



Sorgenfalten beim Blick in die Zukunft: Der KI-Boom hat die amerikanischen Börsen in schwindelerregende Höhen getrieben. Nun besteht Absturzgefahr.

# «Das Wachstum der amerikanischen Wirtschaft ist ein Trugbild»

Der Vermögensverwalter Paul Jackson warnt vor einer Korrektur der US-Börsen.

Andere Märkte seien viel attraktiver bewertet. **Interview: Markus Städeli**

**NZZ am Sonntag:** Die US-Aktienmärkte sind extrem hoch bewertet. Wie gefährlich ist das?

**Paul Jackson:** Die Geschichte lehrt uns, dass Erwartungen meist enttäuscht werden, wenn Aktienmärkte so hoch bewertet sind wie heute in den USA. Es führt über zehn Jahre gesehen im besten Fall zu bescheidenen oder sogar zu negativen Erträgen. Dieses Risiko einzugehen, ist unnötig, da es bessere Alternativen gibt, namentlich in Europa.

Die Investoren haben in den letzten Jahren immer wieder die Erfahrung gemacht, dass die amerikanische Wirtschaft dynamisch wächst, während Europa enttäuscht. Wird sich das nicht wiederholen?

Dieses Jahr ist es anders: Europa überrascht positiv, die Konjunktur in den USA entwickelt sich dagegen verhalten, ja schlecht. Die real verfügbaren persönlichen Einkommen sind in den USA in zwei der letzten drei Monate gesunken.

Könnte Europa für einmal plötzlich als Gewinnerin dastehen?

Die Wirtschaft wächst in den USA zwar schneller als in der EU, aber auf einer Pro-Kopf-Basis ist es umgekehrt: Da liegt Europa vorne. Das beeindruckende amerikanische Wachstum ist ein Trugbild und hängt vor allem mit dem Bevölkerungswachstum zusammen.



**Die USA geben mehr für den Schuldendienst als für die Verteidigung aus. Dies könnte eine Art Kipppunkt darstellen.**

Kann es Investoren nicht einerlei sein, ob das Wachstum durch demografische Trends oder durch eine höhere Produktivität zustande kommt?

Natürlich kann man so argumentieren, allerdings drängen sich dann Märkte mit einer noch wesentlich besseren Bevölkerungsentwicklung auf – etwa Indien, Indonesien oder Märkte in Afrika. Und auch China, mit dem viele Investoren abgeschlossen haben, wächst noch immer wesentlich schneller als die USA, obwohl seine Bevölkerung stagniert. Und obwohl China seine Wirtschaft weniger stimuliert als die USA.

Was folgern Sie daraus?

Wir sollten die Qualität des Wachstums in den USA hinterfragen. Es sieht so gut aus, weil mehrere US-Regierungen hintereinander viel geliehenes Geld in die Wirtschaft gepumpt haben. In der Pandemie zum Beispiel erhielten die Haushalte mehr Geld, als



**Paul Jackson, Leiter Research globale Vermögensallokation bei Invesco.**

sie ausgeben konnten, und das sorgte für einen Konsumboom, der nun aber an sein Ende gekommen ist.

**Kommt Donald Trump zurück, würden die USA wohl noch viel höhere Staatsdefizite anhäufen, und es könnte ein weiterer Boom folgen, oder nicht?**

Wer immer der nächste amerikanische Präsident wird, er hat ein Problem. Die staatliche Schuldenlast ist auf 120 Prozent des BIP gestiegen, und weil die Renditen von amerikanischen Staatsanleihen heute viel höher sind, steigen die Kosten für den Schuldendienst beträchtlich: Da die Anleihen im Schnitt eine Laufzeit von fünf Jahren haben, schlägt das erst mit Verzögerung voll durch. Doch schon so geben die USA bereits mehr für den Schuldendienst als für die Verteidigung aus, und dies könnte eine Art Kipppunkt darstellen: Jetzt beginnen die Politiker beim Thema Schulden unruhig zu werden.

**Nochmals zurück zum Szenario einer zweiten Präsidentschaft Donald Trumps. Wie sehen Sie dem entgegen?**

Die grösste Sorge betrifft seine Einstellung zur Notenbank Fed. Trump denkt, dass er deren Entscheidungen beeinflussen sollte. Ich habe gehört, er spiele sogar mit dem Gedanken, einen seiner Söhne zum Fed-Präsidenten zu nominieren. So etwas hätte das Potenzial, das Finanzsystem der USA zu destabilisieren.

**Sie haben in Ihrem Fonds die Gewichtung von Aktien drastisch gesenkt, auf 35 Prozent des Gesamtportfolios. Bei einer neutralen Positionierung liegt sie eigentlich bei 45 Prozent. Wieso so pessimistisch?**

Das hängt einzig damit zusammen, dass wir eine so negative Sicht auf US-Aktien haben. In europäischen Märkten, China und den Schwellenländern sehen wir eine positive Entwicklung. Das Problem ist allerdings: Weil US-Aktien einen so hohen Anteil in den Indizes haben – rund 70 Prozent –, kommen wir unter dem Strich für das ganze Aktiensegment zu einer negativen Einschätzung.

**Sie haben auch das Gewicht von Hochzinsanleihen auf null gesenkt und empfehlen dafür, Rohstoffe und Reits – also Immobilienanlagen – überzugesenkt. Zusammen mit Ihrer stark negativen Einschätzung zu den USA macht es den Eindruck, als neigten Sie derzeit zu Extremen.**

Ich habe eben einen konsequenten Fokus auf die Bewertungen. Hochzinsanleihen hatten vor Anfang Jahr noch übergewichtet. Ihre Kurse haben sich seither sehr gut entwickelt, und heute wird man als Investor für das zusätzliche Risiko kaum mehr entschädigt. Und was die USA angeht, habe ich ein Problem mit dem blinden Glauben vieler Anleger an kapitalgewichtete Indizes.

**Wie meinen Sie das?**

Als ich meine Karriere in den 1980er Jahren begann, hatten japanische Aktien im Weltaktienindex ex Nordamerika ein Gewicht von 70 Prozent. Alle glaubten, das sei normal, die japanische Börse werde immer weiter ansteigen. Als 1987 am Black Monday US-Aktien an einem Tag um 22 Prozent fielen, gab Tokio am nächsten Morgen bloss 2 Prozent nach. Wir alle wissen, wie es danach mit den japanischen Aktien ausgegangen ist.