

„Die glorreichen Sieben liefern ein Warnsignal“

Jens Ehrhardt erklärt, was die Deutsche Telekom von 2000 mit dem heutigen Kursanstieg von **Apple, Microsoft und Nvidia** zu tun hat



Jens Ehrhardt

Trotz seines 81. Geburtstags am 17. März denkt Jens Ehrhardt noch nicht daran, als Fondsmanager und Chef der DJE Kapital AG aufzuhören. Bereits seit Mitte der 1960er analysiert der promovierte Betriebswirt das Geschehen an den Kapitalmärkten und bringt sein Wissen und seine Erfahrungen in die Fonds seines Hauses ein. Das gilt vor allem für den aktienlastigen FMM-Fonds (ISIN: DE 0008478116), den er im August 1987 aufgelegt hat und nach wie vor selbst managt. Die FMM-Methode hat er 1974 während seiner Promotion entwickelt und darin früh erkannt, wie wichtig die Geldpolitik der Notenbank für die Kapitalmärkte ist.

Mein ganzes Berufsleben hat mich die Frage nach der optimalen Vermögensanlage und nach den Kurs-Bestimmungsfaktoren am Aktienmarkt beschäftigt. Es gibt kalkulierbare Einflussfaktoren und schwarze Schwäne, die nicht vorhersehbar sind wie Pandemien oder Kriege. Die Finanzkrise 2008 gehörte nicht dazu, da sie durch die klassische Notenbank-Bremmung ausgelöst wurde und damit gut prognostizierbar war.

Bei den vorhersehbaren Einflussfaktoren habe ich gelernt, wirtschaftliche und politische Faktoren zu unterscheiden. Bei den wirtschaftlichen Faktoren zählten am Aktienmarkt bis vor circa 50 Jahren ausschließlich Gewinne und Substanz. Der Anlageerfolg ist aber noch keineswegs sicher, wenn man die zukünftigen Gewinne und die Substanz eines Unternehmens richtig voraussagt, denn ich habe über die Jahrzehnte extreme Schwankungen der Kurs-Gewinn-Verhältnisse (an einzelnen großen Märkten zwischen fünf und 100 wie Japan) und erhebliche Schwankungen in den Kurs-Buchwert-Verhältnissen (zwischen 0,5 und 5,0) als Messgröße für die Substanz gesehen.

Seit gut 50 Jahren sind die Notenbanken zum Hauptfaktor der Konjunktursteuerung geworden. Entsprechend hat auch der monetäre Faktor, zumindest zeitweise, eine größere Bedeutung für die Aktienmärkte als die Bewertung. Ganz am Anfang geht es um die Frage: „Ist genügend Geld da, um Aktien zu kaufen?“

Ist die Liquidität reichlich, so sinken

Forum An dieser Stelle schreiben neben Jens Ehrhardt diese Experten (rechts) abwechselnd über ein Thema aus Wirtschaft und Finanzen



Virginie Maisonneuve,
Allianz Global Investors



Sonja Laud,
Legal & General



Javier Lodeiro,
wiLLBe



Martin Lück,
Blackrock



Baki Irmak,
The Digital
Leaders Fund

die Zinssätze. Liegt der Zins unter dem Wirtschaftswachstum, so führt dies in der Regel zu Konjunkturaufschwung und tendenziell – meist mit Zeitverzögerung – zu besserer Konjunktur, steigenden Gewinnen und höheren Aktienkursen. Liegt dagegen der Zins über dem Wirtschaftswachstum wie heute in den USA, so führt dies – so regelmäßig in der Vergangenheit – zu schlechterer Konjunktur, fallenden Gewinnen und sinkenden Aktienkursen.

Der „richtige“ Zins. Er wird als der natürliche Zins bezeichnet. Steuert die Notenbank die Wirtschaft mit diesem Zins, wirkt dies weder bremsend noch ankurbelnd auf die Konjunktur. Diesen natürlichen Zins zu bestimmen, ist für die Notenbanken schwierig und war zuletzt auch auf dem Notenbankertreffen in Jackson Hole in den USA ein wichtiges Thema.

Tatsache ist jedenfalls, dass der US-Realzins (also der nominelle Zins minus Inflationsrate) heute mit gut zwei Prozent auf dem höchsten Stand seit der globalen Finanzkrise liegt. Damals dauerte es über ein Jahr, bis der gestiegene Realzins die Konjunktur negativ beeinflusste. Bedenkt man, dass es auch heute gut ein Jahr her ist, als in den USA und etwas später in Europa die Zinsen angehoben wurden, könnte sich der konjunkturelle Effekt der Realzinsanhebung (Rezession) bald einstellen. Es könnte diesmal etwas länger dauern, weil die US-Notenbank im Zuge der US-Bankenkrise vom März 2023 mit knapp einer halben Billion Dollar Liquiditätseinschub die Antiinflationpolitik kurzfris-

tig unterlief, aber im Allgemeinen wirken monetäre Maßnahmen wesentlich stärker auf die Konjunktur als fiskalpolitische Eingriffe. Es erscheint realistisch, dass in den nächsten Monaten der hohe Realzins und die abflachende fiskalpolitische Stimulierung in den USA Konjunktur und Börse bestimmen.

DAX und Deutsche Telekom. Was bei längerfristigen Betrachtungen nicht unterschätzt werden sollte, ist der politische Faktor. Im letzten Jahr haben russische Aktien zum wiederholten Mal aus politischen Gründen weitgehend ihren Wert verloren, und zuletzt war die Baisse der chinesischen Titel stark politisch bedingt. Viele Hongkong-Titel sind heute geradezu unglaublich preiswert, aber es fehlt aus politischen Gründen an Käufern. Der US-Aktienmarkt war hingegen langfristig der beste der Welt, da durchgehend Marktwirtschaft herrschte, was Kapital und fähiges Management anzog.

Langfristig dürfte dieser politische Faktor neben dem Management der Aktiengesellschaften der wichtigste Faktor sein. Ein sehr gutes Management wird auch bei einem Unternehmen in einer nicht sehr spannenden Branche (zum Beispiel Automobil) zu besseren Aktienkursen führen als ein schlechtes Management in einer Wachstumsbranche.

Optimal ist es natürlich, wenn ein sehr fähiges, vorausschauendes Management mit einer Wachstumsbranche wie zum Beispiel künstliche Intelligenz zusammenfällt. Auch hohe Bewertungen sind dann häufig keine Bremse für die Kursentwicklung. Das gilt, bis ein markttechnischer Überoptimismus die nächs-

te Korrektur an den Aktienmärkten auslöst. Gefährlich ist es immer, wenn sich die Anlegergelder auf ganz wenige große Titel konzentrieren und es sich nicht um eine Aktienhausse auf breiter Front unter Beteiligung der Mehrzahl der gehandelten Börsentitel handelt. Zuletzt konzentrierte sich das Kapital aber in wenigen großen Titeln wie Apple, Microsoft und Nvidia.

Mich erinnert dies an die Internetblase im Jahr 2000, als die Deutsche Telekom im DAX eine Gewichtung von über 13 Prozent hatte. Auch damals stieg der Aktienindex, bedingt durch die hohe Index-Gewichtung einzelner Titel, während die Masse der Aktien stagnierte. 2023 wäre der US-Aktienindex S & P 500 kaum gestiegen, hätten nicht die glorreichen Sieben (die sieben höchstgewichteten Wachstumsaktien) den Index nach oben gezogen. Die restlichen 493 S & P-Aktien (also ohne die glorreichen Sieben) sind in diesem Jahr (wie der Dow-Jones-Index) bisher gerade einmal vier Prozent gestiegen (und der Dollar gegen Euro drei Prozent gefallen). Diese Realität sollte man berücksichtigen, wenn man liest, dass die Wall Street in diesem Jahr die beste Börse seit 26 Jahren aufweist.

Das nächste Jahr dürfte spannend werden, wenn die monetären Faktoren (Zinssenkung im Jahresverlauf?) und die Politik (Wahlen im November) die Börse durchschütteln werden.



Diskutieren Sie mit. Sie haben Fragen an unsere Experten, Anmerkungen oder Kritik? Schreiben Sie uns unter **forum@finanzenverlag.de**