

INTERVIEW

«Ein bisschen Inflation verhindert, dass man dumme Sachen macht»

Birgitte Olsen, Portfoliomanagerin von Bellevue AM, setzt auf Unternehmen mit einem starken Ankeraktionär und einer soliden Bilanz. Im Interview sagt sie, wie Anleger etwa mit U-Blox und Burckhardt Compression vom Trend der Infrastrukturinvestitionen profitieren können.

Gabriella Hunter ✉

04.04.2023, 06.10 Uhr

Krisensignalen aus dem Bankensektor und Rezessionsängsten zum Trotz blickt Birgitte Olsen verhalten optimistisch in die Zukunft. «Ich sehe keinen Grund für Panik», sagt die Portfoliomanagerin von Bellevue Asset Management im Interview mit The Market. Das schlimmste befürchtete Szenario für die europäische Wirtschaft sei bisher nicht eingetreten, die Makrolage sei gegenwärtig neutral. Doch was uns erhalten bleibe, sei eine strukturell höhere Inflation.

In diesem Umfeld setzt Olsen auf Unternehmen, die von Infrastrukturinvestitionen profitieren – etwa Burckhardt Compression. Angesichts von höheren Preisen, Lieferkettenproblemen, der Energietransition und der zunehmenden Bedeutung der Energiesicherheit sei klar, dass die Kapitalausgaben steigen müssten. «Es gibt ganze Sektoren, wo viel zu wenig investiert wurde. Öl und Gas ist ein Beispiel, oder die Industrie generell.» Denn Infrastruktur, das seien nicht nur Brücken und marode Gebäude. Insbesondere der Ausbau eines

intelligenten Stromnetzes für die zunehmende Elektrifizierung werde viel kosten.

Im Interview erklärt Olsen, was es mit dem Entrepreneur-Ansatz ihres Schweizer Aktienfonds auf sich hat, welchen Vorteil Gesellschaften mit einem starken Ankeraktionär auch für Minderheitsanleger bringen und weshalb eine starke Bilanz gerade jetzt wichtig ist. Ausserdem sagt sie, wo sie am Schweizer Aktienmarkt noch vernünftig bewertete Titel findet – auch von schnell wachsenden Gesellschaften.

Frau Olsen, wir haben aufreibende Wochen hinter uns. Wie schätzen Sie heute die Lage ein?

Wir brauchen mehr Zeit, damit sich die Nerven beruhigen können. Aber ich sehe in Europa aufgrund der Solidität der Banken und dank der Reregulierung im Nachgang der Finanzkrise von 2008 keine drohende Kreditklemme. Ich rechne damit, dass die Kreditvergabe selektiver und teurer wird, aber nicht mit einem Doom-Szenario. Man vergisst sehr schnell, was in der Vergangenheit passiert ist. Die Reregulierung war einschneidend für die Banken, die Kapitalrenditen wurden dezimiert. In der Folge weisen die Banken heute viel grössere Kapitalpuffer auf, sie sind viermal besser ausgestattet, um allfällige Verluste zu absorbieren. Auch die privaten Haushalte waren seit der Einführung des Euros 1999 nie so wenig verschuldet wie jetzt.

Das hört sich einigermaßen optimistisch an.

Es ist nicht alles gut, und ich bin nicht superoptimistisch, aber ich sehe keinen Grund für eine Panik. Die Börse wird sich beruhigen.

Wie hoch schätzen Sie das Rezessionsrisiko ein?

Das ist die am besten vorausgesagte Rezession während meiner dreissigjährigen Tätigkeit. Noch nie wurde eine Rezession so früh angekündigt. Auslöser war die Energiekrise infolge des Krieges in der Ukraine. Der Winter war aber weniger kalt als befürchtet, die Öffnung der chinesischen Wirtschaft hatten viele nicht in diesem Ausmass auf der Agenda. Davon profitiert Europa. Jetzt sind die Makrodaten viel besser als im vergangenen Sommer prognostiziert. Die Makrolage ist aus meiner Sicht neutral.

Gleichzeitig werden die Notenbanken die Zügel weiter straffen.

Wir hängen alle am Tropf der Zentralbanken. Jeder wusste, dass es eine schwierige Übung werden würde, nach fünfzehn Jahren, in denen Geld nichts gekostet hat, aus dieser besonderen Periode herauszukommen. Fed-Chef Jerome Powell hat seine Aussagen schon etwas abgeschwächt. EZB-Vorsitzende Christine Lagarde drängte zuletzt am stärksten auf weitere Zinserhöhungen. Grundsätzlich haben aber alle Notenbanken weitergemacht. Die Kerninflation bleibt ein Problem. Und es scheint, dass der Transmissionsmechanismus länger dauert, als wir es gerne hätten.

Demnach glauben auch Sie, dass wir uns auf eine Phase mit strukturell höherer Inflation einstellen müssen?

Unbedingt. Das hat unterschiedliche Gründe. Vor allem sind zwanzig Jahre Globalisierung zu Ende. Die Unternehmen wollen näher bei sich oder näher beim Kunden produzieren. Das wird unter Umständen teurer, gerade in Europa sind die Kosten ohnehin höher, und es hat eine Reihe von anderen Implikationen wie die stärkere Automatisierung. Man muss auch sehen, dass die Inflation in den vergangenen Jahren abnormal tief war. Ein bisschen Inflation ist aus meiner Sicht gut. Das verhindert, dass man dumme Sachen mit dem Kapital macht.

Was meinen Sie mit ein bisschen Inflation? Eher 2 bis 4% und nicht das, was wir vergangenes Jahr erlebt haben, nehme ich an.

Genau. Vergangenes Jahr war eine Sondersituation. Die Inflation war vorübergehend, sprich «transitory», aber doch nicht so schnell vorbei, wie wir erwartet hatten. Auch die Kerninflation wird zurückgehen, einfach nicht über Nacht.

Was bedeutet das für die Unternehmen?

Viele Schweizer Unternehmen waren immer mit dem starken Franken konfrontiert und hatten dadurch höhere Kosten. Trotzdem waren und sind sie führend in ihrem Bereich. Länder mit starker Währung produzieren mehr Weltmarktführer als Länder mit schwacher Währung, auch die skandinavischen zum Beispiel. Das erzieht einen zu Innovation und Preissetzungsmacht. In Zeiten von Inflation ist das ein Vorteil.

Sie haben den Trend zum Reshoring angesprochen, in den USA und auch in Mexiko werden derzeit im grossen Stil Fabriken

gebaut. Ist das in Europa überhaupt möglich angesichts der höheren Kosten?

Nun, Afrika ist nur fünfzehn Kilometer von Europa entfernt. Europäische Unternehmen haben ihre Aktivitäten in China verkleinert, grosse Investitionen wurden verschoben, etwa nach Vietnam und Bangladesch oder auch nach Osteuropa. Und Afrika ist durchaus ein Thema. Klar, in den USA war erstens der politische Wille sehr stark, und zweitens sind die Energiepreise viel tiefer. In Europa sind die Kosten grundsätzlich höher, und obwohl der politische Wille auch da ist, geht halt alles viel langsamer.

Sie versuchen diesen Trend der Infrastrukturinvestitionen zu spielen. Welche Unternehmen profitieren davon?

Im vergangenen Sommer, als mit Inflation, Lieferkettenproblemen, Energietransition und -sicherheit viele Themen zusammenkamen, wurde uns klar, dass die Kapitalausgaben steigen werden. Es gibt ganze Sektoren, in denen viel zu wenig investiert wurde. Öl und Gas ist ein Beispiel, oder die Industrie generell. Wir brauchen sauberere Energie, mehr Energie, und die ist nicht unbedingt dort, wo sie sein sollte. Und da bieten Unternehmen Technologien, Produkte und Lösungen. Ein sehr gutes Beispiel ist Burckhardt Compression.

Burckhardt N (/aktien/no-region/no-list/2553602-4-1)

Weitere Marktdaten hier (aktien/no-region/no-list/2553602-4-1)



Wie kann Burckhardt in diesem Umfeld profitieren?

Burckhardt stellt Kompressoren her, die in der Verflüssigung von Erdgas, für die Produktion von Solarpanels, aber auch für den Transport, die Lagerung und die Nutzung von Wasserstoff benötigt werden. Sie ist ein Beispiel für ein Unternehmen mit prall gefüllten Auftragsbüchern und einer sehr guten Visibilität, was den Umsatz in den kommenden zwei Jahren betrifft. Dazu kommen lukrative Serviceverträge: Verkauft Burckhardt einen Kompressor, winken Serviceeinnahmen über sechzig Jahre hinweg. Daraus resultiert ein sehr hoher Cashflow.

Wo spielt die Infrastruktur sonst noch eine Rolle?

Wenn ich Infrastruktur sage, meine ich nicht nur Brücken etc. Es geht auch um Investitionen in Wind- und Solarparks sowie den Ausbau des Stromnetzes. Die Kosten für die Elektrifizierung sind viel höher als im Bereich Öl und Gas.

Um Strom zu transportieren, braucht es enorme Investitionen in Kabel und Netze sowie digitale Lösungen und Fremdwartung. Die Sache ist sehr vielschichtig. Bei den grossen Unternehmen würde sicher auch ABB profitieren.

Und im Bereich der kleinen und mittelgrossen Gesellschaften?

Die Elektrifizierung nimmt nicht nur bei Autos zu, sondern ganz generell bei Industriegütern. Davon profitiert U-Blox zum Beispiel, die Chips für Anwendungen im Bereich der intelligenten Vernetzung – Internet of Things – designt, oder Lem, die Geräte zur Messung des Stromflusses und der Spannung herstellt.

U-Blox N (/aktien/no-region/no-list/3336167-4-1)

Weitere Marktdaten hier ([aktien/no-region/no-list/3336167-4-1](#))



Oft genannt wird in diesem Zusammenhang auch das Halbleitersegment. Sind Sie da engagiert?

Die Aktien der Halbleiterzulieferer sind nicht günstig. Im Tech-Segment präferieren wir wegen der Bewertung U-Blox, die zwar keine Halbleiter produziert, aber desigt und etwas anderen Mechanismen unterliegt. Sowohl VAT als auch Inficon sind jedoch tolle Unternehmen mit einem guten Management.

the market
NZZ

[Startseite](#) [Neueste Artikel](#) [Video](#) [Jobs](#) [Empfehlungen](#) [Unternehmen](#)

**Im Bereich der erneuerbaren Energie setzen Sie auf Gurit.
Zuletzt standen die Aktien aber stark unter Druck.**

Gurit muss nach dem Wegfall der Subventionen in China eine lange Durststrecke durchstehen. Aber eigentlich ist auch im Bereich der Windenergie absehbar, dass die Investitionen zunehmen.

Gurit Hldg N (/aktien/no-region/no-list/117356711-4-1)

Weitere Marktdaten hier ([aktien/no-region/no-list/117356711-4-1](#))



Wie lange dauert es denn Ihrer Meinung nach, bis das Wachstum in der Branche anzieht?

Der Abschwung war ausgeprägt und lang. Das Management gibt sich weiterhin verhalten. Aber eigentlich ist das Unternehmen sehr gut aufgestellt. Andere Player, etwa Kabelhersteller wie die italienische Prysmian oder NKT in Skandinavien, haben alle Hände voll zu tun. Das spiegelt sich dort bereits im Aktienkurs. Auch die Kunden von Gurit – zum Beispiel Vestas – haben sich erholt, nachdem sie grosse Profitabilitätsprobleme hatten. Es ist absehbar, dass der Markt anzieht. Das Thema wird uns die nächsten zehn Jahre beschäftigen. Deswegen lohnt es sich, jetzt reinzuschauen.

Die Branche birgt aber auch politische Risiken.

Ja, aber der Ausbau ist die logische Folge der Entwicklungen im vergangenen Jahr. Deutschland hat

seine Gasspeicher zu horrenden Preisen gefüllt, damit werden wir nicht nur gut durch diesen, sondern auch durch den nächsten Winter kommen – glücklicherweise. Aber jetzt müssen die nächsten Schritte folgen, um unabhängig von russischem Gas zu werden. Dafür braucht es mehr Infrastruktur. Der Staat muss wohl Subventionen sprechen oder Steuerbegünstigungen einführen. Wie bei vielem in Europa wird darüber geredet, aber wir sehen noch nicht viel Konkretes.

Die Bautätigkeit in der Industrie ist sehr rege. Was erwarten Sie für baunahe Konzerne wie Holcim oder Sika?

Sika ist ein sehr agiles Unternehmen, ein fantastisches Unternehmen: Der Bauchemiekonzern weist eine niedrige Kapitalintensität und eine hohe Rendite auf dem eingesetzten Kapital aus. Die Infrastruktur bröckelt tatsächlich, zum Beispiel in Deutschland. Für die Sanierung sind Bauchemikalien erforderlich – und Sika ist sehr gut positioniert. Sie hat den Markt bereits konsolidiert, und da ist noch weiteres Potenzial vorhanden.

Sika N (/aktien/no-region/no-list/41879292-4-1)

Weitere Marktdaten hier (aktien/no-region/no-list/41879292-4-1)



Und Holcim?

Zementkonzerne haben ein Nachhaltigkeitsproblem. Die Zementherstellung ist seit fünfzig Jahren die gleiche und benötigt sehr viel Energie. Irgendwann wird es eine Lösung geben, aber im Moment betreibt Holcim eher Kosmetik. Sie verkauft energieintensives Geschäft und kauft eher im Bereich der Baustoffe etwa für Flachdächer zu.

Holcim N (/aktien/no-region/no-list/1221405-4-1)

Weitere Marktdaten hier (aktien/no-region/no-list/1221405-4-1)



Momentan brauchen wir aber den Zement noch zum Bauen.

Als Investorin interessieren mich echte Lösungen, Technologie und Innovation. Wir investieren etwa in Öl- und Gaskonzerne, die verstärkt auf erneuerbare Energie setzen. In Norwegen hat man die höchste Steuer auf CO₂-Emissionen. Das hat dazu geführt, dass manche Energieunternehmen bereits dieses Jahr CO₂-neutral sind. Das ist viel früher als zum Beispiel Nestlé. Rahmenbedingungen und Regulierung können das schaffen. Genauso wie Regulierung es geschafft hat, dass die Banken jetzt nicht eine nach der anderen pleitegehen.

Sie verfolgen gemäss eigenen Angaben mit Ihrem Nebenwertefonds einen Entrepreneur-Ansatz. Was bedeutet das für Ihren Anlagestil?

Wir mögen sehr rentable Unternehmen mit starken Ankerinvestoren – etwa der Familie oder anderen

langfristigen Investoren –, die sehr konservativ finanziert sind. Das Verhältnis von Nettoverschuldung zum Betriebsgewinn (Ebitda) beträgt bei unseren Portfoliogesellschaften im Schweizer Nebenwertefonds im Schnitt 0,1. 46% unserer Positionen weisen gar Nettocash aus.

Bellevue AM Entrepreneur Swiss Small & Mid

Die zehn grössten Positionen

	Gewicht im Fonds
Swatch Group	4,3%
Kühne + Nagel	4,0%
Lindt & Sprüngli	3,5%
SIG Group	3,1%
Aryzta	3,0%
Barry Callebaut	2,9%
Bossard	2,8%
Burckhardt Compression	2,8%
U-Blox	2,6%
Huber+Suhner	2,6%

Stand Ende Februar 2023

Tabelle: themarket.ch • Quelle: Bellevue AM

Eine derartig niedrige Verschuldung war aber lange nicht effizient.

In den vergangenen fünfzehn Jahren war es nicht besonders vorteilhaft, keine Schulden zu haben, weil die Finanzierung immer günstiger geworden ist. Aber das hat

sich stark verändert. Man sah es in der Finanzkrise, während der Pandemie und jetzt wieder: Unternehmen ohne namhafte Schulden sind unabhängig, sie können ihre Strategie weiterführen, sie können in Innovation investieren, sie können in neue Märkte vorstossen, sie können akquirieren und die Schulden abbauen. Das bringt einen höheren Return und einen höheren Cashflow und dadurch ein viel besseres Rendite-Risiko-Profil für den Minderheitsaktionär. Und die Bewertung einer Aktie ist uns wichtig.

Wie wirkt sich diese Überzeugung auf Ihre Portfoliozusammensetzung aus?

Ich glaube, Diversifikation ist entscheidend. Der Bondmarkt ist mit seiner immensen Grösse richtungsweisend. Nun hat die Volatilität der Anleihenrenditen stark zugenommen, man weiss nicht, in welche Richtung sich die Zinsen bewegen. Schauen Sie auf die vergangenen Monate: Die langfristigen Zinsen sind zuerst förmlich explodiert, und nach der Irritation im Bankensektor sind sie kollabiert. Das Auf und Ab führt jedes Mal zu einer kleinen Rotation zwischen Value- und Wachstumsaktien. Solange das so ist, braucht man die Portfoliodiversifikation als Schutz.

Wie setzen Sie diese Diversifikation konkret um?

Ungefähr die Hälfte des Portfolios ist in Wachstumsaktien mit einer vernünftigen Bewertung investiert – «Growth at a Reasonable Price». Das bedeutet ein faires Vielfaches angesichts der Wachstumserwartungen. Da sehen wir zum Beispiel Burckhardt Compression oder VZ Holding. Je ein

weiteres Viertel investieren wir in Value-Titel einerseits und in stark wachsende Unternehmen andererseits.

Welche schnell wachsenden Unternehmen gefallen Ihnen besonders gut?

Dazu gehört zum Beispiel Swissquote, bis vor kurzem auch Belimo. Jetzt finden wir Letztere etwas teuer, auch wenn sie sehr gut arbeitet. Uns gefällt auch Pierer Mobility. Mobilität ist ein neuer Luxus. Man kauft nicht mehr unbedingt zwei oder drei Autos, sondern vielleicht ein Elektrovelo oder -motorrad.

Pierer Mobility (/aktien/no-region/no-list/41860974-4-1)

Weitere Marktdaten hier (aktien/no-region/no-list/41860974-4-1)



Das ist nicht nur eine Pandemieerscheinung?

Nein, das bleibt ein sehr stark wachsender Markt. Jeder weiss, dass die Parkplätze tendenziell kleiner und weniger werden. Gerade bei der jüngeren Generation ist Autofahren

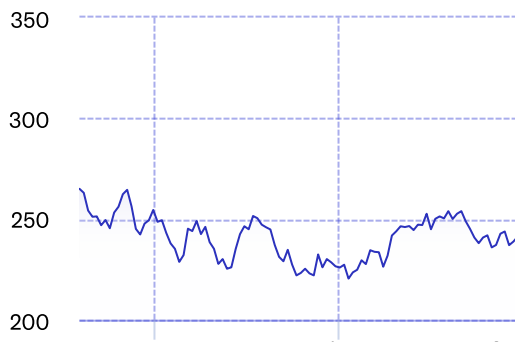
zudem nicht sehr populär, da bieten sich mit Zweirädern Alternativen zum öffentlichen Verkehr.

Und im Value-Segment?

U-Blox ist sehr günstig bewertet oder auch Gurit, die wir schon besprochen haben. Swatch Group profitiert stark vom Rebound in China. Die chinesischen Kunden stehen bereits Schlange, vor allem in den Duty-Free-Zonen. Der Lockdown in China war viel länger als bei uns und der Konsum entsprechend stark eingeschränkt. Und die Chinesen lieben Uhren, das hat auch einen Anlageaspekt. Für Swatch Group, die mit Omega die Nummer eins in China ist, wird sich das sehr positiv auswirken. Und der Konzern hat über 80% Eigenkapital, er ist dadurch komplett eigenständig.

The Swatch Group I (/aktien/no-region/no-list/1225515-4-1)

Weitere Marktdaten hier (aktien/no-region/no-list/1225515-4-1)



Aus Governance-Sicht sehen Sie angesichts der Machtbündelung bei Nick Hayek kein Risiko?

Das stimmt eben nicht. Mit Marc Hayek, dem Markenverantwortlichen und Sohn seiner Schwester, und Präsidentin Nayla Hayek sind sie schon zu dritt. Klar, Nick Hayek eckt an, er geht nicht zimperlich mit Analysten, Investoren und der Presse um. Aber man kennt CEO und CFO und ihre Tendenzen mit der Zeit: Manche sind immer überoptimistisch, andere oft beunruhigt und pessimistisch. Damit kann man arbeiten und die eigenen Schätzungen entsprechend anpassen. Nein, ich finde, die Governance ist kein Nachteil. Die Gruppe hat sich prächtig entwickelt.

Auch mit der Markenaufstellung?

Ja, insbesondere die Einführung der MoonSwatch ist ein riesiger Erfolg. Die junge Generation will vielleicht keine Autos mehr, aber Uhren sind im Trend.

Bei welchen Unternehmen sehen Sie noch Wachstum zu einem vernünftigen Preis?

Der Verpackungsmaschinenhersteller SIG profitiert vom Trend zu mehr Papierverpackungen, auch aus Nachhaltigkeitsgründen. Ausserdem verfügt er über einen technologischen Vorteil gegenüber dem grössten Konkurrenten, Tetra Pak. Zudem hat er tolle Akquisitionen gemacht, zum Beispiel in China, die der Markt nicht gut verstanden hat. Wir erwarten ein schönes profitables Wachstum. Was auch ein Vorteil ist: Es geht um Güter für den täglichen Gebrauch. Denn wir sehen gegenwärtig eine Dichotomie in den Konsumtrends. Luxusgüter laufen sehr gut. Diese Kundenkategorie ist nicht stark von der Inflation betroffen. Und Alltagsgüter sind sehr gefragt.

SIG Combibloc N (/aktien/no-region/no-list/43)

Weitere Marktdaten hier ([aktien/no-region/no-list/43537795-4-1](#))



Intra 1W 3M 1J Max

Wo sehen Sie im Konsumbereich sonst noch Chancen?

Aryzta zum Beispiel hat ihre Preise um 30% erhöht und verzeichnet dennoch Volumenwachstum.

Aryzta N (/aktien/no-region/no-list/4323836-4)

Weitere Marktdaten hier ([aktien/no-region/no-list/4323836-4-1](#))



Intra 1W 3M 1J Max

Die Aktien sind nach dem Kursgewinn der vergangenen Monate noch nicht ausgereizt?

Aryzta ist eine Restrukturierung. Wir haben wenige solche Fälle im Portfolio. Gerade angesichts der Schulden muss die Trendwende gelingen, sonst lohnt sich die Investition nicht. Aber wir sind überzeugt, dass es sich lohnt und das neue Management Grips hat.

Immerhin ist es eine Ihrer grössten Positionen.

In den Top Ten unserer Positionen spiegelt sich die Idee hinter der Portfoliokonstruktion. Um den Markt idealerweise sowohl in der Aufwärts- als auch in der Abwärtsbewegung zu schlagen, braucht es eine Mischung aus konjunktursensitiven und eher defensiven Unternehmen. Aktien wie die von Lindt & Sprüngli oder Barry Callebaut dienen dazu, das Portfolio zu stabilisieren. Denn wir mögen Industriewerte und Technologietitel, wir sind gar übergewichtet in Technologie. Aber weil wir in einem schwierigen konjunkturellen Umfeld sind, brauchen wir eine Auswahl mit Allwettercharakteristiken.

Birgitte Olsen



Quelle: ZVG

Birgitte Olsen arbeitet seit 2008 für die Bellevue Group, gegenwärtig als Mitglied der Geschäftsleitung von Bellevue Asset Management. Sie verantwortet die Anlagefonds BB Entrepreneur Europe (inklusive Europe Small) und BB Entrepreneur Switzerland sowie institutionelle Mandate. Zuvor war sie für Vontobel und Generali tätig. Die gebürtige Norwegerin ist in Genf aufgewachsen, hat an der Universität St. Gallen studiert und ist CFA Charterholder.
