

«Jede neue Krise ist immer die schlimmste»

Birgitte Olsen, Aktienexpertin und Leiterin der Entrepreneur-Strategien von Bellevue Asset Management, über neue Opportunitäten und die Vorzüge von Schweizer Small- und Mid-Caps. **Von Sandra Willmeroth**

NZZ am Sonntag: Die Aktienmärkte sind im Sinkflug, die geopolitische Lage liegt im Argen, die Energiekrise droht Lieferketten und Privathaushalte lahmzulegen, und die Inflation treibt die Preise. Wie modellieren Sie als Anlagestrategin die kommenden zehn Jahre?

Birgitte Olsen: Die nächsten zehn Jahre werden sicherlich nicht so werden wie die letzten. Es findet ein Umbruch statt, in vielerlei Hinsicht. Wir sind jahrzehntelang in Richtung Globalisierung gelaufen, und jetzt ist das Thema die Deglobalisierung. Der Trend geht hin zu mehr Selbstversorgung, höherer Kontrolle über die Wertschöpfungsketten und zu vereinfachten Lieferketten. Das alles bringt einen enormen Bedarf an Digitalisierung und Automation mit sich. Denn für uns Europäer ist alles, was näher bei uns ist, auch gleichzeitig teurer und muss durch Steigerung der Produktivität wettgemacht werden.

Droht uns eine Mischung aus Inflation und Rezession?

Die Inflation bleibt höher, als wir das aus den vergangenen zwei Jahrzehnten gewohnt waren. Sie wird aber nicht auf 9 oder 10% verharren, sondern sich mittelfristig auf ein gesundes Niveau von rund 3% einpendeln. Da ist vor allem die amerikanische Notenbank im Lead, und der Wunsch ist natürlich, ein Soft Landing zu erreichen. Es kann eine Rezession geben, die vielleicht zwei bis vier oder fünf Quartale andauern wird, aber wie ausgeprägt und wie lange der Abschwung letztlich sein wird, lässt sich jetzt noch nicht sagen, dafür ist es noch zu früh.

Sie scheinen aber nicht in grösster Sorge deswegen zu sein?

Ich bin recht zuversichtlich, weil bislang alles sehr geordnet abläuft. Die Situation ist für uns nur sehr ungewohnt, weil wir seit fünfzehn Jahren keine echte monetäre Straffung mehr gesehen haben und vor allem die jüngeren Semester nun ein wenig irritiert sind.

Deswegen ist die Stimmung vielleicht auch etwas zu panisch derzeit?

Jede neue Krise ist immer die schlimmste. Aber wenn man sich mit Historikern unterhält, dann merkt man, dass die nicht panisch sind. Ich will die geopolitische Situation nicht kleinreden, aber wir hatten in den letzten Jahrzehnten beispiellos ruhige Zeiten.

Bis auf die Finanzkrise im 2008 ...

Nun, 2008 gab es ein systemisches Problem in der Finanzbranche. Aber seither hat sich einiges fundamental verändert. Es gab damals auch rund 300 000 Tweets an einem Tag, heute sind es 500 Millionen! Die Welt ist sehr laut geworden, und sie ist nicht nur komplex, sie ist auch kompliziert, und die Fülle an Informationen verunsichert die Menschen.

Der SMI hat seit Jahresbeginn drastisch an Wert verloren. Sind wir nahe beim Boden, und kommt bald schon wieder die Trendwende nach oben?

Ich will keinen Zweckoptimismus verbreiten, dafür wäre es ohnehin etwas zu früh, aber ich möchte auch nicht alles schwarzmalen. Es sind anstrengende Zeiten, aber sie sind spannend und bieten sehr viele Chancen, auch oder gerade am Aktienmarkt.

Zum Beispiel?

Die Bewertungsdiskrepanzen bei den europäischen und schweizerischen Nebenwerten sind enorm, da lohnt es sich, genauer hinzuschauen. Diese Titel haben in der jetzigen Korrektur im



Schnitt 30% verloren. Ein Grossteil des Kursrückgangs ist aber schon passiert, und es bedurfte auch einer Art «Reset» des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV), da die Zinslandschaft der letzten zehn Jahre für ewig steigende KGV gesorgt hatte - auch bei Unternehmen, die gar keinen Cashflow generieren, sondern nur Cash verbrennen, wie beispielsweise Onlineplattformen, die nur auf Wachstum gesetzt haben. Dennoch wurden diese Titel enorm hoch bewertet und haben nun mittlerweile zwischen 60 und 80% verloren.

Auf welche Kennziffern legen Sie besonderen Wert?

Der Free Cash Flow Yield ist derzeit unsere wichtigste Kennzahl. Diese Kennziffer sollte sich über 6% bewegen, wir haben sogar Unternehmen im Portfolio, die zwischen 9 und 10% aufweisen. Bei der Berechnung versuchen wir die Generierung von Cashflow zu modellieren, was derzeit nicht so ganz

einfach ist. Das heutige Kursziel ist ja der diskontierte zukünftige Cashflow des Unternehmens. Um abschätzen zu können, wie sich der Cashflow entwickeln wird, muss man die Inflation verstehen und daraus Rückschlüsse auf Nachfrage und Umsatzwachstum ziehen. Für die Kostenseite muss man analog vorgehen, was derzeit schon allein aufgrund der Energiekrise und der holprigen Lieferketten kein leichtes Unterfangen ist.

Warum favorisieren Sie Small- und Mid-Caps?

Small- und Mid-Caps und vor allem eigentümergeführte Unternehmen verfolgen seit je einen intensiven Stakeholder-Ansatz. Kleinen und mittleren Betrieben war schon immer bewusst, dass es nicht zielführend ist, wenn sie gute Mitarbeitende verlieren oder ihre Zulieferer ausbeuten. Man muss gut zusammenarbeiten und sicherstellen, dass wichtige Zulieferer am Leben blei-

Für die Fondsmanagerin Birgitte Olsen sind die Zeiten anstrengend, aber auch chancenreich. (Küsnacht, 17. 10. 2022)



Zweckoptimismus wäre verfrüht. Es sind anstrengende Zeiten, aber sie bieten auch viele Chancen, gerade am Aktienmarkt.

Fondsmanagerin mit Sinn für die Familie

Birgitte Olsen kam 2008 als Senior Portfolio Manager zu Bellevue Asset Management. Als Fondsmanagerin verantwortet sie vor allem Fonds, die sich auf Familienunternehmen in der Schweiz und in ganz Europa fokussieren. Die gebürtige Norwegerin hat an der Universität St. Gallen ein Studium in Finanz- und Rechnungswesen absolviert. Vorher war sie unter anderem bei der Bank am Bellevue, Vontobel Asset Management und bei Generali Investments tätig.

ben können. Denn wenn man sie nur kasteit und die Preise drückt, steht man irgendwann alleine da. Zudem haben kleinere Unternehmen weniger Schulden und sind profitabler, weil sie ihr Wachstum mit selbst generiertem Cashflow organisch finanziert haben.

Welche Branchen bevorzugen Sie derzeit?

Es gibt sehr viele Unternehmen im Industriebereich, die Produkte und Dienstleistungen für den globalen Infrastruktur-Investment-Zyklus bereitstellen. Alles, was also mit dem Thema Energiewende und dem Thema Energiesicherheit zu tun hat, ist derzeit hochinteressant. Es mangelt an nachhaltigen Energieträgern ebenso wie an Infrastrukturlösungen.

Welche Branchen eher nicht?

Bei den Dienstleistern ist alles, was Konsum angeht, aufgrund des Inflationsgeschehens relativ schwierig. Wenn man mit Online-Händlern oder Betrieben aus dem Gastgewerbe spricht, wird deutlich, dass sie nicht wissen, wie sich die Nachfrage entwickeln wird. Für diese Firmen ist es schwierig, zu planen und die Preise zu gestalten.

Wie viel Europa sollten sich Schweizer ins Portfolio legen?

Der Euro ist stark zurückgekommen, gegenüber dem Dollar und natürlich gegenüber dem Schweizer Franken. Aber das wird auch für viele europäische Unternehmen, die einen Grossteil ihres Geschäfts ausserhalb Europas generieren, eine eher positive Entwicklung sein. Angesichts günstiger Bewertungen ist es eine gute Gelegenheit, in europäische Nebenwerte zu investieren - aber um europäische Nebenwerte zu kaufen, wenn man in der Schweiz domiziliert ist, braucht es starke Nerven. Zudem haben Schweizer Nebenwerte auch mehr als 30% verloren. Da wurden gerade auch viele sehr solide Unternehmen in Mitleidenschaft gezogen, die intakte Opportunitäten haben und die supersolide aufgestellt sind.

Können Sie da einige nennen?

Da gibt es einige. U-Blox finden wir beispielsweise sehr spannend. Das ist ein führender Chipdesigner für Positionierung und drahtlose Kommunikation und damit ein höchst interessanter Kandidat für die erwartete Branchenkonsolidierung. Aber auch klassische Industrieunternehmen sind derzeit interessant, wie beispielsweise Burckhardt Compression in Winterthur. Wenn man Gas von A nach B transportieren möchte, braucht man einen Kompressor, daher gehen die Auftragseingänge bei Burckhardt gerade durch die Decke. Und es gibt noch viele weitere Titel, denn es ist wirklich ein ideales Umfeld für Stock-Picking.