

## VERMÖGENSVERWALTER EHRHARDT „Der Hund rennt 20 Meter voraus“

An den Börsen herrscht ein überzogener Optimismus, meint der Vermögensverwalter Jens Ehrhardt, Vorstand von DJE Kapital. Im Gespräch mit dem Handelsblatt erklärt er, warum Großkonzerne zurzeit einen Teil ihrer Zukunft verspielen und wodurch sich die USA in eine Sackgasse manövriert haben und wieso dem Anleihemarkt ein Einbruch droht.



Der Vermögensverwalter Jens Ehrhardt sieht für die Aktienrally wenig fundamentale Untermauerung.

Herr Ehrhardt, die Aktienmärkte haben seit März eine beeindruckende Rally hingelegt. Zuletzt stagnierten die Kurse aber. Wie schätzen Sie die Lage an der Börse aktuell ein? Der Markt gibt ein diffuses Bild ab. Man versucht ja immer, fundamental einen Sinn in die Börse zu bringen. Der alte Kostolany hat immer das Bild mit dem Hund bemüht, der seinem Herrn zehn Meter voraus läuft. Im Moment habe ich den Eindruck, dass der Hund nicht zehn, sondern 20 Meter vorweg rennt. Für die aktuelle Börsenrally fehlt mir immer noch die fundamentale Untermauerung. Andererseits sollte man als Anleger keinen Trend verpassen. Insofern sehe ich im Moment ein Tauziehen zwischen den fundamentalen Faktoren und der Euphorie, die die Aktienkurse nach oben treibt.

Was steckt denn hinter der Aufwärtsbewegung, wenn fundamentale Treiber fehlen? Die aktuelle Rally ist insofern ungewöhnlich, dass der Kurswende im März kein klassischer Ausverkauf vorausgegangen ist. Und auch die hohen Umsätze, die einen Aufschwung normalerweise tragen, haben wir nicht gesehen. Der Markt geht bei dünnen Volumina nach oben, es fehlt an Nachfrage: Die Privaten sind nicht im Markt, die Institutionellen warten größtenteils noch ab und ich habe das Gefühl, dass die Ausländer auch noch nicht wieder stark engagiert sind. Aber irgendwer muss kaufen, sonst wäre der Markt nicht derart rasant gestiegen. Fondsmanager haben sicherlich gekauft, weil sie auch auf hohen Barreserven saßen. Im aktuellen Umfeld reicht das schon aus, da auch niemand da ist, der verkauft. Die zittrigen Hände sind nicht am Markt, weil der Aktienanteil in den Portfolios der meisten Investoren niedrig ist.

Ist das nicht ein klarer Ausdruck des mangelnden Vertrauens in Aktien?

Nicht nur. Es ist vor allem Ausdruck eines immensen Überangebots am Anleihemarkt. In diesem Jahr kommen neue US-Staats-Bonds im Volumen von ca. 2000 Milliarden Dollar plus Rekorde an Euro-Staatsanleihen und Unternehmensanleihen auf den Markt. Die müssen in den Depots der Investoren irgendwie untergebracht werden. Entsprechend schrumpft der Aktienanteil.

Kommen wir zurück zum fundamentalen Umfeld. Dort gab es zuletzt doch eine Reihe ermutigender Daten, die Frühindikatoren haben klar ins Positive gedreht. Wieso sind Sie noch skeptisch? Die konjunkturelle Lage wird überzogen optimistisch dargestellt. Nominal sehen die Zahlen deutlich schlechter aus als real. Das gilt zuvorderst für die USA: Das Gros der kleinen und mittleren Betriebe hat Probleme. Das sieht man aber nicht an Frühindikatoren wie Geschäftserwartungen oder der Geldmenge M1. Letztere liefert meines Erachtens im Moment überhaupt keine Orientierung, da der starke Anstieg vor allem auf die Stimuli der Notenbank im Rahmen des "Quantitative Easing" zurückzuführen ist. Bei den Unternehmen kommt dieses Geld nicht an. Im Gegenteil: Die Kredite schrumpfen nominal. Das ist ein wirklich verlässlicher Frühindikator, und der spricht nicht für eine Wirtschaftsexpansion.

Die Zahlen der Unternehmen in der aktuellen Berichtsaison sind aber auch nicht schlecht. Macht Ihnen das keinen Mut?

Die Firmen haben das Kunststück geschafft, bei stagnierenden oder schrumpfenden Umsätzen die Gewinnmargen auf Rekordniveau zu halten. Das ist aber nicht dauerhaft wiederholbar. Ich halte es auch für kontraproduktiv, die Gewinne hochzuhalten, wenn die Konzerne auf der anderen Seite Leute entlassen, die Lagerbestände runterfahren und ihre Ausgaben für Forschung und Entwicklung

senken. Die Unternehmen verspielen damit einen Teil ihrer Zukunft. Das extrem kurzfristige Denken führt irgendwann gesamtwirtschaftlich in eine Sackgasse.

Entsteht an den Märkten, an denen die Teilnehmer das offensichtlich anders sehen, dann schon wieder die nächste Blase?

Die Gefahr ist zumindest da. Die Geldschwemme durch die weltweiten Notenbanken ist nicht positiv. Es wird schon wieder zu viel auf Kredit gekauft. Ein gutes Beispiel ist der Rohstoffsektor. Hier sind gleichzeitig die Lager und die Preise gestiegen. Diese Rally ist zumindest in den westlichen Ländern nicht durch die reale Nachfrage gedeckt. Und China ist nicht so groß und bedeutend, wie viele glauben.

Aber China ist für viele der Hoffnungsträger für die Weltkonjunktur?

Vielleicht wird China irgendwann mal die Rolle als Lokomotive der Weltwirtschaft übernehmen, aber im Moment ist es davon noch ein gutes Stück entfernt. Das tolle chinesische Wachstum reicht nicht aus, um die Weltkonjunktur nach oben zu ziehen. Zumal die Chinesen immer mehr dazu übergehen, alles selbst zu machen. Sie bestellen im Westen nur noch das, wofür ihnen das Know-how fehlt. Ansonsten ist das Bemühen, die Binnenkonjunktur zu stärken, überall spürbar. Die Devisen heißt "Buy Chinese".

Dann hängt also nach wie vor alles an den USA?

Ja, die Vereinigten Staaten bleiben auf absehbare Zeit der Wachstumstreiber. Deswegen bin ich ja auch skeptisch. Wenn sich "Deleveraging", also der Abbau der Verschuldung von Firmen und Privaten in den USA fortsetzt, kann das die Konjunktur stärker belasten. Die Kreditkartenschulden der Privaten sinken ja bereits. Und angesichts rückläufiger Lohnsteigerungen und steigender Arbeitslosigkeit sehe ich nicht, wie sich dieser Trend umkehren sollte.

Dafür macht der Staat umso mehr Schulden.

Ja und das ist das nächste große Problem für Konjunktur und Börse. Zwar gab es früher Phasen mit deutlich stärker steigenden Staatsschulden. Aber der Blick in die Vergangenheit zeigt, dass später auch immer die Steuern erhöht wurden. Phasen niedrigerer Steuern folgten immer Phasen recht hoher Steuern. Das wird dieses Mal nicht anders sein und insgesamt ist das auch gut so.

Wieso das?

Was bisher kaum thematisiert wurde, ist die Frage, inwiefern die niedrigen Steuern auch zur Entstehung der Finanzkrise beigetragen haben. Es ist doch so, dass von niedrigen Steuern vor allem die Reichen profitieren, bei denen sich immer mehr Vermögen konzentriert. In der Folge wachsen die Risikobereitschaft und der Hang zur Finanzspekulation. Je hemmungsloser die Spekulation wird, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass Fehler gemacht werden. So war es 1929 und ich denke, dass es dieses Mal ähnlich war.

Also sind höhere Steuern zu begrüßen?

Aus konjunktureller Sicht nicht, aber um Spekulanten zu bremsen schon. Und der Trend geht ja auch in diese Richtung. Die Briten haben die Steuern für Personen mit hohem Einkommen auf 50 Prozent angehoben. Auch US-Präsident Obama hat ähnliches angekündigt.

Barack Obama hat auch erklärt, dass er an der Politik des "starken Dollars" festhalten will. Solche Töne hört man aus den USA seit Jahren, unter dem Strich wertet der Dollar aber kontinuierlich ab. Sind das nur Lippenbekenntnisse?

Wenn die USA weiter wachsen wollen, dann können sie das nur über Exporte. Das hat der US-Präsident ebenfalls gesagt. Eigentlich bräuchten die Staaten weitere Konjunkturprogramme, aber die wird Obama nicht durch den Kongress bekommen. Deswegen gibt es zu einer weiteren Dollar-Abwertung keine Alternative.

Womit den Aktienmärkten - zumindest in Europa - eine weitere Gefahr erwächst.

Nicht unbedingt. An der Börse gibt es heute eine Korrelation zwischen steigendem Euro und steigenden Kursen. Die Leute denken, dass die Dollar-Schwäche Folge eines Carry Trade ist und dass das Geld, das Investoren in den USA zu extrem niedrigen Zinsen aufnehmen können, unter anderem nach Europa fließt und dort den Aktienmärkten zugute kommt. Letztlich ist es eine Frage der Schwellenwerte: Mit jedem Cent, den der Euro weiter steigt, wächst die Wahrscheinlichkeit, dass die Amerikaner europäische Aktien verkaufen, um sich Kurs- und Währungsgewinne zu sichern. Bei Kursen deutlich über 1,50 oder 1,60 Dollar steigen aber auch die Sorgen der exportierenden Unternehmen und irgendwann greift das auf den Markt über.

Das klingt alles ziemlich beunruhigend. Woher kann denn der Anstoß für eine tatsächliche Wende zum Besseren kommen?

Wie bereits erwähnt, setzt US-Präsident Obama große Hoffnungen in den Export und das könnte tatsächlich ein Ansatzpunkt sein. Allerdings fehlt in den USA die Exportorientierung. Das Land hat keine überlegenen Produkte und kein ausreichendes Know-how, wenn man mal vom Technologiesektor absieht. Die Industrie wurde über Jahre vernachlässigt. Jetzt sieht man, dass die

Konzentration auf den Dienstleistungssektor in einer globalisierten Welt ebenso in die Sackgasse führt wie die Finanzierung von künstlichem Konsum und billigen Importen durch die Nullzinspolitik. Damit dürfte es im nächsten Jahr nach Meinung vieler Marktteilnehmer ja vorbei sein. Erwarten Sie auch eine Zinswende in den USA in den kommenden Monaten?

Klar ist, dass die Zinsen dringend steigen müssen, dass die Fed ihre "Nach-mir-die-Sintflut"-Politik beenden muss. Aber wenn die Amerikaner ihre Wirtschaft retten wollen, haben sie andererseits eigentlich keine andere Wahl, als die Zinsen niedrig zu halten. Auch den Bondmarkt muss die Notenbank ganz genau im Auge behalten. Die Frage ist ja, wo die Masse an Anleihen ist, die der US-Staat emittiert hat. Viele davon liegen direkt bei der Notenbank, einen Großteil haben auch Geschäftsbanken mit Notenbankgeld gekauft. Wenn nun die Zinsen steigen und die Anleihekurse sinken, werden die Banken diese Papiere auf den Markt werfen. Dann droht der ganze Markt zusammenzubrechen. So etwas hatten wir 1994 schon einmal. Viele erinnern sich daran, dass 1994 kein gutes Aktienjahr war, aber es war vor allem ein Blutbad an den Anleihemärkten mit Kursverlusten von bis zu 50 Prozent.

Was ist die Alternative zu einer Exit-Strategie der US-Notenbank? Bleiben die Zinsen niedrig, sind neue Blasen an den Märkten doch nur eine Frage der Zeit, oder nicht?

Auf die Dauer wird die Schwemme an billigem Geld sicher eine Asset-Price-Inflation mit sich bringen. In Ansätzen ist ja schon erkennbar, dass die Märkte wegen der hohen Liquidität weiter getrieben werden. Es gab in den vergangenen Monaten immer wieder Momente, in denen am Markt Zweifel laut wurden, ob die Konjunktur den Börsen folgen kann. Doch die Korrekturen waren immer nur ganz kurz, dann ging es weiter. Unter dem Strich ist das alles brutal künstlich.

Also bleibt Anlegern die Wahl zwischen Pest, Cholera und Pocken: Aktien sind schon zu teuer, Anleihen droht ein Einbruch und für Tagesgeld und andere Einlagen bekommt man keine Zinsen.

Was sollen Anleger jetzt tun?

Das ist natürlich die Gretchenfrage. Wir sind bei Aktien seit Monaten vorsichtig und haben dadurch einige Gewinne verpasst. Aber ich schrecke davor zurück zu kaufen, wenn ich nicht dahinterstehe. Wir haben uns immer als Value-Haus positioniert, das in günstige Aktien investiert. Doch Aktien sind zurzeit nicht wirklich billig und egal in welche Branche man schaut - die Perspektive ist nicht gut. Aber irgendetwas müssen Sie kaufen.

Ich schaue auf die Schwellenländer: Brasilien hat es vermutlich hinter sich, nachdem sich Aktienkurse und Währung verdoppelt haben. Aber ich bin nach wie vor ein Asien-Anhänger: Die Emerging Markets der Region sind in einem relativ normalen Zyklus mit geringer Verschuldung. Anders als die westlichen Länder könnten sie auch die Zinsen ohne weiteres anheben. Aber zumindest China wird das meiner Meinung nach nicht so schnell tun und das stimmt mich optimistisch. Wir halten z.B. chinesische Bankaktien in unseren Fonds. International sind auch Bankaktien interessant, die von Strukturprogrammen profitieren.

Was bringt Sie zu dieser Meinung?

Die Chinesen haben im letzten Zyklus gelernt, dass sie zu schnell gebremst haben. Jetzt haben sie unheimlich Gas gegeben und mit Konjunkturprogrammen und massiver Kreditvergabe die Wirtschaft auf Kurs gebracht. Und sie müssen weiter stimulieren, wenn sie politische Unruhen verhindern wollen.

Nicht wenige Experten warnen jedoch vor einer Aktienblase in China.

China ist ein sehr intransparenter Markt. Die Blase gibt es sicherlich in Teilen, aber längst nicht überall. Bei vielen Aktien, die nicht so im Blickfeld stehen, sehe ich sehr gute Chancen.

Was können Anleger sonst noch kaufen?

Am Anleihemarkt kann man ein paar Kurzläufer kaufen, außerdem sehe ich noch Chancen bei Unternehmensanleihen. Hier gibt es sichere Renditen und ich glaube nicht an massive Bonitätsprobleme solider deutscher Konzerne. Mittelfristig bin ich zudem optimistisch für Gold, da der Markt eng und Gold kaufkraftbereinigt nach wie vor nicht zu teuer ist. Allerdings ist Gold kein Spekulationsobjekt. Wenn ich fünf Prozent als Versicherung im Depot habe, ist es gut.