

«Die Schuldenbremse ist zu unflexibel»

INTERVIEW MIT JARI STEHN Der Europa-Chefökonom von Goldman Sachs hält tiefere Inflation durch Zölle für möglich. Für Spanien erwartet er eine anhaltende Outperformance.

Seit 2010 ist Jari Stehn bei Goldman Sachs, wo er nach verschiedenen Positionen als Chefökonom Europa für das volkswirtschaftliche Research in der gesamten Region verantwortlich zeichnet. Zu Beginn seiner Karriere arbeitete er als Ökonom beim Internationalen Währungsfonds. Ausserdem fungierte er von 2018 bis 2019 als Mitglied des ökonomischen Beratungsgremiums der britischen Regierung. Im Interview betont er die strukturellen Probleme Europas und den schwierigen Ausblick für die europäische Autoindustrie.

Herr Stehn, alle Welt schaut auf die USA. Spielt die Musik 2025 unter Trump dort?

Aus wirtschaftlicher Sicht ist dies so. Wir haben einen optimistischen Wirtschaftsausblick für die USA mit einem Wachstum von 2,6%, was einen halben Prozentpunkt über dem Konsensus liegt. Damit erwarten wir ein wesentlich stärkeres Wachstum in den USA als in Europa. Das ist aber weniger an die Politik gebunden.

Sondern?

Wir erkennen ein starkes Wachstum des realen verfügbaren Einkommens. Diese Expansion der Einkommen kurbelt den privaten Konsum an, der sich wiederum sehr positiv auf die Wirtschaft insgesamt auswirkt. Das ist der Hauptgrund für unsere Prognose. Zudem sind wir auch optimistisch in Bezug auf die Inflation und die Zinsentwicklung in den USA.

Welche Entwicklung erwarten Sie diesbezüglich?

Wir glauben, dass die Inflation in den USA über die nächsten zwei Jahre weiter fallen wird bis zu einem Niveau von ca. 2%. Die US-Notenbank Fed wird die Zinsen ebenfalls weiterhin senken, wobei wir von zwei Zinssenkungen dieses Jahr und einer dritten Zinssenkung nächstes Jahr von je einem Viertelprozentpunkt ausgehen. Aus einer Finanzmarktperspektive ist eine Kombination aus starkem Wachstum, sich normalisierender Inflation und sinkenden Zinsen sehr förderlich.

Drohen durch Trump verhängte Handelszölle die weltweite Inflation nicht anzuhängen?

Grundsätzlich sind Zölle inflationär, weil sie den Preis erhöhen, den man für Güter bezahlen muss. Dabei muss man aber beachten, dass sie auch Effekte mit sich bringen, die in die andere Richtung gehen. Damit hängt der Nettoeffekt auf die globale Inflation stark von Details ab.

Inwiefern?

Wenn die Trump-Administration Zölle beispielsweise auf chinesische Güter erhebt, verliert China für diese Produkte den US-amerikanischen Absatzmarkt, was dazu führen könnte, dass es die Güter günstiger nach Europa verkauft. In solch einem Fall könnten Handelszölle gegen China also einen inflationsreduzierenden Effekt auf Europa haben.

Halten Sie dieses Szenario für plausibel?

Ja, wir gehen davon aus, dass die US-Regierung nur sehr fokussiert Handelszölle einführen wird. Zum einen erwarten wir Zölle auf Produkte aus China, zum anderen auf die Autoindustrie insgesamt. Alles in allem rechnen wir mit einem geringen Einfluss auf die Inflation. Zudem muss man zwischen Effekten auf das Preisniveau und solchen auf die Inflation unterscheiden. Bei der Erhebung eines Strafzolls handelt es sich um einen Effekt auf das Preisniveau, da der Preis sich nur ein Mal erhöht, im Jahr darauf aber stabil bleibt. Somit ist auch nicht eindeutig klar, ob diese Effekte die Geldpolitik beeinflussen können, da die Zentralbanken angehalten sind, über die kurzfristige Preisentwicklung hinauszuschauen.

Apropos Automobilsektor: Er ist in Europa derzeit ja sowieso unter Druck.

Das stimmt. Die Autoindustrie ist seit Jahren unter Druck. Der Autosektor trägt



«Man sollte nicht alles schlechtreden, was Deutschland betrifft.»

in Deutschland direkt 4% zur Wirtschaftsleistung bei, indirekt – also mit Einbezug der Zulieferer – sogar 8%. Es handelt sich also um einen sehr wichtigen Sektor. Mit dem Aufstieg der Elektroautos und dem verstärkten Wettbewerb im wichtigen Absatzmarkt China hat sich der Druck nochmals akzentuiert. Der Ausblick für den europäischen Autosektor ist also schwierig.

Was muss getan werden?

Man muss versuchen, die Wettbewerbsfähigkeit von Elektroautos auszubauen, indem man Investitionen vornimmt, die wiederum Neuentwicklungen fördern. Natürlich hängt der Erfolg auch von China selbst ab. Dort greift der Staat unterstützend ein und eilt mit Subventionen dem heimischen Autosektor zur Hilfe.

«Europa steht vor Herausforderungen, die die USA in dieser Form nicht haben.»

Nicht nur der Automobilsektor Europas ist unter Druck, der ganze Euroraum schwächelt.

Richtig, ganz Europa zeigt eine relative Schwäche zu den USA. Wir erwarten für den Euroraum ein Wachstum von 0,8%, was unter dem Konsens liegt.

Weshalb schätzen Sie Europa schwächer ein?

Zum einen verzeichnet Europa ein deutlich schwächeres Konsumwachstum von nur ca. 1%. Zum anderen steht es vor einer Reihe an Herausforderungen, die die USA in dieser Form nicht haben. Der Euroraum hat viele strukturelle Probleme, insbesondere was den Handel angeht. Viel Wettbewerbsfähigkeit wurde in den vergangenen Jahren verloren, und ein grosser Teil des Marktanteils ist von Europa nach China abgewandert. Das hat verschiedene Gründe.

Die Musik spielt in den USA



Welche?

Es hängt unter anderem mit höheren Energiepreisen in Europa zusammen. Gerade in Deutschland, wo die Preise seit dem Beginn der Energiekrise enorm angezogen haben, sieht man in energieintensiven Sektoren, wie der Chemie- und der Stahlindustrie, einen grossen Verlust an Wettbewerbsfähigkeit. Darüber hinaus ist China auch ein viel stärkerer Konkurrent geworden in der Produktion von Kapitalgütern sowie Waren, die der Euroraum historisch gesehen sehr erfolgreich hergestellt hat. Wir sehen keine Anzeichen dafür, dass der Verlust der Wettbewerbsfähigkeit sehr schnell behoben wird.

Neben den strukturellen Problemen hat Europa aber auch andere Herausforderungen zu bewältigen.

Genau. Obschon wir keine breite Einführung von Handelszöllen erwarten, lähmt die Unsicherheit über den Handelsausblick und die Aussichten für Europa unter Trump die Investitionen. Diese Unsicherheit ist ein grosser Negativfaktor für das Wachstum, der sich viel stärker bemerkbar macht als Zölle selbst. Zudem steht Europa vor einer fiskalischen Konsolidierung. Das heisst, dass die Defizite zurzeit zurückgeschraubt werden, was sich ebenfalls negativ auf das Wachstum auswirkt.

Gerade in Deutschland ist die Schuldenbremse ein heisses Eisen.

Genau. Wenn man sich die Investitionen in Deutschland über die letzten 25 Jahre anschaut, dann liegen sie netto im Endeffekt bei null. Es wurde beispielsweise investiert, um Brücken zu reparieren, aber neue Infrastruktur wurde nicht geschaffen.

Dann plädieren Sie für die Aufhebung der Schuldenbremse?

Sie ist in ihrer Konstruktion zu unflexibel, und man sollte sie reformieren. Man sollte aber nicht alles schlechtreden, was Deutschland betrifft. Das Land hat dank der strikten Ausgabenpolitik eine moderate Verschuldung von 60% des BIP, was im Vergleich zu anderen Ländern tief ist. Es besteht also fiskalischer Raum für Investitionen.

Bieten sich Investoren Alternativen in Südeuropa?

In der Tat sind wir insgesamt optimistischer, was den Wirtschaftsausblick für Südeuropa anbelangt – vor allem in Spanien, Portugal und Griechenland. In Spanien erwarten wir ein Wachstum von 2% für 2025. Die Outperformance im Süden dürfte also weitergehen.

Wo liegen die Gründe dieser Outperformance?

Zum einen erfahren diese Länder viel Arbeitsmigration. Gerade Spanien hat einen sehr starken Arbeitsmarkt. Zum anderen sind die Länder im Süden viel mehr fokussiert auf Dienstleistungen und haben weniger grosse Industriesektoren.

Die kapitalintensiven Industriesektoren dürften von weiteren Zinssenkungen profitieren. Was erwarten Sie von der EZB?

Wir rechnen mit weiteren Zinsschritten von je einem Viertelprozentpunkt pro anstehende EZB-Sitzung, bis der Zins sich auf einem Level von 1,75% einpendelt. Diese Zinssenkungen ergeben aufgrund des schwachen Wachstums durchaus Sinn. Zudem nimmt die Inflation ab und dürfte weiterhin sinken.

In der Schweiz stehen Negativzinsen wieder im Raum. Halten Sie sie für möglich?

Grundsätzlich gehen wir von einer weiterhin niedrigen Inflation aus und glauben, dass die Zinsen in der Schweiz weiter fallen werden. In unserem Basisszenario senkt die Schweizer Nationalbank den Leitzins auf 0%, wobei wir es durchaus für möglich halten, dass sie zu Negativzinsen greift, falls dies als nötig erachtet wird.

INTERVIEW: DAMIEN MARTIN

Markttechnik

Nvidia und Autoneum

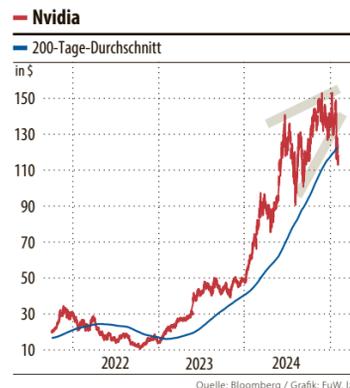
Wenn ich wissen möchte, wie es weitergeht und wie die Chancen stehen, setze ich bei zwei Punkten an: Erstens, indem ich das, was gerade geschieht, mit meinen früheren Erwartungen vergleiche. Passt es dazu, oder steht es völlig quer in der Landschaft? Und zweitens, indem ich die jüngsten Trends untersuche und prüfe, in welchen Kontext sie passen.

In der «Finanz und Wirtschaft» vom 8. Januar habe ich hier die Aktie von Nvidia beurteilt. Die damals bereits gut erkennbare, grosse Rising Wedge sowie das geringe mittelfristige Aufwärtsmomentum führten zu der Konklusion, dass die Nvidia-Aktie im Portfolio zur Distribution freigegeben werden darf.

Gesättigte Nachfrage

Sowohl die Wedge- als auch die Momentumwerte wiesen auf eine gesättigte Nachfrage hin. Das Fass war voll, und die Nachricht über DeepSeek war der Tropfen, der es zum Überlaufen brachte. Die Nachricht war also nicht der Grund, sondern der Katalysator.

Der im Oktober 2023 bei 40\$ begonnene Aufwärtstrend wurde bereits mit der Wedge beendet. Aus zyklischer Sicht hatte sie die Funktion einer Transitionsphase. Jetzt befindet sich die Nvidia-Aktie in einer noch während längerer Zeit anhaltenden Schwächephase. Diese Schwächephase wird nach meiner Ein-



schätzung in mehreren Etappen verlaufen. Das erste Zwischentief dürfte dabei im Bereich 105 bis 110\$ zu verorten sein. Nach einer umfassenden Erholung, die die jüngsten Erfahrungen vergessen macht, wird dann das nächste Kapitel aufgeschlagen. Für die Nvidia-Aktie ist die Superstar-Zeit vorbei – auch wenn sie zurückzukehren scheint.

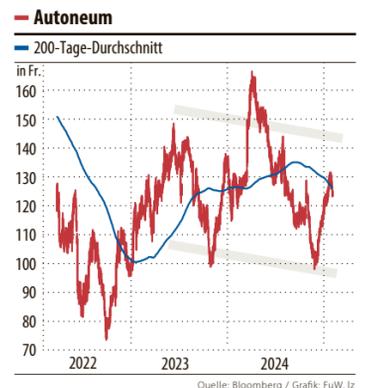
Seitwärtsband noch intakt

Ich habe mich auch damit befasst, welche Kaufargumente ich für die Autoneum-Aktie finden kann. Seit Anfang des Jahres 2022 läuft sie de facto seitwärts. Irgendwelche Anzeichen dafür, dass diese Seitwärtsbewegung demnächst aufbrechen wird, kann ich nicht finden. Daraus leite ich ab, dass man sich mit einer Transaktion Zeit lassen kann und nicht unter Entscheidungsdruck steht.

Die meisten Seitwärtsbewegungen werden in Richtung des vorausgegangenen Trends aufgelöst. Das würde in diesem Fall bedeuten, dass sich die Autoneum-Aktie aus dem momentan immer noch intakten Seitwärtsband mittelfristig in Richtung 250 Fr. absetzen wird.

ROLAND VOGT, linkedin.com/in/rovogt

Die Meinung des Autors muss nicht mit der der Redaktion übereinstimmen.



Meinungen zur Börsenlage

Gewinnmitnahme

«Wie der Januar, so das ganze Jahr» – diese Börsenweisheit zahlt sich aus. Das zeigt der Schweizer Aktienmarkt gemessen am Swiss Performance Index (SPI) seit 1988. Avancierte der SPI im Januar, beendete er in vier von fünf Fällen auch das Jahr im Plus. Und das nicht nur wegen dem Januar. Auch über die restlichen Monate konnte der Index jeweils zulegen. Das sind erfreuliche Nachrichten, weist der SPI für Januar doch ein Plus von 8,2% aus. Und doch: Bei einzelnen Vertretern der Börsenschwäche drängt sich dank der Avancen eine Gewinnmitnahme auf. Beispielsweise bei Richeimont. Der Luxusgüterhersteller übertraf dank des Schmuckgeschäfts mit seinen Quartalszahlen selbst die kühnsten Erwartungen. Ein Plus von mehr als einem Viertel seit Jahresbeginn ist das Resultat. Fast ein Fünftel im Plus notieren die Aktien von Logitech. Der Hersteller von Computierzubehör überraschte ebenfalls mit starken Zahlen. Auch wenn beide Unternehmen überzeugen, eine Gewinnmitnahme auf diesen Niveaus ist sicher nicht falsch. **ACREVIS BANK**

Trubel um KI

Die Veröffentlichung des neuesten Sprachmodells des chinesischen Entwicklers DeepSeek führte weltweit zu Aufruhr. Das Modell hat in Tests eine Leistung auf Augenhöhe mit OpenAI erreicht, mutmasslich zu einem Bruchteil der Kosten. Dies führte initial zu grosser Verunsicherung am Aktienmarkt und liess die Beteiligungspapiere von Unternehmen, die als KI-Profitoren gelten, deutlich korrigieren. So reduzierte sich die Marktkapitalisierung von Nvidia innerhalb eines Handelstages um fast 600 Mrd. \$. Einen Kontrast zu diesem Trubel bildet die Ankündigung der

KI-Initiative Stargate, in deren Rahmen in den kommenden vier Jahren mindestens 500 Mrd. \$ in den Bau von KI-Infrastruktur investiert werden sollen – jene Infrastruktur, die im Nachgang der DeepSeek-Publikation vermehrt in Frage gestellt wurde. Die Annahme, dass volatile Phasen an den Aktienmärkten oftmals Opportunitäten für aktive Investoren eröffnen, könnte sich auch dieser Tage wieder als legitim herausstellen – Nvidia verzeichnete am Tag nach dem Kursrückgang von 17% zumindest eine Gegenbewegung von beinahe 9%. **BASELLANDSCHAFTLICHE KB**

Positives Umfeld

Die Aktienmärkte sind in diesem Jahr gut angelaufen und verbuchten einen sehr guten Jahresstart. Nicht zuletzt anhaltend gute Wirtschaftsdaten aus den USA sprechen für eine robuste Wirtschaft. Steigende Beschäftigung und Löhne deuten darauf hin, dass der private Konsum die US-Wirtschaft weiterhin stützen sollte. Zudem dürfte Trumps geplante Politik mit sinkenden Energiepreisen und weniger Regulierung weiter für Rückenwind an den Aktienmärkten sorgen. Gleichzeitig sorgt Trump aber auch für Unsicherheit, vor allem durch die Einführung von Zöllen. Eine erhöhte Volatilität dürfte daher anhalten. Die Wirtschaftsdaten sprechen für einen regionalen Fokus auf die USA. Zuletzt haben die relativ günstigen Bewertungen und der damit einhergehende Aufholprozess europäische Werte aber wieder in den Fokus gebracht. Für Volatilität sorgte vergangene Woche auch die Vorstellung eines neuen, effizienteren KI-Modells des chinesischen Unternehmens DeepSeek. Auch wenn dies kurzfristig Verlierer hervorbringen könnte: Langfristig sollten effizientere Technologien wie DeepSeek die Weltwirtschaft unterstützen. **DZ PRIVATBANK**