

INTERVIEW:
NADINE OBERHUBER

FOTOS:
ANNA AICHER

„Ich konnte meine Fehler machen“

Jan Ehrhardt führt das Geschäft seines Vaters Jens fort, des legendären Fondsmanagers. Ein Gespräch über Nähe, Abgrenzung und spannende Tech-Aktien

Herr Ehrhardt, was bereitet Ihnen aktuell mehr Sorgen: die Situation in den USA oder die Situation in Deutschland?

Politisch muss man die Lage in den USA differenziert sehen, aber wirtschaftlich mache ich mir um die USA wenig Sorgen, dort gibt es eine Reihe positiver Punkte: Es wird viel investiert, deshalb wird die US-Wirtschaft wohl weiter stark wachsen. Das ist in Europa anders, gerade in Deutschland. Hier muss die Politik erst wieder beweisen, dass unsere soziale Marktwirtschaft gut funktioniert und die Leute nicht aus Frust weit links oder weit rechts wählen sollten.

Dafür laufen die Börsen hier sehr gut – vielleicht schon zu gut?

Die Börse ist tatsächlich ein ganz anderes Feld. Eine schlechte Wirtschaft bedeutet nicht unbedingt eine schlechte Börse, im Gegenteil: Spart eine Firma Geld, weil sie nicht investiert, steigen ihre freien

JAN EHRHARDT

Der Betriebswirt, 49, mit Studium in St. Gallen und London ist Vizechef bei DJE. Seit 2003 managt er den Fonds Dividende & Substanz (9,1 Prozent Rendite p. a.), seit 2010 zudem den Fonds Zins & Dividende.

Cashflows, und auch der Börsenkurs zieht an – selbst wenn die Wirtschaft schlecht läuft. So sehen wir es jetzt in Europa. Außerdem hat der schwache Euro den europäischen Unternehmen geholfen, vor allem jenen Unternehmen, die ein starkes US-Geschäft haben. Wenn die Wirtschaft dort stark bleibt, heißt das nicht, dass die europäischen Börsen schlechter laufen. **Wie wird die neue Bundesregierung die Börsen beeinflussen?** Wichtig wäre zu zeigen, dass wir wieder Wachstum erzeugen können. Noch wichtiger ist: Wir brauchen wieder Zuversicht, auch in

den Unternehmen. Sie müssen das Gefühl haben, dass sich das Investieren in Deutschland und Europa wieder lohnt – und nicht nur in den USA. Zumal die Geschäfte in China schwieriger werden.

Aber wie schafft man Zuversicht?

Indem auch der Staat wieder mehr in die Zukunft investiert, das müssen wir dringend tun. Deshalb müssen wir von mir aus auch über höhere Schulden reden. Die Zinsen zehnjähriger Bundesanleihen liegen bei 2,5 Prozent, das ist immer noch historisch niedrig. Und verglichen mit anderen großen Wirtschaftsnationen wie den USA oder Japan ist die deutsche Gesamtverschuldung sehr niedrig. Deshalb können wir eine höhere Verschuldung wagen, um mehr in Infrastruktur, Technologie und Bildung zu investieren. Dazu müssen wir die Aufgaben lösen, die wir alle kennen: Bürokratieabbau, das Energiesystem ausbauen, all das würde Zuversicht schaffen. →



Ihr Vater hat jüngst gewarnt, an den Börsen sei die Zuversicht zu groß, gerade in den USA. Hat sich die Stimmung dort von der wirtschaftlichen Lage entkoppelt?

In den USA auf jeden Fall. Deutsche Aktien sind dagegen mit viel Pessimismus ins Jahr gestartet, sie haben stark zugelegt, aber deutsche Anleger sind noch längst nicht so euphorisch wie in den USA.

Europas Börsen werden derzeit stark von US-Investoren getrieben. Sehen die einen Aufschwung Europas, bevor wir ihn sehen?

Der Hauptgrund dafür sind die Zinsen. Die werden hier in Europa auf absehbare Zeit sehr viel niedriger sein als in den USA, das treibt klassischerweise den Aktienmarkt.

Dazu half der schwache Euro den Unternehmen, die einen höheren Umsatzanteil in den USA erzielen: Deutsche Telekom, SAP, Siemens, Siemens Energy. Firmen, die ihr Geld vornehmlich in Deutschland oder Europa verdienen, liefen an der Börse bisher nicht so gut. Und der dritte Punkt waren natürlich ganz klar die Bewertungen: Die sind bei europäischen Unternehmen deutlich niedriger als bei den amerikanischen, US-Aktien sind sehr viel teurer.

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis des Euro-Stoxx-Index beträgt 17, der S&P liegt bei 28. Stocken Sie auch Ihre europäischen Aktien auf?

Wir sind ohnehin in Europa übergewichtet. Der Home Bias hilft uns jetzt.

Dieser Home Bias geht auf Ihren Vater zurück. Sie haben mehr US-Aktien in den Fonds.

Das stimmt, da unterscheiden wir uns: Während mein Vater teilweise nur 20 Prozent USA hält, habe ich 40 oder 50 Prozent im Portfolio, bezogen auf die Aktienquote.

Gibt es Situationen, in denen Sie sich gegenseitig überzeugen?

Natürlich, ja klar. Aber das Schöne ist – und dafür bin ich dankbar: Die Zusammenarbeit mit ihm macht wirklich Spaß. Er fragt mich oft



Links: Vater und Sohn – Unternehmensgründer Jens Ehrhardt (r.) mit Sohn Jan

Rechts: Ein Blick auf die Monitore bei DJE – Zahlen zur US-Inflation nach Sektoren

„KI kann für eine ganze Reihe von Firmen Effizienzvorteile bringen, nicht nur bei Hyperscalern“

nach meiner Meinung, und ich frage ihn umgekehrt nach seiner.

Sie sind jetzt seit gut 20 Jahren Fondsmanager in der Familienfirma und haben New York für Pullach verlassen. War es schwer, hier die Nachfolge anzutreten?

Es war tatsächlich keine leichte Entscheidung. Es war 2002 kurz vor Weihnachten, als mein Vater anrief. Damals hatten wir rund 25 Mitarbeiter, es gab nur einen Analysten, und mein Vater fragte, ob ich als zweiter Analyst dazukommen wollte. Ich blieb über Weihnachten und Silvester allein in New York und machte mir viele Gedanken. Damals arbeitete ich in einem Hochhaus im 50. Stock mit Blick auf die Skyline – das war toll. In unserem alten Büro im Erdgeschoss habe ich direkt auf einen Wald geschaut. Das war ein ziemlicher Unterschied. Am ersten Tag in Pullach fragte ich mich: War das jetzt die richtige Entscheidung? Es war tatsächlich eher ein Pflicht-

gefühl, denn Anfang 2003 war eine sehr schwierige Phase für die Börse und meinen Vater.

Das war kurz nach dem Platzen der New-Economy-Blase ...

Der Dax war von 8 000 auf fast 2 000 Punkte gefallen. Als mein Vater sagte, er würde sich wirklich freuen, wenn ich jetzt schon kommen würde und nicht noch länger in New York bliebe, dachte ich: Okay, da muss ich irgendwie mithelfen und mein Bestes geben. Heute weiß ich: Das war auch richtig.

Ihren Vater kennt beinahe jeder in der Branche. War das nicht schwierig, weil Sie sich als Fondsmanager noch beweisen mussten?

Am Anfang war es das. Aber ich hatte früh angefangen, die Firmen selber zu treffen, die ich in den Fonds gekauft habe. So habe ich mir aufgebaut, wie ich als Fondsmanager agieren möchte, und habe diese Methode seitdem beibehalten. Aber

mein Vater hat nie eine meiner Entscheidungen verändert. Wirklich niemals. Ich konnte meine eigenen Fehler machen. Und andersrum natürlich auch: Als ich aus den USA kam, habe ich ihm von Google erzählt. So haben wir gegenseitig voneinander gelernt.

Auf welche Branchen setzen Sie?

Es ist tatsächlich schwierig, bestimmte Branchen auszumachen. Die europäische Automobilbranche tut sich schwer, da ist die Lawine noch nicht am Boden. Dafür wird die Luxusbranche wieder ein bisschen stärker, China zieht an.

Sind nicht die Zölle von Präsident Trump eine Gefahr für die US-Wirtschaft? Sie könnten die Inflation anheizen.

Klar, mit Trump haben die USA einige Faktoren, die sich negativ oder positiv auswirken können. Weniger Regulierung ist ein positiver Faktor, niedrige Steuern auch. Die Zölle und mögliche Handelskonflikte sind dagegen die Hauptrisiken. Studien schätzen, dass die Zölle die Inflationsrate um 0,5 bis 0,7 Prozentpunkte antreiben. Aber Trump wird alles versuchen, damit weiter viel im Inland investiert wird, auch von ausländischen Firmen.

Bleibt die KI der große Treiber der US-Wirtschaft?

Die künstliche Intelligenz ist ein extremer Treiber für die strukturelle Entwicklung. Wir hatten eine starke Gewinnentwicklung in den USA in den letzten 15 Jahren: Die US-Gewinne stiegen, im Rest der Welt liefen sie eher seitwärts. Das kam stark aus dem Technologiebereich.

Aber hält das an? Chinas KI-App Deepseek hat viele verunsichert.

Nein, man sieht das an der Börsenbewertung von Firmen wie Nvidia, Apple oder Microsoft: Die ist größer als die aller deutschen Dax-Aktien zusammen. Diese Firmen verdienen dieses Jahr grob gesagt jeweils 100 Mrd. Dollar, laut Schätzungen. Aber das Problem ist: Wenn all diese Firmen jetzt so extrem viel investieren, dann fallen ihre freien Cashflows, und ihre Börsenentwicklung muss schwächer ausfallen.

Müssen die Kurse der Techkonzerne also runter, oder holt der breite Markt auf?

Bei der Gewinnentwicklung sind die sieben großen Techunternehmen 2023 und 2024 jeweils um mehr als 30 Prozent gewachsen, die restlichen 493 Unternehmen dagegen gar nicht. Das wird sich meiner Meinung nach angleichen. Denn KI kann wirklich für eine ganze Reihe von Firmen Effizienzvorteile bringen, nicht nur bei den Hyperscalern.

Der Markt wird also „an Breite gewinnen“, wie es oft heißt.

Ganz sicher. Wir erreichen jetzt die Phase, in der viele KI-Modelle in die Anwendungsphase kommen. Das bedeutet, dass eine ganze Reihe von Industrien jetzt profitiert – im Gesundheitswesen etwa, bei der Energieversorgung, im Softwarebereich. Es geht nicht mehr nur um Schaukelhersteller wie Nvidia.

Welche Schaukelhersteller sollte man trotzdem haben?

Taiwan Semiconductor, also TSMC, ist eine der besten Firmen der Welt und auch einer der Top-Ten-Werte im Zins & Dividende. TSMC ist Marktführer in der Produktion, und

alle Firmen, egal ob Nvidia, Apple oder Broadcom, müssen dort produzieren lassen.

Aber Taiwan birgt ein hohes geopolitisches Risiko.

Stimmt, das sollte man nicht unterschätzen. Wenn es zu einem Krieg um Taiwan käme, hätte das gravierende Folgen. Dann würden viele Abnehmer auf die Nummer zwei im Markt wechseln – das ist Samsung.

Riskieren Sie es trotzdem, weil TSMC im Gesamtportfolio nur einen kleinen Teil ausmacht?

Aufgrund der einmaligen Technologieführerschaft von TSMC kann man es riskieren – im Zins & Dividende haben wir sie mit 1,5 Prozent gewichtet. Aber man darf als Fondsmanager nichts ausschließen, deswegen hält man auch Firmen, die sogar profitieren würden, wenn es zu einem Konflikt käme.

Wie hoch ist denn Ihre Cashquote momentan?

Die ist recht klein, vielleicht ein Prozent. Wir haben grob gesagt 51 Prozent Anleihen im Zins & Dividende, so viel waren es eigentlich immer.

Die Aktienquote kann variieren von maximal 50 bis 35 Prozent. Aber die stutzen wir nur, wenn wir wirklich größere Risiken sehen, und die Gefahr eines Crashes sehen wir aktuell nicht. ◇

