

INTERVIEW

Aktien könnten günstiger werden“

Ein **reinigendes Gewitter an den Aktienmärkten** wäre gar nicht so schlecht, ist **Jan Viebig** überzeugt. Daraus würden sich gute **Einstiegschancen** ergeben, so der Chefanlagestrategie des Bankhauses Oddo BHF

von HEIKE BANGERT

Die Rezession in den USA scheint vom Tisch. Die Aktienmärkte haussieren. Doch Fed-Chef Jerome Powell verweist immer noch auf die inverse Zinsstrukturkurve. Wer könnte am Ende recht behalten?

Jan Viebig: Da stecken wir in der Tat in einer Zwickmühle. Seit 1969 war eine inverse Zinskurve stets ein zuverlässiger Hinweis auf eine bevorstehende Rezession. Die inverse Zinsstrukturkurve sagt uns, dass die kurzfristigen Zinsen, also etwa die zweijährigen oder die Dreimonatszinsen, höher sind als die zehnjährigen Renditen. Das ist immer dann der Fall, wenn die Marktteilnehmer wegen eines wirtschaftlich schwachen Umfelds mit fallenden Zinsen rechnen. Diese Rechnung ist in der Vergangenheit stets aufgegangen, etwa in der Rezession zu Beginn der 2000er Jahre und der Finanzkrise 2007/08. Heute klafft die Lücke weiter auseinander.



EINE KURZZEITIGE REZSSION sollten die Notenbanken in Kauf nehmen, wenn sie dadurch das Problem der Inflation in den Griff bekommen, ist Jan Viebig überzeugt.

Vita

Prof. Dr. Jan Viebig

Geb. **1969** in Dernbach, **Studium der Betriebswirtschaft**, München und Phoenix/Arizona, **Habilitation**, Bremen

Viebig ist **Chief Investment Officer** bei **Oddo BHF SE**. Davor leitete er das Asset Management bei **Hauck & Aufhäuser** und hatte führende Positionen als CEO bei **Harcourt**, als Head Alternatives bei **Vontobel** inne.

Von **1999** bis **2009** war er als Senior Portfoliomanager und Hedgefondsmanager bei der **DWS** in Frankfurt tätig.

Viebig lehrt als Professor an der **Johann-Wolfgang-Goethe-Universität** Frankfurt.

ander als damals. Die zehnjährigen Zinsen liegen in den USA ungefähr bei 3,8 Prozent, die Zweijährigen bei 4,8 Prozent. Blickt man nur auf die Zinsstrukturkurve, dann liegt die Wahrscheinlichkeit für eine Rezession in den USA in den nächsten zwölf Monaten bei 92 Prozent.

Die aktuelle Berichtsaison zeigt das noch nicht an. Bisher kommen die Ergebnisse unterm Strich besser rein als erwartet.

Viebig: Stimmt, die Unternehmensdaten sind gar nicht so schlecht. Die volkswirtschaftlichen auch nicht. Aber das hat eben damit zu tun, dass sie sich auf das vergangene Quartal, also auf Q2, beziehen. Da wurden noch die Auftragsbestände der vorhergehenden Quartale abgearbeitet. Wir erwarten, dass die Gewinne bei den US-Unternehmen für dieses Quartal um sieben Prozent niedriger ausfallen. Das ist nicht schön, doch von einer Rezession ist selbst das noch weit entfernt. Dafür müssten die Gewinne um zehn bis 15 Prozent einbrechen. Das sehen wir momentan noch nicht.

Bedeutet das, die Rezession verschiebt sich? In Deutschland befanden wir uns ja schon in einer technischen Rezession...

Viebig: Richtig. Die Wirtschaft in Deutschland hatte im vierten Quartal 2022 und im ersten Quartal 2023 Rückgänge verzeichnet und könnte in diesem Jahr im besten Fall stagnieren und im schlechtesten Fall in eine Rezession abrutschen. Die kränkelnde Verfassung spiegelt sich in den Erwartungen des Internationalen Währungsfonds wider. Für Deutschland wurde die Prognose gerade von minus 0,1 Prozent auf minus 0,3 Prozent gesenkt. Die Zinserhöhungen wirken sich mit einer großen zeitlichen Verzögerung auf die Volkswirtschaften aus. Die erste Zinserhöhung hatten wir in den USA im März 2022 und in Europa im Juli 2022. Typischerweise wirken solche Zinserhöhungen erst nach zwölf bis 18 Monaten auf das Wirtschaftswachstum. Der Tiefpunkt der Inflation erfolgt in der Regel frühestens 36 Monate nach der ersten Zinserhöhung. Wir befinden uns derzeit also in einer Phase, in der sich das volkswirtschaftliche Wachstum abschwächt und gleichzeitig die Inflation zurückgeht.

Was heißt das für Verbraucher und Unternehmen?

Viebig: In den USA sind die Wirtschaft und der Konsum weiterhin fest. Das hat damit zu tun, dass wir dort einen Angebots-

und keinen Nachfrageschock hatten, infolge dessen die Preise gestiegen sind. Am US-Arbeitsmarkt gibt es noch immer 9,8 Millionen offene Stellen. Von einer Bremswirkung sind wir weit entfernt. Das ist der Grund, warum die US-Notenbank im Juli erneut die Zinsen angehoben hat.

Welche Sektoren sind davon mehr betroffen?

Viebig: Der Immobiliensektor ist besonders betroffen. Die Hypothekenzinsen sind im Tief von einem Prozent auf mehr als vier Prozent gestiegen. Bauvorhaben wurden zurückgestellt. Auch bei den Banken kam es zu Verwerfungen, wie die Krise bei den mittelgroßen Banken in den USA gezeigt hat. Typischerweise trifft die Inflation einkommensschwache Haushalte deutlicher als einkommensstarke. Die Verschuldung von einkommensschwachen Familien mit mehreren Kindern und Alleinerziehenden ist enorm gestiegen. Wohlhabende Menschen leider weniger unter der Preissteigerung. Das ist der Grund, warum sich viele Menschen wünschen, dass die Zentralbanken alles dafür tun, dass die Inflation zurückgeht.

Sie ist ja rückläufig. In der Eurozone liegt sie bei 5,3 Prozent, in den USA gar bei 3,0 Prozent. Können die Zentralbanken also vom Gas gehen?

Viebig: Ich gehe davon aus, dass die EZB nach der Erhöhung um 0,25 Prozentpunkte im Juli im September nochmals nachlegen wird. Noch ist der Job hierzulande nicht erledigt. Die Notenbanken sehen weniger auf die Gesamtinflation als auf die Kerninflation, bei der die Energie- und Nahrungsmittelpreise herausgerechnet werden. Die liegt in der Eurozone nach wie vor bei 5,5 Prozent und in den USA bei 4,8 Prozent. Da die Zentralbanken sich verpflichtet haben, eine Inflation von zwei Prozent sicherzustellen, werden sie nochmals erhöhen müssen.

Ist das Zwei-Prozent-Ziel nicht obsolet?

Viebig: Nein, ich halte das für richtig. Als die Zinsen niedrig waren, richteten sich die Forderungen darauf, das Inflationsziel zu senken. Jetzt werden Forderungen laut, man solle das Ziel erhöhen. Richtigerweise lässt man es, wo es ist. Wie gesagt, die Inflation trifft in erster Linie einkommensschwache Haushalte. Deshalb ist es wichtig, dass die Kerninflation und die Inflationserwartungen zurückkommen. Ich bin fest davon überzeugt, dass EZB- ►

Chefin Christine Lagarde das umsetzt. Auch der EZB-Rat ist falkenhafter geworden. Der Preis dafür ist, dass sich die Wirtschaft abschwächt. Eine kurzzeitige Rezession müssen wir in Kauf nehmen, wenn wir dadurch das sehr viel größere Problem der Inflation bekämpfen können.

Zuletzt hatte die Wirtschaft auf eine Unterstützung aus China gesetzt. Doch diese fiel spärlicher aus als erhofft. Warum?

Viebig: Das niedrige Corona-bedingte Wachstum des vergangenen Jahres von drei Prozent wird dieses Jahr mit schätzungsweise rund fünf Prozent deutlich übertroffen werden. Aber klar, das hohe Wachstum des vergangenen Jahrzehnts wird nicht mehr zurückkommen. Dafür gibt es viele Gründe, allen voran die Immobilienkrise und die Überschuldung vieler Unternehmen. Das chinesische Immobilienunternehmen Evergrande ist mit einer Schuldenlast von über 300 Milliarden Dollar höher verschuldet als der Staat Südafrika. Dazu kommt die starke Regulierung durch die Regierung Xi Jinping, die das Wachstum des Internetsektors begrenzt. Wir rechnen damit, dass die Regierung mit einem Wirtschaftsprogramm gegen die aktuelle Schwäche steuert. Die Zentralbank könnte zudem die Zinsen senken. Für Anleger sind chinesische Aktien trotz ihrer günstigen Einstiegsniveaus mit einigen Risiken behaftet. Wir engagieren uns deshalb vor allem in Aktien von Unternehmen, die vom Wachstum in China profitieren. Dazu gehören beispielsweise Luxusunternehmen.

Mehr als Luxus ist KI in aller Munde. Das hat den US-Märkten einen enormen Schub verliehen. Viele Anleger, die bislang nicht davon profitieren, fragen sich, ob sich der Einstieg noch lohnt?

Viebig: Kurzfristig ist das schwer zu sagen. Aber auf lange Sicht ist künstliche Intelligenz das größte Thema der nächsten zehn bis 30 Jahren. Das IT-Marktforschungs- und Beratungsunternehmen IDC schätzt, dass der Markt für KI-Software von 340 Milliarden Dollar im Jahr 2021 auf 790 Milliarden Dollar im Jahr 2026 steigen wird. Das bedeutet ein jährliches Wachstum von 18 Prozent.

Doch worüber sprechen wir eigentlich? Beim sogenannten Machine Learning gibt es zwei Durchbrüche. Das ist zum einen eine Deep-Learning-Architektur, die speziell für das Verarbeiten von Bildern entwickelt wurde. Anwendungsfelder dafür sind beispielsweise die Gesichtserkennung oder die medizinische Bildanalyse. Es gibt aber auch Systeme, die nach Vorgaben Bilder kreieren. Und zum anderen sind das Transformer Machine-Learning-Modelle, die insbesondere für die Verarbeitung von natürlicher Sprache verwendet werden. Die übersetzen auch Sprache und generieren Texte. Aktuelle Beispiele dafür sind ChatGPT oder Bard, eine Google-Erfindung.

Wie können Anleger davon profitieren?

Viebig: Die direkt betroffenen Aktien sind jetzt natürlich

schon sehr teuer geworden. Doch es gibt vielfältige Anwendungen. Damit die Maschinen lernen können, benötigen sie eine sehr gute Datenbasis. Das macht Unternehmen interessant, die über große Datensätze verfügen. Darüber hinaus sind KI-Anwendungen sehr rechenintensiv. Dazu bedarf es einer Hardware, die oftmals Milliarden von Parametern anhand von großen Datenmengen optimiert. Entsprechend zentral sind Rechenleistung, Speicherkapazität und Hochgeschwindigkeitsverbindungen. Außerdem braucht man die eigentliche KI, den Algorithmus oder das Modell, das man mit Daten trainiert und aus ihnen lernt. Und schließlich dürften auch IT-Dienstleister vom KI-Trend profitieren, da immer mehr Unternehmen beginnen, Anwendungsmöglichkeiten zu entwickeln. Solche Unternehmen halten wir sehr langfristig. Und ich denke nicht, dass die von uns selektierten Aktien zu teuer geworden sind.

Welche anderen Trends sind ebenfalls attraktiv?

Viebig: Neben dem Trend zur künstlichen Intelligenz gibt es enorme Veränderungen im Konsumverhalten der Menschen. Das fängt damit an, wie und was wir essen, wie wir reisen oder wie wir bezahlen. Das Anlagefeld hierzu ist riesig. Aktien aus dem Gesundheitsbereich fallen darunter. Gesundheitsaktien sind in den vergangenen Monaten eher günstiger als teuer geworden und bieten derzeit gute Einstiegskurse. Günstige Einstiegsmöglichkeiten sehen wir wie gesagt auch bei Luxusunternehmen, die vom Wachstum in China profitieren und die die gestiegenen Preise an ihre Kunden weitergeben können.

Aber denken Sie nicht, dass auch bei Aktien wie LVMH das Ende der Fahnenstange einmal erreicht sein könnte?

Viebig: Auf absehbare Zeit jedenfalls nicht. Den Wohlhabenden macht die Inflation deutlich weniger zu schaffen als den Menschen, die wenig Einkommen haben. Des-

halb bleibt die Nachfrage nach Luxusgütern hoch. Sehen Sie einmal, wie stark die Preise für Reisen gestiegen sind und für Luxusgüter wie Uhren oder Mode? Dieser Trend ist intakt.

Welchen Anlagehorizont sollten Anleger einnehmen?

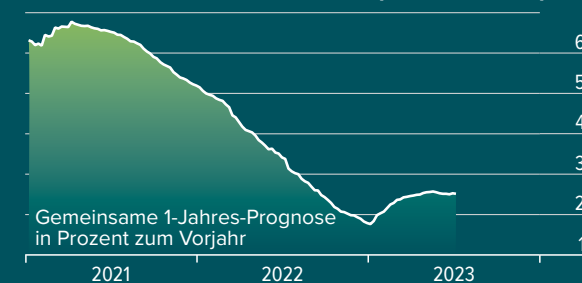
Viebig: Grundsätzlich gilt für Aktien: Wer kürzer als ein Jahr in Aktien investiert, spekuliert. Den höchsten Verlust, den man seit 1969 mit dem MSCI World über zwölf Monate erlitten hat, betrug 47 Prozent. Ab einer Haltedauer von 15 Jahren hingegen gab es beim MSCI World rückblickend keine einzige verlustreiche Anlageperiode. Die schlechteste Periode wies einen Gewinn von 2,8 Prozent pro Jahr aus. Mit dem MSCI World hat man langfristig im Durchschnitt rund 10 Prozent pro Jahr seit 1969 verdient. Auch bei zehnjährigen Anlageperioden gab es so gut wie keine Verlustzeiträume.

Kurzfristig betrachtet: August und September gelten an den Börsen als Saure-Gurken-Zeit. Wie kommen Anleger da am besten durch?

Fragile Weltwirtschaft

Die Aussichten für das globale Wirtschaftswachstum sind leicht gestiegen – für 2023 zwischen 2,5 und 3,0 Prozent, für 2024 leicht darüber. Doch das liegt ein Prozentpunkt unter dem Trendwachstum.

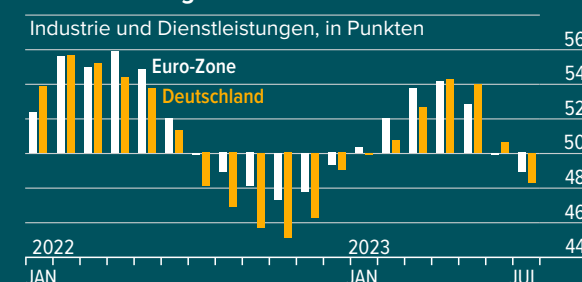
Wirtschaftswachstum USA, Europa, China u. Japan



Deutschland verliert

Die Wirtschaft in Deutschland könnte in diesem Jahr im besten Fall stagnieren und im schlechtesten Fall in eine echte Rezession abrutschen. Darauf weisen die Einkaufsmanagerindizes hin.

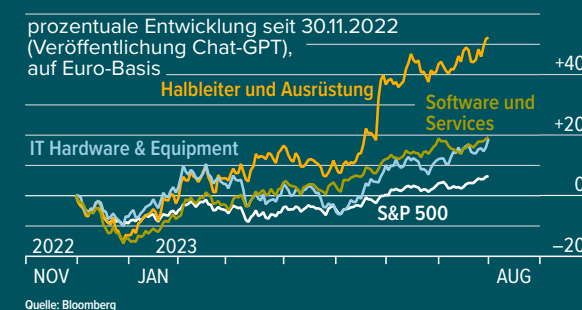
Einkaufsmanagerindizes



KI beflügelt die Kurse

ChatGPT demonstriert, zu was KI im Stande ist. Doch der Chatbot steht nicht allein da. Das zeigt sich an den Technologie-Subindizes, die den S&P 500 seit November 2022 deutlich geschlagen haben.

S&P Indizes



Viebig: Kurzfristig müssen sich Anleger darauf einstellen, dass die Gewinne pro Aktie der US-Unternehmen um sieben Prozent im zweiten Quartal fallen werden. In Europa dürfte die Größenordnung ähnlich sein. Der Kostendruck nimmt zu. US-Aktien sind mit einem Kurs-Buchwertverhältnis von 4,3 hoch bewertet. Ein reinigendes Gewitter wäre momentan gar nicht so schlecht. Ich kann mir durchaus vorstellen, dass die Aktienkurse nochmals um zehn Prozent zurückkommen. Das bietet gute Einstiegschancen für Langfristanleger.

Wie sollten Anleger investieren: in Fonds, ETFs oder in Einzeltitel?

Viebig: Auf jeden Fall breit gestreut. Ich bin ein großer Fan von Qualitätsaktien, die gegenüber anderen Unternehmen einen Wettbewerbsvorteil und eine hohe Kapitaleffizienz aufweisen, die strukturell wachsen und vernünftig bewertet sind. Diese haben das Rüstzeug, den Markt langfristig zu schlagen. Außerdem gibt es nicht Vieles, das man an den Kapitalmärkten für umsonst gibt. Allein die Diversifikation zählt dazu. Diesen Vorteil sollte man nutzen.

Und wie sieht es bei Anleihen aus?

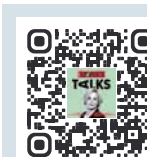
Viebig: Wir stehen sehr nahe am Zinshöhepunkt in den USA und mit ein bisschen Abstand auch in Europa. Das bedeutet, die Renditen von Staatsanleihen sind infolge des Zinsanstiegs wieder attraktiv. Und nicht nur das: Auch die Risikoaufschläge von Investment-Grade Anleihen und Hochzinsanleihen sind hoch. Anleihen spielen dementsprechend in unseren Mischportfolios wieder eine deutlich größere Rolle.

Würden Sie Anlegern auch Gold und Kryptowährungen empfehlen?

Viebig: Kryptowährungen sind meiner Meinung nach nur für Anleger geeignet, die eine sehr hohe Verlusttoleranz haben. Bei Gold ist es anders. Damit lässt sich das Chance-Risiko-Verhältnis eines Portfolios langfristig optimieren. Bei anderen Rohstoffen hingegen wäre ich derzeit sehr vorsichtig. Wegen des schwachen Weltwirtschaftswachstums dürfen die Rohstoffpreise niedrig bleiben.

Nachhaltigkeit ist heutzutage ein Anlagefaktor. Achten Sie darauf?

Viebig: Unbedingt, wir tun es immer schon. Es sind ja nicht nur ökologische Faktoren, sondern auch soziale und die gute Unternehmensführung. Wir waren beispielsweise nie in Wirecard investiert, weil wir diesem Management unser Geld nicht anvertrauen wollten. Und es macht auch aus ökonomischen Aspekten Sinn für Unternehmen, darauf zu achten, dass sie effizient mit Energie umgehen, ihren CO₂-Fußabdruck reduzieren, ihre Mitarbeiter gut behandeln und nicht in politische Skandale verwickelt sind. Der Klimawandel ist die größte Herausforderung unserer Zeit. Jede Branche wird einen Beitrag in Richtung „Netto Null“ leisten müssen. ■



Das Interview mit Jan Viebig senden wir im Podcast FOCUS MONEY talks (45. Episode) überall dort, wo es Podcasts gibt, oder scannen Sie diesen QR-Code.