

# Frankfurter Allgemeine

ZEITUNG FÜR DEUTSCHLAND

Sonderdruck aus der Frankfurter Allgemeinen Zeitung vom 29. Oktober 2022

## DIE VERMÖGENSFRAGE

### „Die Jahresendrally ist voreilig“

**Jan Viebig, Ko-Chefanlagestrategie der deutsch-französischen Bank Oddo BHF, erklärt im F.A.Z.-Gespräch, warum die „Gas-Rezession“ länger dauern wird als die „Corona-Rezession“, warum der „Doppelwumms“ verfehlt ist, welche Aktien er im Frühjahr verkauft hat und welche er nun im Blick hat.**

*Herr Viebig, Ihre Kunden geben Ihnen für die Vermögensverwaltung ja eine individuelle strategische Risikoquote vor; anhand der Sie Aktien und Anleihen mischen. Diese Risikoquote ist der Maßstab, den Sie aber je nach Marktlage über- oder unterschreiten können. Wie richten Sie derzeit Ihre Kundendepots aus?*

Wir haben im Februar 2022 zwei Wochen vor Kriegsausbruch in der Ukraine das Risiko in den Kunden-Portfolios verringert und Aktien untergewichtet. Wir haben mit diesem Krieg nicht gerechnet, aber die zunehmende Kriegsrhetorik hat uns vorsichtiger werden lassen. Erst zu Beginn des dritten Quartals haben wir unsere Positionen in Aktien wieder auf eine neutrale Gewichtung erhöht. An der neutralen Positionierung werden wir voraussichtlich in diesem Jahr auch nichts mehr ändern.

*Das heißt: Wir haben nach Ihrer Erwartung die schlimmsten Kursverluste an den Märkten hinter uns, aber die Kurstiefs vermutlich noch vor uns?*

Das halte ich für wahrscheinlich aus folgendem Grund: Unsere Wirtschaft erfährt gerade durch das knappe Gas und die galoppierenden Energiepreise einen Angebotschock. Im Vergleich zur Corona-Krise, als die Nachfrage schockhaft ausblieb, dauert es in der Regel länger, einen Angebotschock zu verkraften. Vor allem kann der Staat relativ wenig dagegen tun.

*Der Doppelwumms von Bundeskanzler Scholz und die fortgesetzten Staatsanleihekäufe der EZB sprechen eine andere Sprache. Geld drucken durch die Notenbanken und Stützungsprogramme der Regierungen sind gute Antworten gegen Nachfrageschocks. In Reaktion auf einen Angebotschock dagegen*

sollte sich der Staat zurückhalten und die Nachfrage nicht zu sehr stimulieren. Denn andernfalls treibt er die Inflation. Die Gaspreismbremse etwa sollte jetzt nicht zu groß ausfallen. Und die Zentralbanken müssen jetzt die Zinsen erhöhen, damit sich die Inflationserwartungen nicht verfestigen. Es war ein Fehler, dass die Zentralbanken damit nicht früher begonnen haben. Schon die amerikanische Fed war im März mit ihrer ersten Zinserhöhung spät dran, die EZB im Juli erst recht.

*Ist jetzt das Kind in den Brunnen gefallen?*

Insofern, als sich auch durch staatliche Stimulierung und das Zaudern der Notenbanken leider weiterer Inflationsdruck aufgebaut hat. Nehmen Sie die Nahrungsmittel auf Ihrem Frühstückstisch: Sie bezahlen gerade 78 Prozent mehr für Butter als vor einem Jahr, 35 Prozent mehr für Milch, 32 Prozent für Kaffee. Die Inflation hat sich also von der Energie auf Nahrungsmittel verbreitert und dürfte sich weiter ausdehnen, vor allem dann, wenn die Löhne nun – aus Sicht der Arbeitnehmer berechtigterweise – kräftig steigen. Dann braucht es umso höhere Zinserhöhungen, um die Inflation wieder einzudämmen.

*Ähnlich wie Ende der 1970er-Jahre in den USA, als Notenbankpräsident Paul Volcker mit Zinsen um 20 Prozent einen weiteren Schock auslöste?*

Daran fühlt man sich zumindest erinnert. Nach der Taylor-Regel, die vereinfacht gesagt aus der Differenz zwischen dem Inflationsziel und der tatsächlichen Inflation sowie der Produktionslücke ein angemessenes Zinsniveau ableitet, müsste der EZB-Leitzins derzeit nicht bei 2,0, sondern bei 8 Prozent liegen.

*Würden dann nicht reihenweise Staaten und Unternehmen an Ihrer Schuldenlast zerbrechen?*

So weit wird es nicht kommen. Die EZB ist in der Tat leider gezwungen, in der Währungsunion Rücksicht auf deutlich überdurchschnittlich verschuldete Länder zu nehmen und die Zinsen nicht zu stark zu erhöhen. Deshalb kauft sie sogar, wie von Ihnen schon angesprochen, weiterhin Staatsanleihen bestimmter Länder wie Italien auf, weil sie glaubt, diese Schuldner könnten andernfalls tatsächlich in Schwierigkeiten geraten. Aber die EZB muss andererseits auch Zeichen gegen weitere Staatsschulden setzen. Auch Deutschland wird die Schuldenbremse nach meiner Erwartung 2023 nicht einhalten. Ich gehe davon aus, dass die EZB ihren Leitzins in den nächsten Monaten auf etwa 3 Prozent und die Fed ihren Leitzins Richtung 5 Prozent erhöht.

*Wie stark werden diese Zinserhöhungen die Wirtschaftsleistung (BIP) noch einmal dämpfen?*

Wir erwarten für Deutschland im Gesamtjahr 2023 einen Rückgang des BIP um ein Prozent. In den USA dagegen erscheint es offen, ob es tatsächlich zu einer Rezession kommt. Dort hat Präsident Biden die Wirtschaft mit einem Stützungspaket von 1,9 Billionen Dollar angesichts eines Gesamthaushalts von 23 Billionen Dollar überstimuliert. Die amerikanische Wirtschaft ist in einem besseren Zustand als die europäische, die Inflation dort wird vermutlich schneller zurückgehen als in Europa. Ich rechne damit ab März.

*Die Börse schaut voraus, heißt es immer. Warum setzen Sie nicht jetzt schon auf den Aufschwung nach der Rezession?*



Jan Viebig

Foto ODDO BHF

Weil die Rezession in Europa gerade erst anfängt. In den Vereinigten Staaten ist gut dokumentiert, dass man etwa ein gutes halbes Jahr vor dem Ende einer Rezession mit Aktien stärker das Risiko erhöhen sollte, das war zumindest in sieben von acht Rezessionen seit 1965 die richtige Strategie. Dafür ist es noch zu früh.

*Das heißt, die Rezession wird länger dauern als ein paar Quartale, und die vielleicht schon laufende Jahresend rally am Aktienmarkt ist voreilig?*

Wahrscheinlich ja, eben weil wir es mit einem Angebots- und nicht mit einem Nachfrageschock zu tun haben. Wir erwarten zwar keine schwere Rezession, und die Aktienkursbewertungen von im Durchschnitt 1,4 zu den Bilanzbuchwerten zeigen, dass deutsche Aktien nicht mehr zu teuer sind. Doch wir rechnen noch mit weiteren schlechten Nachrichten, etwa mit Gewinnrückgängen von Unternehmen im vierten Quartal 2022

und einem sich abkühlenden Immobilienmarkt. Angesichts dieses Rückschlagspotentials fühlen wir uns mit der neutralen Risikoquote derzeit wohl.

*Zumal der Krieg ja noch eskalieren könnte.*

Ja, dass Nuklearwaffen eingesetzt werden, hoffe ich nicht, aber man kann es nicht mehr völlig ausschließen. Ein weiteres Risiko sind nochmals zulegende Energiepreise, unter denen dann die Wirtschaft stärker einbräche. Das ist nicht unser Hauptszenario, aber auch der Blick nach China mahnt zur Vorsicht. Ich glaube nicht an einen Angriff auf Taiwan. Aber der Austausch des Premierministers und die Verlängerung der Amtszeit von Präsident Xi Jinping zeigt, dass das System der kollektiven Führung aufgegeben wurde. Durch die Machtkonzentration wächst die Gefahr falscher Entscheidungen.

*Andererseits könnte es ja auch besser ausgehen als derzeit gedacht. Was würde passieren, wenn es plötzlich zu einem Ende des Krieges in der Ukraine käme?*

Das wäre natürlich eine gute Nachricht, auch für die Kapitalmärkte. Aber auch dann werden die Zinsen wie in unserem Hauptszenario höher sein müssen als in den vergangenen Jahren. Wenn man die Risikoquote hochfahren will, dann könnte man zunächst Hochzinsanleihen wieder stärker berücksichtigen, Aktien höher gewichten und auch in Währungen investieren, die stark zum Dollar abgewertet haben.

*Und wie werden Sie Ihr Aktienportfolio mit Blick auf ein Ende der Rezession aufstocken?*

Im Aktienportfolio werden in Zeiten höherer Zinsen Qualitätswerte mit hoher Substanz gegenüber reinen Wachstumswerten Vorteile haben. Deshalb haben wir im Frühjahr 2022 hoch bewertete Wachstumstitel wie Salesforce, Experian und Church & Dwight reduziert oder ganz verkauft, deren Gewinne

### Zur Person

Jan Viebig ist seit 2019 einer der Chefanlagestrategen (Co-Chief Investment Officer) der deutsch-französischen Bankengruppe Oddo BHF. Dort ist der an der Universität Bremen habilitierte Diplom-Kaufmann für die Anlage von 140 Milliarden Euro an Vermögenswerten verantwortlich. Vor seiner Zeit als Geschäftsführer von Oddo BHF Trust war Viebig Leiter des Asset-Managements der Privatbank Hauck & Aufhäuser und in leitenden Funktionen bei den Schweizer Banken Vontobel und Credit Suisse tätig. An der Frankfurter Goethe-Universität unterrichtet der 53 Jahre alte Viebig seit acht Jahren Kurse in Finanzen. Seine Karriere begann im September 1999 bei der Fondsgesellschaft DWS.ham.

oftmals noch weit in der Zukunft liegen. Aktuell setzen wir noch stärker auf vermeintlich langweilige Unternehmen wie den Landmaschinenhersteller John Deere oder Wolters Kluwer. Solche Unternehmen mit den notwendigen Qualitätsmerkmalen wie hoher Kapitaleffizienz, Wettbewerbsvorteilen, Wachstum und guter Unternehmensführung sowie zusätzlich einem angemessenen Preis sind in Zeiten steigender Zinsen jetzt die erste Wahl. Aufstocken werden wir unsere Aktienquote idealerweise einige Monate vor dem Ende der Rezession, also voraussichtlich im zweiten oder dritten Quartal 2023.

Das Gespräch führte Hanno Mußler.

© Alle Rechte vorbehalten. Frankfurter Allgemeine Zeitung GmbH, Frankfurt. Zur Verfügung gestellt vom Frankfurter Allgemeine Archiv. [www.faz-rechte.de/sonderdrucke.htm](http://www.faz-rechte.de/sonderdrucke.htm).