



Wenn es nach **Prof. Jan Viebig** geht, dann wird es nichts mit einer Jahresendrallye an den Aktienmärkten. Nicht zuletzt weil an Zinssenkungen durch die Notenbanken noch lang nicht zu denken sei, so der Chefanlagestrategie von **Oddo BHF** im Interview.

Er gilt als Mann der offenen Worte. Deshalb ist es kein Wunder, dass Jan Viebig, CIO des französisch-deutschen Bankhauses Oddo BHF, mit seinen hintergründig pointierten Kommentaren zu den Zusammenhängen von Wirtschaft und Finanzmärkten regelmäßig für Aufmerksamkeit sorgt. Wir haben ihn in seinem Frankfurter Büro zum Gespräch getroffen, um unter anderem über eine zum Teil schon wieder kolportierte Zeitenwende an den Anleihemärkten zu sprechen. Davon seien die Märkte noch weit entfernt, glaubt der habilitierte Wirtschaftswissenschaftler, der vielmehr von einem „Higher for longer“ bei

den Zinsen ausgeht – unter anderem weil die Notenbanken mit Zinserhöhungen zur Eindämmung einer aus dem Ruder laufenden Inflation viel zu lang gewartet haben.

Herr Viebig, Mitte Oktober haben Sie Investoren geraten, ihr Pulver noch trocken zu halten. Sehen Sie mit einer erfreulich zurückgegangenen Inflationsrate in den USA inzwischen Licht am Ende des Tunnels?

Jan Viebig: Ich muss Sie enttäuschen. Aber ich kann Ihnen sehr genau sagen, wann wir glauben, dass wieder Licht am Ende des Tunnels zu erkennen sein wird. Wir dürfen nicht vergessen, dass wir es gerade mit dem zweiten schweren Schock zu tun haben, den

die Wirtschaft zu verkraften hat. Nach dem großen Nachfrageschock, den wir durch die Covidkrise erfahren haben, erleben wir aktuell einen Angebotsschock, ausgelöst durch die Knappheit bei der Gasversorgung und einen immensen Anstieg der Energiepreise. Die Folgen dieser beiden Ereignisse führen aber zu durchaus unterschiedlichen Entwicklungen an den Finanzmärkten. Nach dem Coronacrash haben wir eine sehr schnelle Erholung erlebt, die sich am Ende eher als V- denn als U-förmiger Verlauf gezeigt hat. Bei einem extremen Schock, wie wir ihn derzeit durch den Rückgang des Angebots erleben, geht das mit der Erholung aber nicht so schnell.

FOTO: © AXEL GAUBE

» WIR BLEIBEN NOCH

» Das Dumme in der
aktuellen Situation ist:
Die Rezession beginnt
ja gerade erst.«

Jan Viebig, CIO Oddo BHF

FOTO: © AXEL GAUBE

IN LAUERSTELLUNG«



» Diesmal wird es weder ein ›V‹ noch ein ›U‹ bei der Erholung werden. «

Jan Viebig, CIO Oddo BHF

dem sich der Einstieg tatsächlich wieder gelohnt hat.

Wie weit sind wir denn diesmal noch von diesem Tiefpunkt entfernt?

Jan Viebig: Ich fürchte, noch eine geraume Weile. Denn das Dumme in der aktuellen Situation ist: Die Rezession beginnt ja gerade erst. Und diesmal wird es weder ein „V“ noch ein „U“ bei der Erholung werden, auch wenn wir nicht mit einer wirklich schweren Rezession rechnen. Aber von einem Ende sind wir noch relativ weit entfernt. Wir rechnen eher damit, dass die rezessive Phase, vor der wir jetzt voraussichtlich stehen, erst im dritten Quartal 2023 wieder beendet sein wird.

Sie scheinen im laufenden Jahr ein gutes Händchen zu haben. Ihr Aktienportfolio haben Sie jedenfalls rechtzeitig kurz vor Ausbruch des Ukraine-Krieges auf untergewichtet zurückgefahren. Haben Sie etwa die Kristallkugel, die sich alle wünschen?

Jan Viebig: Schön wär's, aber leider haben auch wir keine solche. Wir haben damals, konkret gesagt zehn Tage vor dem russischen Einmarsch, unsere Quote nicht deshalb reduziert ist, weil wir gewusst oder geahnt hätten, dass der Krieg beginnt. Aber schon in der Zeit vor dem Ausbruch war ja zum einen zu beobachten, dass Russland zunehmend mehr Truppen an der ukrainischen Grenze auffahren ließ. Zum anderen war die Rhetorik gegenüber dem Nachbarland viel härter geworden, woran auch die Diplomatie nichts ändern konnte. Das war es, was uns bewogen hat, unsere Aktienpositionierung auf ein leichtes Untergewicht zurückzufahren.

Warum?

Jan Viebig: Ein Angebotsschock geht in der Regel erst dann zu Ende, wenn die Core-Inflation, die die sehr volatile Preisentwicklung von Nahrung und Energie ausschließt, höher ist als die gröbere Headline-Inflation. Dazu müssten die Energiepreise im Jahr-über-Jahr-Vergleich nicht mehr so stark steigen wie die Inflation. Und das wird vermutlich erst im Februar, eher im März der Fall sein.

Woran machen Sie das fest?

Jan Viebig: Die Entwicklung des Ölpreises ist ein guter Indikator dafür. Im März dieses Jahres lag der Ölpreis bei rund 120 US-Dollar. Anhand der Notierungen an den Forwardmärkten lässt sich ablesen, dass der Ölpreis zu Beginn des kommenden Frühjahrs wahrscheinlich zurückgehen wird, wenn kein unerwartetes Ereignis auftreten sollte. Das ist typischerweise der Zeitpunkt, an dem die konjunkturdämpfende Wirkung eines solchen Angebotsschocks zu Ende

geht. Damit ist aber noch nicht die für einen Investor entscheidende Frage beantwortet, wann er wieder investieren sollte.

Welche Antwort geben Sie ihm?

Jan Viebig: Einmal abgesehen davon, dass es nicht den einen konkreten Zeitpunkt gibt, zu dem man wieder investieren sollte, sondern dass man in aller Regel abgestuft vorgehen sollte: Der Blick in die Geschichte hilft. Seit 1965 haben wir in den USA acht Rezessionen erlebt. In sieben dieser Rezessionen war es richtig zu investieren, kurz bevor die rezessive Phase geendet hat. Die einzige Situation, in der das nicht gut funktioniert hat, war nach der Internet-Bubble im Jahr 2000, was aber vor allem damit zusammenhängt, dass damals zum einen die Kurse an den Aktienmärkten extrem weit nach oben gelaufen waren und zum anderen die Rezession nur vergleichsweise kurz angehalten hat. Man hätte damals einfach etwas länger warten müssen, um dann den wirklichen Tiefpunkt im März 2003 zu erreichen, an

War es dann im Rückblick nicht zu früh, dass Ihre Gesellschaft schon im Sommer die Aktienquote wieder erhöht hat?

Jan Viebig: Das haben wir aus guten Gründen getan, zu denen wir auch heute noch stehen. Wir sind zum 25. Juli 2022 von leicht untergewichten wieder auf neutral gegangen. Seitdem hat sich der Markt, gemessen am MSCI World, mit hoher Volatilität seitwärts bewegt. Wir haben damals eine neutrale Position eingenommen, da wir wie heute von einer milden Rezession im Jahr 2023 in Europa und einem Soft Landing in den USA ausgehen und dieses Szenario unserer Einschätzung nach bereits eingepreist ist. Von einer Übergewichtung bei Aktien lassen wir aber nach wie vor bewusst noch die Finger.

Andere beschwören aber schon eine Jahresendrallye herauf. Zu früh?

Jan Viebig: Ich glaube schon, dass es dafür noch zu früh ist. Eben weil wir es wie gesagt mit einem Angebots- und nicht mit einem Nachfrageschock zu tun haben. Bei einer zurückgehenden Nachfrage kann der Staat stimulieren, und die Notenbanken können unterstützen, indem sie die Zinsen senken. Das geht jetzt nicht. Die Fiskalpolitik muss vielmehr eher bescheiden auftreten. Würde sie jetzt zu stark stimulieren, dann verschlimmerte sie dadurch das Problem einer hohen Inflation nur noch. Das ist ja auch der Grund, weshalb die Gaspreisbremse nicht zu groß ausfallen sollte. Und an Zinssenkungen ist noch gar nicht zu denken. Die Notenbanken, die mit Zinserhöhungen zur Eindämmung einer aus dem Ruder laufenden Inflation viel zu lang gewartet haben, stehen vielmehr unter dem Druck, dass sie die Zinsen noch weiter erhöhen müssen, um die Preisentwicklung wieder in den Griff zu bekommen.

Dann wird es auch nichts mit der bevorstehenden Zeitenwende am Anleihenmarkt, wie sie zum Teil schon ausgerufen wird?

Jan Viebig: Im Gegenteil, ich würde eher von einem „Higher for longer“ bei den Zinsen ausgehen. Die Zinsen dürften zunächst noch weiter steigen, vermutlich sogar über das derzeit am Markt eingepreiste Niveau hinaus. Daher wird wohl mit den jüngsten Entscheidungen von EZB und Federal Reserve, die Leitzinsen um weitere 0,75 Prozent anzuheben, noch keineswegs das Ende der Fahnenstange erreicht sein. Auch wenn



» Die Notenbanken stehen unter dem Druck, dass sie die Zinsen noch weiter erhöhen müssen, um die Preisentwicklung in den Griff zu bekommen. «

Jan Viebig, CIO Oddo BHF

die Leitzinsen damit in Europa auf zwei Prozent und in den USA auf vier Prozent angestiegen sind.

Aber was spricht gegen die Annahme einer Zeitenwende bei den Zinsen?

Jan Viebig: In den USA sind es zum einen die nach wie vor extrem starken Arbeitsmarktzahlen, aber auch die Kommentare von Fed-Chef Jerome Powell, der im Zusammenhang mit der Kommentierung der jüngsten Zinsschritte davon gesprochen hat, dass man „noch einiges zu erledigen habe

und das auch tun werde“. Und die EZB wird angesichts einer Verbraucherpreis-inflation, die immer noch bei 10,7 Prozent liegt, nicht umhinkommen, ebenfalls die Leitzinsen weiter anzuheben. Deswegen gehen wir davon aus, dass es bei den Zinsen in der Eurozone sogar noch bis September 2023 in mehreren Schritten weiter nach oben gehen wird. Deshalb beteiligen wir uns nicht an solchen Gedankenspielen einer unmittelbar bevorstehenden Zeitenwende bei der Zinsentwicklung. Denn es gibt gute Gründe, die Annahme, der Inflationsdruck werde



» In den USA besteht nach wie vor eine hohe Wahrscheinlichkeit, dass wir ein sogenanntes Soft Landing sehen werden.«

Jan Viebig, CIO Oddo BHF

aufgrund der zu erwartenden konjunkturellen Schwäche in den kommenden Monaten nachlassen, in Zweifel zu ziehen.

Welche Gründe sind das konkret?

Jan Viebig: Zum einen ein aus der Ökonometrie bekannter Zusammenhang, die sogenannte Taylor-Regel. Das ist eine nach dem US-Ökonomen John B. Taylor benannte „Faustregel“ zur Beurteilung des Leitzinsniveaus im Hinblick auf die Ziele Vollbeschäftigung und Preisstabilität. Im Kern leitet sie das „richtige“ Leitzinsniveau, den „Taylor-Zins“, aus dem Abstand zwischen dem Inflationsziel und der tatsächlichen Inflation sowie dem Abstand zwischen inflationsneutraler und tatsächlicher Arbeitslosenquote ab. Und danach deutet alles darauf hin, dass es frühestens im zweiten Halbjahr 2023 wieder zu rückläufigen Zinsen kommen wird. Aber neben dieser aus der Wissenschaft stammenden Erkenntnis gibt es auch handfeste realwirtschaftliche Gründe, die diese Annahme stützen.

Wie zum Beispiel?

Jan Viebig: Einerseits die nach wie vor rekordhohen Erzeugerpreise, die in Europa

– nicht zuletzt aufgrund der deutlich höheren Energiepreise – um satte 43 Prozent gegenüber dem Vorjahr gestiegen sind. Besonders stark ziehen derzeit die Preise für Lebensmittel an. Das spürt jeder, der morgens seine Brötchen beim Bäcker kauft und inzwischen knapp 80 Prozent mehr dafür bezahlen muss als noch vor einem Jahr. Hohe Erzeugerpreise sind zudem oftmals ein Vorbote für allgemein steigende Ver-

braucherpreise. Daher wird der Rückgang der Inflation aufgrund des im kommenden Jahr zu erwartenden Basiseffekts in Europa geringer ausfallen als in den USA. Selbst die EZB geht derzeit davon aus, dass die Inflation in der Eurozone im Jahr 2023 im Durchschnitt noch 5,5 Prozent betragen wird. Und zusätzlich wird sich auch das veränderte Verhältnis von Angebot und Nachfrage im kommenden Jahr als Gegenwind für europäische Anleihen erweisen.

Womit rechnen Sie?

Jan Viebig: Bereits seit dem Sommer kauft die EZB als einst größter Nachfrager netto keine neuen Anleihen mehr. Die Notenbank hebt zudem die von den Geschäftsbanken zu zahlenden Zinsen langfristiger Refinanzierungsgeschäfte, sogenannte LTROs, an. Das wird vermutlich dazu führen, dass die Geschäftsbanken im Euroraum ihre länger-

Wissenschaftler und Börsenstrategie

Jan Viebig ist seit August 2019 Chief Investment Officer des französisch-deutschen Bankhauses Oddo BHF. Zuvor hat er gut ein Jahr als Head of Asset Management & Mitglied der Geschäftsleitung bei Hauck & Aufhäuser Privatbankiers in Frankfurt gearbeitet. Von 2012 bis 2017 verantwortete Viebig als CEO von Harcourt das Geschäft mit alternativen Investments der Vontobel-Gruppe in Zürich. Zwischen August 2010 und September 2012 war der Ökonom als Head of Emerging Markets Equities für die Credit Suisse tätig. Bevor sein Weg ihn in die Schweiz führte, war Viebig zehn Jahre lang in



verschiedenen Positionen für die DWS in Frankfurt tätig. Begonnen hat er dort zunächst als Senior Portfolio Manager für internationale und Schwellenländer, später hat er als Hedgefondsmanager verschiedene Long/Short-Equity-, Absolute-Return- und Long-only-Fonds verwaltet.

Viebig hat an der Universität der Bundeswehr in München zunächst seinen Masterabschluss absolviert und im Anschluss promoviert. Im Jahr 2001 hat der 53-Jährige seine Habilitation an der Universität Bremen abgeschlossen. Viebig ist Dozent für Finanzen an der Goethe-Universität Frankfurt.

fristigen Refinanzierungsgeschäfte mit der EZB reduzieren werden, wodurch sich die Bilanz der EZB mithin verkürzen wird. Als Effekt ergibt sich daraus: Abhängig davon, wie schnell die EZB ihre Anleihenbestände reduziert, könnte der Angebotsüberhang an europäischen Staatsanleihen im Jahr 2023 bei deutlich über 500 Milliarden Euro liegen. Die europäischen Staaten werden also höhere Renditen bieten müssen, um willige Abnehmer für ihre Emissionen zu finden.

Welche Schlüsse ziehen Sie daraus?

Jan Viebig: Wir werden Kurs halten, deshalb wird die Duration in unseren Anleihenportfolios vorerst weiter kurz bleiben. Natürlich haben sich einerseits die Renditen von Unternehmens- wie auch Staatsanleihen aufgrund des Zinsanstiegs seit Jahresanfang deutlich erhöht. Und auch die Zinsunterschiede von Investment-Grade-Anleihen und High Yield Bonds relativ zu Staatsanleihen hoher Bonität sind auf attraktive Niveaus gestiegen. Immerhin erhält man aktuell für in Euro notierte Investment-Grade-Papiere eine Verzinsung von zirka 4,5 Prozent, für Euro-Hochzinsanleihen sind es sogar 8,4 Prozent. Und wer das Währungsrisiko nicht scheut, kann mit auf US-Dollar lautenden Hochzinsanleihen sogar eine Verzinsung von über neun Prozent erzielen. Aber auch wenn das durchaus attraktive Niveaus sind: Unter Berücksichtigung einer immer noch immens hohen Inflation ist die erzielte Realverzinsung in der Regel immer noch negativ. Deshalb ändern wir nichts an unserer Strategie. Eben weil aus unserer Sicht noch nicht die Zeit gekommen ist, um durch eine Verlängerung der Laufzeiten in unseren Anleihenportfolios von Kurssteigerungen bei wieder fallenden Zinsen profitieren zu können. Wir bleiben lieber in Lauerstellung.

Wann erwarten Sie denn den Zeitpunkt, an dem auch Sie das Kreditrisiko wieder erhöhen werden?

Jan Viebig: Das wird vermutlich frühestens im ersten Quartal 2023 der Fall sein. Anders als das eingangs zum Wiedereinstieg bei Aktien Gesagte hat es sich in der Vergangenheit als vorteilhaft erwiesen, das Kreditrisiko nach Beginn einer Rezession – und auch dann nur schrittweise – zu erhöhen. Dafür ist es meiner Auffassung nach eindeutig noch zu früh.



» Der Rückgang der Inflation aufgrund des zu erwartenden Basiseffekts wird in Europa geringer ausfallen als in den USA. «

Jan Viebig, CIO Oddo BHF

Wie hoch schätzen Sie die Gefahr ein, dass man sich als Investor von gestiegenen Renditen für High-Yield-Papiere zu sehr verleiten lässt? Anders gesagt: Nach der Korrektur zu hoher Bewertungen wird man doch aufgrund der konjunkturellen Abschwächung in naher Zukunft mit Gewinnrevisionen der Unternehmen rechnen müssen.

Jan Viebig: Ich gebe Ihnen recht, es wird unzweifelhaft zu Gewinnrevisionen bei den Unternehmen kommen. Auch das hängt in gewisser Weise mit dem Thema Angebotschock zusammen. Denn in einer solchen Phase geht – eben aufgrund einer stark gestiegenen Inflation – die Nachfrage zurück. Wer an der Zapfsäule mehr für sein Benzin zahlen muss, hat eben weniger Geld zur Verfügung, um andere Güter zu kaufen.

Wenn gleichzeitig die Zinsen steigen, bedeutet das, dass Investitionen zurückgefahren werden, was sich ebenfalls negativ auf der Einnahmenseite von Unternehmen bemerkbar macht. Das sind zwei Effekte, die gerade erst einsetzen und im vierten bis in das erste Quartal des kommenden Jahres hinein mit Sicherheit ihre Spuren auf der Gewinnseite von Unternehmen hinterlassen werden. Die Frage ist, wie stark die Auswirkungen dieser Effekte sein werden.

Wovon gehen Sie aus?

Jan Viebig: Das nach meiner Auffassung wahrscheinlichste Szenario ist, dass wir in Europa im kommenden Jahr einen Rückgang des Bruttoinlandsprodukts von ungefähr einem Prozent erleben werden, auch



» Der Gewinnrückgang wird bei einigen Unternehmen schon sehr deutlich ausfallen.«

Jan Viebig, CIO Oddo BHF

wenn renommierte Einrichtungen wie das Ifo-Institut oder auch das Kieler Weltwirtschaftsinstitut derzeit noch von einem etwas geringeren Rückgang ausgehen. In den USA besteht nach wie vor eine hohe Wahrscheinlichkeit, dass wir ein sogenanntes Soft Landing sehen werden. Das heißt, auch dort wird die Wirtschaft nicht wirklich schnell wieder Fuß fassen können, aber das Wachstum wird irgendwo zwischen null und einem Prozent liegen. Das würde auch zu den meisten Schätzungen in Bezug auf die Wahrscheinlichkeit einer Rezession passen, die für die USA momentan bei 60 Prozent, für Europa bei ungefähr 85 Prozent liegt. Aber auch wenn das nicht auszuschließen ist, gehe ich nicht davon aus, dass es zu einer extremen, sondern eher zu einer nur leichten Rezession kommen wird.

Wie wird sich das in konkreten Zahlen in Bezug auf die Gewinne von Unternehmen ausdrücken?

Jan Viebig: Der Gewinnrückgang wird bei einigen Unternehmen schon sehr deutlich ausfallen. Insbesondere Firmen, die Güter

herstellen oder Dienstleistungen anbieten, auf die die Menschen ohne Weiteres verzichten können, werden diesen Nachfragerückgang unter Umständen empfindlich zu spüren bekommen. Aber dieser Gewinnrückgang wird nicht bei einer Größenordnung von 20 oder 30 Prozent liegen, wie wir es zum Teil während der Covidkrise erlebt haben. Wenn man gleichzeitig das Kurs-Buchwert-Verhältnis miteinbezieht, das für die Unternehmen im DAX Index derzeit bei ungefähr 1,4 liegt, dann sind Aktien ja schon jetzt nicht mehr viel zu teuer bewertet.

Wie hoch schätzen Sie die Gefahr ein, dass es im Zusammenhang mit einer schwachen Konjunktur zu einer neuen Schuldenkrise im Euroraum kommen könnte?

Jan Viebig: Ich glaube, das Risiko ist durchaus gestiegen. Dazu reicht ein sachlicher Blick in die Entwicklung der Spreads von Staatsanleihen. Die größten Sorgen muss man sich dabei momentan um Italien machen. Vieles wird davon abhängen, wie die Politik mit der aktuellen Situation umgeht. Wenn eine rechtspopulistische Par-

tei wie die der neuen italienischen Ministerpräsidentin Giorgia Meloni all ihre Wahlversprechen umsetzen würde, dann würde das natürlich die ohnehin schon hohe Verschuldung Italiens noch weiter nach oben treiben. So weit wird es aber meines Erachtens nicht kommen, denn am Ende will auch Italien seinen Anteil an dem erstmals in der Geschichte der Europäischen Union durch gemeinsame Schuldenaufnahme finanzierten 750-Milliarden-Hilfspaket namens „NextGenerationEU“ erhalten und sich schon deswegen halbwegs europafreundlich verhalten müssen. Das lässt mich zumindest hoffen, dass es zu keiner neuen Staatsschuldenkrise kommen wird.

Wie sieht Ihr Blick nach vorn aus? Mit welchen Überraschungen rechnen Sie?

Jan Viebig: Bei dieser Frage fällt mir als Erstes der Ukraine-Krieg ein, bei dem es sowohl zu einer positiven als auch zu einer extrem negativen Überraschung kommen könnte. Positiv wäre natürlich, wenn es zu einer raschen Lösung und dem Ende der kriegerischen Auseinandersetzungen käme. Eine negative Entwicklung wäre, wenn sich der Konflikt weiter verschärfen würde, etwa wenn Russland am Ende doch nicht vor dem Einsatz von taktischen Atomwaffen zurückschrecken würde. Unter rein rationalen Überlegungen wird es wohl weder zu der positiven noch zu der negativen Überraschung kommen, sodass wir uns am Ende wahrscheinlich darauf einstellen müssen, dass der Krieg noch länger anhalten wird.

Wir danken für das Gespräch.

HANS HEUSER