

IM INTERVIEW: JAN VIEBIG

Nach Einschätzung von Jan Viebig, Co-Chief Investment Officer von Oddo BHF, ist die Bewertung von Aktien zwar in vielen Bereichen hoch, aber längst nicht überall. Insofern sieht er nach wie vor Chancen, insbesondere bei langfristigen Investment-Themen wie künstliche Intelligenz und Gesundheit.

Börsen-Zeitung, 2.3.2024

■ Herr Viebig, was sind derzeit Hauptinflussfaktoren auf die Märkte?

Derzeit reagieren die Aktienmärkte sehr stark auf Inflationszahlen. Dies hat sich für uns noch einmal bestätigt, als kürzlich die Märkte deutlich in Bewegung geraten sind, als die Inflationszahlen in den USA nicht so stark zurückgegangen sind wie erwartet. Wir ziehen aus den jüngsten Daten den Schluss, dass die Inflationsraten zwar sinken, aber nicht stark genug. Sie werden auch weiterhin über den Zielgrößen der Notenbanken bleiben. Die Notenbanken blicken in der Regel auf die Kernrate der Inflation, die weiter erhöht ist. Die Folge davon ist, dass unserer Meinung nach die Zinssenkungserwartungen an den Märkten deutlich übertrieben sind. Bis vor kurzem waren die Märkte für Europa noch von Senkungen um insgesamt 140 Basispunkte ausgegangen, also um nicht weniger als sechs Zinsschritte. Wir haben zwar Anfang November Aktien zugekauft, aktuell würden wir mit Blick auf diese Entwicklung Aktien aber nicht übergewichten wollen.

■ Sind denn die Aktienmärkte inzwischen generell als teuer zu betrachten?

Das würde ich nicht sagen. Aber bestimmte Länder und Segmente sind ohne Zweifel derzeit teuer. Wenn wir uns beispielsweise den amerikanischen Aktienmarkt ansehen, der nicht weniger als 69,9% am MSCI World ausmacht, so gibt es dort ein Kurs-Gewinn-Verhältnis auf Basis der Gewinne der kommenden zwölf Monate von 20,2. Das ist verhältnismäßig hoch. Und wenn wir die Kurs-Buchwert-Verhältnisse betrachten, dann sind wir sehr nahe an den Niveaus, die es in den Jahren 1999/2000 gegeben hat.

■ Was sind denn die Bereiche und Themen in der Aktienanlage, die derzeit

„Die Bewertung von Aktien ist in vielen Bereichen hoch“

Co-CIO von Oddo BHF sieht aber Chancen in langfristigen Anlagethemen wie KI und setzt den Fokus auf Qualität



Jan Viebig, Co-Chief Investment Officer (CIO) von Oddo BHF und Geschäftsführer von Oddo BHF Trust.

besonders interessant sind, und welche Sektoren sollte man vermeiden?

Wir haben momentan beispielsweise keinerlei Mittel in den deutschen Chemiewerten oder in der europäischen Papierindustrie investiert. Wir sind auch nur in sehr geringem Umfang in Banken engagiert. Das liegt daran, dass wir uns als Investoren in Qualität definieren. Wir interessieren uns für Aktien von Unternehmen, die eine hohe Eigenkapitalrentabilität sowie Wettbewerbsvorteile aufweisen und die strukturell wachsen. Das sind unserer Meinung nach die Grundvoraussetzungen dafür, dass Unternehmen Werte schaffen. Darüber hinaus haben wir ESG-Kriterien (Environment, Social, Governance) im Blick, wobei wir in erster Linie auf eine gute Unternehmensführung Wert legen. Außerdem kommt es natürlich auf die Bewertung der Aktien an, die aktuell in vielen Bereichen hoch ist.

■ Wie beurteilen Sie denn das konjunkturelle Umfeld der Märkte?

Wir gehen derzeit insbesondere für Deutschland davon aus, dass die Wahrscheinlichkeit für eine Rezession relativ hoch ist. Und aus der Zinsstrukturkurve lässt sich gemäß den gängigen Modellen

schließen, dass derzeit eine deutlich erhöhte Wahrscheinlichkeit von 63% dafür besteht, dass es in den USA zu einer Rezession kommt. Gemäß der sogenannten Sahm-Regel, die den Anstieg der Arbeitslosenquote betrachtet, ist die US-Rezessionswahrscheinlichkeit allerdings wesentlich geringer. Daher erwarten wir, dass, falls es dort zu einer Rezession kommt, diese relativ schwach ausfallen wird. Gerade in den USA ist es erstaunlich, dass die Arbeitslosenquote nach elf Leitzinserhöhungen mit 3,7% so niedrig ist. Momentan geht zwar die Zahl der offenen Stellen zurück, aber die Arbeitslosenquote bleibt relativ gering. Auch das spricht dagegen, dass es zu einer schweren Rezession kommt. Damit ist es auch eher unwahrscheinlich, dass es einen stark ausgeprägten Rückschlag an den Märkten geben wird wie etwa von 2000 bis 2003 oder 2008/2009 – solange sich der Arbeitsmarkt weiter robust zeigt. In Deutschland ist noch zu beachten, dass die Energiekosten nach wie vor sehr hoch sind. Sie sind beispielsweise 3,7-mal so hoch wie in den USA. Das ist eine enorme Belastung. Wir meiden daher in der Aktienanlage diejenigen Branchen, die davon in besonderem Maße betroffen sind, genauso wie wir insbesondere in den USA Finanztiteln wegen der Verwerfungen im dortigen Bankensektor aus dem Weg gehen.

■ Wo sehen Sie dort Gefahren?

Wir sind besorgt darüber, dass einige Unternehmen derzeit in ihren Finanzberichten nicht besonders ehrlich sind, wie es um die Situation der Unternehmen wirklich bestellt ist. Dies ließ sich exemplarisch an der Silicon Valley Bank erkennen, die ja dann 2023 auch pleiteging. Daher achten wir beispielsweise derzeit stärker auf Cashflows als auf Gewinne, weil sich diese als ein besserer Indikator herausgestellt haben.

■ Wie beurteilen Sie eigentlich die Bewertungen der großen Technologieunternehmen, die derzeit den amerikanischen Aktienmarkt beherrschen?

Die „Magnificent Seven“ sind als Gruppe sicherlich sehr teuer, rund 29% der gesamten Kapitalisierung des S&P 500 bestehen allein aus diesen sieben Unternehmen. Dies ist eine enorme Konzentration, die beispielsweise deutlich höher ist als in der Dotcom-Blase des Jahres 2000. Allerdings gibt es bei den einzelnen Unternehmen aus dieser Gruppe große Unterschiede – zum einen in der Bewertung, zum anderen in der Entwicklung der Cashflows. Bei Tesla beispielsweise ist die Rendite bezogen auf den freien Cashflow sehr niedrig bei weniger als 2%. Ähnliches sehen wir auch bei Nvidia, die wir für sehr teuer halten. Insbesondere wenn man den freien Cashflow der Unternehmen auf den Unternehmenswert bezieht, stellt man fest, dass einige dieser Unternehmen eine sehr hohe Bewertung aufweisen. Andere Unternehmen, wie beispielsweise Microsoft, sind zwar anspruchsvoll bewertet, sie weisen aber relativ stark steigende freie Cashflows auf. Außerdem, und das ist ebenfalls ein sehr wichtiger Indikator, gibt es bei diesen Unternehmen Anpassungen der Gewinnprognosen nach oben. Bei vielen Unternehmen aus den restlichen „S&P 493“ weisen die Prognoserevisionen derzeit nach unten. Es ist daher auch wichtig, sich die Umsatztreiber bei diesen Unternehmen genau anzusehen.

■ Was stellen Sie da fest?

Wenn wir uns beispielsweise Microsoft ansehen, so zahlen in diesem Jahr viele Unternehmen deutlich höhere Summen an den Konzern, weil Microsoft neue Dienstleistungen erbringt wie beispielsweise die KI-Lösung Copilot. Insofern glauben wir, dass Unternehmen wie Mic-

rosoft und Alphabet durchaus vernünftiger bewertet sind.

■ Wie investiert man derzeit eigentlich am besten in das Thema künstliche Intelligenz?

Man sollte in diejenigen Unternehmen investieren, die von dem Thema profitieren. Für KI benötigt man große Rechenleistungen und Datenspeicherkapazitäten. Daher sind bestimmt Unternehmen aus dem Halbleiterbereich derzeit sehr attraktiv. Man sollte dabei nicht nur auf eines oder wenige bekannte Unternehmen setzen, sondern sich fragen, welche Bereiche im Technologiesektor davon grundsätzlich profitieren. Zu nennen ist dabei beispielsweise der Bereich Chipdesign. Es gibt einige wenige Unternehmen, die in diesem Bereich führend sind, wie beispielsweise Synopsys. Zur Herstellung von Halbleitern sind wiederum Maschinen erforderlich, hier sticht beispielsweise der niederländische Lithografie-Spezialist ASML hervor. Ein dritter Bereich ist die Produktion von Halbleitern mit der taiwanesischen TSMC als wichtigem Konzern. Außerdem setzen wir auf Unternehmen, die KI-Modelle vermarkten. Hier wäre wieder Microsoft ein gutes Beispiel. Ferner müssen auch große Datenmengen gespeichert werden, hier geht es um den Cloud-Bereich. Hier spielt aus den Reihen der großen US-Technologieunternehmen Amazon eine wichtige Rolle. In all diesen Bereichen suchen wir nach Unternehmen mit ansprechenden Cashflows, hohen Eigenkapitalrenditen und guter Unternehmensführung, die strukturell wachsen und die immer noch vernünftig bewertet sind.

Das Interview führte Dieter Kuckelkorn.