

„Nicht die Inflation ist das Problem“

100 Jahre Berufserfahrung bringen die Gründer der Fondsgesellschaften DJE und Carmignac mit. Jens Ehrhardt und Edouard Carmignac sprechen im Interview über neue Zeiten und bewährte Strategien.

Sie beide bringen zusammen mehr als 100 Jahre Investorfahrung mit. Wenn Sie zurückblicken: Was hat sich grundlegend verändert, und was ist gleich geblieben?

EHRHARDT: Das Geschäft ist sehr viel internationaler geworden. Als ich vor 50 Jahren anfang, war es lokal geprägt. Jedes Land hatte seine eigene Währung – und es gab viel weniger Diversifikation als heute. Gleich geblieben ist die Investorenmentalität, Gier und Angst gibt es heute genauso, wie es sie vor einem halben Jahrhundert gab.

CARMIGNAC: Ja, früher gab es nur den europäischen Markt und die Wall Street. Heute gehört China zu den wesentlichen Einflussfaktoren am Markt. Ohne eine globale Herangehensweise kann man heute nicht vom gesamten Marktpotential profitieren. Neu ist auch die Entwicklung des passiven Investierens. Ich nenne das persönlich ja sozialistische Buchhaltung: Jeder verdient das Gleiche. Ich glaube aber, dass es der Wirtschaft selbst nicht viel bringt. Im Grunde investieren Anleger vor allem in reife und teure Unternehmen.

Wie hat sich die Rolle des Staates und der Zentralbanken über die Zeit verändert?

CARMIGNAC: An eine Krise wie die Corona-Pandemie wäre man vor einigen Jahren nur mit Mitteln der Geldpolitik herangegangen – heute gibt es auch unglaubliche Unterstützung seitens der Staaten – vielleicht weniger in Deutschland, aber sehr stark in den USA und Europa insgesamt. Die Verbindung von beidem hat eine sehr ungewöhnliche Situation kreiert, die wir in unserem Leben so noch nicht gesehen haben.

EHRHARDT: Die Politik der Zentralbanken war für die Aktienmärkte schon immer essenziell. Das ist bis heute gleich geblieben. Bevor ich auf den Aktienmarkt blicke, schaue ich erst, was die Zentralbanken machen. Der Einfluss des Staates ist aber tatsächlich viel größer als früher. Die aktuellen massiven Stimuli sollten wir nicht unterschätzen. Das könnte sich noch sehr lange auf das Wachstum auswirken und zu einer positiven Entwicklung der Wirtschaft beitragen.

Ist der jüngste Anstieg der Rolle des Staates nicht mit der Entwicklung in den späten 1960er- und den 1970er-Jahren vergleichbar?

EHRHARDT: Die hohe Inflation in den 70ern reflektierte nicht wirklich Marktentwicklungen. Da ging eine Menge vor sich, viel kam aus der staatlichen Sphäre, wie etwa die Haushaltsdefizite durch den Vietnam-Krieg. Am Ende hob dann Paul Volcker als Chef der amerikanischen Notenbank die Zinsen stark an. Heute ist das deutlich anders. Ich kann mir nicht vorstellen, dass irgendwer heute so eine restriktive Politik betreiben würde, selbst wenn die Inflationsraten in den kommenden zwei Jahren steigen sollten – wegen der politischen Konsequenzen. Zentralbanken sind aber immer essenziell. Erhöhen sie das Geldangebot, steigen die Aktienkurse, verringern sie es, fallen diese. Das ist simpel, aber genauso war es immer.

Also doch keine Neuaufgabe der 70er, sondern eine neue Ära?

CARMIGNAC: Das Ausmaß monetärer und fiskalischer Stimulanz war seit dem Zweiten Weltkrieg nicht mehr so groß. Insofern haben wir heute ein sehr ungewöhnliches Umfeld. Früher gab es immer so etwas wie moralische Bedenken, etwa dass man verhinderte, den Reichen oder dem Aktienmarkt zulasten der Lohnempfänger zu helfen. Jetzt haben Gesundheitsaspekte all diese traditionellen Bedenken eliminiert. Aber wenn die Pan-

demie überwunden ist, wird auch die Geld- und Fiskalpolitik weniger expansiv werden. Das kann aber nur nach und nach geschehen.

Sind dafür die hohen Staatsschulden die Ursache?

CARMIGNAC: Ich glaube, dass Jens darauf hinauswollte. Hat man erst mal niedrige Zinssätze, wird es schwerer, diese anzuheben. Sie beeinflussen das Verhalten der Staaten, die sich höhere Zinsen nicht leisten können, der Unternehmen, von denen sich einige höhere leisten können, und der Verbraucher. Letztere sind die Opfer des Systems. Auf ihre Ersparnisse erhalten sie keinen angemessenen Ertrag mehr. Heute fragt man sich mit 40 Jahren: Was mache ich mit meinen Ersparnissen, und wie finanziere ich meine Rente? Die meisten Regierungen stehen vor dem Bankrott und können keine anständigen Renten mehr bezahlen.

Eine neue Generation von Sparern und Anlegern kennt hohe Zinsen gar nicht mehr. Passt sie sich schneller an und investiert mehr an den Kapitalmärkten?

EHRHARDT: Für die Jüngeren wird es schwer sein, sich an höhere Zinsen zu gewöhnen. Würde man sie so wie in den 70ern wieder anheben, wäre das ein Desaster. Nehmen wir an, die Inflation steigt um 3 Prozentpunkte und die Zinsen genauso stark – die Auswirkungen auf die Wirtschaft wären gravierend. Die Menschen würden auf die Straßen gehen. Die Politiker wissen das. Geht es also um die Entscheidung, ob höhere oder niedrigere Zinsen, ob stärkerer oder geringerer Stimulus, wird man immer dazu neigen, eine expansivere Politik zu verfolgen. Es gibt nicht mehr die Möglichkeit für Volcker II.

Wie hat sich die Art des Investierens im Vergleich zu früher gewandelt?

EHRHARDT: Heute ist es technisch sehr viel einfacher, aber auch viel billiger. Robo-Advisor akzeptieren Kunden schon mit einem Vermögen von zum Beispiel 10000 Euro. Es gibt mehr Menschen, die investieren können. Ich glaube es steht außer Frage, dass nur Aktien eine gute Geldanlage sind, und deswegen sollte das Interesse daran größer sein. Ich hoffe, dass es ein längerfristiger Trend ist. Dieser könnte auch positive Effekte für die Einkommensverteilung bringen, dass eben nicht nur die Reichen immer reicher werden, sondern alle.

Aber wo endet das, wenn man sich einen Crash nicht mehr leisten und die Zinsen nicht mehr erhöhen oder senken kann?

CARMIGNAC: Zunächst einmal ist es eine schöne Sache, dass sich Privatanleger so sehr für den Aktienmarkt interessieren. Aber Sie kennen das Sprichwort: Wenn Ihr Taxifahrer Ihnen Aktien empfiehlt, in die Sie investieren sollten, ist das oft ein Zeichen für das Ende eines Zyklus. Aber es hat sich eben noch etwas verändert. Mit dem Internet haben Anleger immer und überall Zugang zu den Informationen. Investitionen sind also viel mehr eine Frage der Einschätzung als eine Frage des Zugangs zu Informationen. Das größere Interesse ist aus den von Jens genannten Gründen ein großes Plus, und ich glaube, es wird von Dauer

sein, weil die Menschen erkennen, dass sie angesichts dauerhaft niedriger Zinsen ihre Ersparnisse in Aktien investieren müssen.

Aber was, wenn die Inflation deutlich steigen sollte?

EHRHARDT: Für die aktuelle Politik, Anpassungen mit Blick auf eine mögliche Abwärtsbewegung des Aktienmarktes aufzuschieben, ist eine höhere Inflation die einzige Gefahr. Ich glaube, dass sie bis Ende dieses Jahres hoch bleiben wird, dann aber wieder sinkt. Wir haben weiter offene Märkte, und höhere Preise bewirken auch einen Produktions- und Produktivitätsanstieg. Die Frage ist, ob es nicht eine Lohn-Preis-Spirale gibt. Die Teuerungsrate wird oft in Verbindung mit der demographischen Entwicklung gebracht, es heißt, dass die Menschen, je älter sie werden, umso weniger ausgeben. Aus meiner Sicht führt die Überalterung der Gesellschaft aber auch dazu, dass das Arbeitsangebot abnimmt. Das drückt die Löhne nach oben. Man sollte die Inflationsgefahr nicht abtun, aber im Moment ist sie weder für die Zentralbanken noch für die Aktienmärkte ein großes Problem. CARMIGNAC: Nicht die Inflation, die überall Schlagzeilen macht, ist das Problem. Das viel größere Problem ist, was aus dem Wachstum wird. Verlangsamt sich dieses, geht die Inflation nirgends hin. Was wenig Beachtung findet, ist, dass die Produktivität in der Pandemie stark gestiegen ist. Daher ist der Inflationsdruck nicht nachhaltig.

EHRHARDT: Ich bin nicht ganz so pessimistisch. Diesen sowohl geld- als auch fiskalpolitischen Stimulus haben wir seit dem Zweiten Weltkrieg nicht mehr gehabt. Auch damals waren es vor allem niedrige Realzinsen, die den USA Vollbeschäftigung bescherten. Viele Anleger gehen davon aus, dass der doppelte Stimulus nur einen kurzzeitigen Effekt hat, aber ich bin da nicht so pessimistisch. CARMIGNAC: Ich meine ja nicht, dass wir kein Wachstum haben werden. Ich halte nur die Prognosen für überhöht. Ein Rückgang könnte sehr schnell vor sich gehen, und das würde sich auch auf die Märkte auswirken.

Welche Rollen spielt die Klimapolitik in Bezug auf das Wachstum?

CARMIGNAC: Diese Investitionen unter dem Druck der Politik und Öffentlichkeit werden einen dauerhaften Einfluss auf das Wachstum haben, aber auch ein wenig auf die Inflation, weil die Betriebskosten steigen werden.

Wie schnell wird die „Grüne Transformation“ vor sich gehen? Zwischen Europa und den USA gibt es da ja große Unterschiede in der Einschätzung.

CARMIGNAC: Ich glaube, dass es global ein großes Problembewusstsein gibt. Selbst China nimmt Dinge wie erneuerbare Energien inzwischen ernst. Und es zeigt sich, dass sich freie Märkte allmählich ihren Weg bahnen. Öffentlichkeit und Investoren bewegen Unternehmen dazu, nachhaltiger zu werden. Die Dinge ändern sich ziemlich rasch hier, vielleicht nicht so schnell, wie wir es gern sähen, aber man muss auch den Fehler vermeiden, es zu rasch anzugehen.

EHRHARDT: Wenn wir mit Unternehmen sprechen, sehen wir, dass das Thema sehr wichtig geworden ist. Sogar chinesische Unternehmen weisen gern ihre Errungenschaften in diesem Bereich vor, was bei diesen früher nie ein Thema war. Es scheint mir eine neue Dynamik dahinterzustecken, und zwar nicht nur wegen höherer Gewinne, sondern wegen eines Wandels der Mentalität. Viele sind der Meinung, dass sie jetzt etwas tun müssen.

Was wird dann aber aus der Profitabilität? Werden die Unternehmensgewinne sinken?

EHRHARDT: Der Wandel wird sich nicht überall negativ auf die Gewinne auswirken. Viele dieser Investitionen zahlen sich aus, es sind nicht nur Kosten. Zum Teil wird ihr Beitrag positiv sein, es ist aber noch zu früh, um den Gesamteffekt einschätzen zu wollen. Die Unternehmen sehen derzeit keinen großen Kostenschub durch nachhaltigere Produktion.

Wir alle kennen das 60-40-Portfolio als Maßstab: 60 Prozent Aktien, 40 Prozent Anleihen. Das scheint angesichts ihres Zinsszenarios aber ausgedient zu haben. Wie sichert man sich heute gegen Risiken im Portfolio ab?

CARMIGNAC: Es gibt viele interessante Investmentideen: Künstliche Intelligenz, Digitalisierung oder Biotechnik etwa. Risiko managt man dann auf verschiedene Arten: durch Diversifikation, den Verkauf überbewerteter Aktien, das Beachten der Marktliquidität und der Fiskalpolitik. So stellt man sicher, dass man nicht zu sehr leidet, wenn die Märkte zurückgehen. Das ist natürlich leichter gesagt als getan, aber das ist, was man als aktiver Investor versuchen sollte zu erreichen.

EHRHARDT: Der Aktienmarkt ist der Platz, wo man sein sollte. Anleihen werfen kaum Ertrag ab, die Risiken sind aber immens. In Deutschland sind Mischfonds der Verkaufsschlager. Da war das Verhältnis ursprünglich 50 Prozent Aktien und 50 Prozent Anleihen. Heute enthält der größte Mischfonds in Deutschland gar keine Anleihen mehr. Wir halten diese zwar noch in einigen Mischfonds, aber nur, wo wir dazu verpflichtet sind. Ich versuche lieber, Risiken mit defensiven Aktien abzufedern, die regelmäßig Dividenden ausschütten, etwa von Versorgern. Wenn ich null Prozent auf Staatsanleihen bekomme, warum dann nicht lieber 5 Prozent von Versorger-Aktien, wo die Einnahmen mehr oder weniger staatlich garantiert sind? Das Mischfonds-Prinzip sollte man nicht mehr anwenden. Da hat man heute zu viel Risiko.

Gehören Krypto-Assets heute auch in jedes Portfolio?

CARMIGNAC: Sie lösen Begeisterung aus und haben etwas von Freiheit und Anarchie, das ist Teil des Erfolgs. Für uns ist das aber kein Investment, und wenn, dann ein gefährliches. Woran wir interessiert sind, ist die Blockchain-Technik, die dahintersteckt. Da investieren wir.

EHRHARDT: Die Blockchain ist wertvoll, aber Bitcoin und andere Kryptowährungen braucht man dafür nicht. Befürworter sagen, der Vorteil sei, dass Bitcoin nicht wie Fiat-Geld einfach gedruckt werden könne und somit der Inflation vorgebeugt werde. Aber sie können jederzeit eine neue Kryptowährung auflegen – das bringt ebenso inflationäre Tendenzen. Ich sehe auch nicht, warum eine Wirtschaft mehrere Tausend Kryptowährungen braucht. Außerdem gibt es sehr viel Betrug in dem Bereich. Es ist zu schwer, diese Risiken einzuschätzen. Ich würde nicht darin anlegen.

Das Gespräch führten **Antonia Mannweiler und Martin Hock.**