Handelsblatt

Handelsblatt print: Heft 230/2025 vom 28.11.2025, S. 40 / Specials

Finanzen Interview
JENS EHRHARDT

"Spätestens im Mai kann es bei KI-Aktien zum Schwur kommen"

Der dienstälteste deutsche Fondsmanager bewertet den KI-Boom an den Börsen überraschend anders als seine Kollegen.

Herr Ehrhardt, macht Donald Trump Ihnen das Leben besonders schwer?

Er macht es mir nicht schwerer oder leichter als vielen anderen Menschen auch. Warum fragen Sie?

Sie gelten als ein Fondsmanager, der beim Investieren großen Wert auf fundamentale Daten und die Zinsentwicklung legt. Ein US-Präsident, der seine Politik häufig ändert und zudem die Notenbank seines Landes stark unter Druck setzt, sorgt dafür, dass diese Daten unberechenbarer werden.

Da haben Sie recht. Allerdings muss ich sagen, dass die Geopolitik die Märkte schon seit einigen Jahren viel stärker beeinflusst als noch vor vielleicht zehn Jahren. Man könnte auch sagen: Es gibt mehr schwarze Schwäne als früher.

Unter einem "schwarzen Schwan" versteht man an den Börsen ein Ereignis, das unerwartet auftritt und für starke Kursbewegungen sorgt. Wie verhalten Sie sich in einer Zeit, da es häufiger zu solchen Ereignissen kommt?

Ich versuche, nicht krampfhaft alle möglichen Marktbewegungen vorauszusehen und überall dabei zu sein. Damit bin ich in der Vergangenheit gut gefahren. Und auch wenn es immer wieder schwarze Schwäne gibt, halte ich mich an das, was ich immer gemacht habe: Ich schaue mir an, was die Unternehmens- und Wirtschaftsdaten zeigen und was die Notenbanken machen.

Was sehen Sie da momentan?

Wir erleben gerade eine enorme Aktienkonzentration. Der Aufschwung in den USA wird nur von ganz wenigen Werten getragen. Dort machen zehn Riesenunternehmen 40 Prozent des Marktes aus. Eine solche Kopflastigkeit, wie wir sie gerade beim Leitindex S& P 500 und anderen Indizes sehen, habe ich in meinen 60 Jahren am Markt noch nie erlebt.

Die Unternehmen, die dafür sorgen, gehören zur Tech-Branche oder haben im weiteren Sinne etwas mit Künstlicher Intelligenz (KI) zu tun. Zählen Sie sich auch zu denen, die eine KI-Blase sehen und die vor deren Platzen warnen?

Ich kenne diese Diskussionen und auch die Vergleiche zur Dotcom-Blase, vor der ich damals vehement gewarnt habe. Aber heute verhält es sich anders.

Die Dotcom-Blase war eine spekulative Finanzblase Ende der 1990er- und Anfang der 2000er-Jahre, bei der vor allem Internet- und Technologieunternehmen stark überbewertet wurden. Inwiefern ist die Situation heute anders?

Es fließt unglaublich viel Geld in die Erforschung und Entwicklung von KI-Anwendungen. Damals bekam auch jedes Unternehmen, das überspitzt gesagt eine schicke eigene Website betrieb, Unsummen, und das Geld war nicht selten geliehen. Aber heute investieren viele Tech-Konzerne, allen voran die ganz großen wie Apple, Microsoft und Alphabet, aus dem Cashflow heraus. Diese Unternehmen haben genügend Geld aus ihren anderen Geschäftsfeldern.

Der Tech-Konzern Meta hat allerdings Anleihen begeben müssen, um seine Investitionen zu finanzieren.

Auch die Softwarefirma Oracle muss sich Geld leihen, um in KI zu investieren. Aber die anderen brauchen kein oder wenig fremdes Geld. Erst wenn im großen Stil Schulden gemacht werden, fange ich an, mir Sorgen zu machen. Wenn Investitionen mit Schulden finanziert werden, sollte man als Anleger grundsätzlich aufmerksam werden. Ich habe das mehrfach bei Fluggesellschaften beobachtet: Immer dann, wenn sie angekündigt haben, ihre Flotten zu erneuern, ist es an der Zeit, deren Aktien zu verkaufen, es sei denn, Sie sind Langfristinvestor.

Gibt es noch andere Indikatoren, die Anleger zur Vorsicht mahnen sollten?

Beim KI-Boom werden bei mir alle Warnleuchten angehen, wenn weniger Chips bestellt werden. Daher verfolge ich besonders aufmerksam, was bei Taiwan Semiconductor passiert.

Taiwan Semiconductor (TSMC) ist der weltweit größte Auftragsfertiger für Halbleiter. Von ihm sind daher viele andere Unternehmen der Branche abhängig. Haben Sie die großen Tech-Aktien in Ihrem Portfolio?

Ich habe in erster Linie Alphabet.

Wann haben Sie sie gekauft?

Im April. Ich habe den Kursrutsch nach dem "Liberation Day" genutzt und bin eingestiegen.

Viele Privatanleger taten das an diesem Tag auch. Trump verhängte damals hohe Zölle auf fast alle Importe und sorgte für große Börsenverluste.

Ich finde, es ist als Profi keine Schande, sich auch mal wie ein Privatanleger zu verhalten. Es steht nirgends geschrieben, dass nur Profis wissen, wann es sinnvoll ist einzusteigen. Die heute teilweise sehr hohen Shorts der Hedgefonds könnten sich auch als falsch erweisen.

Wie lange wollen Sie investiert bleiben?

Solange die Unternehmen Gewinne machen, bleibe ich dabei. Wobei ich aber noch nicht sehe, wie KI-Anwendungen nachhaltig Gewinne bringen können.

Was erwarten Sie sich vom Börsengang von OpenAI? Der Entwickler von KI-Sprachmodellen will im kommenden Mai an die Börse gehen.

Das könnte ein Moment sein, an dem es zum Schwur kommt. OpenAI macht derzeit 20 Milliarden Dollar Umsatz, soll aber 500 Milliarden Dollar wert sein. Das heißt, die Erwartungen sind riesig. Geht der Börsengang auch nur ein wenig schief, könnte einiges an Luft aus der KI-Blase entweichen. Kommenden Mai wird auch ein neuer US-Notenbankchef antreten, und der Mai ist zudem ein beliebter Verkaufsmonat. Da kann sich also was zusammenbrauen.

Befürchten Sie einen Crash?

Es kommt darauf an, was Sie unter einem Crash verstehen. Ich kann mir vorstellen, dass die Kurse der Tech-Aktien - weil diese Unternehmen solch ein großes Gewicht haben - den ganzen Markt um vielleicht zehn oder 20 Prozent drücken könnten ...

... und dann kaufen Sie wieder?

Wenn ich dann den Eindruck habe, dass man mit KI-Anwendungen Geld verdienen kann, ja.

Bleiben wir beim Kaufen: Sehen Sie momentan noch Chancen an den Aktienmärkten?

Die Aktienmärkte sind insgesamt recht teuer. In den USA haben wir ein durchschnittliches Kurs-Gewinn-Verhältnis von über 20, das sollte eigentlich bei 15 sein oder besser noch niedriger. Ähnlich sieht es in Japan aus. Auch in Deutschland sind Aktien nicht mehr günstig, denken Sie nur an die Kurs-Gewinn-Verhältnisse bei Rheinmetall oder SAP.

Dennoch haben Sie viele deutsche Titel in Ihrem Fonds.

Aber mit 18 Prozent weniger als US-Titel, die 26 Prozent des Fondsvolumens ausmachen. Die deutschen Titel habe ich meist schon vor längerer Zeit gekauft. Zu den heutigen Preisen würde ich sie nicht mehr kaufen.

Was würden Sie denn kaufen? Autoaktien - in der Hoffnung auf ein Comeback?

Nein, deutsche Autoaktien habe ich schon länger nicht mehr gekauft. Chinesische Hersteller liefern bald die gleiche Qualität zum halben Preis.

Der deutsche Aktienleitindex Dax ist in den vergangenen zwölf Monaten um 20 Prozent gestiegen, der Nebenwerteindex MDax um neun Prozent. Das sind doch gute Nachrichten.

Zuletzt ist der Dax aber kaum noch gestiegen, der große Aufstieg fand bis April statt. Nun dümpelt er bei 23.000 Punkten. Die Entwicklung aller Dax-Werte im Median und der MDax stiegen 2025 jeweils nur knapp vier Prozent.

Das sind 6000 Punkte weniger, als Sie im Februar prognostiziert haben.

Damals habe ich aber nicht gesagt, dass wir heute bei 30.000 Punkten stehen, sondern dass diese Marke in den kommenden Jahren möglich ist.

Halten Sie einen Dax bei 30.000 Punkten noch für möglich?

Kommt darauf an, welchen Zeithorizont Sie annehmen. Im Frühjahr war ich überzeugt, dass die enormen Investitionspakete, die Deutschland angekündigt hat, die Konjunktur beleben und auch die Kurse steigen lassen.

Danach sieht es nun nicht aus.

Da gebe ich Ihnen recht, und ich bin auch etwas enttäuscht. Ich bin überzeugt, man kann gar nicht so viel Blödsinn machen, dass die Billionen, die wir hier lockermachen, keinen Effekt haben.

Denken Sie, dass niedrigere Zinsen hier noch einmal helfen?

Das wäre gut, und ich gehe auch davon aus, dass wir im kommenden halben Jahr auch noch ein bis zwei Zinssenkungen sehen werden. Die Europäische Zentralbank (EZB) kann sich das erlauben, denn Inflation ist in Europa kein Thema mehr - auch weil wir ein zu geringes Wirtschaftswachstum haben.

Macht Ihnen die hohe Staatsverschuldung in Europa Sorgen?

Solange wir eine starke EZB haben, sehe ich da kein Problem, auch nicht für Anleihegläubiger. Wenn Marktteilnehmer vor hohen Staatsschulden warnen, halte ich das für ein Scheinargument. Wir sehen hier in Europa und auch in den USA immer wieder, wie viel Macht die Zentralbanken haben. Wenn nötig, können die Notenbanker unbegrenzt Liquidität bereitstellen und sie dem Markt später wieder schrittweise entziehen.

Welche Geldpolitik erwarten Sie in den Vereinigten Staaten? Es scheint fast ausgemacht, dass der neue Chef der Notenbank Fed ganz auf Linie von Trump sein und dessen Forderung nach Zinssenkungen umsetzen wird, obwohl ökonomisch wenig dafürspricht.

Das kann zu Problemen bei Anleihen und beim Dollar führen, und zwar nicht nur in den USA. Kritisch wird es, wenn der neue Chef der Federal Reserve, wie von Trump gefordert, die Zinsen stärker senkt und gleichzeitig die Inflation deutlich steigt.

Das klingt nicht ganz unwahrscheinlich.

Da überschätzen Sie die US-Konjunktur und die US-Inflation, die ist nämlich schwächer, als es scheint. Da wird konjunkturell vieles durch die riesigen Gewinne und Investitionen der großen Tech-Konzerne beschönigt.

Das heißt, Sie sehen trotzdem Gefahren in den USA?

Ich glaube, dass wir uns noch über Trump und seine Politik wundern werden. Er ist ein Mann der Wirtschaft und wird versuchen, keinen Börsencrash zuzulassen. Er wird auch dafür sorgen, dass weiterhin viel Geld in den Dollar-Raum fließt. Daher kann ich auch die Leute, die vom Ende des Dollars als Leitwährung sprechen, nicht verstehen.

Trump ist auch ein Fan von Kryptowährungen. In dieser Amtszeit hat er bereits viele Gesetze unterschrieben, die Bitcoin und andere Digitalwährungen zu ernsthaften Investments machen. Wann steigen Sie in diesem Markt ein?

Ich tue mich bei Bitcoin noch immer schwer, sie mit den Maßstäben unserer Bewertung zu fassen, also lasse ich die Finger davon. Bitcoin sind ein Investment für alle, die glauben, dass sie die Coins, die sie haben, später teurer verkaufen können. Bei Stablecoins bin ich mir aber sicher, dass sie sich etablieren werden. Dafür wird die US-Regierung schon sorgen, denn alle Banken, die Stablecoins kaufen, müssen sie mit amerikanischen Staatsanleihen unterlegen, und Trump hat großes Interesse daran, dass seine Anleihen gekauft werden.

Wie stehen Sie zu Gold: Wird die Feinunze bald 5000 Dollar kosten?

Der Goldpreis kann noch etwas weiter steigen. Dass er bald bei 5000 Dollar steht, glaube ich aber nicht. Gold entwickelt sich immer mehr zu einer Währung für alle, die sich weniger abhängig vom Dollar machen wollen. Deshalb wird das meiste Gold momentan von Notenbanken des globalen Südens gekauft.

Sie sind Deutschlands dienstältester Fondsmanager. Der 95-jährige US-Starinvestor Warren Buffett hat seinen Abschied bekannt gegeben. Wann schreiben Sie einen Abtrittsbrief an Ihre Investoren?

Buffett ist zwölf Jahre älter als ich, also habe ich noch ein bisschen Zeit, denken Sie nicht auch? Im Ernst: Ich habe noch immer Freude an dem, was ich mache, und 95 Jahre sind doch eine gute Benchmark.

Herr Ehrhardt, vielen Dank für das Interview.

Die Fragen stellte Markus Hinterberger .

ZITATE FAKTEN MEINUNGEN

Es ist als Profi keine Schande, sich auch mal wie ein Privatanleger zu verhalten.

Vita Der Manager Der gebürtige Hamburger Jens Ehrhardt ist seit über einem halben Jahrhundert im Finanzgeschäft. Er startete als Aktienanalyst und schreibt bis heute einen eigenen Börsenbrief. Seine Freizeit verbringt der 81-Jährige gern auf dem Wasser, er ist passionierter Segler. Das Unternehmen Ehrhardt gründete 1974 die DJE Kapital AG in

München. Die unabhängige Vermögensverwaltung bietet eine Reihe von Investmentfonds an und betreut 16 Milliarden Euro Kapital mit 170 Mitarbeitern. Sie ist ein Family-Business: Ehrhardt ist Vorstandsvorsitzender, Sohn Jan sein Stellvertreter.

Hinterberger, Markus

Quelle:	Handelsblatt print: Heft 230/2025 vom 28.11.2025, S. 40
Ressort:	Specials
Rubrik:	Finanzen Interview
Personen:	Ehrhardt, Jens
Firma:	Taiwan Semiconductor Manufacturing Co TSMC
Land:	Europäische Union C4EU
Schlagworte:	Geld und Börse
Dokumentnummer:	3BBC9E56-FD3D-4348-8052-6312052F700A

Dauerhafte Adresse des Dokuments:
archiv.handelsblatt.com/document/HB__0509130fdc4095c45bc3959128ac1c24e3567bf8
Alle Rechte vorbehalten: (c) Handelsblatt GmbH

© GBI-Genios Deutsche Wirtschaftsdatenbank GmbH