

Konsequent der Strategie folgen

2023 war international ein gutes Börsenjahr. Besonders erfreulich entwickelten sich wachstumsstarke Technologieaktien. Im FuW-Börsenpanel diskutieren die Anlageprofis Alexandra Janssen, Georg von Wyss und Christian Odermatt über das abgelaufene Jahr und wagen einen Ausblick auf Anlagechancen und -risiken für 2024.

① **Georg von Wyss** ist Portfoliomanager und Aktienanalyst bei der von ihm 1997 mitgegründeten BWM. Sie verwaltet zwei nach dem Value-Anlagestil geführte Investmentfonds. Von Wyss hat einen MBA der Amos Tuck School of Business Administration des Dartmouth College.

② **Christian Odermatt** ist Leiter Portfoliomanagement und Mitglied der Geschäftsleitung bei der auf nachhaltige Anlagen spezialisierten Vermögensverwaltung Forma Futura. Er studierte berufsbegleitend Banking and Finance an der HWZ und erwarb dort später auch den Master in General Management.

③ **Alexandra Janssen** leitet die Vermögensverwaltung Ecofin Portfolio Solutions. Sie promovierte in Financial Economics an der Universität Zürich, ist Dozentin an der Universität Zürich und Mitglied des wissenschaftlichen Beirats des Instituts für Schweizer Wirtschaftspolitik in Luzern.



BILDER: MRS C. RITTER



Frau Janssen, Herr von Wyss, Herr Odermatt, das vergangene Jahr hat viele Veränderungen mit sich gebracht. Wie haben Sie das Anlagejahr 2023 erlebt?
Alexandra Janssen: Da wir glauben, dass niemand die Zukunft voraussagen kann, arbeiten wir stets mit Szenarien. In vielen Bereichen entwickelte sich das Jahr 2023 entlang unseres Basisszenarios. Prägend waren einerseits die Leitzinserhöhungen der Zentralbanken. Andererseits sind die langfristigen Zinsen, die sich am Markt bilden, in der Schweiz und im Ausland im letzten Quartal zurückgekommen. Das hat die Renditen von Obligationen und wachstumsstarken Technologietiteln nach oben getrieben. Wenn die Zinserwartungen so volatil wie im letzten Jahr sind, dann schlägt sich das auch immer in den Währungen nieder. Deswegen war neben einer guten Diversifikation auch die Absicherung von Währungsrisiken im vergangenen Jahr von grosser Bedeutung, insbesondere für Frankeninvestoren auf der Obligationenseite.

«Für Anleger, die im Januar und im November nicht voll partizipiert haben, dürfte es ein schwieriges Anlagejahr gewesen sein.»

CHRISTIAN ODERMATT
 Leiter Portfoliomanagement Forma Futura

Christian Odermatt: 2023 war für uns insgesamt ein gutes Börsenjahr. Es gab aber grosse Unterschiede. Der Januar und der November waren starke Monate, die restlichen Monate waren durchgezogen, wenn nicht sogar negativ. Für Anleger, die in diesen beiden Monaten nicht voll partizipiert haben, dürfte es ein schwieriges Anlagejahr gewesen sein. Auf der Anleihsenseite sind wir hauptsächlich in Schweizer Papieren investiert und haben uns mit einer kurzen Duration positioniert. Da die

Marktzinsen am langen Ende gesunken sind, hat sich dies für uns leicht negativ ausgewirkt. Wir sind jedoch der Ansicht, dass man derzeit nicht in Anleihen mit langer Duration investieren sollte, da die Zinsen in letzter Zeit zu schnell und zu stark gesunken sind. Eine Gegenbewegung ist überfällig.
Georg von Wyss: Unsere Spezialität ist es, unterbewertete Aktien zu finden. Im abgelaufenen Jahr hat der Value-Ansatz noch nicht wieder funktioniert. Der Grund dafür ist, dass Anleger derzeit grosskapitalisierte Technologiewerte bevorzugen. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass es nach grossen systemischen Verschiebungen mehrere Jahre braucht, bis Investoren sich von den teuren Aktien lösen können und Value wieder die Nase vorn hat. Dieser Prozess ist eindeutig noch nicht abgeschlossen. Substanzvaloren versprechen jedoch selten so gute Einstiegschancen wie heute. Im Schnitt können Anleger derzeit eine Value-Aktie für die Hälfte ihres inneren Werts kaufen.

Welche Erkenntnisse nehmen Sie aus dem vergangenen Jahr mit?
Janssen: Das Jahr 2023 hat wieder gezeigt, wie gefährlich es ist, wenn Anleger ihrer Strategie nicht treu bleiben, sondern sich in taktischem Market Timing versuchen. Es ist erwiesen, dass Market Timing nicht funktioniert, da der optimale Wiedereinstiegszeitpunkt zu häufig verpasst wird. Aus meiner Sicht ist es daher essenziell, eine Strategie zu entwickeln, die konsequent durchgezogen werden kann. Dies impliziert, dass im Rahmen der Strategiefindung die Risiken sehr sorgfältig analysiert werden, damit der Investor auch dann an der Strategie festhalten kann, wenn die Risiken sich materialisieren.

Der Schweizer Aktienmarkt ist im internationalen Vergleich deutlich zurückgeblieben. Was sind die Gründe dafür?
Odermatt: Die verhaltene Performance des Schweizer Aktienmarktes ist mitunter auf die drei Schwergewichte Nestlé, Roche und Novartis zurückzuführen, die einen

«Nach grossen systemischen Verschiebungen braucht es mehrere Jahre, bis Value wieder die Nase vorn hat.»

GEORG VON WYSS
 Value-Investor und Mitgründer von BWM

grossen Teil der Marktkapitalisierung des SPI ausmachen. 2022 waren diese defensiven Titel sehr gefragt, während 2023 die Zykliker gut abgeschnitten haben. Insbesondere Pharmavaloren haben letztes Jahr enttäuscht. Ich denke da an Roche, die in letzter Zeit einige Rückschläge in der Forschung hinnehmen musste.
Janssen: An der Schweizer Börse sind viele dividendenstarke und defensive Werte be-

heimatet, grosse Wachstumsaktien fehlen weitgehend. Das Zinsumfeld spielt aber genau solchen Titeln in die Hände. Die tieferen langfristigen Zinsen führen ja dazu, dass der künftig erwartete hohe Gewinn der Wachstumsunternehmen weniger stark diskontiert wird, was ihre Bewertung in die Höhe treibt.
Von Wyss: Neubewertungen aufgrund von steigenden Zinsen können wir auch in der Schweiz beobachten. Was die Schweiz jedoch nicht hat, ist dieser wahnsinnige Hype um künstliche Intelligenz. Er treibt die Börsenkurse von grosskapitalisierten Tech-Konzernen. So ist etwa die Hälfte des letztjährigen Gewinns des MSCI World auf sieben US-Tech-Aktien – die glorreichen sieben – zurückzuführen. Grundsätzlich gibt es an den Märkten derzeit viele teure, aber auch viele unterbewertete

Valoren. Der Ecart bleibt gross und ist in Europa sogar aufgegangen.

Sollten Anleger jetzt noch auf die glorreichen sieben setzen?
Von Wyss: Unternehmen mit hoher Bewertung müssen ein höheres Gewinnwachstum pro Aktie erzielen, um der höheren Bewertung gerecht zu werden. Das tun sie für gewöhnlich jedoch nicht. Anleger sind also oftmals zu optimistisch gestimmt. Nehmen wir als Beispiel Nvidia. Der derzeitige Aktienkurs des Mikrochipherstellers eskomptiert ein enormes

«Falls die langfristigen Zinsen wieder steigen, dürften die glorreichen sieben mehr in Mitleidenschaft gezogen werden als hiesige Aktien.»

ALEXANDRA JANSSEN
 CEO von Ecofin Portfolio Solutions

Wachstum. Die Konkurrenz forscht jedoch an eigenen KI-Chips. Falls sie erfolgreich ist, dürfte das Nvidias Vormacht bedrohen und das Hineinwachsen in die hohe Bewertung verunmöglichen.
Janssen: Ich habe Mühe mit der Ansicht, dass Millionen von Anlegern den Markt schlechter einschätzen sollen als man selbst. Freilich gab es in der Vergangenheit Bewertungen am Markt, die sich heute als zu optimistisch erweisen. Aber eine Überbewertung im Voraus mit Zuverlässigkeit zu erkennen, ist meiner Meinung nach nicht möglich. Anleger können schlicht nicht wissen, wer beispielsweise im Rennen um den besten KI-Chip gewinnen wird. Daher ist eine breite Portfoliodiversifikation so wichtig. Was möglich ist, sind risikobasierte Überlegungen: Falls die langfristigen Zinsen, die am Markt entstehen, wieder steigen, dürften die glori-

chen sieben mehr in Mitleidenschaft gezogen werden als hiesige Aktien.

Was ist von den Zentralbanken dieses Jahr zu erwarten?
Odermatt: Derzeit preist der Markt bei der EZB und beim Fed sechs Leitzinssenkungen dieses Jahr ein. Das birgt ein gewisses Enttäuschungspotenzial und könnte eine Korrektur an den Aktienmärkten verursachen. Die Furcht vor einer Rückkehr der Inflation lässt die Zentralbanken an ihrer restriktiven Geldpolitik festhalten. Wir gehen daher davon aus, dass die globalen Leitzinsen dieses Jahr nicht so schnell sinken, es sei denn, die Weltwirtschaft fällt in eine tiefe Rezession. Die Inflation in der Schweiz befindet sich bereits im Zielkorridor. Die Schweizer Währungshüter sehen sich aber nicht unter Druck, den Leitzins bald zu senken, da sie kurzfristig mit steigenden Inflationsraten rechnen.

«Die Furcht vor einer Rückkehr der Inflation lässt die Zentralbanken an ihrer restriktiven Geldpolitik festhalten.»

CHRISTIAN ODERMATT
 Leiter Portfoliomanagement Forma Futura

Janssen: Auch ich bin der Ansicht, dass die Märkte derzeit ein optimistisches Szenario einpreisen. Noch ist aber keine sanfte Landung gelungen. Von der ersten Zinserhöhung bis zum Eintritt einer Rezession vergingen in den USA, historisch betrachtet, zwischen 24 und 44 Monate. Nimmt man davon den Durchschnitt, ist eine Rezession für April oder Mai zu erwarten. Das soll nicht heissen, dass dann die Rezession bevorsteht, aber wir können eben auch noch nicht annehmen, dass die sanfte Landung gelungen ist. Wichtig ist aus meiner Sicht, dass die Zentralbanken ein ständiges Hü und Hott vermeiden. Seit

Ausbruch der Pandemie ist die Geldmenge rasant gestiegen, mit etwas Verzögerung schoss dann auch die Inflation in die Höhe. Später ist die Geldmenge so stark gesunken wie noch nie zuvor. Ein solches Auf und Ab in kurzer Zeit, also der Wechsel zwischen einer expansiven und einer restriktiven Geldpolitik, führte in den Siebziger in den USA unter dem damaligen Notenbankchef Arthur Burns zu einer Wellenbewegung in der Inflation.

Wie gut kommen die Unternehmen mit den gestiegenen Preisen zurecht?
Von Wyss: Im Grossen und Ganzen sehen wir, dass die Unternehmen die gestiegenen Preise an ihre Kunden weiterreichen können. Das war nicht immer so. Einige Unternehmen, die wir uns anschauen, darunter beispielsweise Wärsilä, konnten in der Vergangenheit keine Inflationsklauseln durchsetzen. Seit der Inflation sind solche Klauseln aber üblich.
Odermatt: Ich bin gespannt, ob die Unternehmen ihre Preise in diesem Jahr angesichts eines verlangsamtten Wirtschaftswachstums aufrechterhalten können oder ob es zu Preissenkungen kommen wird. Dies würde sich negativ auf den Umsatz und die Gewinnmargen auswirken.

Was erwarten Sie von den US-Wahlen im November?
Janssen: Bereits im Vorwahljahr haben die USA eine für Nicht-Krisenzeiten enorm expansive Fiskalpolitik betrieben. Die Administration Biden wird wohl weiterhin alles daransetzen, eine Rezession vor den Wahlen zu verhindern. Gerade Wahlen, bei denen zwei grundverschiedene Kandidaten aufeinander treffen, führen aufgrund der Regulierungsunsicherheit für staatsnahe Unternehmen oder solche, die in stark regulierten Bereichen unterwegs sind, zu grosserer Unsicherheit. Den Aktien solcher Gesellschaften droht daher eine höhere Volatilität.
Von Wyss: Ein Sieg Bidens dürfte kaum von einer weiteren Unterstützung der Wirtschaft abhängen. Das hat der Präsident mit dem Inflation Reduction Act

nämlich bereits zur Genüge getan. Die Steuergutschriften laufen ja einfach weiter. Biden muss nun einfach sein Programm gut verkaufen und hoffen, dass die Inflation schnell nachlässt.
Odermatt: Im Übrigen wählen 2024 über vierzig Länder eine neue Regierung, darunter viele geopolitisch wichtige Länder, wie die USA oder Taiwan. Diese Wahlen werden sicherlich einen grossen Einfluss auf die Märkte haben.

«Die Administration Biden wird wohl weiterhin alles daransetzen, eine Rezession vor den Wahlen zu vermeiden.»

ALEXANDRA JANSSEN
 CEO von Ecofin Portfolio Solutions

Zurück zur Schweiz. In welchen Unternehmen steckt besonders viel Potenzial?
Von Wyss: In der Schweiz sind wir unter anderem in Adecco investiert. Es wird sich nun zeigen, wie gut der neue CEO, Denis Machuel, das Unternehmen effizienter macht und die Kosten senken kann. Wir machen bereits erste Anzeichen aus, dass die Restrukturierung wirklich gut voranschreitet. Darüber hinaus ist Adecco billiger als Konkurrent Randstad.

Auch Dormakaba steckt in einer Umstrukturierung. Könnte dies Impulse liefern?
Von Wyss: Wir haben 2023 eine Position in Dormakaba aufgebaut. Dorma und Kaba haben im Grunde nie wirklich fusioniert. Das Geschäft lief lange Zeit einfach weiter, ohne dass der Rotstift angesetzt wurde. Nun hat das Management aber realisiert, dass es nicht darum herumkommt, Mitarbeiter zu entlassen. Der abtretende CEO Jim-Heng Lee hat bereits ein Kostensenkungsprogramm in die Wege geleitet und war bestrebt, die

Margen näher an die Konkurrenz zu bringen. Der neue CEO Till Reuter dürfte diesen Kurs fortsetzen.
Odermatt: Wir finden Bachem sehr spannend. Die Aktie hat in den vergangenen zwei Jahren stark gelitten. Bei den beliebten Fettleibigkeitsmedikamenten, die auf Peptidbasis hergestellt werden, sehen wir eine grosse Chance für Bachem. Auch Roche gehört unseres Erachtens ins Portfolio. Auf diesem Niveau weist der Titel eine attraktive Bewertung auf. Hinzu kommt, dass er derzeit mit 3,9% eine hohe Dividendenrendite aufweist.

Janssen: Man darf nicht vergessen, dass die Schweizer Wirtschaft sehr exportorientiert ist. In einem Szenario einer relativ starken Rezession werden exportorientierte Unternehmen vermutlich stärker leiden, und die Schweizer Wirtschaft wird daher wohl überproportional getroffen. Es hängt also stark vom Szenario ab, ob diese exportorientierten Aktien zum Tragen kommen oder nicht. Für unsere Kunden versuchen wir immer, möglichst robuste Portfolios zu erstellen. In jedem Szenario soll ein Teil des Portfolios eine Schutzwirkung entfalten.
Odermatt: Hinzu kommt, dass Schweizer Unternehmen sich auch noch gegen den starken Franken behaupten müssen. Was man aber nicht ausser Acht lassen sollte, ist, dass, wenn der Aufschwung in Schwellenländern wie China zu greifen beginnt, viele exportorientierte Schweizer Gesellschaften davon profitieren werden. Der Aufzughersteller Schindler hat beispielsweise ein hohes China-Exposure. Für ihn besteht unserer Meinung nach zudem ein gewisses Aufholpotenzial gegenüber dem Marktführer Otis. Auf dem derzeitigen Bewertungsniveau könnte der Titel für 2024 grosse Chancen bieten.

Was sind Ihre Favoriten im Ausland?
Von Wyss: Im vergangenen Jahr haben wir uns mit Bayer-Aktien eingedeckt. Der Markt hat dann aber heftig überregiert, als der wichtigste Wirkstoffkandidat in einer Studie floppte. Was uns an Bayer

besonders gut gefällt, ist das riesige Kosteneinsparpotenzial. Das Unternehmen veröffentlicht erstaunlicherweise auf Divisionsebene keine Mitarbeiterzahlen. Unseren Berechnungen zufolge hat es aber einen Personalbestand, der etwa 20% zu hoch ist. Darüber hinaus könnte viel Wert freigesetzt werden, wenn der neue CEO Bill Anderson das Konglomerat aufsplitten würde. Aufgrund der Glyphosat-Rechtsstreitigkeiten sind Anleger Bayer gegenüber aber skeptisch eingestellt. Auch wir preisen dieses Risiko ein und haben die Rückstellungen in unserem Modell sogar um 50% erhöht. Nichtsdestotrotz weisen die Aktien nach wie vor einen massiven Abschlag auf.

«Was uns an Bayer besonders gut gefällt, ist das riesige Kosteneinsparpotenzial. Der Personalbestand ist etwa 20% zu hoch.»

GEORG VON WYSS
 Value-Investor und Mitgründer von BWM

Odermatt: Defensives Sektoren wie Basiskonsumgüter, Gesundheitswesen und Versorger sind gegenwärtig günstig bewertet und bergen viel Aufholpotenzial. Die traditionell hoch verschuldeten Versorger haben beispielsweise stark unter den steigenden Zinsen gelitten. Da wir davon ausgehen, dass die Zinsen global sinken werden, ist der Sektor für uns attraktiv. In den USA finden wir unter anderem den Wasserversorgungskonzern American Water Works interessant. Viele Wasserleitungen sind dort marode und weisen Lecks auf. Der Bedarf an Investitionen in Form von Infrastrukturprojekten ist enorm, und es besteht ein immenses Potenzial für Verbesserungen.

INTERVIEW: MIRIAM KAPPELER UND ALEXANDER SAHEB