

INTERVIEW

«2024 wird attraktive Einstiegsmöglichkeiten bieten»

Birgitte Olsen, Head Aktien Schweiz und Europa bei Bellevue Asset Management. Marc Hänni, Head of Swiss Equities bei Vontobel, und Hilmar Langensand, CEO und Fondsmanager von zCapital, sagen im Interview, was derzeit die Börsen bewegt und in welchen Aktien sie für 2024 Chancen sehen.

Ruedi Keller ✉

13.11.2023, 01.13 Uhr

«Wir stehen am Beginn der panischen Phase. Sie markiert tendenziell das Ende des Abwärtstrends», sagt Birgitte Olsen. Die Head Aktien Schweiz und Europa bei Bellevue Asset Management bringt damit auf den Punkt, was mit Blick auf 2024 die Aktienanleger erwartet.

Besonders gelitten haben in der gegenwärtigen Korrektur die Bewertungen der kleineren Werte. Das heisse zwar nicht, dass der Boden erreicht sei, sagt Marc Hänni, Head of Swiss Equities bei Vontobel. Aber er ist überzeugt: «Die Attraktivität des mittleren Schweizer Segments steigt wieder.» Hilmar Langensand, CEO und Fondsmanager von zCapital, prognostiziert: «Erst im Verlauf von 2024 werden sich attraktive Einstiegsmöglichkeiten bieten.»

Wie die drei Fondsmanager den derzeitigen Markt einschätzen und in welchen Titeln sie Kurspotenzial sehen, sagen sie im Interview.



Bild: Karin Hofer, NZZ

Frau Olsen, Herr Hänni, Herr Langensand, die Zinsen steigen, die Konjunktur wird fragiler. Wie wirkt sich das auf den Aktienmarkt aus?

Langensand: Wir befinden uns in einer Zeit des Umbruchs, in der sich die Bewertungen der verschiedenen Anlageklassen an das neue, höhere Zinsniveau anpassen. Bis in den Sommer hinein hatte man gehofft, dass die langfristigen Zinsen nur eine kurze Zeit so stark erhöht bleiben würden und danach eine Entspannung einsetzt – zurück in die alte schöne Zeit, in der Geld nichts kostet. Diese Hoffnung ist verflogen und das bedeutet: Die Bewertungen sinken.

Olsen: Wir stehen am Beginn der panischen Phase. Sie markiert tendenziell das Ende des Abwärtstrends. Es ist jedoch schwierig vorherzusehen, wie lange es dauert, bis die Korrektur vollständig abgeschlossen ist. Derzeit sind alle vorsichtig, was ein Liquiditätsvakuum erzeugt und zusammen mit der Verunsicherung zu übertrieben grossen Kursausschlägen führt.



«Schlechte Wirtschaftsnachrichten sind derzeit Good News für den Aktienmarkt»: Birgitte Olsen.

Bild: Karin Hofer, NZZ

Hänni: Die Kursentwicklungen werden derzeit von makroökonomischen Faktoren dominiert. Die Fundamentalanalyse zu Einzelunternehmen, die wir ja alle drei machen, wird davon überlagert.

Wie steht es um die Konjunktur?

Langensand: Im Bereich der zyklischen Industrie haben wir nun deutliche Anzeichen, dass neue Aufträge ausbleiben. Zu befürchten ist, dass in einem nächsten Schritt auch die Konsumnachfrage sinken wird, die derzeit in den USA die Wirtschaft noch stützt.



«Mit Aktieninvestitionen zuwarten, bis die Konjunktur- und damit die Zinslage klarer werden»: Hilmar Langensand.

Bild: Karin Hofer, NZZ

Was bedeutet das für Aktien?

Olsen: Seit zwei Jahren laufen die kleinen und mittleren Werte überhaupt nicht mehr. Die Investoren flüchten in grosskapitalisierte Werte. Das erste Mal seit 2008 sehe ich in Europa, dass Small Caps günstiger bewertet sind als Blue Chips. In Europa haben Small-Cap-Aktien seit 2021 einen Kursrückstand von 35% gegenüber dem breiten Markt erlitten. In der Schweiz ist die Differenz nicht ganz so ausgeprägt. Aber auch hier sind die Bewertungen bereits stärker zurückgegangen.

Hänni: Mit Blick auf das Kurs-Gewinn-Verhältnis war Ende 2021 die Bewertungsprämie auf mehr als 30% über den zwanzigjährigen Schnitt gestiegen. Jetzt sind wir leicht unter dem historischen Mittel. Das heisst nicht, dass der Boden erreicht ist. Aber die Attraktivität des mittleren Schweizer Segments steigt wieder, selbst wenn die Gewinnschätzungen noch etwas nach unten korrigiert werden müssen.



«Die Kursentwicklungen werden derzeit von makroökonomischen Faktoren dominiert»: Marc Hänni.

Bild: Karin Hofer, NZZ

Sie wirken skeptisch, Herr Langensand. Warum?

Langensand: Meiner Meinung nach ist die Korrektur noch nicht abgeschlossen. Das legen die Markttrends in den USA nahe: Das dort

anhaltende konjunkturelle Hoch sowie der Hype um künstliche Intelligenz haben die US-Börsen bislang gestützt und global auf das Bewertungsniveau ausgestrahlt. Erst mit den steigenden langfristigen Zinsen begann die Korrektur am US-Markt – mit dem Risiko weiterer Rückschläge.

Was wird bedeutsamer für die weitere Kursentwicklung, der Zins- oder der Konjunkturverlauf?

Olsen: Schlechte Wirtschaftsnachrichten sind derzeit Good News für den Aktienmarkt.

Inwiefern?

Olsen: Aktuell warten die Notenbanken zu, wie sich das angehobene Zinsniveau auf die Konjunktur auswirkt. Eine Stabilisierung der Zinsen würde den Aktienmärkten sehr guttun. Man kann nicht investieren, neue Projekte angehen oder Übernahmen planen, wenn man nicht weiss, wie hoch die künftigen Kapitalkosten sein werden. Eine bessere Visibilität – selbst auf dem neuen höheren Zinsniveau – würde für Entspannung sorgen.

Wird in zwölf Monaten glücklich sein, wer heute Aktien kauft?

Langensand: Normalerweise gehen die Investoren mit Optimismus ins neue Jahr. Diesmal droht jedoch eine konjunkturelle Abschwächung, allenfalls sogar eine Rezession. Ich gehe davon aus, dass sich erst im Verlauf von 2024 attraktive Einstiegsmöglichkeiten bieten werden. Vorerst würde ich mit Aktieninvestitionen zuwarten, bis die Konjunktur- und damit die Zinslage klarer werden.

Wenn Angst herrscht, ist doch der richtige Zeitpunkt bereits gekommen, um neu zu investieren. Derzeit nicht?

Olsen: Ich gehe davon aus, dass Aktieninvestoren erst noch etwas bluten müssen. Aber mit Blick auf zwölf Monate würde ich bei europäischen Aktien bereits jetzt beginnen, Positionen aus- oder aufzubauen. In der Schweiz sind die Bewertungen etwas anspruchsvoller – die Unternehmen qualitativ aber auch sehr hochstehend.

Wo sehen Sie Gelegenheiten?

Hänni: Der Markt meidet derzeit Schindler, weil der chinesische Immobilienmarkt harzt. Beim Neuinstallationsgeschäft ist der Schweizer Aufzugshersteller aber gar nicht so stark von China abhängig, wie das oft angenommen wird, schon gar nicht bezüglich der Gewinnentwicklung. Zudem arbeitet das neue Management um Präsident und CEO Silvio Napoli sowie CFO Carla De Geyseler erfolgreich an Effizienzsteigerungen sowie der Kostenkontrolle. Das dürfte sich spätestens nächstes Jahr positiv in den Zahlen niederschlagen.

Olsen: Wir sind da skeptisch. Napoli war bis 2016 CEO von Schindler, danach Verwaltungsratspräsident. Damit ist nun quasi das alte Management zurück an den operativen Hebeln und ich bin nicht sicher, ob es den Konzern tatsächlich auf ein neues Profitabilitätsniveau heben kann. Der Neubau lahm nicht nur in China. Auch für die europäische Bauwirtschaft sieht es 2024 düster aus. Zudem kosten Renovationen ebenfalls Geld, das nun zu höheren Sätzen verzinst werden muss.

Die grössten Positionen von Marc Hänni

Vontobel Fund – Sustainable Swiss Mid & Small Cap

Grösste Positionen	Gewicht im Fonds	Grösste Übergewichte	Abweichung vom SPI Extra
Lindt & Sprüngli	9,4%	Lindt & Sprüngli	1,8%
Straumann	5,1%	VZ Holding	1,6%
Schindler	5,1%	Swatch Group	1,3%
Julius Bär	4,3%	Flughafen Zurich	1,2%
VAT	4,1%	Belimo	1,2%

Tabelle: themarket.ch • Quelle: Vontobel

Gibt es weitere, gefallene Schweizer Werte?

Langensand: Unabhängig von Zinsen und Rezession gibt es eine Reihe sehr günstiger Aktien, die niemand kaufen will. Ein Beispiel dafür ist die Swatch Group, die das Vertrauen vieler Investoren verloren hat. Sie handelt unter Buchwert und das bei einer Eigenkapitalquote von 80%. Die MoonSwatch hat die Marke Swatch neu belebt und frisches Gewinnpotenzial geschaffen. Dennoch leiden die Titel, weil die chinesische Wirtschaft – ein wichtiger Absatzmarkt für die

Uhrenbranche – nicht läuft. Sobald diesbezüglich die Stimmung dreht, sind beträchtliche Kursavancen möglich.

Worin liegt Problem der Swatch Group?

Langensand: Was den Aktien helfen würde, wäre eine attraktive Dividendenpolitik. Das Unternehmen könnte sich das angesichts einer Nettoliquidität von mehr als 2,5 Mrd. Fr. leisten und damit neue Investoren anziehen.

Olsen: Eine transparentere Kommunikationsstrategie wäre wünschenswert. Die neuen Produkte sind sehr gut, die Kunden stehen auf der Strasse Schlange, um sie zu kaufen. Doch am Aktienmarkt kommt diese Botschaft nicht an. Konkurrierende Luxusanbieter sind viel höher bewertet.

Die grössten Positionen von Hilmar Langensand

zCapital Swiss Small & Mid Cap Fund

Grösste Positionen	Gewicht im Fonds	Grösste Übergewichte
Lindt & Sprüngli	6,8%	BKW
SGS	5,0%	Baloise
Julius Bär	4,8%	PSP Swiss Property
Schindler	4,6%	VZ Holding
Swatch Group	4,1%	Galenica

Tabelle: themarket.ch • Quelle: zCapital

Sehen Sie Trends, von denen Aktieninvestoren profitieren können?

Hänni: In diesem Jahr kam das Thema Künstliche Intelligenz auf, und wir schauen dann jeweils, welche Schweizer Unternehmen von solchen Trends profitieren könnten.

Wer sind die Profiteure?

Olsen: Hype-Themen können für Anleger riskant sein, wie das amerikanische IPO von Birkenstock gezeigt hat. Dennoch: Wir haben die Schweizer Halbleiterzulieferer VAT, Comet und Inficon im Portfolio. Künstliche Intelligenz ist ein strukturelles Thema, es braucht

dafür sehr viel Rechenkapazität. Im Chip-Bereich gilt es aber immer zu beachten, wo im Zyklus man sich gerade befindet.

Was heisst das für die Aktien der Schweizer Zulieferer?

Olsen: VAT und Inficon sind sehr frühzyklisch. Halbleiteraktien kauft man nicht dann, wenn die Gewinne sprudeln, sondern in Antizipation, dass der Zyklus nach oben dreht.

Hänni: Im Halbleitersektor kann die Wende sehr schnell einsetzen. Das macht es schwierig, den richtigen Einstiegspunkt zu erwischen. Die Devise, besser etwas zu früh als zu spät investiert zu sein, zahlt sich meist aus. Für mich ist VAT eine Aktie, die trotz einem kräftigen Kursanstieg in den ersten fünf Monaten des laufenden Jahres auch 2024 weiteres Potenzial bietet.

Langensand: Darauf setzt fast der gesamte Markt. VAT ist der qualitativ beste Schweizer Halbleiterwert – und der mit Abstand teuerste. Den Aufschwung dieser Aktie will niemand verpassen. Doch die Halbleiterzulieferer haben die Hoffnung auf den Aufschwung schon mehrfach nach hinten verschieben müssen.

Was bedeutet das?

Langensand: Ob der grosse Bewertungsunterschied von VAT zu beispielsweise Comet bestehen bleibt, ist damit offen. Insbesondere dann, wenn das neue Produkt von Comet, der RF-Generator, bei den Kunden Anklang findet und losgelöst vom Zyklus zusätzlichen Umsatz ermöglicht. Ich setze derzeit lieber auf die Aktien von Comet. VAT habe ich aus Bewertungsgründen untergewichtet.

Die grössten Positionen von Birgitte Olsen

Fonds: Bellevue Entrepreneur Switzerland

Position	Unternehmen	Position	Unternehmen
1	Lindt & Sprüngli	6	SIG
2	Swissquote	7	U-Blox
3	Aryzta	8	VZ Holding
4	VAT	9	Schindler
5	Straumann	10	Burckhardt

Tabelle: themarket.ch • Quelle: Bellevue Asset Management

Ein Branchennachbar ist der Chip-Designer U-Blox. Auch in dieser Aktie finde ich in Ihren Portfolios eine Übergewichtung. Was spricht für U-Blox, deren Aktien dieses Jahr 20% verloren haben?

Olsen: Das vergangene Jahr war sehr stark. Entsprechend hoch liegt in diesem Jahr die Vergleichsbasis. Zudem hat U-Blox mit Stephan Zizala einen neuen CEO. Der Markt scheint derzeit davon auszugehen, dass sich das vergangene Erfolgsjahr nicht wiederholen wird. Das macht die Bewertung nun höchst attraktiv. U-Blox ist mit der Ausrichtung auf das Internet der Dinge auf einen klar langfristigen Trend ausgerichtet. Die Penetration von Chips und Modulen steigt – beispielsweise im Automobilmarkt – auch dann, wenn der Absatz von Autos stagniert.

Langensand: Wir sehen U-Blox als Turnaround-Geschichte. Da passt noch nicht alles: Das Kerngeschäft der Entwicklung von Positionierungs-Chips ist attraktiv. In der Vergangenheit wurde aber auch sehr viel Geld für die Entwicklung von Kommunikations-Chips verschleudert, ohne dass sich das ausbezahlt hätte. Wir setzen darauf, dass der neue CEO die Hebel für die Zukunft richtig stellen wird.

Stark gelitten haben auch die Aktien von Tecan. Sehen Sie auch hier Potenzial?

Langensand: Der Laborausrüster war ein Profiteur der Pandemie. Seit den damaligen Höchstkursen hat sich die Aktie halbiert. Wir erwarten, dass sie nun Boden findet. Die Endmärkte sollten sich ab dem zweiten Halbjahr 2024 erholen. Langfristig erwarten wir bei Tecan wieder ein Gewinnwachstum von 7 bis 9% pro Jahr.

Greifen Sie bereits jetzt zu?

Langensand: Die aktuelle Kursschwäche ist eine Einstiegsgelegenheit. Wir haben bereits ein kleines Übergewicht aufgebaut, wollen die Position aber weiter vergrössern. Dies auch, weil der Umsatz von Tecan kaum von der Konjunktorentwicklung beeinflusst wird.

Hänni: Wir haben in den letzten Wochen bei Tecan ebenfalls zugekauft. Nach dem Überschiessen in der Pandemie ist nun so viel Risiko aus der Bewertung entwichen, dass die Aktie mit Blick auf 2024 interessant wird.

Abnehmpräparate sind ein weiterer Trend, der zurzeit die Börsen bewegt. Auch Schweizer Unternehmen?

Hänni: Von der neuen Wirkstoffklasse GLP-1 zur Steuerung des Glukosestoffwechsels profitieren einige Schweizer Unternehmen, darunter der Auftragsfertiger Bachem. Wir sehen besonders in Ypsomed Potenzial, da das Unternehmen über eine Injektionstechnologie verfügt, die sich eignet, die GLP-1-Präparate zu verabreichen. Aufgrund seiner Patente kann man das Unternehmen bei der Anwendbarmachung der neuen Wirkstoffe nicht einfach übergehen – lediglich durch Zahlungen von Royalties zur Abgeltung des geistigen Eigentums. Entsprechend positiv blicken wir für Ypsomed auf 2024 sowie die Folgejahre.

Bei Lindt & Sprüngli hat die Furcht, Abnehmpräparate könnten den Leuten den Appetit auf Schokolade nehmen, zu Kursdruck geführt. Sie setzen mit Überzeugung auf die Titel, Herr Hänni. Wie gehen Sie damit um?

Hänni: Neben dem Gesundheitsthema hat sicher auch das Thema Nachhaltigkeit die Titel kürzlich belastet. Dies im branchenweiten Zusammenhang, da es in der Schokoladenindustrie auch immer um eine faire Behandlung der Kakaobauern geht.

Warum sind Sie zuversichtlich für die Titel?

Hänni: Wir sind der Meinung, dass Lindt & Sprüngli auch unter diesen Vorzeichen zu den Gewinnern der Branche zählen wird. Das Unternehmen ist hervorragend positioniert und hat das US-Geschäft wieder in Schwung gebracht. Profitieren wird Lindt zudem, wenn der asiatische Tourismus neu Fahrt aufnimmt. Das aktuelle Kursniveau erachten wir als sehr attraktiv.

Lindt ist Luxus im Nahrungsmittelbereich. Auf der anderen Seite des Spektrums steht der Industriebäcker Aryzta. In diesen Titel sind Sie alle drei investiert. Welche Chancen sehen Sie dort?

Hänni: Die Transformation ist weiterhin im Gang. Das neue Management konzentriert sich auf organisches Wachstum in lukrativen Bereichen. Die Profitabilität hat sich über die letzten zwei Jahre kontinuierlich verbessert und aufgrund von Effizienzprogrammen und einem besserem Geschäftsmix sehen wir Potenzial für weitere Gewinnsteigerungen.

Woher kommt diese Zuversicht?

Olsen: Wir investieren fast nie in Restrukturierungsfälle. Doch in diesem inflationären Umfeld ist es erstaunlich, wie Aryzta nun die Preise für Backwaren um 30% erhöhen konnte und das Volumen gleichzeitig weiter wächst. Parallel dazu läuft der Abbau der zuvor sehr hohen Schuldenlast. Interessant finden wir auch die Karriere von Jordi: Er hat eine Bäckerlehre gemacht und führt den Konzern nun deutlich erfolgreicher als das frühere Management. Auch wir sehen weiteres Potenzial in dieser Aktie.

Wie sieht es mit Investitionen in den Klimawandel aus?

Hänni: Hier zählt Belimo zu den zentralen Schweizer Werten. Ein Qualitätstitel, der auf den ersten Blick immer teuer erscheint, aber gut geführt ist und hohe Gewinnmargen erreicht.

Olsen: Belimo hilft, dass das US-Geschäft weiterhin gut läuft. Aufgrund des Inflation Reduction Act wird in den USA stark in neue Chip- und Batteriefabriken investiert. Mit seinen Komponenten für Lüftung und Raumklima profitiert Belimo davon.

In der Krise steckt die Windkraft. Was bedeutet das für den Schweizer Rotorblattzulieferer Gurit?

Olsen: Die steigenden Zinsen verteuern den kapitalintensiven Bau von Windparks. Das hat zum Abbruch geplanter Projekte für Neuinstallationen geführt. Europa bemüht sich nun mit einer neuen Regulierung die hiesigen Anbieter zu schützen, damit das Windgeschäft nicht wie Solar vollständig in chinesische Hände fällt.

Wenn das gelingt, wird das irgendwann auch für die hiesigen Zulieferer positiv sein. Strukturell braucht es Windkraft, die Frage aber ist offen, wann die stark gefallen Aktien von Branchenvertretern wie Siemens Energy, Vestas und Ørsted sowie die ihrer Zulieferer wieder aufstehen werden.

Langensand: Wir haben kürzlich den Mut aufgebracht, Gurit-Aktien zu kaufen. Schlimmer als derzeit kann es am Windmarkt kaum werden. Es ist aber riskant und offen, ob sich diese Investition bereits 2024 auszahlen wird.

Während viele andere unter steigenden Kapitalkosten leiden, verleihen die höheren Zinsen den Banken Rückenwind. Sie setzen in diesem Bereich alle drei auf VZ Holding. Warum?

Olsen: Das grösste Gut eines Finanzhauses ist Vertrauen – und dieses hat VZ aufgebaut, während andere Banken es verloren haben. Mit transparenter Beratung hat Gründer Matthias Reinhart 3,7 Mrd. Fr. Börsenwert geschaffen. Das ist doch sehr beachtlich.

Langensand: Ein Finanzdienstleister, der nur vom kurzfristigen Schub der steigenden Zinsen profitiert, reicht als Investitionskriterium nicht aus. Wir haben VZ übergewichtet, weil das Unternehmen eine klare Wachstumsstrategie hat, die konsequent umgesetzt wird.

Was sind Ihre Favoriten für 2024?

Langensand: U-Blox und Tecan zählen zu meinen Favoriten. Falls wir 2024 in eine Rezession abgleiten, wovon ich ausgehe, dürfte es sich zudem lohnen, Aktien von Galenica zu kaufen. Die Apothekengruppe ist gut geführt und hat jüngst die Wachstumsprognose erhöht. Angesichts der alternden Bevölkerung kann ihr Umsatz eigentlich nur steigen. Die Dividendenrendite ist attraktiv und die Bewertung vernünftig.

Hänni: Galenica ist ein gut positionierter Qualitätswert, auf den wir fast immer setzen. Bei Ypsomed hingegen standen wir lange an der Seitenlinie, da wir sehr hohe Qualitätsansprüche stellen – gerade an die Corporate Governance. Nun hat das Unternehmen mit der Ernennung des ehemaligen Straumann-CEO Gilbert Achermann zum Präsidenten einen grossen Schritt bezüglich Professionalität gemacht. Ypsomed ist

für uns investitionswürdig geworden und wir glauben, dass das Unternehmen mit seiner Injektionstechnologie gut positioniert ist, um vom Trend der GLP-1-Abnehmpräparate zu profitieren.

Olsen: Ich sehe in U-Blox, Gurit, Inficon und VZ erfolgversprechende Wildcards für 2024. Doch wir sind nicht Portfoliomanager, weil wir auf eine Lieblingsaktie setzen. Wir versuchen ein Portfolio zusammenzustellen, das sowohl Kurschancen als auch gleichzeitig Widerstandskraft bietet.

Birgitte Olsen



Bild: Karin Hofer, NZZ

Birgitte Olsen arbeitet seit 2008 für die Bellevue Group, gegenwärtig als Mitglied der Geschäftsleitung von Bellevue Asset Management. Sie verantwortet die aktiv verwalteten Anlagefonds Bellevue Entrepreneur Europe Small, Sustainable Entrepreneur Europe, Entrepreneur Switzerland und Entrepreneur Swiss Small & Mid. Zuvor war sie für Vontobel Asset Management und Generali Investments als Fondsmanagerin tätig. Die gebürtige Norwegerin ist in Genf aufgewachsen, hat an der Universität St. Gallen studiert und ist CFA Charterholder.

Hilmar Langensand



Bild: Karin Hofer, NZZ

Hilmar Langensand ist Gründungspartner und CEO von zCapital. Der 58-jährige ist verantwortlich für das Portfoliomanagement und verwaltet den zCapital Swiss Small & Mid Cap Fund. Langensand verfügt über mehr als dreissig Jahre Erfahrung mit Schweizer Aktien. Diese hat er in diversen Bereichen bei der UBS und in seiner dreizehnjährigen Tätigkeit als aktiver Portfoliomanager verschiedener Schweizer Aktienportfolios sowie als Head of Equities bei der Suva in Luzern erworben. Er spezialisierte sich dort auf Schweizer Small- und Mid-Cap-Aktien, war

aktiver Manager eines globalen Fund of Funds und mitverantwortlich für die Asset Allocation.

Marc Hänni



Bild: Karin Hofer, NZZ

Marc Hänni startete seine Laufbahn 1990 mit einer Banklehre bei Vontobel. Der Bank ist er bis heute treu geblieben. Es folgten Stationen als Assistent eines Geschäftsleitungsmitglieds, bevor er 1998 in das Swiss Equities Team wechselte, wo er 2000 zum Portfoliomanager aufstieg. Seit 2011 leitet der heute Fünfzigjährige das Schweizer Aktienteam, das per Mitte 2023 Vermögen im Umfang von 5,5 Mrd. Fr. verwaltete. Hänni hat an der Zürcher Hochschule für Angewandte Wissenschaften berufsbegleitend Betriebsökonomie studiert und besitzt das Diplom als Certified International Wealth Manager.
