

# «Der Dotcom-Blase-Vergleich greift zu kurz»

**INTERVIEW MIT ANJA HOCHBERG** Die Anlagechefin der Zürcher Kantonalbank setzt auch weiterhin auf Aktien des Technologiesektors. Allerdings seien Schweizer Titel attraktiv.

Blind auf einzelne Aktien aus dem Tech-Sektor zu setzen, sei kein gangbarer Weg, sagt Anja Hochberg, CIO der Zürcher Kantonalbank. Anleger sollten auch bei Tech-Aktien eine breite Diversifikation anstreben. Die Sektorstruktur des Heimmarktes macht das Engagement in Schweizer Titeln derzeit besonders attraktiv.

**Frau Hochberg, der Start ins Aktienjahr ist holprig. Wie sollte man sich aus Sicht eines Frankenanlegers positionieren?**  
Die Sicht des Frankenanlegers bildet natürlich das Kernstück unserer Investitionsstrategie. Wir empfehlen nach wie vor ein Übergewicht in Aktien. Das globale Wirtschaftswachstum ist robust, die Inflationsraten sind unter Kontrolle, und die US-Notenbank wird die Zinsen weiter senken. Allerdings sehen wir weiterhin einen stärkeren Franken, gerade auch gegenüber dem Dollar. Das dürfte die Rendite von Auslandengagements etwas schmälern. Dennoch: Globale Diversifikation ist wichtig.

**Wird das Fed noch unter Jerome Powell den Leitzins senken?**  
Nein, das wird wohl nach der Stabübergabe, quasi als Antrittsgeschenk von Kevin Warsh, passieren. Derzeit sehen wir zwei Zinssenkungen um je 25 Basispunkte im Juni und im September. Das wichtigste Argument, dass wir Aktien gegenüber Obligationen im Portfolio übergewichten, sind allerdings die guten Gewinnaussichten der Unternehmen.

**Heisst das auch, der US-Aktienmarkt ist zu bevorzugen?**  
Nicht unbedingt, innerhalb des Aktienkorbes haben wir eine Präferenz für den Schweizer Markt. Wir würden auch Schwellenländer und die Eurozone übergewichten. Daraus folgt auch, dass der US-Markt unter der Benchmark gewichtet ist.

**Welche Faktoren sprechen insbesondere für den Heimmarkt?**  
Die Stärke des Frankens spielt eine grosse Rolle. Ausserdem ist der Schweizer Aktienmarkt relativ zu anderen Märkten weniger teuer. Drittens spricht die Sektorstruktur für den Heimmarkt: Wir halten Titel aus dem Gesundheitswesen und dem Finanzsektor für besonders attraktiv.

**Was spricht für Valoren der Eurozone?**  
Das Übergewicht im europäischen Aktienmarkt wird getrieben von der erwarteten konjunkturellen Erholung, die wir jetzt in kleinen Schritten auch in Deutschland sehen. Die deutsche Industrie und das Bauwesen haben zur Jahreswende mit positiven Zahlen überrascht. Generell sollte sich das zarte Konjunkturpflänzchen zunehmend auch im Aktienmarkt spiegeln. Innerhalb des Währungsraums ist allerdings Spanien der Favorit. Der Bedarf an Krediten ist dort weiterhin sehr gross, sodass wir auch hier ein Engagement in den Finanzsektor interessant finden. Im Übrigen finden wir auch polnische Aktien attraktiv. Sollte Frieden in der Ukraine einziehen, wären die polnischen Valoren grosse Nutzniesser.

**Ist in den europäischen Titeln nicht schon ganz viel des deutschen Fiskalpakets eingepreist worden?**  
Das hat sicher bereits vergangenes Jahr Auftrieb gegeben, aber das Kurs-Gewinn-Verhältnis der Euroaktien ist im relativen Vergleich zu anderen Ländern noch auf günstigem Niveau. Auch im Vergleich mit dem eigenen langfristigen Durchschnitt.

**Setzen Sie dann primär auf grosskapitalisierte Werte in der Eurozone?**  
Viele der Large Caps verdienen ihr Geld im globalen Markt und sind Nutzniesser des robusten Wachstums weltweit. Besonders spannend finden wir allerdings die europäischen Nebenwerte, wie sie beispielsweise im deutschen MDax zu finden sind, die in der Vergangenheit abgestraft wurden und jetzt einiges an Aufhol-



«Wir halten Health-Care- und Finanzaktien für attraktiv.»

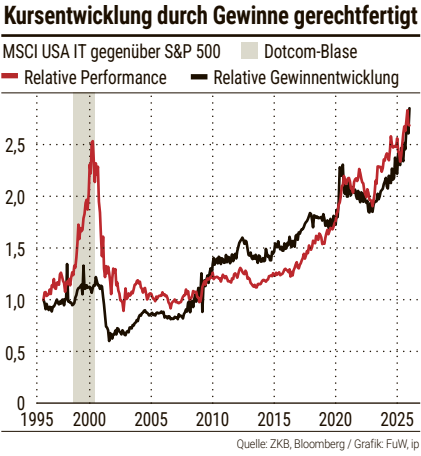
potenzial mitbringen. Die Bewertungen sind günstig, und die kleineren Unternehmen profitieren besonders von den Finanzierungsbedingungen und den niedrigen Zinsen. Zudem sind Small und Mid Caps starke Profiteure eines Konjunkturaufschwungs und der damit anziehenden Nachfrage.

**Wo stehen die Schweizer Aktien im Hinblick auf die Bewertung?**  
Der Schweizer Markt ist sogar ein bisschen teurer als die Eurozone. Grossbritannien ist günstiger als die Eurozone, aber das ist auch wegen der konjunkturellen Probleme gut nachvollziehbar. Schwellenländeraktien sind hingegen günstig und haben Potenzial, daher auch das Übergewicht.

*«Besonders spannend finden wir allerdings die europäischen Nebenwerte.»*

**Setzen Sie auf Schweizer Nebenwerte?**  
Derzeit präferieren wir den Gesamtmarkt und würden nicht nur auf kleinere Titel setzen. Die Schweizer Wirtschaft und die Unternehmen sind grundsätzlich sehr stark global diversifiziert.

**Derzeit gibt es eine Börsenrotation. Nicht mehr alles, was mit KI in Verbindung gebracht werden kann, wird gekauft.**  
Die Rotation, die schon seit Oktober des vergangenen Jahres zu beobachten ist, hat primär zwei Gründe. Zum einen ist der KI-Hype auch zu einer KI-Skepsis geworden. Massive Investitionen von Big Tech werden eher kritisch gesehen. Andererseits gewinnt die Old Economy an Boden. Sektoren wie Energie und Rohstoffe gewinnen im Rahmen der Geopolitik an Bedeutung. Wir sehen das jedoch nicht als Abkehr vom IT-Sektor, sondern wir bleiben im IT-Bereich übergewichtet. Wichtig ist, nicht blind auf einige hochgejubelte Einzeltitel zu setzen,



sondern auch im Technologiesektor breit diversifiziert zu sein.

**Diese Investitionen der Tech-Unternehmen müssen sich auch bezahlt machen.**  
Tatsächlich zieht das Argument mit den Überinvestitionen nicht. Fakt ist, dass die Relation zwischen Gewinnwachstum und Investitionen in den vergangenen zwanzig Jahren bei den IT-Werten recht stabil geblieben ist. Das ist eine spannende Kennzahl, der zu wenig Aufmerksamkeit geschenkt wird. Die Unternehmen liefern eben auch das entsprechende Gewinnwachstum und rechtfertigen damit die Investitionen. Der Vergleich mit der Dotcom-Blase zu Beginn des Jahrtausends, der oft gezogen wird, greift zu kurz. Damals wurden die Kurse von viel Fantasie angetrieben, und die Explosion der Notierungen war deutlich massiver. Der Zukunftstrend KI bleibt intakt und wird auch stark Sektoren ausserhalb der IT prägen.

**Aktien halten Sie übergewichtet im Portfoliokontext. Demnach sind Obligationen mit Untergewicht vertreten?**  
Ja, Obligationen sind untergewichtet, dienen aber weiterhin als wichtiger Stabilisator im Portfolio. Diesen Mehrwert haben sie im vergangenen Jahr wieder bewiesen, als Trump am «Liberation Day» die Zollsätze ankündigte und für Turbulenzen an den Finanzmärkten sorgte. In solchen Schockperioden sind Anleihen unverzichtbar, selbst bei niedrigem Zinsniveau.

**Staatsanleihen sämtlicher Laufzeiten werfen hierzulande kaum Rendite ab.**  
Es gibt durchaus Unternehmensanleihen, die in Franken emittiert werden und eine anständige Rendite abwerfen. Ausserdem mischen wir Schwellenländeranleihen bei, die selbst nach der Währungsabsicherung – und das empfiehlt sich in diesem Fall – noch immer eine deutlich positive Realrendite einbringen. Auch die globalen Unternehmensanleihen sichern wir gegen das Währungsrisiko ab.

**Unter welchen Umständen würde die Schweizerische Nationalbank den Leitzins in den negativen Bereich drücken?**  
In Abwägung der Vor- und der Nachteile von Negativzinsen sieht sich die SNB für solch einen Schritt hohen Hürden gegenüber. Es gibt ein Risikoszenario, nämlich verstärkte geopolitische Risiken, das die Einschätzung der SNB ändern könnte. Dann würde der Franken unter extremen Aufwertungsdruck geraten. Oder wenn die Europäische Zentralbank die Zinsen senken muss, müsste die SNB vielleicht nachziehen, um den Zinsabstand konstant zu halten. Davon gehen wir aber nicht aus.

**Empfehlen Sie auf diesem Preisniveau auch ein Engagement in Gold?**  
Gold ist in unserem Musterportfolio als strategische Anlage enthalten. Zudem sind wir auch taktisch übergewichtet. Wir gehen davon aus, dass das Edelmetall noch Potenzial hat. Viele der Trends, die dazu geführt haben, dass Gold die Schwelle von 5000\$ je Unze überschritten hat, bestehen weiter.

**Bleibt Betongold attraktiv? Sind Schweizer Immobilien eine gute Anlage?**  
Der heimische Immobilienmarkt bleibt attraktiv, selbst wenn die Agios bei kotierten Immobilienfonds teils sehr hoch angesetzt sind. Daher würden wir derzeit auch eine neutrale Gewichtung empfehlen und nicht zukaufen. Die Agios reflektieren die starke Nachfrage und die Zuversicht für die Markt- und die Ertragswerte. Der Inflationsschutz und die stetigen Ausschüttungen sprechen für ein Engagement in Immobilien als strategische Anlage. Bei vielen Privatinvestoren ist allerdings die selbst genutzte Immobilie ein grosser Teil des Vermögens. Darüber hinaus sind viele Schweizer über ihre Pensionskasse bereits stark in Betongold investiert.

INTERVIEW: SYLVIA WALTER