

Ausblick 2023 von Oddo-BHF-Chefanlagestrategie Jan Viebig

„Ich glaube nicht, dass die Zinsen schnell wieder fallen werden“

Als zentrale Themen für 2023 sieht Jan Viebig, Chefanlagestrategie der Privatbank Oddo BHF, ein Ende des Angebotsschocks und eine milde Rezession. Welche Aktien werden favorisiert, welche gemieden? Und warum bieten sich jetzt Einstiegschancen bei Unternehmensanleihen? Mehr dazu im Interview.

private banking magazin: Herr Viebig, Sie sind ein alter Hase am Markt. Was ist denn das für ein Jahr gewesen? So eines habe ich auch noch nicht erlebt.

Jan Viebig: 2022 war durch einen Angebotsschock geprägt. Das haben wir zuletzt im Jahr 1973/1974 erlebt.

Wie erklärt man das denn jemanden, der 1973 noch nicht Marktteilnehmer war?

Viebig: Die Situation war ganz ähnlich: Damals brach der Jom-Kippur-Krieg aus, die Folge davon war, dass das Barrel erst von 3 auf 5 US-Dollar und dann auf 12 US-Dollar stieg; das heißt, der Ölpreis vervierfachte sich. Die Inflation schoss dramatisch nach oben, woraufhin bekanntlich die Sonntage ohne Auto folgten. Heute liegen die Öl- und Gaspreise wieder sehr hoch, deswegen die Vergleichbarkeit. Genau wie damals ist die Verbrauchernachfrage zurückgegangen. Das Problem bei einem Angebotsschock ist, dass die Zentralbanken und die Finanzpolitiker – damals wie heute – die Wirtschaft nicht durch niedrige Zinsen und große Fiskalprogramme stimulieren können, um den Wirtschaftsabschwung zu bekämpfen. Würden sie es tun, dann würde die Inflation weiter steigen.

Was können wir denn lernen, wenn wir die Erkenntnisse aus 1973/1974 jetzt nach vorn extrapolieren?

Viebig: Wer an der Zapfsäule mehr Geld ausgeben muss, hat weniger Geld für andere Güter und Dienstleistungen. Das trifft besonders die Menschen, die relativ niedrige Einkommen haben. Angesichts der hohen Inflation sind die Zentralbanken gezwungen, die Leitzinsen zu erhöhen. Ich gehe davon aus, dass die Zinsen noch etwas weiter steigen werden, die Zinserhöhungsschritte aber kleiner werden. Die Marktteilnehmer erwarten derzeit, dass die Leitzinsen in den USA nächstes Jahr auf etwa 5 Prozent und in Europa auf rund 3 Prozent steigen werden. Die Folge davon: Wenn die

Zinsen steigen, dann gehen die Investitionen zurück. Und die nächste Frage ist dann natürlich: Wie wahrscheinlich ist es, dass wir eine Lohn-Preis-Spirale bekommen? Wenn die Inflation steigt, fragen die Arbeitnehmer nach höheren Löhnen. Und der Arbeitsmarkt, gerade in den USA, ist sehr stark ausgelastet, die Arbeitslosenquote in den USA liegt jetzt bei 3,7 Prozent.

Es bleibt spannend. Was werden die Headlines für 2023 sein?

Viebig: Die zentralen Headlines sind vermutlich: Ende des Angebotsschocks und Rezession. Der Angebotsschock wird vermutlich im Jahr 2023 enden, wenn die Kerninflation erstmals höher ist als die allgemeine Inflation. Die Wahrscheinlichkeit, dass wir im Jahr 2023 eine Rezession erleiden werden, liegt bei ungefähr 85 Prozent in Europa und 60 Prozent in den USA. Wir erwarten, dass die Rezession im nächsten Jahr – wenn sie denn kommt – vermutlich mild ausfallen wird. Eine Rezession wie im Jahr 2009, als das Bruttoinlandsprodukt in Deutschland um -5,7 Prozent gefallen ist, erwartet momentan kein einziges seriöses Forschungsinstitut. Momentan erwarten wir einen Rückgang des BIP von weniger als -1 Prozent in Deutschland und fahren auf Sicht.

Die nächste Frage mag banal erscheinen, aber sie treibt viele Marktteilnehmer um. Es gibt jetzt wieder mehr Zinsen, die Rentenmärkte werden zumindest optisch interessanter, gleichzeitig haben wir hohe Inflation. Warum freut sich der Markt, gerade auch Multi-Asset-Portfoliomanager, über die Zinsen, wenn unterm Strich doch mehr Minus bleibt, als real zuvor?

Viebig: Sie haben recht, die realen Zinsen werden angesichts der hohen Inflation erst einmal negativ bleiben. Genau deswegen müssen die Zinsen ja steigen. Hohe Zinsen sind aus Sicht von Anlegern, die Geld neu in Anleihen anlegen, natürlich wünschenswert. Aber Fondsmanager und private Anleger, die bereits in Anleihen mit langer Laufzeit investiert sind, freuen sich natürlich nicht über steigende Zinsen. Der starke Anstieg der Zinsen hat im Jahr 2022 dazu geführt, dass Anleger mit langlaufenden Anleihen im Jahr 2022 viel Geld verloren haben. Da wir von weiter steigenden Zinsen ausgehen, haben wir die Duration im Jahr 2022 deutlich reduziert. Steigende Zinsen belasten zudem die Haushalte und Unternehmen. Schauen Sie sich den Immobiliensektor an. Die hohen Zinsen führen derzeit zu einer Abkühlung des Immobiliensektors.

Unterliegen viele Verbraucher also einer gewissen Nominalwert-Illusion? Nach dem Motto: Ich kriege ja jetzt wieder ein paar Prozent. Aber am Ende geht der reale Kapitalerhalt flöten.

Viebig: Natürlich freuen sich die Verbraucher, wenn sie höhere Zinsen bekommen. Aber in der Tat gucken viele auf die Nominalzinsen, wahrscheinlich die Mehrheit, und nur wenige nehmen die realen Zinsen in den Blick. Ganz klar: Die Menschen werden momentan ärmer und nicht reicher.

Wie werden sich die Rentenmärkte aus der Sicht eines Portfoliomanagers entwickeln?

Viebig: Die Zinsen steigen weiter; sowohl in den USA als auch in Europa. Wir werden die Laufzeit der Anleihen schrittweise wieder verlängern, wenn wir uns dem Zinshöhepunkt in diesem Zyklus nähern. Bis dahin gilt der Satz: „Don't fight the Fed“. Es macht wenig Sinn, sich gegen die Zentralbanken zu positionieren, die weitere Zinserhöhungen sehr deutlich angekündigt haben. In der Vergangenheit war es oftmals richtig, Unternehmensanleihen zu kaufen, nachdem eine Rezession eingesetzt hat. Wo es Risiken gibt, da gibt es auch Chancen. Ich kann mir gut vorstellen, dass das Jahr 2023 gute Einstiegschancen für Investoren bieten wird, die in Unternehmensanleihen investieren wollen.

Wahrscheinlich drehen Sie im Vorgriff auf die Zinsentwicklung schon an den Stellschrauben?

Viebig: Genau das machen wir. Momentan bevorzugen wir Investment-Grade-Anleihen mit kurzen Laufzeiten. Im ersten Halbjahr 2023 könnten auch High-Yield-Anleihen wieder interessant werden. Die Regel ist: Man wartet auf die Rezession, beobachtet, und investiert dann, wenn die Yields deutlich angestiegen sind. Das sieht man ja jetzt schon: Im Investment-Grade-Bereich oder High-Yield-Bereich bekommt man zunehmend attraktive Renditen geboten.

Könnten wir uns das an einem Beispiel näher ansehen?

Viebig: Im High-Yield-Bereich in Euro bekomme ich momentan ungefähr 7 Prozent. Und auch im Investment-Grade-Bereich waren wir bereits bei über 4 Prozent in Europa. Das sind wieder attraktive Renditen, die man dort bekommt, wenn wir die Inflation außen vor lassen.

Noch einmal eine Frage zur Inflation, Stichwort Basiseffekt. Werden wir eine deutlich niedrigere Inflation im Laufe des kommenden Jahres sehen?

Viebig: Inflation berechnet man aus den Preisveränderungen Jahr über Jahr. Ende Mai 2021 lag der Preis für Rohöl der Sorte Brent bei knapp 70 US-Dollar pro Barrel, ein Jahr später im Mai 2022 aber bei über 120 US-Dollar. Ein Anstieg von über 70 Prozent, der zu der hohen Inflation dieses Jahr maßgeblich beigetragen hat. Wenn wir die Inflation aber im Mai nächsten Jahres berechnen, dann werden wir den bereits stark gestiegenen Rohölpreis von über 120 US-Dollar von Mai 2022 mit dem dann gehandelten Rohölpreis im Mai 2023 vergleichen. Allein aus diesem Effekt, den man oftmals als Basiseffekt bezeichnet, wird die Inflation im Jahr 2023 zurückgehen. Unsere Erwartungen zur Inflation sind eindeutig: Wir erwarten erstens, dass die Inflation im Jahr 2023 global aufgrund des Basiseffekts und infolge der Zinserhöhungen fällt. Wir erwarten zweitens, dass die Inflation in den USA schneller zurückgehen wird als in Europa, da Europa von dem Angebotschock stärker getroffen ist als die USA. Und wir erwarten drittens, dass die Inflation in einigen Ländern, insbesondere in Deutschland trotz des Rückgangs der Inflation hoch bleiben wird. In Deutschland erwarten wir, dass die Inflation im Durchschnitt im nächsten Jahr über 7 Prozent liegen wird.

Viele Marktbeobachter fragen sich, ob die Notenbanken genug unternehmen, um die Preisniveaus wieder nach unten zu drücken. Was meinen Sie dazu?

Viebig: Dazu müssen Sie auf den neutralen Zinssatz blicken. Der neutrale Zinssatz gibt an, ob die Geldpolitik die Wirtschaft stimuliert oder abbremsst. In den USA liegen die Leitzinsen bereits über dem neutralen Zinssatz. Die Federal Reserve bremst die Wirtschaft also bereits, um die Inflation zu bekämpfen. Trotz einer Inflation von über 10 Prozent sind die Leitzinsen in der Eurozone noch nicht deutlich oberhalb des neutralen, nominalen Zinssatzes. Die EZB hat die Wirtschaft zu lange stimuliert, anstatt zu bremsen. Wir erwarten, dass die EZB die Zinsen daher noch einige Zeit lang anheben muss. Der Zinserhöhungszyklus wird in Europa vermutlich länger dauern als in den USA.

Warum?

Viebig: In Europa werden sich die durch die Energiekrise verursachten höheren Erzeugerpreise mit einer Verzögerung von einigen Monaten auf die Verbraucherpreise auswirken. Der Druck von den Erzeugerpreisen auf die Verbraucherpreise ist in Europa viel höher als in den USA. Europa leidet stärker unter dem Angebotsschock als die USA. Deswegen wird die Inflation in Europa länger höher bleiben als in den USA. Die meisten Forschungsinstitute erwarten, dass die Inflation in Europa und in Deutschland im nächsten Jahr hoch bleiben wird. Das glaube ich auch. Der Druck auf die EZB, die Zinsen zu erhöhen, bleibt damit ebenfalls hoch.

Die EZB erscheint zu zögerlich und hat eine Entwicklung in die Länge gezogen, die man eigentlich schon viel zügiger und vehementer hätte klären können?

Viebig: Ja. Natürlich. Schon Ende 2021 lag die Inflation in den USA und in Europa bei 7 und 5 Prozent und war damit viel zu hoch – lange, bevor der Krieg ausbrach. Und die Notenbanken hatten immer die Vorstellung, die Preisteuerung sei nur transitorisch, das war das Zauberwort damals. Deshalb haben sie nicht entschlossen genug die Zinsen erhöht. Und die Folge davon war, dass die Inflationserwartung gestiegen ist. Dann kam der Ukraine-Krieg noch hinzu. Es ist sehr eindeutig, dass die Zentralbanken zu langsam gehandelt haben.

Wer zu langsam ist, wird oft vom Lauf der Ereignisse überrollt. Könnten Sie diesen Aspekt näher erläutern?

Viebig: Überrollt wird man als Zentralbanker, wenn man zu lange mit notwendigen Zinserhöhungen wartet. Es gibt zwei einfache Regeln für gute Zentralbanker: Liegt die tatsächliche Inflation deutlich über der Zielinflation der Zentralbank, dann erhöht man die Zinsen. Obwohl die Inflation seit langer Zeit über dem von der EZB selbst gesetzten Inflationsziel von 2 Prozent lag, hat die EZB zu lange gezögert, die Zinsen anzuheben. Das war ein Fehler. Sie wurde von der Inflation überrollt und hat leider an Glaubwürdigkeit verloren.

Und die zweite Regel für die Geldpolitik lautet: Sind die Wirtschaft und der Arbeitsmarkt sehr stark ausgelastet und die Preise steigen, dann erhöht man die Zinsen. Auch dagegen haben die Notenbanker verstoßen, indem sie zu lange gezögert haben. In den USA liegt die Arbeitslosenquote bei nur 3,7 Prozent. Die Anzahl der offenen Stellen ist hoch. Der Arbeitsmarkt ist leergefegt. Die Löhne steigen aufgrund der Knappheiten am Arbeitsmarkt. Es droht eine Lohn-Preis-Spirale. Eine solche vermeidet man am besten, wenn man die Zinsen frühzeitig erhöht.

Die Leitzinsen, die wir haben, sind immer noch relativ niedrig, wir haben – wir sprachen darüber – immer noch negative Realzinsen, nicht positive. Wichtig ist auch die große Frage, wie es mit dem über die Jahre zusammengekauften Anleiheportfolios der Zentralbanken weitergehen soll. In den USA hat man sich schon sehr früh darauf verständigt, das Anleiheportfolio der Federal Reserve abzuschmelzen, jeden Monat um 95 Milliarden US-Dollar. Die EZB hingegen drückt auch hier herum, da man sich im Zentralbankrat der EZB nicht einig ist, wie und wann das enorm hohe Anleiheportfolio der EZB zurückgeführt werden soll.

Lassen Sie uns auf den Aktienmarkt wechseln. Es hat einige Strukturbrüche gegeben und einen Wechsel von Growth zu Value. Auf einmal zahlen große Goldminen und Energieerzeuger höhere Dividenden. Können Sie uns diesen Favoritenwechsel ein bisschen einordnen?

Viebig: Das Wichtigste, was 2021/22 passiert ist, ist tatsächlich der Wechsel von Wachstumsaktien zu Value-Aktien. Der Hintergrund ist schnell erzählt: Einmal waren Wachstumsaktien sehr teuer. Die Zinsen waren sehr niedrig und die Aktienbewertungen infolge sehr hoch – so etwas bezeichnet man oftmals als rationale Blase. Die Situation hat sich geändert. Die Zinsen sind heute höher und steigen weiter. Das heißt, die Cashflows von Wachstumsaktien, die oftmals weit in der Zukunft liegen, müssen länger mit einem höheren Diskontsatz abgezinst werden. Dies hat dazu geführt, dass der faire oder intrinsische Wert von Wachstums-Aktien infolge der gestiegenen Zinsen stärker gefallen ist als der von Value-Aktien. Darauf mussten und haben wir reagiert, indem wir Wachstumsaktien reduziert und Value-Aktien gekauft haben.

Wird das 2023 so anhalten?

Viebig: Ich glaube nicht, dass die Zinsen wieder schnell fallen werden. Im Gegenteil, ich glaube eher, dass die Zinsen noch etwas weiter steigen und dann auf einem höheren Niveau als vor den beiden Schocks – der Covid-Krise und dem Ausbruch des Krieges in der Ukraine – verbleiben werden. Ich sehe daher jetzt nicht eine schnelle Rally im Wachstumsbereich, zurück auf die alten Kurshochs. Als Qualitätsinvestoren mögen wir Aktien, die hohe Kapitalrenditen erwirtschaften, einen klaren Wettbewerbsvorteil aufweisen, strukturell wachsen, nachhaltig und angemessen bewertet sind. Wir meiden daher unangemessen teure Wachstumswerte und konzentrieren uns gerade im Technologiebereich auf Unternehmen, die schon heute hohe freie Cashflows

erwirtschaften. Unternehmen, die teuer bewertet sind oder unsichere Cashflows weit in der Zukunft aufweisen, meiden wir als Qualitätsinvestoren.

Sie sind unter anderem für die Allokation der Polaris Fonds verantwortlich. Können Sie diesen Favoritenwechsel an den Aktienmärkten an Ihrer Allokation der Fonds einmal festmachen?

Viebig: Wir haben im Jahr 2021 auch stark auf Wachstumsaktien gesetzt, was ja auch richtig war, weil Wachstumsaktien 2021 stark stiegen. Seit dem Ausbruch des Ukraine-Krieges glauben wir, dass es Sinn macht, stärker zu diversifizieren. Wir haben Unternehmen wie zum Beispiel den US-Landmaschinenhersteller Deere gekauft, Unternehmen, die wir vorher in der Regel nicht im Portfolio hatten. Oder wir haben das norwegische Energieunternehmen Equinor gekauft – die frühere Statoil, Europas zweitgrößter Gaslieferant. Wir mussten im Jahr 2022 breiter diversifizieren. Drei Entscheidungen waren im Jahr 2022 wichtig: Die Duration kurz zu halten, die Aktienquoten zu senken und breiter zu diversifizieren, also die Portfolios von Growth auf Value umzuschichten und damit letztlich eine größere Diversifikation im Portfolio sicherzustellen. Das waren die wesentlichen Punkte für uns, die uns geholfen haben, die Mehrzahl der Mitbewerber auch in diesem schwierigen Markt outzuperformen.

Was ist ein Hedge im kommenden Jahr? Und welche Rolle spielt Gold für Sie?

Viebig: Ich glaube, Gold macht immer Sinn in Portfolios. Die Korrelation zu Aktien ist relativ gering. Zugleich muss man sagen, dass physisches Gold ein besserer Hedge ist als Goldaktien, da die Korrelation zwischen Gold und Aktien geringer ist als die Korrelation zwischen Goldaktien und Aktien. Physisches Gold bleibt ein relativ guter Diversifikator. In einem reinen Aktienportfolio macht es Sinn, bis zu 10 Prozent Gold zu halten.

Machen Sie uns final etwas Lust und Appetit auf das kommende Börsenjahr?

Viebig: Wir haben alle schon mehrere Krisen erlebt. Daher wissen wir: Wer langfristig investiert, profitiert von den hohen Renditen, die Aktien aufweisen. Seit 1969 sind Aktien im Durchschnitt um über 10 Prozent pro Jahr gestiegen. Die erste gute Nachricht ist: Auch in Zukunft sind Aktien ein tolles Investment für langfristige Aktionärinnen und Aktionäre – trotz der hohen Schwankungen. Mit Aktien erhält man langfristig eine Risikoprämie über den risikolosen Zinssatz, da man der Wirtschaft Kapital zur Verfügung stellt und damit Risiko trägt. Der zweite Grund, nicht in übergroßen Pessimismus zu verfallen, ist, dass auch dieser Angebotsschock wie alle anderen Schocks irgendwann endet. Ich glaube, dass der Schock im Jahr 2023 enden wird, wenn die Kerninflation irgendwann über der allgemeinen Inflation liegt. Und die dritte gute Nachricht ist: Wo Risiken sind, ergeben sich immer auch Chancen! Auf die muss man halt warten und dann natürlich auch stimmig allokalieren.

Über den Interviewten:

Jan Viebig ist seit 2019 einer der Chefanlagestrategen (Co-Chief Investment Officer) von Oddo BHF. Vor dieser Zeit war er Leiter des Asset Managements der Privatbank Hauck & Aufhäuser und war in leitenden Funktionen bei der Vontobel Bankengruppe und der Credit Suisse.

Dieser Artikel erschien am **16.12.2022** unter folgendem Link:

<https://www.private-banking-magazin.de/ich-glaube-nicht-dass-die-zinsen-schnell-wieder-fallen-werden/>