

„Die Zeit echter **Kaufkurse** ist noch nicht gekommen“

Während seiner Zeit als Vermögensverwalter hat **Jens Ehrhardt**, der Gründer und Chef von **DJE Kapital**, schon so manche Krise an den Kapitalmärkten durchlebt. Daher sollte man aufhorchen, wenn er die aktuelle Entwicklung als „unheimlich“ beschreibt.

Seit mehr als 50 Jahren beschäftigt sich Jens Ehrhardt mit dem Geschehen an den internationalen Kapitalmärkten. Seine Sporen im Management von Wertpapieren hat sich der heute 80-Jährige als Partner der damals größten deutschen Vermögensverwaltungsgesellschaft verdient. Nach seiner 1974 absolvierten Promotion über „Kursbestimmungsfaktoren am Aktienmarkt“ legte er mit der anfangs unter dem Namen Dr. Jens Ehrhardt Vermögensverwaltung firmierenden Gesellschaft noch im selben Jahr den Grundstein für den Aufbau der heutigen DJE Kapital AG, die er von Beginn an leitete.

Den ihm eigenen Ansatz im Management von Wertpapieren setzt Ehrhardt in dem vor über 35 Jahren aufgelegten Multi-Asset-Produkt FMM-Fonds um. Die Abkürzung steht für die Berücksichtigung von fundamentalen, monetären und markttechnischen Kriterien, die der Erfolgsmanager als die wesentlichen Bestimmungsfaktoren für die Kursentwicklung an den Kapitalmärkten ausgemacht hat. Wir haben mit ihm über seine Erwartungen gesprochen.

»Eine einzigartige Kombination, die so noch nie in der jüngeren Börsengeschichte vorgekommen ist.«

Jens Ehrhardt, DJE Kapital

Herr Ehrhardt, es gibt nur wenige Fondsmanager, die so lange aktiv sind wie Sie. Haben Sie eine Entwicklung wie die seit Jahresanfang schon einmal erlebt?

Jens Ehrhardt: An manche Korrekturphase an den Kapitalmärkten erinnere ich mich, als sei es erst gestern gewesen. Aber ich muss zugeben, dass mir die Entwicklung, die wir seit dem Ausbruch des Ukrainekriegs erleben, im Vergleich geradezu unheimlich erscheint. Unheimlich, weil eine geopolitisch extrem schwierige Situation, ausgelöst durch den russischen Einmarsch in die Ukraine, mit einer restriktiven monetären Politik zusammentrifft, über die die Notenbanken eine weit aus

dem Ruder gelaufene Inflation einzudämmen versuchen. Eine solche Kombination ist nach meiner Erinnerung einzigartig und in dieser Verbindung noch nie in der jüngeren Börsengeschichte vorgekommen. Sie wäre allenfalls vergleichbar mit dem ersten Halbjahr 1962, gut zehn Jahre vor meinem Beginn als Vermögensverwalter.

Inwiefern?

Abgesehen vom laufenden war 1962 das einzige Jahr der Nachkriegszeit, in dem es während der ersten Jahreshälfte zu einem Kursrückgang an den Märkten um fast 30 Prozent gekommen ist. Damals braute sich gerade die Kubakrise als Konfrontation zwischen den Vereinigten Staaten von Amerika und der Sowjetunion zusammen, die aber erst im Oktober ihren Höhepunkt erreichte. Nur gab es eben zwei wichtige Unterschiede zur heutigen Situation.

Was meinen Sie konkret?

Zum einen ist es damals am Ende nicht zu einem Krieg gekommen, auch wenn die beiden Supermächte während dieser Zeit einer direkten militärischen Auseinandersetzung, besser gesagt: einem möglichen Atomkrieg, am nächsten gekommen sind. Zudem standen die Notenbanken nicht auf der monetären Bremse. Daher haben wir es heute zum ersten Mal mit dieser Doppelbelastung aus Inflationsbekämp-

»Wenn die Inflation auf einem 40-Jahres-Hoch steht, bleibt den Zentralbanken natürlich nichts anderes übrig, als dagegen anzukämpfen.«

Jens Ehrhardt, DJE Kapital



fung und geopolitischer Krise zu tun. Und ich fürchte, dass beides auch so schnell nicht vorbei sein wird. Auch das wird im Übrigen einen Unterschied zur Kubakrise markieren, die am Ende eigentlich nur 13 Tage gedauert hat und mit dem Abzug der russischen Atomsprengköpfe beendet war.

Was könnte zu einer Lösung beitragen?

Ehrlich gesagt kann ich im Moment nicht wirklich erkennen, wie sich die Situation in der Ukraine kurzfristig und vor allem friedlich lösen lassen könnte. Und ich sehe auch nicht, wie die Notenbankpolitik so schnell wieder ins Positive drehen könnte. Wenn die Inflation auf einem 40-Jahres-Hoch steht, dann bleibt den Zentralbanken natürlich nichts anderes übrig, als dagegen anzukämpfen. Wir dürfen aber gleichzeitig nicht verkennen, dass wir es mit einer Teuerung zu tun haben, die ich als nicht typisch bezeichnen würde.

Worunter Sie was genau verstehen?

Den meisten Zyklen steigender Preise während der Nachkriegszeit ist eine Phase einer

boomenden Konjunktur vorausgegangen, die dann irgendwann zu einem Anstieg der Nachfrage mit entsprechenden Auswirkungen auf die Preise geführt hat. Diesmal war es anders. In einer Zeit, da die Konjunktur sich noch gar nicht in einer Boomphase befunden hat, ist die Inflation sehr stark gestiegen aufgrund einer Verknappung des Angebots, nicht aufgrund eines starken Anstiegs der Nachfrage. Geführt hat dazu zunächst die Covid-Krise mit ihren Lieferengpässen, und relativ kurz danach brach der Ukrainekrieg aus – mit einer zunehmenden Versorgungsknappheit bei Lebensmitteln und vor allem Energie,

KURZ-VITA: Jens Ehrhardt

Jens Ehrhardt ist Gründer, Hauptaktionär und Vorstandschef der in Pullach bei München ansässigen Vermögensverwaltung DJE Kapital. Nach fünfjähriger Partnerschaft in der seinerzeit größten deutschen Wertpapiervermögensverwaltung Portfolio Management promovierte er 1974 über „Kursbestimmungsfaktoren am Aktienmarkt“. Im selben Jahr legte er den Grundstein für den Aufbau der heutigen Firmengruppe, die mit rund 170 Mitarbeitern ein Volumen von mehr als 16 Milliarden Euro für private und institutionelle Kunden im In- und Ausland verwaltet.

was dann zusätzlich zu Zweitrundeneffekten auch bei der Preisentwicklung in anderen Wirtschaftsbereichen geführt hat.

Heißt das, dass Sie sich an der weithin verbreiteten Kritik, die Notenbanken seien viel zu spät dran, nicht beteiligen?

Es ist natürlich wohlfeil zu behaupten, die Notenbanken seien „behind the curve“, wie es heutzutage allorten heißt. Und ich will auch gar nicht behaupten, die Verantwortlichen in Fed und EZB hätten alles richtig gemacht. Aber Zentralbanker befinden sich aufgrund der Besonderheit der Situation, wie ich sie eben beschrieben habe, tatsächlich so ein wenig zwischen Baum und Borke. Und sie laufen Gefahr, durch eine zu scharfe Zinssteigerungspolitik gleich den nächsten Fehler zu begehen, indem sie allzu sehr auf die Politik hören, die natürlich gerade in den USA unter einem enormen Druck steht, die Teuerung wieder einzufangen. Denn es ist vor allem die Inflation, die die Beliebtheit von Joe Biden so kurz vor den Senatswahlen im November enorm zurückgehen lässt.



Und in Europa?

Hätte es aus meiner Sicht ausgereicht, wenn die EZB Anfang September die Leitzinsen um 50 statt um 75 Basispunkte angehoben hätte. Denn sollte es in diesem Tempo weitergehen, dann würde das Europa unweigerlich in eine Rezession schicken in einer Zeit, in der vielen Unternehmen aufgrund der enorm gestiegenen Energiepreise ohnehin schon das Wasser bis zum Hals steht. Auch wenn jetzt versucht wird, durch das Abschöpfen von Übergewinnen und staatliche Unterstützung das Schlimmste abzuwenden: Viele Unternehmen werden bereits pleite sein, noch bevor irgendwelche Hilfgelder sie erreichen. Hinzu kommt, dass die Struktur der Inflation in Europa eine wesentlich andere ist als in den USA, was die Möglichkeiten zur Dämpfung der Preissteigerung zusätzlich erschwert.

Was meinen Sie mit Struktur der Inflation?

In den USA wird die Teuerungsrate zu rund einem Drittel von der Entwicklung der Preise für Energie und Lebensmittel bestimmt. In Europa sind es rund 50 Prozent. Leicht sichtbar wird das anhand der

»Wir haben es mit einer Teuerung zu tun, die ich als nicht typisch bezeichnen würde.«

Jens Ehrhardt, DJE Kapital

Kernrate der Inflation, also dem Wert ohne Berücksichtigung von Energie und Lebensmitteln. In Europa liegt dieser Wert bei etwas über vier Prozent, in den USA wesentlich höher. Das bedeutet im Umkehrschluss: Einen aktuell in erster Linie von der Angebotsseite verursachten Preisauftrieb kann die EZB nur sehr bedingt beeinflussen, ohne dabei die Konjunktur drastisch abzuwürgen.

Spricht das insgesamt nicht alles dafür, dass Jerome Powell doch noch seinen „Volcker-Moment“ bekommen wird?

Paul Volcker, der bis 1987 acht Jahre lang an der Spitze der Federal Reserve stand, hat sich durch seine rigorose Zinssteigerungs-

politik zur Bekämpfung der auch damals enorm hohen Inflation gewissermaßen selbst ein Denkmal gesetzt. Eine vergleichbare Strategie aber wird sich Jerome Powell gar nicht leisten können. Die Verschuldung ist heute sowohl bei den Privathaushalten als auch bei Unternehmen extrem viel höher als in den 1980er-Jahren. Das führt dazu, dass jedes Anheben der Zinsen zum Einbremsen der Inflation sehr viel stärker zu Buche schlägt als zu Volckers Zeiten.

Warum?

Wer sich in der Niedrigzinsphase hoch verschuldet hat, weil er sich gesagt hat, dass ihn das aufgrund der nur geringen monatlichen Zinskosten nicht belastet, für den bedeutet eine Verdoppelung oder Verdreifachung der Zinsen auch, dass sich seine Aufwendungen für den Zinsdienst verdoppeln oder verdreifachen, was dann ganz schnell nicht mehr tragbar wäre. Das ist ein grundlegender Unterschied zur Situation während der Volcker-Ära, in der die Verschuldung bei Weitem nicht so hoch war.

Was bedeutet das für den strategischen Unterbau des FMM-Fonds, den Sie seit dessen Auflage vor 35 Jahren managen? Braucht es so etwas wie eine Reform?

Gleich von einer notwendigen Reformierung meines Modells zu sprechen, wäre übertrieben. Denn auch wenn die aktuelle Entwicklung aus den genannten Gründen eine gewissermaßen vorher noch nie gesehene Konstellation mit sich bringt, ändert das ja nichts daran, dass die Entwicklung der Börse auch künftig im Wesentlichen vom Zusammenspiel fundamentaler, monetärer und markttechnischer Faktoren bestimmt wird. Aber in einer Zeit, in der Notenbanken eine geldpolitische Kehrtwende vollziehen, kommt natürlich dem monetären Faktor eine geradezu herausragende Bedeutung zu ...

... und Fundamentaldaten und Markttechnik treten in den Hintergrund?



Beides sollte man keineswegs vernachlässigen. Aber weder die fundamentale Seite wie die Entwicklung der Unternehmensgewinne und der Kurs-Gewinn-Verhältnisse noch die Sentiment-Indikatoren auf der markttechnischen Seite sind es, die mich aktuell beunruhigen. Es ist vielmehr die Zinspolitik, die nach meiner Erwartung auf kurze Sicht noch einmal für Kursrückgänge an der Börse sorgen wird.

Sie bleiben also an der Seitenlinie?

Vorerst halten wir uns mit neuen Engagements noch zurück. Wir haben uns zudem schon im Verlauf des Jahres früh genug aus manchen Branchen und Einzelwerten zurückgezogen. Und nicht ohne Grund halten wir derzeit rund ein Drittel des Fonds in Anleihen und einer vergleichsweise hohen Kasseposition. Denn ich glaube, dass wir an den Aktienbörsen zum Teil noch deutlich tiefere Notierungen sehen werden. Die Zeit echter Kaufkurse ist noch nicht gekommen. Die werden wir erst im Verlauf des kommenden Jahres erleben.

Was machen Sie denn im Fall eines Börsengangs der Porsche AG?

»Ich glaube, dass wir an den Aktienbörsen zum Teil noch deutlich tiefere Notierungen sehen werden.«

Jens Ehrhardt, DJE Kapital

Wir beobachten das genau. Hierbei handelt es sich um eine Art Sondersituation. Unter anderem sieht die Gewinnentwicklung immer noch gut aus. Deshalb werden nicht nur deutsche Institutionelle, sondern auch Großanleger aus dem Ausland auf der Käuferseite stehen. Wir sind auch beim Mutterkonzern VW investiert, dem durch den Börsengang der Tochter ordentlich Geld in die Kasse gespült würde. Ansonsten halten wir uns im Automobilsektor aber zurück.

Wo bleiben Sie investiert?

Ein Großteil unserer Aktienpositionen liegt in Werten aus Branchen wie Telekommunikation, Versorgung und aus dem Gesund-

heitswesen. Daran können Sie erkennen, dass wir sehr stark auf defensive und werthaltige Papiere setzen. Das hat sich bewährt, weil insbesondere Wachstumstitel in einer Situation steigender Zinsen unter Druck geraten sind.

Und auf der Anleihe Seite?

Wir haben im Wesentlichen amerikanische Bonds zugekauft. Zum einen befinden sich die Zinsen dort seit Langem auf einem wesentlich höheren Niveau als in Europa. Zum anderen hat sich der US-Dollar gegenüber dem Euro sehr stark entwickelt, das Währungspaar befindet sich inzwischen auf Paritätsniveau. Bei länger laufenden Papieren versuchen wir natürlich Kursrückgänge aufgrund von steigenden Zinsen durch entsprechende Termingeschäfte abzusichern. Von europäischen Staatsanleihen lassen wir derzeit die Finger. Wir sind allerdings in einigen Unternehmensanleihen des alten Kontinents investiert, die zum Teil bereits wieder eine durchaus attraktive Verzinsung bieten.

Wie sieht Ihr Blick nach vorn aus?

Meines Wissens befinden sich derzeit über 40 Notenbanken weltweit auf einem Zinssteigerungskurs. Solange sich daran nicht wesentlich etwas ändert, lässt mich das wenig zuversichtlich in die Zukunft blicken. Meine Hoffnung wäre, dass die Inflation in den USA – eventuell unterstützt durch wieder rückläufige Energiepreise – am Ende doch schneller zurückgeht, als das derzeit noch von den meisten Marktteilnehmern erwartet wird. In den Herbst- und Wintermonaten werden wir aber wahrscheinlich zunächst noch eine weitere Eintrübung bei den Wirtschaftsdaten und damit einhergehend auch sinkende Börsenkurse sehen. Bleibt als Trost allenfalls, dass die Notenbank in der Vergangenheit auf beides noch stärker reagiert hat als auf die Inflation.

Vielen Dank für das Gespräch.

HANS HEUSER **FP**