

«Aktien der Eurozone bergen Aufholpotenzial»

MITTWOCHSINTERVIEW Gérard Piasko, CIO der Privatbank Maerki Baumann, setzt auf Unternehmensanleihen und europäische Aktien. Von US-Papieren rät er ab.

Herr Piasko, die Coronakrise hat vielfältige Folgen für die Wirtschaftstätigkeit. Welche sind für Anleger besonders wichtig?

2020 hat Trends verstärkt, die vorher schon begonnen hatten. Die Digitalisierung hat sich intensiviert: Der Marktanteil des über das Internet abgewickelten Einzelhandels hat seit Februar zugenommen. Ebenso haben der Konsum von Unterhaltung via Internet und die Nachfrage nach Videokonferenzen zugelegt. Auch das Interesse an ESG steigt. Für die Kombination von globalen Megatrends und ESG-Ausrichtung sind wir mit dem Global-Impact-Modul gut vorbereitet, denn der Kapitalfluss Richtung ESG nimmt weiter zu.

Wie unterscheidet sich die Coronakrise von früheren Markturbulenzen?

Beispiellos in der Coronakrise ist ganz klar die Liquiditätsflutung durch die globalen Zentralbanken, die zur Vermeidung eines Marktdesters à la 2008 nach anfänglichem Zögern orchestriert wurde. Der Markt musste zuerst kurz und kräftig husten, damit der Doktor kommt.

Wie beurteilen Sie die Interventionen der Notenbanken?

Die Notenbanken, besonders die Europäische Zentralbank, haben die Reduktion der Marktzinsen über ihre Obligationenkäufe seit dem Frühjahr noch ausgeweitet – quasi als Versicherung gegen die Gefahr eines Double Dip, eines erneuten Konjunkturrückgangs. Ich denke, der Spielraum ist aber noch nicht erschöpft: Das Beispiel der japanischen Notenbank zeigt uns, dass die Liquiditätsflutung letztlich sogar Aktienkäufe einschliessen könnte.

Sie halten einen W-förmigen Verlauf der Konjunkturkurve also für wahrscheinlich?

Das hängt davon ab, wie stark eine zweite oder gar eine dritte Welle ausfallen, das kann im Moment niemand vorhersehen. Zurzeit sehen wir nach der V-förmigen Erholung im Sommer eine Seitwärtsbewegung. Bei einer klareren Virusbeschleunigung könnte eine zweite Konjunkturverlangsamung wahrscheinlicher werden.

Wie beurteilen Sie die Stimulusmassnahmen der Regierungen?

Die fiskalischen Konjunkturstimulierungen der Regierungen unterscheiden sich von Land zu Land. Im Ausmass zeigen sich Stimulierungen in der Grössenordnung von rund 5 bis 15%, was historisch sehr viel ist. In der Eurozone hat die Politik die Gelegenheit genutzt, um auch Klimaschutzanliegen mit der Stimulierung zu verbinden, besonders in Deutschland. Inzwischen ist die Wirtschaftslage global relativ erholt. Allerdings ist die Wirtschaftsaktivität noch nicht auf dem Vor-Corona-Niveau und bleibt sensitiv für die Virusausbreitung, besonders in den USA, wo die Konsumentenstimmung zurückgegangen ist.

Was braucht es, damit die Konsumlust in den USA zurückkehrt?

Die Politik ist gefordert. Demokraten und Republikaner können sich jedoch nicht einigen, wie das nächste Konjunkturpaket aussehen soll. Ob es gelingt, das Konsumentenvertrauen zurückzubringen, hängt von den konkreten Massnahmen ab. Der Teufel steckt auch hier im Detail.

Kommt nun die Inflation zurück?

Die Inflation ist zurzeit kein Thema. Die Preise werden erst steigen, wenn die Nachfrage wieder richtig zurück ist. Doch die Frage stellt sich: Braucht es nicht mindestens eine gewisse Inflationsdebatte?

Dem Thema Inflation wird also zu wenig Aufmerksamkeit geschenkt?

Ja, die Seitwärtsbewegung der langlaufenden Regierungsoptionen zeigt mir, dass der Markt zu ruhig ist diesbezüglich, denn die Inflation wird nicht dauerhaft so tief bleiben wie jetzt. Das nun vom Fed kommunizierte Tolerieren eines gewissen Überschüssens der US-Inflation über das bisherige Ziel von 2% könnte mittel-



«Ich empfehle, einmal aufgelaufene Gewinne auch mitzunehmen.»

fristig zu mehr Inflationsdiskussion führen, sollte sich das US-Wirtschaftswachstum deutlicher erholen.

Wie nachhaltig ist die Rekordjagd an den Börsen, insbesondere in den USA?

Nach einer 60%-Erholung sind US-Aktien teuer geworden, und auch in einigen Technologieaktien kann die Aufwärtsbewegung als extrem bezeichnet werden. Für US-Titel wäre eine gewisse Korrektur, eine sogenannte Konsolidierung, gesünder als ein weiteres Voranstürmen. Europa hingegen zeigt Aufholpotenzial.

«US-Aktien sind teuer geworden. Eine gewisse Korrektur und Konsolidierung wäre gesünder als ein weiteres Voranstürmen.»

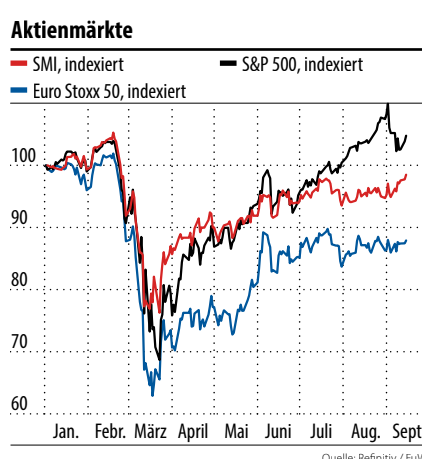
Können die Unternehmen den hohen Bewertungen überhaupt gerecht werden?

Nicht alle Coronaprofitoren werden den steigenden Erwartungen entsprechen können. Die fragile Marktkonzentration in den USA ist für Technologieaktien derzeit ein Thema. Da die fünf wichtigsten Valoren, die aus dem Technologie- und dem Kommunikationsbereich kommen, 25% der gesamten Marktkapitalisierung der USA ausmachen, können Gewinnmitnahmen in diesen Titeln den US-Markt mehr treffen als Europa.

War die rasche Erholung verfrüht?

Die Sommererholung an den Aktienmärkten war gerechtfertigt, doch nun sind auch wieder einige Risiken auszumachen: eine Konsumabflachung wegen steigender Coronaausbreitung bzw. Gefahr für das Weihnachtsgeschäft, US-Wahlen und eine höhere US-Aktienbewertung.

Was können Investoren tun, um sich vor einer zweiten Korrektur zu schützen?



Investoren sollten in solch unsicheren Zeiten grundsätzlich mit mehreren Anlageklassen diversifiziert aufgestellt sein. Auch die geografische, globale Diversifikation ist wichtig. Anleger können sich zudem dadurch schützen, dass sie auch einmal aufgelaufene Gewinne mitnehmen.

Können Sie konkrete Sektoren oder Regionen empfehlen, und gibt es umgekehrt Anlagen, von denen Sie abraten?

Zurzeit sind wir konkret bei Unternehmensanleihen von guter Kreditqualität, also Investment Grade, übergewichtet. Bei Aktien ziehen wir europäische Papiere den US-Valoren darum vor, weil sowohl die Eurozone wie auch die defensiv orientierte Schweiz in der Bewertung so attraktiv gegenüber den USA sind wie seit zehn Jahren nicht mehr. Bei britischen Titeln halten wir uns aufgrund der Brexit-Unsicherheit eher zurück.

Wie stehen Sie zu Gold als Diversifikator?

Gold ist ähnlich wie Regierungsoptionen zwar ohne Rendite, dient aber oft als Ausgleich gegenüber Marktrisiken. Sie können sich in Aktienkorrekturen oder geopolitischen Spannungen zeigen. Zwar haben wir nach den rasanten Steigerungen in Gold etwas Gewinn mitgenommen, doch ist das Edelmetall in einem ausgewogenen Portfolio zur Diversifikation weiter von strategischer Bedeutung.

Wie lange wird uns Corona noch beschäftigen, und mit welchen Folgen?

Es ist zu hoffen, dass die stärkere Ausbreitung des Coronavirus dank der Disziplin der Bevölkerung zurückgeht, doch mit der Disziplin ist es ja immer so eine Sache. Das Risiko von lokalen, auf vielleicht zehn Tage begrenzten Lockdowns nimmt zu. Doch ohne strikt durchgesetzte Massnahmen wird die Virusausbreitung letztlich mehr wirtschaftlichen Schaden anrichten als ohne, das hat das Beispiel der Spanischen Grippe vor hundert Jahren gezeigt. Wenn jetzt zu leichtfertig mit der klar belegbaren Ansteigerung umgegangen wird, kann bei den bald niedrigeren Temperaturen die Situation rasch ausser Kontrolle geraten.

Sie haben die US-Wahlen angesprochen – weshalb stellen sie ein Risiko dar?

Bei einem demokratischen Doppelsieg – also sowohl die Präsidentschaft als auch Senats- bzw. Kongressmehrheit – kann mit Steuererhöhungen für US-Unternehmen gerechnet werden. Dies ist mit ein Grund, weshalb wir in US-Aktien Ende August Gewinne mitgenommen haben.

Was bedeuteten vier weitere Jahre Trump?

Trump darf trotz seines Umfragerückstands noch nicht abgeschrieben werden. Die US-Wähler sind bekanntlich unberechenbar. Nochmals vier Jahre Trump wären für die Aktien und eventuell die Anleihen der Schwellenländer wohl problematisch. Denn die Spannungen mit China könnten zunehmen und die Währungen sowie das Wachstum der Schwellenländer beeinträchtigen.

Also gibt es für den Markt so oder so kein gutes Resultat der US-Wahlen?

Doch, idealerweise gewinnt keine Partei sowohl die Präsidentschaft als auch die Parlamentsmehrheit. Dann können keine extremen Entscheide gefällt werden, da die Macht aufgeteilt bleibt.

Gibt es andere Risiken, die an den Märkten in den Hintergrund gerückt sind, die jedoch grosses Volatilitätpotenzial haben?

Die Spannungen zwischen der Türkei und Griechenland sowie China und Indien stellen ein Risiko dar. Und besonders was in Osteuropa und Russland geschieht, muss genau beobachtet werden. Wie dieses Jahr gezeigt hat, gibt es zudem immer wieder unerwartete Ereignisse, die das Potenzial haben, alles durcheinanderzubringen. Es bleibt sehr spannend.

INTERVIEW: MARA BERNATH

Markttechnik

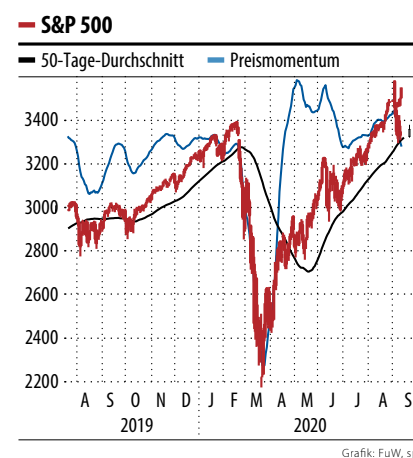
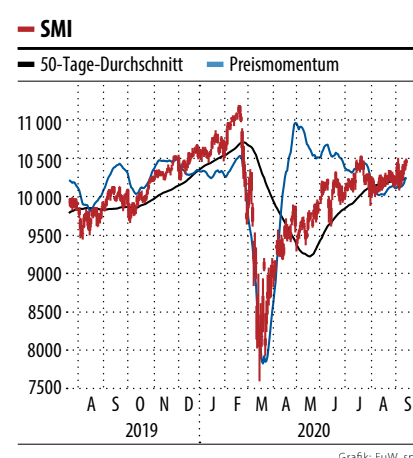
SMI und S&P 500

Zuerst muss ich mit einem Mythos aufklären: Der S&P 500, meiner Meinung nach der volkstümlichere Dow Jones, lassen sich nicht ohne weiteres mit dem SMI vergleichen. Wer den SMI kauft, der bezahlt mit Franken. Beim S&P 500 dagegen sind es Dollar.

Der Anleger geht faktisch also die jeweilige Währung Short und erhält sie wieder zurück, wenn er seine Wertpapiere verkauft. Beim Gewinn oder Verlust gibt es beim SMI und S&P 500 deshalb auch keine Vergleichsbasis namens «Punkte», selbst wenn Radio und Fernsehen das so oft wiederholen.

US-Börse aus Franken-Sicht

SMI und Dax stagnieren seit Mitte Juni, während die US-Börse bis vor einer Woche zugelegt und entsprechend an Popularität gewonnen hat. Aber das ist ein Vergleich zwischen Äpfeln und Birnen. Von Mitte Juni bis in die ersten Septembertage hinein hat der S&P 500 zwar



Meinungen zur Börsenlage

Aktien Europa

Die V-förmige wirtschaftliche Erholung scheint zu einem Stillstand zu kommen. Das deuten verschiedene Frühindikatoren an. Auch die Arbeitslosenquote geht nicht weiter zurück. Wir interpretieren diese Entwicklung als ein Prozess, von dem noch unklar ist, welche Sektoren in den kommenden Monaten Gewinnwachstum aufweisen werden. Vielleicht wurden einige Unternehmen vom Markt zu hart abgestraft. Die Aktien von Essilor, Associated British Food, Fielmann und Securitas AB bleiben für uns interessant. Nicht nur diese Titel verfügen über eine niedrige Bewertung, sondern auch Versicherungswerte wie ING, Axa und Allianz. Viele Anleger haben diese Aktien untergewichtet, obwohl die Dividendsicherheit hoch ist. Vorerst rechnen wir aber mit einem seitwärts tendierenden Marktverlauf. Derweil können risikofähigere Anleger HelloFresh oder Varta in Betracht ziehen.

NÜNLIST INVESTMENT MANAGEMENT

Asien

Das wirtschaftliche Wachstum ist wieder in Gang gekommen. Die langfristigen Auswirkungen des Abschwungs auf die Unternehmensgewinne sind weniger gravierend als befürchtet. Als Folge erholen sich die Aktien weltweit von ihrem Tiefst im Frühling. China führt die Erholung an. Andere Länder, wie beispielsweise Indien, hinken noch hinterher. Sobald sich die Volks-

14% zugelegt. Im gleichen Zeitraum ist der Dollar 5% gefallen. Nach der Währungsadjustierung bleiben also noch 9% übrig, die sich mit Rückkopplungs- und Brancheneffekten erklären lassen. Wenn etwas gehypt wird, kann dies unter bestimmten Umständen zu temporären Überhöhungen führen.

Heute notiert der S&P 500 aus der wertadjustierten Frankensicht mit +2% bis +3% praktisch wieder gleich hoch wie Mitte Juni. Ein Investment in den Dax hätte dagegen 6% gebracht. Ein Investment in den SMI hätte ebenfalls 2 bis 3% eingebracht, allerdings bei deutlich geringeren Schwankungen. Die US-Börse läuft per se also nicht besser als die europäischen Börsen, sie hat nur die lautereren Fürsprecher.

Natürlich gibt es aber an jeder Börse Marktsegmente, die es besser machen als die übrigen – aber es gibt auch andere, die Börse ist ein Aggregat. Wer nur einzelne Elemente betrachtet, kann deshalb leicht die Übersicht verlieren.

Seitwärtsbewegung

Die wichtige, Mitte März (beim SMI) zu 33% tieferen Preisen gestartete Aufwärtsbewegung ist im Juni zu Ende gegangen, die Zeit der herausragenden Chancen ist vorbei. Aus meiner Sicht befinden sich die Börsen seit drei Monaten in einer trendschwachen Mehr-oder-weniger-Seitwärtsbewegung. Eine Möglichkeit für grosse strategische Würfe sehe ich nicht. Bei der Performance geht es nicht mehr um die Zehner-, sondern um die Einerstelle. Die grossen Chancen werden einem vor die Füsse geworfen, die kleineren muss man suchen.

Mit Blick auf die nächsten Monate setze ich auf die europäischen Werte. Die kommenden Währungsverschiebungen dürften diejenigen Indizes grundlegend begünstigen, die in Euro und Franken abgerechnet werden. Als günstig sind sie wahrscheinlich aber auch nicht mehr zu betrachten. Doch sie stehen zu wenig hoch, um schon wieder einer grösseren Rückschlagsgefahr zu unterliegen. Nochmals 5 bis 10% höhere Kurse könnten dies in den kommenden Wochen ändern.

ROLAND VOGT [LinkedIn.com/in/rovogt](https://www.linkedin.com/in/rovogt)

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

wirtschaften jedoch stabilisieren, unterstützen die strukturellen Vorzüge der Region eine anhaltende Übergewichtung. Die Bewertungen sind nach wie vor relativ niedrig. Langfristig gesehen bleiben die asiatischen Schwellenländer – als Dreh- und Angelpunkt des globalen Bruttoinlandsprodukts und des Kapitals – der dynamischste Teil der Weltwirtschaft.

ROTHSCHILD & CO BANK

SMI und Gold

Saisonal stehen uns mit dem Herbstbeginn von kommender Woche volatilere Börsenmonate ins Haus. Wir empfehlen deshalb eine defensive Ausrichtung in den Portfolios und fokussieren auf den heimischen Aktienmarkt. Dank seiner konjunkturresistenten Zusammensetzung hat der Swiss Market Index (SMI) zuletzt weniger geschwankt als der globale Aktienmarkt, und insgesamt hat der SMI besser abgeschnitten. Aufgrund zunehmender Unsicherheiten in Bezug auf die Dynamik der konjunkturellen Erholung halten wir zudem an unserem Übergewicht in Gold fest. Die Kurskorrekturen der vergangenen Woche an Wallstreet haben dem gelben Edelmetall frische Impulse verliehen. Dabei hat Gold die charttechnische Unterstützungslinie bei 1920 \$ pro Unze verteidigt – das ist das ehemalige Höchst aus dem Spätsommer des Jahres 2011. Eine Aufwärtsbewegung des Goldpreises bis zur 2000-\$-Marke ist aus unserer Sicht lediglich eine Frage der Zeit.

RAIFFEISEN SCHWEIZ