

«Es ist nie gut, für US-Aktien zu negativ zu sein»

INTERVIEW MIT JAN VIEBIG Die rasche Abwertung des Dollars überlagert momentan alles andere an den Finanzmärkten. Davon ist der habilitierte Ökonom Viebig überzeugt.

Seit August 2019 ist Jan Viebig Chief Investment Officer (CIO) von Oddo BHF SE sowie Co-CIO der Oddo-BHF-Gruppe. Zuvor war er Leiter des Asset Management und Mitglied der Geschäftsleitung bei Hauck & Aufhäuser Privatbankiers in Frankfurt. Zwischen 2010 und 2017 arbeitete er in Zürich, zunächst als Leiter des Bereichs Emerging Markets Equities bei Credit Suisse und dann als CEO von Harcourt und Head Alternatives bei Vontobel. Seine Karriere begann er 1999 bei DWS, wo er als Senior Portfolio Manager für internationale und Schwellenländermärkte und später als Managing Director und Hedge-Funds-Manager tätig war. Viebig hat in München und in den USA studiert und seine Habilitation an der Universität Bremen abgeschlossen. Seit 2014 lehrt er Finance an der Goethe-Universität Frankfurt.

Herr Viebig, Donald Trump macht Ihren monatlichen Anlageprozess ja wohl kaum einfacher.

Das stimmt, der US-Präsident betreibt eine sehr erratische Politik. Umso wichtiger ist eine längerfristige Sichtweise. Denn es gibt ja bestimmte Zusammenhänge, die an den Finanzmärkten langfristig gelten, wie etwa die relative Outperformance von Aktien gegenüber Anleihen. Aber Sie haben völlig recht: Die Wirtschafts- und die Währungspolitik unter Trump sind unberechenbar. Besondere Sorgen macht uns der Mar-a-Lago-Akkord, der wie der Plaza-Akkord Mitte der Achtzigerjahre darauf abzielt, den Dollar gezielt abzuwerten.

Dann geht die Dollarabwertung weiter?

Das Risiko einer weiteren Abwertung bleibt trotz der deutlichen Schwächung des Greenbacks seit Anfang des Jahres bestehen. Der Dollar ist immer noch stark überbewertet, das legt eine Abwertung sowieso nahe. Doch jetzt kommt noch der Mar-a-Lago-Akkord hinzu.

Was besagt der Mar-a-Lago-Akkord?

Laut dem ökonomischen Chefberater von Trump, Stephen Miran, ist die Nachfrage nach Dollarreserven die entscheidende Ursache für die Überbewertung des Dollars und das hohe Handelsbilanzdefizit der USA. Seine Analyse ist falsch, aber er fordert höhere Zölle, mehr Währungsinterventionen und eine Verlängerung der Laufzeit von US-Staatsanleihen, um den Dollar zu schwächen. Wenn Trump eine Dollarabwertung möchte, dann passiert das auch. Aber selbst wenn diese Pläne hoffentlich niemals Realität werden, geht Vertrauen in den Dollar verloren, und zwar in einer Geschwindigkeit, die ich in meinem Berufsleben noch nie erlebt habe. Die rasche Abwertung binnen kurzer Zeit von 1.02 auf 1.16 € überlagert momentan alles andere an den Finanzmärkten.

Gold gewinnt also weiter an Wert?

Für Gold gibt es ja keine Bewertungsmodelle. Gold sollte über Jahrzehnte, Jahrhunderte und gar Jahrtausende einen Inflationsausgleich bieten. So konnte man zu Römerzeiten eine Tunika für eine Unze Gold kaufen, heute erhält man dafür einen guten Anzug für 3000 \$. Gold ist also sehr wertstabil. Die Angst der Anleger vor Verwerfungen an den Finanzmärkten treibt Gold momentan auf immer neue Hochs. Wir halten an unserer Depotempfehlung für Privatpersonen fest, dass pro 10%-Aktienanteil 1% Gold gehalten werden sollte, da sich Gold sehr gut zur Diversifikation eines aktienlastigen Portfolios eignet. Halten Sie einen 50%-Aktienanteil im Portfolio, dann sollten Sie nach dieser Faustregel ungefähr 5% Ihres Vermögens in Gold investieren.

Jetzt aber endlich zur Zollproblematik.

Bevor Trump an die Macht gekommen ist, hatten die USA auf Importgüter eine Zollquote von im Schnitt 2,7%. Mit Ausnahme der Dreissigerjahre waren die Zölle in Amerika immer recht tief. Denn man hatte aus den schlechten Erfahrungen mit Zöllen Anfang der Dreissigerjahre gelernt.



Jan Viebig ist fest davon überzeugt, dass die Dollarabwertung weitergeht.

Mit dem Smoot-Hawley Tarif Act wurden die Zölle in den USA 1930 massiv erhöht. Dies führte zu einem weltweiten Rückgang des Handels und einer Vertiefung der damaligen Weltwirtschaftskrise. Trump hat aus der Geschichte wenig gelernt: Er möchte jetzt eine noch höhere Zollquote durchsetzen.

Wie viele US-Zinssenkungen wird es denn noch geben 2025?

Aufgrund der Zollproblematik werden die Leitzinsen viel weniger gesenkt werden können und auch über dem neutralen Zins in den USA bleiben. Den nominalen neutralen Zins kann man nur schätzen. Er liegt derzeit bei etwa 2,5 bis 3,5%, aber die Schätzungen der Ökonomen gehen weit auseinander. Von der jetzigen Fed Funds Rate von zwischen 4,25 und 4,5% ausgehend gibt es vielleicht noch zwei Zinssenkungen bis Ende Jahr.

«Wenn Trump eine Dollarabwertung möchte, dann passiert das auch.»

Können die USA über Zölle denn tatsächlich die erhofften Einnahmen erzielen?

Es ist einfach fachlich falsch, über Zölle grosse Einnahmen erzielen zu wollen. Durch die Zölle steigen die Inflation und die langfristigen US-Zinsen. Es ist ungewöhnlich, dass die Zinsen steigen und der Dollar gleichzeitig an Wert verliert. Typischerweise ist es ja immer so, der sich der Dollar bei steigenden US-Zinsen aufwertet. Trump schafft es, die Zusammenhänge komplett durcheinanderzubringen und die Welt zu verunsichern.

Wie sieht es mit der US-Wirtschaft aus?

Angesichts der neuen Rahmenbedingungen alles andere als gut. Und auch die US-Notenbank erwartet nun ein Wirtschaftswachstum von nur noch 1,4% im laufenden Jahr. Übrigens: Auch in Europa sieht die Wirtschaft nicht gut aus, aber aus völ-



lig anderen Gründen. Trotzdem fliesst viel Kapital aus den USA dorthin ab, weil die Abwertung des Dollars ein enormes Risiko darstellt.

Die Märkte rechnen ja mit einer Wiederbelebung Europas und gerade Deutschlands.

In Deutschland hat man einen sehr, sehr langen Weg vor sich, um die Wirtschaft wieder auf die Beine zu stellen. Das Potenzialwachstum ist in den letzten Jahren und Jahrzehnten massiv gesunken und entspricht nun nicht einmal einem Drittel dessen, was es mal war. Warum hat Deutschland ein so tiefes Potenzialwachstum? Die Wirtschaft leidet massiv unter der überbordenden Bürokratie. Der Rückschritt an Investitionen in die Infrastruktur ist enorm. Fahren Sie nur einmal mit der Deutschen Bahn.

Ist die Rally am deutschen Aktienmarkt denn überhaupt gerechtfertigt?

Der deutsche Markt umfasst nicht einmal 3% der Marktkapitalisierung des MSCI World, die US-Aktienbörsen machen über 70% aus. Wenn in den kleinen deutschen Aktienmarkt dann nur ein wenig Kapital aus dem Ausland fliesst, führt das dort zu einem enormen Kursanstieg. Das funktioniert, solange die Hoffnung besteht, dass die jetzige deutsche Regierung ein bisschen besser und wirtschaftsfreundlicher ist als die alte. Und das wirkt, wie sich aus den Stimmungsindikatoren ablesen lässt. Doch wegen der überaus geringen Produktivität in Deutschland besteht die Gefahr, dass das gewaltige Stimuluspaket weit weniger nachhaltige Wachstumswirkung generiert, als der Markt derzeit erhofft.

Dann sind Sie jetzt eher wieder für US-Aktien positiv?

Gemäss MSCI-World-Gewicht müssten wir über 70% in US-Aktien angelegt haben. Das ist für unsere Kunden momentan viel zu viel. Aber wir würden ihnen zugleich empfehlen, nicht unter einen 45%igen US-Aktienanteil zu gehen. Es ist nie gut, zu negativ für US-Aktien zu sein. Sie bieten einfach eine viel höhere Eigenkapitalrentabilität als die in Europa. Unternehmen in den USA sind innovativer und in vielen Bereichen führend. Die zehn grössten Titel im MSCI World sind amerikanische Werte, ohne Ausnahme.

Bieten chinesischen Titel eine Alternative?

Nein, dort hat man momentan gewaltige Probleme, allen voran betreffend Verschuldung. Das chinesische Immobilienunternehmen Evergrande hat eine Verschuldung, die derzeit diejenige von Südafrika übertrifft. Und das ist kein Einzelfall, der gesamte Immobiliensektor hat ein riesiges Verschuldungsproblem. Zudem sind immer noch sicherlich 25% der Wertschöpfung Chinas abhängig vom Immobiliensektor.

Und andere Emerging Markets?

Die Schwellenländer sind ja sehr heterogen. Nehmen Sie Indien, dann stellen Sie fest, dass es dort wunderbare Unternehmen gibt, etwa im Technologiebereich. Und natürlich bietet der Subkontinent viele lukrative Betätigungsfelder, etwa für HDFC Bank, das Softwareunternehmen Infosys und zahlreiche andere indische Gesellschaften.

Welche Sektoren favorisieren Sie derzeit?

Im Technologiebereich wird weiterhin unglaublich viel passieren. Wir mögen nach wie vor die Tech-Branche, aber auch Sektoren, die von den neuen Technologien stark profitieren. In den nächsten Jahren werden generative KI und autonome KI-Agenten zunehmend komplexe Aufgaben übernehmen und Modelle der allgemeinen künstlichen Intelligenz entwickelt werden. Hiervon werden Tech-, aber auch Unternehmen im Gesundheitswesen und in der Industrie profitieren.

INTERVIEW: SUSANNE TOREN

Markttechnik

Der SMIM baut Momentum auf

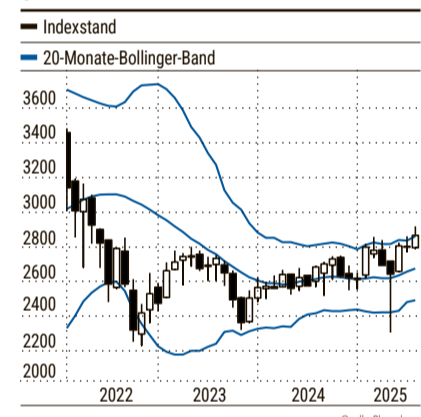
Der Swiss Market Index (SMI) kommt nicht vom Fleck. Er ist seit Januar 2016 schwach zum MSCI Welt, und das selbst auf Frankenbasis gerechnet. Einem Anstieg des MSCI Welt in Franken von 98% steht ein Plus des SMI von 37% gegenüber. Die aktuellen Kurse liegen auf Höhe von vor drei Jahren. Schwächere Indizes als den SMI gibt es nur wenige. In Asien-Pazifik sind es der DJ Malaysia Stoxx Index und der SET Bangkok, in Europa der OMX Kopenhagen.

Das hat nichts mit der Schweiz oder ihrer Konjunktur zu tun, sondern mit der Zusammensetzung des SMI. Die drei grössten Gewichte sind seine Mühlsteine. Ein weiterer Index deckt ein anderes Marktsegment ab. Die Rede ist vom SMIM. Auch er war lange schwach zum Weltindex, holt nun aber auf. Seit Jahresbeginn hat er mit einem Gewinn von 11% den SMI mit seinen knapp 4% deutlich hinter sich gelassen. Der Gewinn des SMIM seit Jahresbeginn ist in Prozent ausgedrückt gleich wie jener des MSCI Welt. In Franken liegt der Zuwachs des MSCI Welt jedoch bei null.

Gute Voraussetzungen

Damit komme ich zur Besprechung des SMIM, dessen Kursspitze im September 2021 erreicht wurde. Damals endete eine fulminante Hausse mit einer Bilderbuchblase im Zwanzig-Monate-Bollinger-Band, auf welche eine Baisse im Ausmass von 37,5% folgte, die im Oktober 2022 mit einer Blase im Zwanzig-Monate-Bollinger-Band endete. Daraufhin setzte eine Erholung ein, die

SMIM



Meinungen zur Börsenlage

Schweizer Aktien

US-Präsident Donald Trump bezeichnet den Zolldeal zwischen den USA und der EU als «biggest deal ever». Auch wenn 15% besser sind als 30%, wirken sich die Zölle dämpfend auf das Wachstum der Wirtschaft und der Unternehmensgewinne aus. Unternehmen ausserhalb des Dollarraums sehen sich zudem mit Währungsverlusten konfrontiert. Davon betroffen ist auch die Schweizer Börse, deren Gesellschaften rund 90% ihrer Umsätze im Ausland erzielen. Gleichzeitig sind Schweizer Unternehmen solide finanziert. Wir empfehlen Anlegern, sich auf Qualitäts- und Dienstleistungsunternehmen zu konzentrieren, einschliesslich der Sektoren Telecom, Gesundheitswesen und Basiskonsum, sowie auf ausgewählte Mid Caps und Zykliker. Bei zyklischen Aktien erscheinen Unternehmen aus dem Infrastrukturbau mit attraktiven Bewertungen besonders interessant. Angesichts der hohen Risiken bleibt eine breite Diversifikation empfehlenswert. **UBS**

Lonza

Lonza gehören auf den Einkaufszettel. Warum dies so ist, zeigen die Zahlen zum ersten Halbjahr: Während Umsatz und Betriebsgewinn fast 20% zulegten, kletterte der Reingewinn beinahe 30% auf 426 Mio. Fr. Der Pharmazulieferer befindet sich in Höchstform. Die Verwerfungen infolge der Herstellung des Coronaimpfostoffs von Moderna hat Lonza endgültig hinter sich gelassen. Grund für das hervorragende Ergebnis ist der neue Produktionsstandort in den

am fallenden Zwanzig-Monate-Durchschnitt scheiterte. Dann fielen die Kurse zurück, um knapp über der Unterstützung zu halten, die vom flachen Verlauf der unteren Begrenzung des Zwanzig-Monate-Bandes markiert wurde.

Damit war ein sogenannter «doppelter Boden» als Kontrapunkt der zweifachen Blasenbildung perfekt. Von hieraus begann im Oktober 2023 der Aufwärtstrend, der bislang mit einem Gewinn von 22% wenig brachte im Vergleich zu dem, was in anderen Indizes abließ.

Das ist der Reiz des SMIM

Was mich besonders interessiert ist, das was lange Zeit relativ schwach war, dann während einiger Zeit neutral, um schliesslich relative Stärke aufzubauen. Genau das geschieht nun im Falle des SMIM zum MSCI Welt und zum Stoxx Europe 600. Manche mögen sich nun sagen, so kurz vor Abschluss eines Zollabkommens mit den USA solle man sich auf den SMIM nicht einlassen. Ich sehe das anders. Ich gehe grundsätzlich davon aus, dass es ein Fehler ist, einzelne mögliche Ereignisse herauszupicken und mit einer Investition zuzuwarten.

Doch der SMIM ist meines Wissens ohnehin nicht als ETF erhältlich. Wozu dient er denn? Als Messlatte für Aktien im Portfolio, die man zu kaufen gedenkt, gleichgültig, ob es sich um Konstituenten des SMIM handelt oder nicht.

Vor zwei Wochen behandelte ich den MSCI Welt als Messlatte. Heute behandle ich den SMIM, der als Messlatte benützt werden kann, solange er relativ stark zum MSCI Welt ist. Es ist ein Spiel, das ich immer treibe: Ich messe nicht nur am MSCI Welt, sondern suche immer andere mögliche Messlaten, die in Frage kommen, solange sie relativ stark zum MSCI Welt sind. Im Falle des SMIM kommt dazu, dass er in Franken gerechnet wird und nicht, wie der MSCI Welt, in Dollar. Momentum wird Währungsunabhängig berechnet. Somit ist klar, dass ein relativ starker SMIM für schweizerische Investoren die bessere Messlatte ist als der MSCI Welt.

ALFONS CORTÉS, alfons@cortes.li

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

USA, welcher sich als brillanter Schachzug herausgestellt hat. In Kalifornien zeigt sich ein grosses Kundeninteresse – neue Aufträge und ein Ausbau der Kapazität führen zu mehr Umsatz und Gewinn. Das zeigt: Lonza ist gerüstet. Das Unternehmen peilt ein Wachstum von jährlich etwas über 20% an. Den Aktienkurs zusätzlich beflügeln dürfte die Abtrennung des Kapselgeschäfts respektive die Fokussierung auf das wachstums- und margenstarke Kerngeschäft, was laut Lonza «zu gegebener Zeit» erfolgen soll. **ACREVIS BANK**

Handelskonflikt

Die Börse klettert weiter die Sorgenwand (Wall of Worry) hoch. Wir fragen uns, ob Handelszölle von 15% ein gutes Abkommen darstellen? Zölle in dieser Höhe gab es seit den 1930er-Jahren nicht mehr. Positiv erscheint uns, dass ein Handelskrieg abgewendet wurde. Die Unternehmen haben wieder Planungssicherheit. In Deutschland steigt der Ifo-Geschäftsklimaindex zum wiederholten Mal. Aber Schulden müssen auch produktiv eingesetzt werden. Das gelang Grossbritannien mit dem Steuerregimewechsel nicht: Unternehmer aus Asien und dem Nahen Osten wanderten ab. Allerdings füllt sich die Lücke langsam durch Zuflüsse aus den USA. Abseits der Schlagzeilen profitiert der Gebrauchtwagenmarkt von Handelsunsicherheiten und sparsameren Konsumenten. Aktuell gefallen uns daher Scout24, SAP, Siemens, Schneider Electric, Vinci, E.ON und Land Securities. Risikobereite Anleger können Auto1 Group oder Michelin in Betracht ziehen. **NÜNLIST INVESTMENT MANAGEMENT**