

«Gold gehört ins Portfolio zwecks Diversifikation»

MITTWOCHSINTERVIEW MIT GÉRARD PIASKO Der CIO der Privatbank Maerki Baumann setzt auf US-Aktien und Schweizer Obligationen. Qualitätspapiere seien aber in allen Märkten zu finden.

Mehr als drei Jahrzehnte Erfahrung mit Aktien-, Anleihen- und Rohstoffmärkten hat Gérard Piasko, der nun seit gut sechs Jahren als Chief Investment Officer (CIO) bei Maerki Baumann & Cie. waltet. Die Privatbank mit Sitz in Zürich betreut Vermögen im Wert von über 10 Mrd. Fr., die Mehrheit davon stammt von Schweizer Kunden.

Davor war Piasko bei Julius Bär, Sal. Oppenheim und Deutsche Bank tätig. Studiert hat er Ökonomie und Rechtswissenschaften an der Universität Zürich sowie Nachdiplomstudien an renommierten US-Universitäten.

Herr Piasko, im Februar haben Sie auf neue Treiber im Goldmarkt aufmerksam gemacht, und kurz darauf hat der Kurs-Höhenflug eingesetzt. Können Sie das kurz erläutern?

Der Aufwärtstrend hat schon vorher begonnen. Denn der eine Treiber hat bereits 2022 eingesetzt, als der Westen Sanktionen gegen Russland ergriffen hat. Da haben Zentralbanken in anderen Schwellenländern vermehrt begonnen, ihre Dollarwährungsreserven abzubauen und stattdessen Gold zu kaufen. Denn anders als der Dollar oder der Euro ist Gold schwer zu kontrollieren und entsprechend auch schwer zu sanktionieren. Der zweite Treiber ist die chinesische Bevölkerung. Ihre beiden bisherigen Vermögensbestandteile – Immobilien und Aktien, beides in China – haben in den vergangenen Jahren an Wert verloren. Also setzen auch Private vermehrt auf Gold, was den Preis stützt, obwohl das aktuelle Zinsumfeld in den USA dagegen spricht.

Setzt der Goldpreis seinen Höhenflug fort?

Der Aufwärtstrend für Gold ist intakt, auch wenn nach dem starken Anstieg eine gewisse Konsolidierung denkbar ist. Für Anleger im Westen ist Gold ebenfalls ein attraktiver sicherer Hafen. Wer eine hohe Aktienquote, insbesondere von konjunkturell anfälligen Regionen wie der Eurozone, hat und eine Absicherung geopolitischer Risiken sucht, der sollte in Gold-ETF oder Rohstofffonds investieren. Gold gehört als Diversifikation in ein Multi-Asset-Portfolio.

Was ist mit Goldminenaktien?

Es ist besser, direkt in Gold investiert zu sein. Denn die Minenbetreiber sind genauso von höheren Energie- und Lohnkosten betroffen wie alle anderen Unternehmen. Zudem verzichten viele institutionelle Investoren auf Minenaktien, aufgrund der ESG-Kriterien. Die Bewertung der Minenaktien ist historisch und im Vergleich zu den Rohstoffen selbst attraktiv, aber es ist ein viel riskanteres Investment als Gold selbst. Dasselbe gilt auch für Kupfer, das dieses Jahr ebenfalls stark zulegt, weil das Wirtschaftswachstum in den USA unterschätzt worden ist.

Wir befinden uns mitten in der Berichtssaison. Was ist Ihr erster Eindruck von den Quartalszahlen?

Die Tendenzen, die bereits in den Vorquartalen zu beobachten waren, werden bestätigt. Bei Unternehmen, die sich im Umbau befinden, sind Anleger ungeduldig. Bei Unternehmen, die dank der Coronapandemie – Stichwort Pharma – oder im Anschluss darauf gute Umsätze erzielt haben, fällt die hohe Vergleichsbasis des Vorjahres langsam weg, was die Situation komplex macht. Aber für ein abschließendes Urteil ist es noch zu früh.

Sind US-Techaktien zu hoch bewertet?

Sie sind hoch bewertet, aber die Situation ist nicht zu vergleichen mit dem Beginn des Millenniums. Wie gesagt läuft die Berichtssaison noch, doch zurzeit haben die Technologietitanen ungefähr einen Anteil an der Marktkapitalisierung in den USA von 25 bis 30%, aber sie haben auch einen ähnlichen Anteil an den Unternehmensgewinnen. Die Kehrseite ist, dass die Unternehmen die hohen Markterwartungen auch erfüllen müssen.



«Die Situation in und um Taiwan birgt ein grosses geopolitisches Risiko.»

Meinen Sie mit Technologietitanen die «glorreichen sieben»?

Ja, aber ich mag die Bezeichnung nicht, es müsste Super Six heissen. Meiner Meinung nach gehört Tesla nicht wirklich dazu, es gehört nicht zu den Unternehmen, die von der generierenden künstlichen Intelligenz profitieren. Als Autobauer befindet Tesla sich in einer anderen Situation als reine Technologieunternehmen mit klarer Preissetzungsmacht, wie sie Microsoft und Nvidia haben.

Können Sie das ausführen?

Wer ein überlegendes Produkt anbietet, kann dafür einen hohen Preis verlangen und so die Margen hochhalten. Das ist in einer Situation der anhaltend hohen Zinsen in den USA wichtig, gilt aber auch für nichtamerikanische Unternehmen, denn die Rohstoff-, Energie- und Lohnkosten belasten Unternehmen weltweit. Qualitätaktien, also Unternehmen mit unterdurchschnittlicher Verschuldung und überdurchschnittlicher Profitabilität, sind in allen Regionen und Sektoren zu finden.

Können Sie Beispiele nennen?

Novo Nordisk und Eli Lilly profitieren gerade extrem von ihren Abnehmermitteln, aber in der Pharmaindustrie gehört das Geschäft mit dem Wissensvorsprung schon lange dazu. Microsoft und Nvidia sind weitere Unternehmen, denen die Konkurrenz so schnell nicht den Rang ablaufen kann. Auch im Luxussektor gibt es mit Hermès und Ferrari zwei Beispiele.

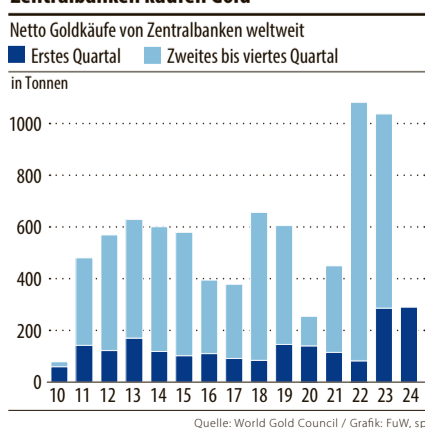
Können andere Unternehmen bei der Profitabilität anknüpfen?

Beide sind in ihrem Sektor – Luxusaccessoires und Luxusfahrzeuge – die Unternehmen mit der höchsten Profitabilität. Die beiden Zweitplatzierten – Chanel und Porsche – versuchen nun ebenfalls, durch Preissteigerungen ihre Profitabilität zu steigern.

Maerki Baumann setzt also weiterhin auf Qualitätaktien?

Ja, wobei wir den US-Markt höher gewichten als den europäischen Markt, weil die

Zentralbanken kaufen Gold



konjunkturelle Lage in den USA besser ist. Zudem ist Europa klar im Hintertreffen, was den wichtigen Markt der generativen KI angeht. Von den zwanzig wichtigsten Unternehmen in dem Bereich ist nur ASML vorne mit dabei.

Und was ist mit Schwellenländeraktien?

Da ist unsere Positionierung neutral. Die Bewertungen gegenüber den USA, Europa und Japan sind günstig, mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von ungefähr 12. Noch extremer ist es in China. Mit einem durchschnittlichen KGV von 10 sind die chinesischen Aktien historisch gesehen sehr tief bewertet, weil die weniger starke Konjunkturdynamik bereits eingepreist ist. In einer solchen Situation braucht es nicht viel, damit eine Überraschung nach oben ausgelöst wird.

Gibt es dafür bereits Anzeichen?

Die chinesische Regierung probiert zurzeit, ähnlich wie die japanische Regierung es vor einem Jahr bereits getan hat, die Unternehmen dazu zu veranlassen, den Shareholder-Value zu steigern. Konkret will sie Aktienrückkäufe und Dividenden-Erhöhungen ankurbeln, damit das Anlegen im chinesischen Markt wieder attraktiver wird. In der Vergangenheit hat China bereits mehrmals überraschend die Konjunktur gestützt, was zu Kursauschlägen nach oben geführt hat. Wenn man nicht abschätzen kann, was geschehen wird, ist es riskant, in eine ganze Region nicht mehr investiert zu sein.

«Unternehmen mit unterdurchschnittlicher Verschuldung und überdurchschnittlicher Profitabilität sind im Vorteil.»

Wie sind Sie bei Anleihen positioniert?

Wir sind klar übergewichtet, was Schweizer Obligationen angeht. Grund ist der bereits lange anhaltende Abwärtstrend der Inflation in der Schweiz. Unser Land hat die tiefste Inflation aller OECD-Staaten. Obligationen in Schweizer Franken sind deshalb im Vorteil gegenüber Euro-Anleihen, und noch stärker ist der Vorsprung gegenüber Dollar-Anleihen. Die Zinssenkung der Schweizerischen Nationalbank wird von der Inflationsentwicklung unterstützt, und ich kann mir gut vorstellen, dass hierzulande noch weitere Zinssenkungen anstehen dieses Jahr.

Wie wichtig sind die US-Wahlen für Anleger hier in Europa?

Die Historie zeigt: Entscheidend für Investoren ist die Wirtschafts- und Unternehmensentwicklung, nicht wer im Weissen Haus sitzt. Für die Gesetzgebung ist denn auch die Zusammensetzung des Kongresses entscheidender. Falls jedoch Trump US-Präsident wird, muss Europa deutlich mehr machen, was die eigene Verteidigung angeht. Biden ist sicher der einfachere Partner für Europa als Trump.

Wo lauert Ihrer Meinung nach das grösste geopolitische Risiko für die Weltwirtschaft?

Der entscheidende Risikofaktor ist Taiwan. China wird immer aggressiver in seiner Politik gegenüber Taiwan und generell in der Region. Das kann den USA nicht gleichgültig sein, dass die US-Technologietitanen und mit ihnen der ganze Rest der Welt von den in Taiwan produzierten Chips abhängig sind. Nicht zu unterschätzen ist auch eine mögliche Eskalation zwischen dem Iran und Israel, weil durch die Meerenge von Hormus knapp 20% der globalen Ölproduktion transportiert werden, was besonders für Europa bedeutsam ist.

INTERVIEW: MARA BERNATH

Markttechnik

Der Stoxx 600 hält mit den Besten mit

Während fünf Monaten sind die breit aufgestellten Indizes gestiegen. Jeden Monat schlossen sie auf oder in der Nähe zu den Monatshöchstkursen. April war der erste Monat, der im Minus endete. Im Fall des Stoxx Europe 600 waren es 1,52%. Dies nach einem Gewinn von 19,7% in fünf Monaten.

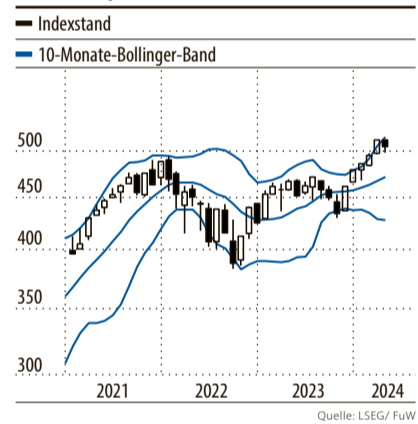
An allen Börsen der industrialisierten Welt läuft eine Konsolidierung ab. Gleichzeitig ist die Marktbreite, die insbesondere in den letzten drei Monaten kontinuierlich zugelegt hatte, stabil geblieben. Das bedeutet, dass eher vernachlässigte Segmente neu auf Anklage gestossen sind. Das Geld dafür kommt zum Teil aus Gewinnmitnahmen in bisherigen Anführern der Hausse.

Das nennt man Präferenzverschiebungen. Sie wirken sich zum Nachteil von S&P 500 und Nasdaq 100 aus, und zum Vorteil von Europa. Besondere Nutzniesser sind einige kleinere Indizes wie der Euro Stoxx 50. Die Präferenzverschiebungen stellen aber auch Rückenwind für den breit aufgestellten Stoxx Europe 600 dar.

Die verheerenden Jahre

Misst man relative Stärke mit einer 36-Monate-Glättung, war die Zeit von Februar 2008 bis jetzt eine sechzehnjährige Periode, in welcher der Stoxx Europe 600 als Anlagevehikel die unterlegene Wahl war gegenüber S&P 500. Die Wirkung ist die, dass der Stoxx Europe 600 in diesen sechzehn Jahren vom S&P 500 um den Faktor 5 geschlagen wurde. Verheerend, wenn man sich als langfristigen Investor versteht. Derart verpasste Gewinne holt man nie wieder auf. Währungsbereinigt stellt sich kein signifi-

Stoxx Europe 600



Meinungen zur Börsenlage

Puma, ASML

In den USA treibt der Fortschritt rund um künstliche Intelligenz den Wirtschaftsmotor an, während in Europa ein kühler Wind weht. Wir rechnen mit einer baldigen Zinssenkung der EZB. Die Spannungen zwischen den USA und China versetzen Europa in eine Selbstfindungsphase. Die EU muss das Kunststück vollbringen, sich neu zu positionieren, ohne zwischen die Fronten zu geraten. Europäische Länder sind gezwungen, Differenzen zu überwinden und die Aussenpolitik besser zu koordinieren. Die Sportereignisse im Sommer bieten Gelegenheit dafür. Uns gefallen Unternehmen mit diversifizierter Lieferkette und starker Nachfrage in Branchen wie Tourismus, Konsumgüter und Energie. Dazu gehören Puma, Heineken, Securitas, Vinci, ASML und TotalEnergies. Risikofähigere Anleger können auch Intercontinental Hotels oder Enel in Betracht ziehen.

NÜNLIST INVESTMENT MANAGEMENT

Sika

Es ist nicht die stärkste Art, die überlebt, sondern diejenige, die sich am besten an Veränderungen anpasst. Was gemäss Charles Darwin für die Natur gilt, trifft auch für Unternehmen zu. Die Geschichte ist voll von Unternehmen, die ihren Marktwert und Ruf geschädigt haben, weil sie es versäumt haben, Nachhaltigkeitsfragen effektiv zu managen. Enabler sind Unterneh-

kant anderes Bild dar. Deshalb: Langfristig ist gut, vorausgesetzt, dass taugliche Instrumente zur Anpassung an den Marktprozess vorhanden sind, dort wo Anpassungen verlangt werden. Das Instrument dazu ist die relative Stärke.

In der ganzen Periode relativer Schwäche gab es durchaus europäische Aktien, die mit amerikanischen mithalten konnten. Nicht aber der europäische Aktienmarkt. Günstigere Bewertungen wirkten jedenfalls nicht, sie wurden während der vielen Jahre ganz einfach ignoriert.

Die Grossen nähern sich an

Wenigstens in Ansätzen scheint sich das nun zu ändern. Nicht, dass Europa den Rückstand aufholen wird. Aber wenigstens sieht es für mich danach aus, dass die Phase relativer Schwäche abgeschlossen ist und in etwa ein neutraler Lauf zwischen S&P 500 und Stoxx Europe 600 erwartet werden kann.

Diese Sicht stellt sich ein, weil das Momentum des Stoxx Europe 600 sich jenem des S&P 500 angeglichen hat und die Marktbreite hier wie drüben in meinem Modell um die 67% beträgt. Die rund zwei Drittel der Konstituenten, die in Europa und USA ein positives Kursmomentum aufweisen, gehören zwar nicht deckungsgleich zu den gleichen Sektoren, weisen aber eine ähnliche Indexgewichtung auf. Schon allein in Folge der Gewichtung des US-Aktienmarktes im MSCI Welt von knapp 70% weist diese Annäherung darauf hin, dass der Stoxx Europe 600 tatsächlich im globalen Vergleich, gemessen zum MSCI Welt, auf mindestens eine neutrale Position vorgerückt ist.

Manchen Beobachtern scheint entgangen zu sein, dass der Nikkei 225, der erst neuerdings positiv in den Medien aufgefallen ist, sich seit Januar 2015 ununterbrochen in einem positiven relativen Trend zum Stoxx Europe 600 entwickelt hat. Der preisgewichtete Nikkei 225 und der kapitalgewichtete Topix dürften eher die Börsenbarometer sein, die den Stoxx Europe 600 in den Schatten stellen, als der S&P 500 das tun würde. Aber grosse Divergenzen dürften kaum noch entstehen.

ALFONS CORTÉS, www.alfonscortes.com

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

men, die für den Übergang zu einer nachhaltigeren Wirtschaft stehen. Sie stellen eine einzigartige, Jahrzehnte umfassende Investitionsmöglichkeit dar. Dazu gehört zum Beispiel Sika. Das Unternehmen stellt Produkte für die Bauindustrie her, reduziert den CO₂-Ausstoss und verbessert die Energieeffizienz. Wir sind der Meinung, dass Unternehmen mit nachhaltigen Geschäftspraktiken und robusten Geschäftsmodellen langfristig eher eine gute Performance erzielen werden.

ROTHSCHILD & CO BANK

Aktien, Dollar

Die Berichtssaison zum ersten Quartal ist in Gang. In den USA liegen die positiven Überraschungen über dem langfristigen Durchschnitt. In Europa zeichnet sich ebenfalls ein besser als erwartet ausfallendes Bild ab. Erfreulich sind auch Unternehmenskommentare, wonach sich das Ende des Lagerabbauzyklus abzeichnet. Wir empfehlen, in Erwartung des neuen Wachstumszyklus im zweiten Halbjahr 2024 das Engagement in konjunktursensitiven Werten schrittweise zu erhöhen. Am Devisenmarkt erlitt der Dollar einen Rückschlag, der jedoch vorübergehend sein dürfte. Die Zinsdifferenz sollte sich zugunsten des Dollars ausweiten, sobald die EZB und andere Zentralbanken die Zinsen senken. Brent-Rohöl hat sich bei 83 \$/Fass stabilisiert. Wir erwarten den Aufwärtstrend als gebrochen und erwarten, dass der Preis unter 80 \$ fällt.

BANK JULIUS BÄR