

«Schweizer Nebenwerte sind jetzt sehr attraktiv»

MITTWOCHSINTERVIEW MIT BIRGITTE OLSEN Die Aktienexpertin von Bellevue Asset Management achtet bei steigenden Zinsen besonders auf Bilanzstärke und Verschuldung der Unternehmen.

Der US-Aktienmarkt hat andere Börsenplätze abgehängt, ist inzwischen aber deutlich teurer als sein europäisches Pendant. «Solche Bewertungsdifferenzen habe ich in dreissig Jahren nicht gesehen», betont Birgitte Olsen. Sie verantwortet die Entrepreneur-Strategien bei Bellevue Asset Management. Die Expertin für eigentümergeführte Unternehmen konstruiert mit ihren Kollegen aus 35 bis 45 Titeln ein über Sektoren diversifiziertes Portfolio. Bellevue Asset Management ist ein unabhängiger Schweizer Vermögensverwalter mit einem verwalteten Vermögen von 8,1 Mrd. Fr.

Frau Olsen, der Risikoappetit der Anleger wird derzeit etwas gedämpft. Ist das jetzt das Ende der stattlichen Rally, die wir in diesem Jahr gesehen haben?

Das möchte ich erst einordnen. Der einzige Markt, der etwa 30% höher ist als vor der Pandemie, ist derjenige der USA, zu einem grossen Teil dank der Rally der Technologieaktien in diesem Jahr. Doch die Schweizer Indizes, beispielsweise der SPI Extra, der die Schweizer Nebenwerte abbildet, oder auch der Stoxx Europe 600 liegen nur etwa 3% über den Niveaus von vor Covid. Da hat sich nicht sehr viel getan, und der Markt ist volatil. Die Schweiz, wie die anderen Länder Europas, sind nicht zuletzt aufgrund des Ukrainekriegs und der Angst um eine potenzielle Energiekrise unter Druck geraten.

«Burckhardt Compression, SIG, Belimo und Inficon sind interessante Nebenwerte.»

Dann gibt es für europäische Aktien mehr Luft nach oben?

Europäische und Schweizer Titel wurden vernachlässigt. Die Bewertungsdifferenz zwischen dem US-Leitindex, dem S&P 500, und den europäischen Werten, also dem Stoxx Europe 600, ist dramatisch. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis der Indizes liegt etwa sechs Punkte auseinander. Das habe ich in dreissig Jahren noch nie gesehen. Die Prämie zwischen dem hiesigen Markt und dem US-Index hat sich nicht nennenswert geändert. Die Schweiz ist immer schon ein teurer Aktienmarkt.

Ist die Bewertungsdifferenz nicht gerechtfertigt, wenn man die wirtschaftliche Situation in den USA und Europa vergleicht und das Fed bald eine Pause einlegt?

Generell sind die Aktienmärkte natürlich viel besser gelaufen in diesem Jahr als erwartet. Die prognostizierte Rezession in den USA ist zumindest bis jetzt nicht eingetreten. Ganz im Gegenteil, das Wachstum dürfte auch im dritten Quartal recht gut ausfallen. Vielleicht hat das Fed den Zinserhöhungszyklus schon beendet, das werden wir bald erfahren. Die EZB hat sicher noch einen Zinsschritt zu tun und plant dann eher, für eine Weile auf dem hohen Niveau zu bleiben.

Aber ist das an den Märkten vollumfänglich eingepreist?

Ja, die Aktienmärkte haben das komplett vorweggenommen. Sechs Punkte Unterschied des KGV zwischen den beiden Märkten sind enorm viel. Und das Thema der Künstlichen Intelligenz, das so viele Tech-Titel in den USA antreibt, ist wirklich faszinierend und spannend. Aber man beachte heute für die Zukunft. Die Realität tritt vielleicht zehn Jahre später ein, im Sinne von Gewinnen und Umsätzen.

Hat sich der Aktienmarkt denn schon darauf eingestellt, dass das Zinsniveau auch strukturell höher bleiben könnte?

Man kann täglich über die Deglobalisierung lesen, über Protektionismus, zunehmende Regulierung und auch über die Lohninflation. Wir werden auf jeden Fall mit einem höheren Zinsniveau leben



«Die Schweizer Aktienmarkt ist teuer, aber es gibt eben auch tolle Unternehmen.»

müssen. Aber das finde ich auch sehr gesund. Geld, das nichts kostet, führt zu Fehlinvestitionen. Und ich glaube, auch die Unternehmen haben sich darauf eingestellt, dass Inflation ein Thema ist, das nicht mehr wegzudenken ist. Von der Bewertungsseite her betrachtet, vor allem in Europa, mache ich mir somit keine Sorgen, dass die Inflation und höhere Zinsen nicht berücksichtigt wären.

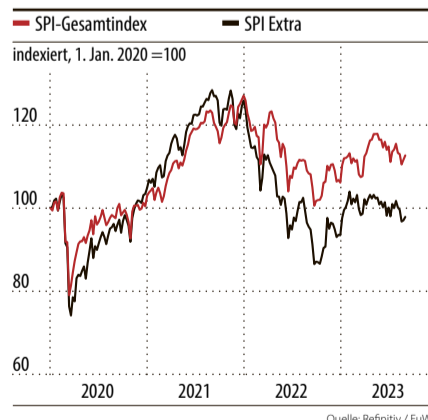
Wie ist Ihr Urteil zur Bewertung der Small und Mid Caps in der Schweiz?

Der SPI Extra handelt schon immer mit einer Prämie zum Swiss Performance Index, dem SPI. Im September 2022, als die Märkte wirklich am Boden waren, hatte sich die Prämie auf schmale 0,8 Punkte des KGV verringert. Im Höchst des Jahres 2020 lag sie bei acht Punkten. Aktuell liegt die Bewertungsdifferenz bei etwa zwei Punkten, das ist historisch betrachtet eher ein geringer Unterschied. Nebenwerte sind entsprechend interessant.

Was zeichnet denn konkret die eigentümergeführten Unternehmen aus in dieser zyklischen Phase?

Die eigentümergeführten Unternehmen können jetzt ihre Stärken voll ausspielen, denn sie haben fast keine Schulden. Bei

Nebenwerte mit Luft nach oben



Investora Zürich

Die Investora Zürich bringt am 13. und 14. September in der The Hall in Zürich-Stettbach Top-Führungskräfte von mehr als dreissig in der Schweiz kotierten Unternehmen aus dem Small- und Mid-Cap-Segment mit Investoren zusammen.

Die Konferenz richtet sich an institutionelle und qualifizierte Investoren, Analysten, Vermögensverwalter und Anlageberater. «Finanz und Wirtschaft» ist Medienpartner; Mirabaud, SIX, Alntra und BDO sind Partner der Investora Zürich. www.investora.ch

Niedrig- oder Negativzinsen war dieser Aspekt nicht so ausschlaggebend, doch jetzt bringt dies kompetitive Vorteile. Diese Unternehmer haben oft kühne Visionen, denken sehr innovativ, sind aber äusserst konservativ in Sachen Verschuldung und finanzieren das Wachstum durch den selbst generierten Cashflow.

Sind die eigentümergeführten Unternehmen innovativer als grosse Firmen?

Das muss man natürlich von Fall zu Fall beurteilen. Aber viele der kleineren Unternehmen müssen jetzt nicht rekapitalisieren oder darüber nachdenken, wie sie ihre Finanzierungskosten senken, sondern sie können aus dem Vollen schöpfen, in Innovationsprojekte investieren, neue Märkte erschliessen oder sogar Akquisitionen vornehmen. Eine starke Bilanz ist heutzutage viel wichtiger im Hinblick auf strukturell höhere Inflation und Zinsen. Übrigens sind diese Unternehmen auch oft vorbildlich, was die Nachhaltigkeit betrifft. Kontinuität gehört zur DNA dieser Firmen, und ESG-Kriterien gehören wiederum zu einer zukunftssichernden Strategie.

Sie sind Stockpickerin und besuchen viele Unternehmen hierzulande. Welche Schweizer Nebenwerte finden Sie besonders interessant?

Wir haben es in der Schweiz mit stolzen Bewertungen, aber eben auch mit tollen Unternehmen zu tun. Burckhardt Compression ist ein interessanter Titel. Wenn Sie Gas transportieren und lagern wollen oder Wasserstoff oder Solarzellen produzieren, können Sie nicht ohne Kompressoren arbeiten. Dann haben wir den Verpackungshersteller SIG im Portfolio. Der Trend von Plastik zu Karton als Verpackungsmaterial ist stark, und SIG hat die beste Technologie, was Verpackungsmaschinen im Bereich Karton betrifft. Dann denke ich an den Klimaspezialisten Belimo. In Sachen Energieeffizienz und Gebäudetechnologie kommen Sie an Belimo kaum vorbei. Inficon ist ein führender Anbieter von innovativer Messtechnik, Sensortechnologie und von Prozesssteuerungssoftware. Der steigende Einsatz von Halbleitern kommt dem Unternehmen zugute. Es ist gut positioniert und günstig.

Sie setzen somit stark auf strukturelle Trends und Zukunftsfähigkeit.

Ich glaube, der globale Trend, der uns für die nächste Dekade begleiten wird, ist ein starker Investitionszyklus in Infrastruktur. Die eben genannten Unternehmen werden in der einen oder anderen Form davon profitieren.

Sind das die grössten Positionen in Ihrem Portfolio?

Diese sind alle stark gewichtet und teilweise sogar Top-10-Positionen im Portfolio. Wir sind überzeugte Stockpicker, aber ein guter Fonds muss auch seine Benchmark im Auge behalten. So mischen wir opportunistisch ausgewählte Indexschwergewichte bei, wie etwa Roche – der Titel hat immerhin ein Gewicht von 2,8% im SPI Extra – oder auch Swatch Group. Das optimiert den sogenannten Tracking Error, also die Abweichung vom Index, und das Risiko-Rendite-Profil für Anleger, für die ein Tracking Error von 8 oder 9 generell zu hoch ist.

Ein häufig genannter Kritikpunkt ist, dass Nebenwerte weniger liquide sind.

Die Steuerung ist die Aufgabe des Portfoliomanagers und der Portfoliokonstruktion. Man muss das Portfolio jeden Tag im Auge haben und wissen, wie liquide oder illiquide die verschiedenen Positionen sind. Das ist aktives Anlegen, und dabei muss sehr viel Disziplin herrschen. Wenn gewisse Titel zu illiquide sind, dann müssen wir auf eine volle Gewichtung verzichten. Aber eine gute Idee steigt in der Marktkapitalisierung und damit automatisch auch in der Liquidität.

INTERVIEW: SYLVIA WALTER

Markttechnik

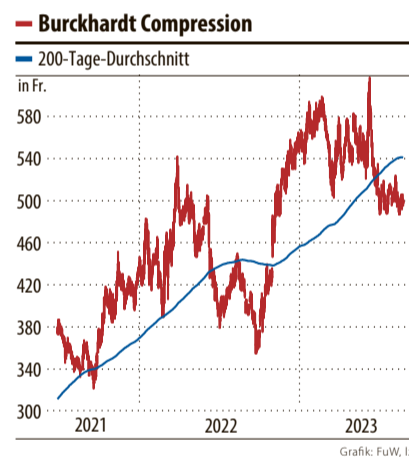
Burckhardt Comp. und Stadler Rail

Schön, wenn fundamentale Analyse und Markttechnik derselben Ansicht sind. Dies ist aber nicht unbedingt nötig, denn sie sind komplementär. Im ersten Fall wird das Unternehmen bewertet, im zweiten Fall die Nachfrageverhältnisse um die Aktie. Diese sind vom Gesamtmarktrend, der relativen Attraktivität und den monetären Bedingungen abhängig. Ohne Geld kann niemand eine Aktie kaufen, sei diese auch noch so attraktiv. Andererseits kann eine Aktie komplett überbeuert erscheinen. Solange sie steigt und der Trend effizient ist, bleibt sie interessant.

Die Aktie von Burckhardt Compression befindet sich nach meiner Einschätzung seit Februar in einer Konsolidierung. Wenn die «Finanz und Wirtschaft» Anfang Juni zu der Konklusion gekommen ist, dass die Aktie «dosiert gekauft werden kann», korrespondiert das also gut. Ich versuche deshalb hier herauszufinden, wann das Timing dafür passt.

Mit Kauf zuwarten

Der Preis für die Aktie von Burckhardt Compression hat sich seit Anfang Juli zwar stabilisiert, was als Bodenbildung interpretiert werden könnte. Mit Blick auf den gesamten Korrekturverlauf erachte ich diese Einschätzung jedoch als zu optimistisch. Erstens ist keines der Preismuster zu erkennen, die einem Richtungswechsel oft voraussehen. Zweitens folgt der Verlauf des in den vergangenen neun Wochen ausgebildeten Plateaus dem, wie ich es von Zwischenhalten kenne. Die Aktie dürfte in nächster Zeit also noch günstiger er-



Meinungen zur Börsenlage

Ausblick Europa

Europäische Aktien haben sich im ersten Halbjahr solide entwickelt, könnten aber aufgrund der Auswirkung höherer Zinsen in naher Zukunft Probleme bekommen. Trotz des wirtschaftlichen Gegenwindes bedeuten der robuste Ertrag und die niedrigen absoluten und relativen Bewertungen, dass europäische Aktien einem Abschwung besser widerstehen könnten. Auf der Obligationenseite deuten die stark inversen Renditekurven in Europa und in Grossbritannien weiterhin auf eine Rezession hin. Höhere Renditen ermöglichen Anlegern in Festverzinslichen, eine attraktive Rendite für ein bescheidenes Risiko zu erzielen. Wir raten derzeit aber von risikoreicheren hochverzinslichen Anleihen ab.

LAZARD ASSET MANAGEMENT

Moncler

Das italienische Modeunternehmen Moncler ist bekannt für seine Winterjacken im oberen Preissegment. Im Jahr 2021 wurde das Portfolio mit der Übernahme von Stone Island verbreitert. Moncler sah bereits im ersten Halbjahr 2023 weltweit starke Verkaufstrends und konnte den Umsatz gegenüber dem Vorjahr um 24% auf 1,14 Mrd. € steigern. Schon bald stehen die Wintermonate vor der Tür, wo Moncler 75% des Umsatzes erzielt. Im Zuge des wieder anziehenden Tourismus dürften Monclers Winterjacken stark nachgefragt werden. Zusätzlich wurden neue

worben werden können, typischerweise im Bereich zwischen 450 und 460 Fr. Man darf also noch auf günstigere Angebote warten.

Die Bewertung der Aktie von Stadler Rail ist insofern etwas schwierig, als dass seit dem Börsengang im April 2019 noch nicht so viele Daten zum Marktverhalten generiert worden sind. Die grossflächige Tendenz ist allerdings gut zu erkennen, sie zeigt nach unten. Wer die Aktie kauft, spekuliert diesbezüglich also auf eine baldige Änderung oder möchte ein temporär zu tiefes Pricing als Trading-Chance nutzen.

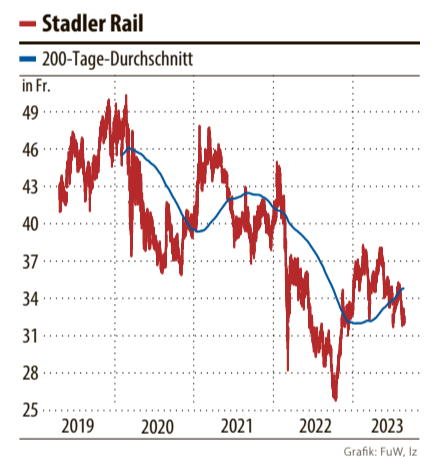
Gute Voraussetzung

Die FuW-Analyse stuft Stadler Rail mit «Kaufen» ein, was jedenfalls eine gute Grundvoraussetzung ist. Ich würde das Kaufvorhaben aber noch aufschieben. Weshalb heute kaufen, wenn die Aussicht besteht, dies morgen oder übermorgen noch günstiger tun zu können? Beispielsweise nachdem die Aktie gerade eine kurzfristige Ausverkaufswelle hinter sich hat und überverkauft ist. Oder aber, bis die Aktie von Stadler Rail auf Höhe des Unterstützungsbandes zwischen 30 und 30.50 Fr. notiert.

Dem Trend vorausseilende Handlungen werden an der Börse selten honoriert. Wer die Aktie in sinkende Kurse hinein kauft, sollte deshalb auf einer zusätzlichen Risikoprämie bestehen. Die beiden oben genannten Strategien fordern eine solche ein.

ROLAND VOGT, www.invest.ch/fuw

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



Stores eröffnet, beispielsweise in Zürich und Singapur. Parallel dazu erwarten wir Impulse von Stone Island. Der neue CEO Robert Triefus soll die mit einem Umsatz von 201,6 Mio. € im ersten Halbjahr noch kleine Marke weiterentwickeln und quasi den Erfolg von Moncler repetieren. Zusammenfassend sehen wir gute Chancen, dass Moncler aus dem aktuellen Seitwärtstrend nach oben ausbrechen, und empfehlen die Aktien zum Kauf.

BELVÉDÈRE ASSET MANAGEMENT

Kreditrisiko

Die US-Wirtschaft zeigt sich trotz der straffen Geldpolitik robust. Vieles deutet auf einen Aufschwung der von uns erwarteten milden Rezession bis 2024 hin. In Europa hingegen schwächtelt die Konjunktur. Der Inflationsdruck lässt aber nach, weshalb das Ende des Zinserhöhungszyklus der Notenbanken bevorstehen könnte. Eine geldmarktpolitische Lockerung seitens Fed und EZB erwarten wir jedoch frühestens für die Jahresmitte 2024. Im jetzigen Umfeld bietet es sich an, die Duration schrittweise zu erhöhen, sollte der Inflationsdruck weiter nachlassen. Angesichts des Wirtschaftsausblicks und der offerierten Kreditspreads empfiehlt es sich, beim Kreditrisiko vorsichtig zu bleiben. Für Frankenanleger bleiben Frankenobligationen vergleichsweise attraktiv, nicht zuletzt, weil die Währungsabsicherungskosten für Fremdwährungsobligationen gegenüber dem Franken auf erhöhtem Niveau verharren.

SWISS LIFE ASSET MANAGERS