droht in den USA eine Rezession“, warnt Ehrhardt.

US-Leitzins

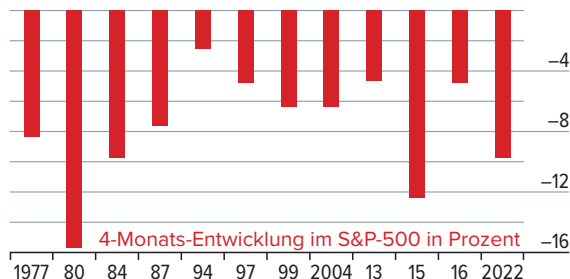


Quelle: Finanzwoche

Schon eingepreist

Mit den Kursrückgängen der vergangenen Wochen dürfte ein Teil der Reaktion der Aktienkurse auf die erste Zinserhöhung der Fed, die wohl im März stattfindet, schon in den Notierungen stecken.

US-Börsenreaktionen nach ersten Zinserhöhungen

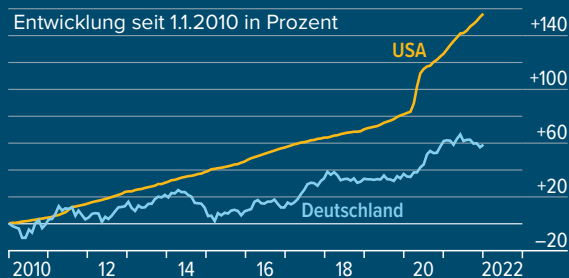


Quelle: Bloomberg

Einiges an Liquidität

„Für 2022 signalisiert die monetäre Lage keine Baisse“, erläutert Ehrhardt. Die Überschussliquidität liege immer noch bei zwei bis vier Billionen Dollar. Außerdem stieg die US-Geldmenge M2 bis zuletzt.

M2-Geldmengen

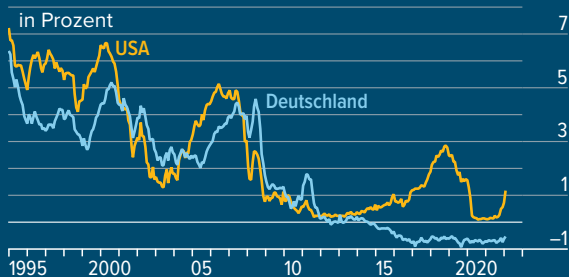


Quelle: Bloomberg

Kräftiger Anstieg

Die Renditen bei zweijährigen Staatsanleihen sind in den USA kräftig nach oben gegangen. Sie sind ein gutes Barometer für die Zinserhöhungsängste der Anleger.

Rendite zweijähriger Staatsanleihen

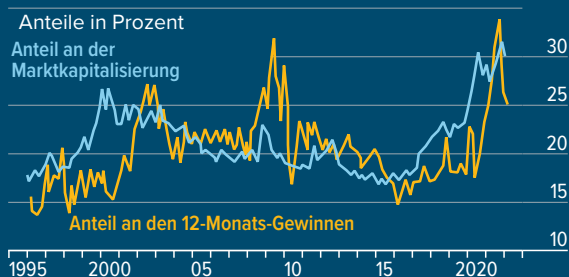


Quelle: Bloomberg

Wenige Aktien ziehen

„Alle konzentrieren sich auf die großen Technologieaktien“ warnt Ehrhardt. „Wenn es zu kriseln beginnt, sollte man den Ausgang im Auge behalten“ rät der Fachmann.

Bedeutung der 10 größten Aktien im S&P-500



Quelle: Finanzwoche

– und dürfte auch dieses Mal so sein. Also sehe ich eher Value- oder zyklische Aktien als Favoriten. Die Konjunktur für die nächsten Monate sieht gut aus – auch wenn einige schon wieder warnen, die abflachende Zinsstrukturkurve signalisiere eine schwächere Wirtschaftsentwicklung.

Die fürchten Sie nicht?

Ehrhardt: Nein. Die Notenbank und die Politik haben in Amerika irrsinnige Gelder in die Konjunktur gepumpt: Vier Billionen von der Fed und fünf Billionen Dollar von der Regierung – die gesamte jährliche US-Wirtschaftsleistung beträgt gut 20 Billionen! Das verpufft nicht von heute auf morgen, da gibt es Multiplikator-Folgeeffekte. Eine schwächere Konjunktur erwarte ich deswegen nicht. Aber wenn die Zinsen nach oben gehen und vor allem wenn die Liquidität verknappt wird, verschiebt sich das Börsengeschehen: Anleger werden dann die teuren Aktien verkaufen und preisgünstige Dividendenaktien sowie Papiere mit einem niedrigen KGV und Kurs-Buchwert-Verhältnis eher kaufen. Ich sehe also keine Baisse, aber eine Verschiebung. Das zeigt ein Blick in die Vergangenheit: Monetäre Aktionen haben immer zeitliche Verzögerungen, die bis zu ein Jahr dauern. Für 2022 signalisiert die monetäre Lage keine Baisse. Aber Anleger sollten sich vorsichtiger aufstellen. Die Volatilitäten werden sicher nach oben gehen.

Sollten Anleger schon wieder die gefallenen Tech-Aktien kaufen?

Ehrhardt: Ich würde nicht empfehlen, jetzt schon wieder bei den „gefallenen Engeln“ einzusteigen. Bei den unterbewerteten Titeln erwarte ich solide Kurszuwächse – plus Dividenden: Bei einigen europäischen Aktien bekommen Sie bis zu vier Prozent Dividendenrendite. Allerdings sollten Anleger nicht die Zuwächse wie 2021 erwarten. Aber fünf bis zehn Prozent Depotzuwachs sind durchaus möglich.

Der Value-Zug ist also noch nicht abgefahren?

Ehrhardt: Nein. Es gibt ja noch einige Bereiche, in denen nach wie vor kaum einer investiert, beispielsweise die Telekomaktien. Im Versorgerbereich haben einige Aktien zwar schon kräftig gewonnen. Die Aktie des größten Netzversorgers Deutschlands hat 2021 35 Prozent zugelegt – mehr als der Dax. Aber andere sind gerade erst angesprungen. Gerade wenn sie eher auf alternative Energien setzen und ihren Kohlebergbau verkaufen. Das Thema ESG ist für mich weiterhin interessant – auch wenn es in den vergangenen Monaten deutliche Kursrückschläge gab. In das Thema Nachhaltigkeit fließt viel Staatsgeld und es wird dirigistische Eingriffe in diese Richtung geben, das wird sehr gefördert. Für mich ein sehr interessanter Bereich, auch wenn nicht alles Gold ist, was glänzt. Einige Titel sind weiterhin sehr hoch bewertet.

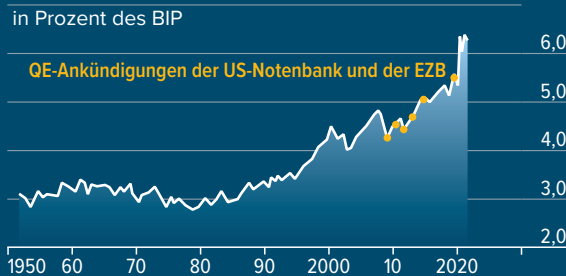
Welche Risiken sehen Sie derzeit vor allem an den Märkten?

Ehrhardt: Einen Fehler der Federal Reserve sehe ich derzeit als das größte Risiko. Man kann sich darüber streiten, ob die Notenbanker schon zu lange mit einer strafferen Geldpolitik gewartet haben. Viele sagen, die Inflation kommt vom vielen Geld drucken. Ich halte viel eher die staatlichen Hilfen ▶

Große Vermögen

Die privaten Finanzvermögen in den USA sind auf einen Rekordstand gestiegen. In der Corona-Krise gab es sowohl staatliche Hilfen als auch frisch gedrucktes Geld in Billionenhöhe.

Privates Finanzvermögen in den USA



Quelle: Finanzwoche

Günstiger Dax

Die Aktien im Deutschen Aktienindex sind deutlich günstiger bewertet als die im amerikanischen S&P-500. Das spricht für Aufholpotenzial – der Dax könnte positiv überraschen.

Kurs-Gewinn-Verhältnis deutscher und US-Aktien

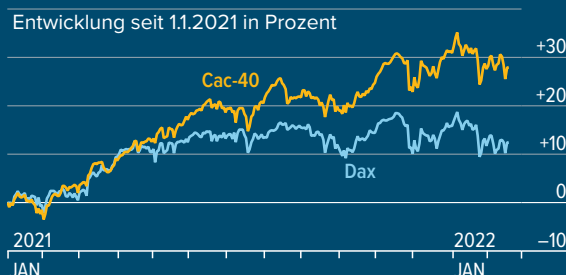


Quelle: Bloomberg

Besser gelaufen

Expansive Fiskalpolitik führt zu höherem Wachstum und höheren Aktienkursen. Das zeigt das Beispiel Frankreich. 2021 ging der Cac-40 um 35 Prozent nach oben – deutlich stärker als der Dax.

Deutsche und französische Aktien



Quelle: Bloomberg

von fünf Billionen Dollar für den Auslöser. Allein zwei Billionen haben US-Bürger als direkte Hilfen ausbezahlt bekommen – ohne genaue Prüfung haben einige dann 30 000 oder 40 000 Dollar erhalten und hatten damit mehr Geld zum Ausgeben als vorher. Das meiste floss in den Konsum. Und gleichzeitig lief die Produktion aufgrund von Corona-Beschränkungen, covidbedingten Krankheitsausfällen oder den Schwierigkeiten in den Lieferketten aufgrund der Pandemie nicht auf vollen Touren. Die „Sünden“ haben meiner Meinung nach eher im fiskalpolitischen als im monetären Bereich stattgefunden. Monetäre Maßnahmen wirken nicht von heute auf morgen. Zinssenkungen lösen beispielsweise erst Entscheidungen von Wirtschaftsobjekten aus – das dauert. Aber wenn sie jemandem Tausende von Dollar in die Hand geben, geht er in der Regel sofort los und kauft etwas. In der kurzen Corona-Rezession ist das verfügbare Einkommen der Amerikaner gestiegen – das gab es noch nie.

Hätte die Fed schon früher reagieren müssen?

Ehrhardt: Ich sehe den Fehler weniger bei Jerome Powell, dem US-Notenbank-Chef: Hätte er die Zinsen schon früher kräftig angehoben, hätte er wahrscheinlich schon die nächste Rezession vorprogrammiert. Die Fed ist zwar hinter der Kurve. Wenn sie aber die Zinsen so stark erhöhen würde, wie es die Inflation erfordert, dann hätten die USA 2023 eine schwere Rezession. Ich sehe deswegen derzeit keinen Politikfehler: Notenbank-Politik muss man in kleinen Schritten machen.

Geht es im März mit den Leitzinserhöhungen schon los?

Ehrhardt: Davon gehe ich aus. Durch die hohen Inflationsraten ist der Druck auf Powell sehr hoch. Und im Übrigen auch auf Präsident Biden, dessen Beliebtheitswerte aufgrund der hohen Inflationsraten im Keller sind. Aber wenn die Fed tatsächlich stark die Zinsen erhöht – dieses Jahr sieben Schritte –, wie das einige große Brokerhäuser in den USA prognostizieren, gibt es in den USA eine Rezession.

Trotz Inflation halten Sie zu schnelle Zinserhöhungen für falsch?

Ehrhardt: Das wäre in meinen Augen ein Riesenfehler. Gemessen wird Powells Erfolg aber an der Inflation – und da bin ich der Meinung, dass die Preissteigerungsraten relativ schnell zurückkommen werden. Natürlich war es voreilig, von Anfang an zu sagen, die hohen Preissteigerungsraten seien nur vorübergehend. Aber letztlich rechne ich damit, dass die hohe Inflation wirklich nur vorübergehend sein wird. Die Güterpreise werden durch eine Art Schweinezyklus bestimmt. Wenn die Preise steigen, züchtet der Bauer mehr Schweine, die Preise sinken wieder. Der Druck wird von der Angebotsseite wieder sinken. In Europa liegt die Kerninflationsrate bei 2,3 Prozent, die Gesamtinflation bei 5,3 Prozent. Die drei Prozentpunkte Differenz entfallen auf Energie.

Da sehen Sie Entspannung?

Ehrhardt: Vom heutigen Niveau aus gesehen, werden sich die Energiepreise nicht noch einmal verdoppeln oder verdreifachen wie in den vergangenen Monaten. Der Ölpreis geht vielleicht noch auf 100 Dollar, aber nicht wesentlich höher. Saudi-Arabien hat noch einige freie Kapazitäten, die an den

Markt kommen können. Wenn sich die Lage in der Ukraine entspannt, wird auch der Gaspreis sinken. Deswegen dürfte der Preisdruck in Europa zurückgehen – und die Europäische Zentralbank die Füße weitgehend still halten. In den USA wird es meiner Meinung nach – eine gewagte Prognose – nicht zu sieben Zinserhöhungen in diesem Jahr kommen. Ich rechne eher damit, dass die Fed in der zweiten Jahreshälfte Pausen einlegt. Das würde dann auch den Dollar etwas zurückbringen, der im vergangenen Jahr kräftig gestiegen ist. Der Dollar-Anstieg wirkt schon jetzt wie eine Zinserhöhung. Wenn es zu einer Abschwächung kommt, wäre das ein kleines Konjunkturprogramm für den US-Export.

Wenn die Fed in der zweiten Jahreshälfte doch nicht so aggressiv erhöht, dürfte die Börse wieder Morgenluft wittern. Im ersten Halbjahr sollte es allerdings Gegenwind geben.

Wie viele Zinserhöhungen sind jetzt schon in den Kursen eingepreist?

Ehrhardt: Es dürfte schon einiges eingepreist sein. Deswegen sind die Zinserhöhungen kein Belastungsfaktor mehr. Ein Belastungsfaktor wäre allerdings ein schnelles Quantitative Tightening – wenn die Fed sagt, wir verkaufen die Anleihen, die wir vorher aufgekauft haben. Wenn die Fed zu schnell Liquidität aus dem Finanzsystem nehmen würde, wäre das ein Problem. Aber darüber werden wir uns wohl erst im zweiten Halbjahr unterhalten müssen. Wenn die Notenbank etwas Liquidität herausnimmt, ist das kein Beinbruch. Im Moment ist das US-Finanzsystem noch sehr liquide: Je nach Definition liegt die Überschussliquidität zwischen zwei Billionen und vier Billionen Dollar. Das ist ein wichtiger Grund, warum ich keinen Crash erwarte.

”
**Wenn die Fed
 siebenmal
 die Leitzinsen
 erhöht,
 gibt es eine
 Rezession“**

Und rechnen Sie wie die meisten Auguren damit, dass Europa dieses Jahr besser abschneiden wird als die USA?

Ehrhardt: Ich bin kein Freund davon, der Herde zu folgen. Aber es gibt Trends, die sich als nachhaltig erweisen und länger laufen. Die Idee, dass Europa jetzt besser abschneidet, ist relativ neu. Für Europa spricht, dass die Regierungen fiskalpolitisch expansiver sind. Die europäischen Aktienmärkte sind seit der Jahrtausendwende bis zum Beginn der Corona-Pandemie kaum gestiegen, wenn Sie die Dividenden nicht berücksichtigen. Das lag vor allem an der Fiskalpolitik. Die Deutschen hatten die schwäbische Hausfrau als Leitbild – jetzt haben die Europäer dazugelernt.

Man sieht, wie gut das in Italien oder Frankreich klappt: Das Wachstum ist dort dreimal so hoch wie in Deutschland. Das gibt auch den Börsen Rückenwind. Der französische Cac-40 ist 2021 um 34 Prozent gestiegen. Ich halte es für wahrscheinlich, dass der positive Trend für europäische Aktien anhält. Vor allem, weil die Amerikaner noch nicht stark investiert sind. Und die machen in vielen Bereichen nach wie vor die Kurse.

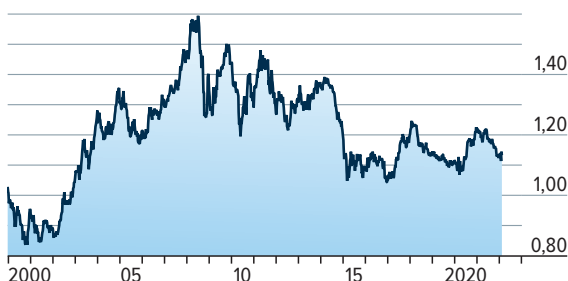
Und könnte der Dax die positivste Überraschung werden?

Ehrhardt: Das halte ich durchaus für möglich. Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse sind in Deutschland neben Spanien in Europa am niedrigsten. Wenn wir hierzulande nicht zu schnell wieder auf die „schwarze Null“ zusteuern und die Zinsen in Europa einigermaßen niedrig bleiben, sehe ich für deutsche Aktien durchaus Potenzial – zumindest selektiv. International könnten Goldaktien positiv überraschen. ■

Starker Dollar

„Der Dollar-Anstieg wirkt schon jetzt wie eine Zinserhöhung – wenn es zu einer Abschwächung kommt, wäre das ein kleines Konjunkturprogramm für den US-Export“, analysiert Ehrhardt.

Preis für 1 Euro in US-Dollar



Quelle: Bloomberg

Stetig nach oben

Der DJE Dividende & Substanz zeigt langfristig einen stabilen, nachhaltigen Aufwärtstrend. Mit Value- und Dividentiteln als Anlegerfavoriten hat der Fonds weiteres Outperformance-Potenzial.

DJE Dividende & Substanz



Quelle: Bloomberg