

BÖRSENCRASH

"Helfen kann nur eine riesige Pleitewelle"

Nach Überzeugung des Vermögensberaters Jens Ehrhardt hat der Börsencrash auf Raten gravierendere Ursachen als die pessimistische Stimmung der Anleger. Im Gespräch mit SPIEGEL ONLINE führt der Finanzexperte den Niedergang auf die hohe Verschuldung zurück. Verantwortlich dafür sei US-Notenbank-Chef Alan Greenspan.



SPIEGEL ONLINE: Ist bei der Entwicklung der Aktienkurse allmählich der Boden in Sicht?

Jens Ehrhardt: Auf kurze Sicht kann man das nicht so genau sagen. Auf mittlere und lange Sicht bin ich sehr pessimistisch. Denn die wirtschaftlichen Rahmendaten stimmen nicht. Egal ob Unternehmen oder ganze Volkswirtschaften - wo man hinschaut, findet man riesige Schuldenberge. Die kamen nicht zuletzt deshalb zusammen, weil sich die Anleger angesichts der Höhenflüge der Börsenkurse vor zwei Jahren reich gefühlt haben. Und wenn ich mich reich fühle, dann kaufe ich mir ein Auto oder dies und jenes - in der Regel auf Kredit. Für den Einzelnen mag das angehen, wenn man die Volkswirtschaft insgesamt betrachtet, ist das natürlich verheerend, denn die Überschuldung wächst ins Unermessliche.

Macht die Überschuldung als Ursache der Börsenbaisse aus: Vermögensverwalter Ehrhardt



SPIEGEL ONLINE: Wollen Sie damit sagen, wir haben in den letzten Jahren so weit über unsere Verhältnisse gelebt, dass wir das jetzt erst einmal zurückzahlen müssen?

Ehrhardt: Betrachten Sie die USA. Auf deren Volkswirtschaft - öffentliche Hand, Unternehmen und Privathaushalte - lastet ein Schuldenberg in Höhe von 30.000 Milliarden Dollar. Das ist praktisch dreimal so viel wie das Bruttoinlandsprodukt und kostet rund 2000 Milliarden an Zinsen im Jahr. Wie ernst die Situation ist, lässt sich daran erkennen, dass die Summe aller in der US-Wirtschaft aufgenommen Kredite in den letzten Jahren ungefähr genau so hoch war. Die USA sind also faktisch pleite. Ein Unternehmen müsste jedenfalls Insolvenz beantragen, wenn seine Schulden so hoch sind wie der Jahresumsatz. Eine höhere Relation konnten sich zeitweise lediglich einige Telekommunikationsunternehmen leisten.

Die Ursachen der Depression - diskutieren



Sie mit anderen SPIEGEL-ONLINE-Usern!

SPIEGEL ONLINE: Aber viele Unternehmen konnten die hohen Schulden lange Zeit durch Umsatzsteigerungen kompensieren. Wieso funktioniert das jetzt nicht mehr?

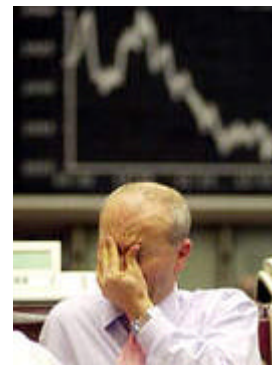
Ehrhardt: Aus der Schuldenfalle führt so eine Geschäftspolitik allenfalls, wenn die Umsatzsteigerungen gewaltig sind. Im Prinzip ist das ein einfaches Rechenexempel: Angenommen, bei einem Unternehmen wären die Schulden so hoch wie der Jahresumsatz und man würde einen Zinssatz von sechs bis zehn Prozent zu Grunde legen. Dann müssten also schon sechs bis zehn Prozent Rendite herauspringen, um allein ihre Zinsen zu bezahlen.

SPIEGEL ONLINE: Die Baisse ist also kein Stimmungstief der Anleger, wie es viele Analysten immer wieder beschwören?

Ehrhardt: Nein, das sind Probleme substanzieller Art. Das ist schon an den nicht enden wollenden Gewinnwarnungen zum Ende es Quartals zu erkennen. Und von der Entwicklung der realen Wirtschaft können sich die Finanzmärkte nicht abkoppeln. Wenn es da nicht voran geht, läuft an den Finanzmärkten über kurz oder lang nichts mehr.

SPIEGEL ONLINE: Könnte sich der Irak-Feldzug zusätzlich verschärfend auf die Krise auswirken?

Ehrhardt: Das bestimmt, aber er wird eher von den tatsächlichen Problemen ablenken. Insgesamt wiegen die grundsätzlichen Ursachen stärker und unabhängig von einem Krieg. Aber niemand traut sich an die grundsätzlichen Ursachen heran, auch US-Notenbank-Chef Alan Greenspan nicht. Ich vermute, die USA wollen sich mit dem vorgehen gegen den Irak einen niedrigen Ölpreis sichern, der für ihre Volkswirtschaft von existentieller Bedeutung ist.



AP

Kein Rezept gegen die Baisse: Börsenhändler in Frankfurt . . .

SPIEGEL ONLINE: Hat man die Signale nicht rechtzeitig wahrgenommen?

Ehrhardt: Diejenigen, die sie hätten wahrnehmen können - Börsenbriefe, Anlegermagazine, Analysten, etc. - hatten wenig Interesse daran, ihren potenziellen Kunden reinen Wein einzuschenken. Wenn man die Entwicklung kritisch analysiert, werden Sie feststellen, dass der Niedergang seit längerem andauert - in Japan bereits seit Anfang der neunziger Jahre, bei uns seit 1998.

SPIEGEL ONLINE: Börsenbriefe und Anlegermagazine legen aber keine Zinssätze fest.

Ehrhardt: Das ist richtig. Dafür trägt Greenspan die wesentliche Verantwortung. Durch seine Niedrigzinspolitik hat er jahrelang Geld in den Markt gepumpt. Damit hat er die Unternehmen dazu verleitet, Engpässe per Kredit zu überbrücken und die notwendigen Strukturanpassungen zu vermeiden. Die Einstellung war verbreitet: "Der Greenspan haut uns raus und bringt die Wirtschaft wieder auf Touren". Tatsächlich führte das auch immer wieder zu einem kurzen Zwischenspurts der Wirtschaft, aber die Verschuldung blieb jeweils immer auf einem noch höheren Level. Allmählich, so fürchte ich haben wir ein Toplevel erreicht, um im Bild zu bleiben. Die Zinslast der Schulden ist es, die alles bremst.

SPiegel ONLINE: Aber 1998 hat bei uns doch erst der große Börsenboom eingesetzt.

Ehrhardt: Wenn man genauer hinschaut, waren für die Hausse in erster Linie Technologiekonzerne zuständig, die in Folge ihres Börsenwertzuwachses auch in den Indizes höher gewichtet wurden. Dazu gehört zum Beispiel die Aktie der Deutschen Telekom, die den Dax nach oben getrieben hat. Der Nemax war sogar ausschließlich von dieser Entwicklung getragen. Die traditionellen Branchen sind dem nicht wirklich gefolgt. Wenn man die Situation an den Börsen um den beschriebenen Effekt bereinigt, kommt über einen längeren Zeitraum betrachtet ein kontinuierlicher Abschwung heraus. Das war das Alarmsignal, das die Experten hätte hellhörig werden lassen müssen.

Jens Ehrhardt

Der Münchner Vermögensverwalter ist seit rund 30 Jahren im Geschäft. Insgesamt verwaltet er im Auftrag von rund 200 Kunden 250 Millionen Euro. Im schwierigen Börsenjahr 2001 war sein Unternehmen eines der wenigen, das eine positive Rendite erzielte. Der promovierte Betriebswirt wurde mit seiner Warnung vor dem Wall-Street-Crash 1987 bekannt. Ehrhardt beschäftigt in seinem Unternehmen 27 Mitarbeiter und managt zugleich mehrere Fonds. Gute Ergebnisse erzielte Ehrhardt mit so genannten Value-Werten aus dem MDax wie K+S, Krones, Bilfinger Berger oder Stada. "Ich schaue auf ein vernünftiges Chance-Risiko-Verhältnis und achte auf die Bilanz: Hohe Schulden mag ich nicht", erklärt Ehrhardt seine Strategie. Den Grundstein für seine jüngsten Erfolge legte Ehrhardt mit dem rechtzeitigen Ausstieg aus Technologiewerten im Frühjahr 2000.

SPiegel ONLINE: Sie demontieren damit ein Denkmal.

Ehrhardt: Trotzdem bleibt Greenspan für die Kursblase und für die riesige Verschuldung. Er hatte sich vorgenommen, den Märkten immer genügend Liquidität zur Verfügung zu stellen, damit es nicht zu einem Crash kommt, wie 1929. Die Folge davon ist die enorme Verschuldung, unter der wir zurzeit zu leiden haben.

SPiegel ONLINE: Und auf welche Weise ließe sich eine radikale Wende herbeiführen?

Ehrhardt: Um es klar zu sagen: Helfen kann nur eine riesige Pleitewelle. Damit würden zwar die Gläubiger etwas verlieren, aber die Schuldner könnten wieder anfangen zu wirtschaften. Anders kommen wir von diesem riesigen Schuldenberg nicht

herunter.

SPIEGEL ONLINE: Das scheint ein reichlich utopischer Ansatz zu sein.

Ehrhardt: Bei vielen Entwicklungsländern haben wir das schon erlebt. Da sind die Schulden einfach gestrichen worden. Auch Argentinien wird seine Schulden nicht zurückzahlen. Die Anleihen, die dahin geflossen sind, kann man vergessen, da bin ich sicher.



SPIEGEL ONLINE: Wir müssen uns also auf eine Serie von Pleiten einrichten, die wir in der Form bislang nicht für möglich gehalten haben?

Ehrhardt: Genau das ist der Fall.

SPIEGEL ONLINE: Welche Branchen wird das betreffen?

... oder an der Wall Street



Ehrhardt: Zuerst wird es wohl die Finanzbranche erwischen. Viele der Banken haben sich ja von der

Börsenhysterie anstecken lassen. Auch für einige Versicherer, die ihre Rücklagen in den vergangenen Jahren überdurchschnittlich häufig in Aktien investiert haben, könnte die Lage schwierig werden.

SPIEGEL ONLINE: Welche Großpleite werden wir als nächstes vermelden müssen?

Ehrhardt: Für die Commerzbank könnte es eng werden. Weniger wegen der tatsächlichen Finanzlage, die kenne ich nicht genau genug, um die Lage beurteilen zu können. Aber allein die Nachrichten über finanzielle Engpässe könnte das Institut in ernste Schwierigkeiten bringen, wenn die Anleger ihr Geld abziehen. In dieser hochnervösen Stimmung könnte das schnell passieren. Auch MLP und die Beteiligungsgesellschaft WCM sind echte Wackelkandidaten. Es werden zwar noch eine Menge Ausreden für die schlechte Lage angeführt, doch darunter leiden in der Regel zuerst die Unternehmen, die über wenig Substanz verfügen.

SPIEGEL ONLINE: Gut, das sind jetzt die üblichen Verdächtigen . . .

Ehrhardt: Die Vorhersage der nächsten spektakulären Pleite ist natürlich eine schwierige Übung. Ich könnte mir vorstellen, dass es in Großbritannien noch etliche Versicherungen und Banken treffen wird. Denn diese haben noch viel mehr in Aktien investiert als deutsche Unternehmen. Einzelne Versicherer haben rund achtzig Prozent ihrer Anlagen in Aktien. Die deutschen Versicherer haben den Aktienanteil ihrer Investitionen teilweise bereits auf deutlich unter zehn Prozent reduziert.

Das Interview führte Michael Kröger

DRUCKVERSION ▶▶
ARTIKEL VERSENDEN ▶▶
LESERBRIEF SCHREIBEN ▶▶

© SPIEGEL ONLINE 2002
Alle Rechte vorbehalten
Vervielfältigung nur mit Genehmigung der SPIEGELnet AG



◀◀ POLITIK | WIRTSCHAFT | NETZWELT ▶▶

[[Home](#) | [Politik](#) | [Wirtschaft](#) | [Netzwelt](#) | [Panorama](#) | [Kultur](#) | [Wissenschaft](#) | [UniSPIEGEL](#) | [S](#)
[[Marktplatz](#) | [Schlagzeilen](#) | [Leserbriefe](#) | [Forum](#) | [Newsletter](#) | [Archiv](#) | [Shop](#) | [Impressum](#)
[[DER SPIEGEL](#) | [SPIEGEL TV](#) | [JAHRBUCH](#) | [KulturSPIEGEL](#)]
[[manager magazin](#) | [SPIEGEL-Gruppe](#) | [Mediadaten](#) | [SCHULE@SPIEGEL](#)]