

«Wir werden in spätestens 18 Monaten wieder Negativzinsen haben»

Anlageprofis sehen mit gemischten Gefühlen ins Jahr 2026 – die Sorgen um eine KI-Blase wachsen



Nach einem guten Börsenjahr 2025 wird das kommende auch für Anlageprofis anspruchsvoller.

NOBELIA SAVINZ/12071

MICHAEL FERBER, EFLAMM MORDRELLE

Das Börsenjahr 2025 ist turbulent gewesen – am Ende hat es den Anlegerinnen und Anlegern aber sehr ordentliche Aktienrenditen beschert.

Im April versetzte US-Präsident Donald Trump den Finanzmärkten mit seinem «Liberation Day» und den geplanten Zöllen einen Schlag. Danach erholten sich die Kurse an den Aktienbörsen schnell wieder. Inzwischen hinterlassen vor allem die Bewertungen von Aktien aus dem Bereich der künstlichen Intelligenz (KI) bei vielen Anlegern ein ungutes Gefühl.

Vier Expertinnen und Experten analysieren am Finanzmarkt-Roundtable der NZZ die derzeitige Situation. Uneinigkeit herrschte vor allem darüber, wie lange das Rally am Aktienmarkt noch weitergehen könnte – und ob die europäischen Investitionsprogramme einen positiven Effekt auf die Börsen haben werden oder nicht.

Birgitte Olsen



feb./EM. • Birgitte Olsen ist Leiterin Entrepreneur Investments bei Bellevue Asset Management. Bevor sie dort 2008 eintrat, war sie über neun Jahre bei Gene-

rali Investments stellvertretende Leiterin des Portfoliomanagements für europäische Aktien. Zuvor war sie Fondsmanagerin bei Vontobel.

Peter Frech



feb./EM. • Der studierte Psychologe ist Value-Investor aus Überzeugung und Leidenschaft. Seit 2007 arbeitet er als Fondsmanager bei Quantex und ist für den Global

Value Fund sowie den Multi Asset und den Strategic Precious Metal Fund verantwortlich. Sein Fokus liegt auf einer quantitativen und antizyklischen Titelselektion.

Caroline Hilb



feb./EM. • Caroline Hilb ist seit 2024 Bereichsleiterin Investment & Vorsorge bei Raiffeisen Schweiz. Sie ist verantwortlich für die Vermögensverwaltung sowie die Vor-

sorge- und Vermögensberatung. Zuvor war sie als Leiterin Anlagestrategie und stellvertretende Leiterin Investment Center bei der St. Galler Kantonalbank tätig.

André Kistler



feb./EM. • André Kistler ist Gründungspartner von Albin Kistler. Er gründete das Vermögensverwaltungsunternehmen im Jahr 1995 nach Stationen bei der Schweizerischen Bankgesellschaft und der Bank Vontobel. Im Jahr 2025 veröffentlichte Kistler das Finanzbuch «Aktien – Sou-

verän investieren».

Frau Olsen, kritische Stimmen warnen vor einer Blase bei Aktien von Firmen aus dem Bereich KI. Nun liegt wieder ein gutes Börsenjahr hinter uns – die befürchtete «KI-Blase» ist nicht geplatzt. Was sollten Anleger jetzt tun?

Olsen: Die Gelder, die im US-Technologiektor herumgeschoben werden, sind enorm. Im KI-Rennen werden nicht alle gewinnen. Die «glorreichen sieben» der US-Technologiekonzerne – Amazon, Apple, Microsoft, Alphabet, Meta, Nvidia und Tesla – dominieren den US-Leitindex S&P 500. Diese starke Konzentration, zusammen mit den hohen Bewertungen, sorgt für volatile Märkte. Ob es schon eine Blase ist? Vielleicht treffen wir uns in einem Jahr, und das Rally läuft immer noch. Solange die US-Notenbank die Leitzinsen senkt, halte ich Korrekturen an der Börse für eher unwahrscheinlich. Bis zu den Zwischenwahlen im US-Kongress im November nächsten Jahres könnte es so weitergehen.

Herr Frech, für Sie ist die Bewertung von Aktien ein wichtiges Auswahlkriterium. Wie sehen Sie die Entwicklung?

Frech: Dieses Jahr hat sich wirklich etwas verändert: Man sieht, wie unglaublich kapitalintensiv der Ausbau der KI-Infrastruktur ist. Wie sich beim Technologiekonzern Oracle gezeigt hat, findet der Markt das mittlerweile nicht mehr so toll. Der Finanzierungspartner Blue Owl zieht sich vom Bau eines Rechenzentrums im US-Gliedstaat Michigan zurück, weil Oracle so stark verschuldet ist. Das ist für mich das Zeichen einer Trendwende.

Hilb: Die Frage, ob es eine KI-Blase gibt oder nicht, führt in die falsche Richtung. Zu beachten ist, dass viele KI-Firmen beim Kapital miteinander verflochten sind. Dadurch entstehen grosse Abhängigkeiten und auch Risiken. Die Finanzmärkte zeigen momentan aber grosses Vertrauen, dass KI einen starken technologischen Schub bringen wird. Aber die Bewertungen bei den KI-Aktien nehmen viel vorweg.

Sie sehen hier keine Alarmzeichen?

Hilb: Wir sind vorsichtig, und es gibt gewisse Alarmzeichen. Die letzten Jahre haben uns gelehrt, dass auf ein Höchst ein nächstes Höchst folgen kann.

Frech: Der Ausbau ist schon riesig. Viele Datacenter werden mit speziellen Finanzvehikeln finanziert. Das erinnert mich an den Telekom-Boom Ende der neunziger Jahre – nur dass nun mit sehr viel Fremdkapital gebaut wird. Typischerweise endet das böse, wenn die Endnachfrage dann nicht kommt. Was derzeit passiert, hat schon Charakteristika einer Blase. Zudem sieht man, dass das zweitbeste KI-Modell der Welt ein chinesisches Open-Source-Modell ist, das für ein paar Millionen trainiert wurde. Es ist fast so gut wie Chat-GPT, in das Dutzende von Milliarden geflossen sind.

Herr Kistler, konservative Anleger wurden in den vergangenen Jahren bestraft, wenn sie beim KI-Hype nicht mitgemacht haben. Sollten Anleger also mittanzten, solange die Musik spielt?

Kistler: KI ist eine wunderbare Technologie und wird uns noch Jahrzehnte im Banne halten. Ich gehe davon aus, dass die meisten Anlage-Portfolios im Bereich KI untergewichtet sind. Selbstverständlich sollte man dort investiert sein. Es ist eine Technologie, die hilft, den Wohlstand weiter zu steigern und die demografischen Veränderungen abzufedern. Viele Firmen werden von KI profitieren.

Die Bewertungen an den Aktienmärkten gelten aber als hoch. Sollte man jetzt noch einsteigen?

Kistler: Ich sehe hier keine Blase, höchstens eine kleine. Im Gegensatz zur Dotcom-Blase Ende der neunziger Jahre haben die Unternehmen in diesem Bereich sehr viel Substanz. Die Aktien sind hoch bewertet, aber es gibt auch Skepsis im Markt. Deshalb habe ich keine Angst, dass hier etwas platzen wird. Marktkorrekturen wird es bestimmt geben. Wenn man aber langfristig investiert ist, ist alles in Ordnung.

Olsen: Wenn Anleger Welt-Aktienindizes wie den MSCI World als Basis nutzen, sind sie bei KI-Aktien chronisch übergewichtet. Dies liegt am hohen Gewicht der USA und der Technologieaktien in diesen Indizes. In den vergangenen fünf Jahren haben die meisten Investoren stark auf die USA gesetzt. Vielleicht sollte man das Portfolio jetzt besser diversifizieren, um für Rückschläge gewappnet zu sein.

Im April hat US-Präsident Donald Trump den «Liberation Day» ausgerufen. Es hiess, für Anleger verändere sich nun alles. Die USA haben ihre Ausnahmestellung an den Finanzmärkten aber nicht verloren. Kommt diese Umstellung mit Verspätung?

Frech: Typischerweise verlieren Firmen oder Länder dominante Stellungen, wenn sie übermütig werden, zu viel Geld ausgeben oder – so wie jetzt im Fall der USA – ihre Freunde vor den Kopf stossen. Das führt zwangsläufig in den Niedergang.

Herr Kistler, als Anleger ist man mit einem Übergewicht in den USA in den vergangenen 50 Jahren gut gefahren. . .

Kistler: Ja, Schweizer Anleger waren mit Investitionen in der Schweiz aber noch besser bedient. Wenn man den Währungseffekt korrigiert, ist es erstaunlich, wie weit vorne die Schweiz hier ist. Herr Frech hat recht: Es gibt keinen Markt, der die anderen immer schlägt. Der Schweizer Aktienmarkt ist aber oft an der Spitze dabei. Trotzdem sollte man US-Aktien als Ergänzung beiziehen, darum kommt man nicht herum.

Hilb: Für hiesige Anleger ist es sehr interessant, im Schweizer Aktienmarkt investiert zu sein. Der Franken ist unsere Währung, zudem gibt es viele dividendenstarke Titel. Das findet man im Ausland nicht in dieser Form. Zum Thema USA: Wenn man die Entwicklung des Goldpreises anschaut, sieht man, dass es ein gewisses Misstrauen gegenüber den USA gibt. Notenbanken aus Schwellenländern haben statt Dollaranlagen zunehmend Gold gekauft. Im Verlauf dieses Jahres hat sich der Dollar deutlich abgeschwächt. Eine Währung ist die Visitenkarte eines Landes, hier sieht man schon eine Veränderung.

Olsen: Dass sich die Börsen nach dem «Liberation Day» so schnell erholt haben, dürfte auch damit zusammenhängen, dass Donald Trump mächtig Druck auf die US-Notenbank Fed gemacht hat. Die Aussicht auf weitere Zinssenkungen hat die US-Bewertungen nochmals deutlich erhöht.

Und wie steht Europa da?

Olsen: Die grössten europäischen Aktien sind im Vergleich mit Titeln aus den USA klein. Um die Risiken bei der Vermögensanlage zu verteilen, ist das aber sehr interessant. Die Aktien der europäischen Banken haben in den vergangenen fünf Jahren um mehr als 300 Prozent zugelegt. Damit waren sie besser als die «glorreichen sieben». Und europäische Aktien sind im Vergleich mit Schweizer und amerikanischen Titeln sehr günstig. Nach Jahren mit Nullwachstum sehen die Vorzeichen für Europa wieder etwas besser aus. Die Leitzinsen der Europäischen Zentralbank liegen bei 2 Prozent, das ist stark stimulierend. Deutschland hat die Schuldenbremse gelöst und will für seine Zukunft investieren, das ist ein echter Paradigmenwechsel.

Wie sehen Sie Europa, Herr Frech? Aus Bewertungssicht ist das doch eine attraktive Anlageregion...

Frech: Bewertungstechnisch schon. Das Problem ist aber, dass viele europäische Aktien zyklischer Schrott sind. Die deutschen Autobauer beispielsweise sind sehr konjunkturabhängig und haben hohe Schulden. Dazu kommt die Gefahr, dass sie gegen die chinesische Konkurrenz permanent an Wettbewerbsfähigkeit verlieren. Die Aktien der europäischen Banken haben sich in diesem Jahr super entwickelt, sind aber traditionell ebenfalls zyklischer Schrott. So steil es mit den Kursen hinaufgeht, geht es auch hinunter. Auf der anderen Seite gibt es in Europa auch qualitativ gute Unternehmen. Diese waren lange Zeit sehr teuer. Jetzt hat sich das etwas gebessert.

Kistler: Ein enorm wichtiger Aspekt für den Anleger ist die Teuerung. In der Schweiz haben wir derzeit eine Nullteuerung, das dürfte in den nächsten Jahren auch so bleiben. Deutschland dürfte eine um rund zwei Prozentpunkte höhere Teuerung aufweisen als die Schweiz, die USA etwa 2,5 Prozentpunkte mehr. Korrigiert man die Bewertungen von Aktien um die Teuerungsdifferenz, dann ist der Schweizer Markt günstiger als der europäische und der amerikanische.

Frech: Wir sehen das auch in unseren Screenings. Schweizer Aktien waren lange teuer, seit der Euro-Schuldenkrise 2011 mussten Anleger eine Prämie auf Schweizer Aktien bezahlen. Diese ist jetzt ziemlich verschwunden, vor allem, wenn man die Inflation einbezieht. Wir finden immer mehr Value-Titel in der Schweiz.

Olsen: Ich würde das ein bisschen relativieren. Der Schweizer Leitindex ist billig, doch das liegt daran, dass die Titel der Pharmakonzerne Roche und Novartis zurzeit sehr günstig sind. Schweizer Nebenwerte sind hingegen hoch bewertet. Lange hiess es, in europäische Banken könne man nicht investieren, und dann hat sich das geändert. Dasselbe könnte auch bei europäischen Auto- oder Chemietiteln irgendwann passieren.

Sie haben Deutschland erwähnt. Stimulieren die milliardenschweren Pakete für Infrastruktur und Verteidigung die Wirtschaft, oder wird das verpuffen?

Frech: Das dürfte auf eine totale Geldverschwendung hinauslaufen.

Olsen: Die Ausnahmestellung der USA an den Finanzmärkten kam auch daher, dass dort die Rahmenbedingungen für Firmen grossartig waren. Seit der grossen Finanzkrise wurden Billionen von Dollar in den Markt geschüttet, zudem waren die Zinsen sehr tief. Die Firmen agierten nach dem Motto «bigger, higher, stronger». Europäische Firmen hingegen trauen sich nicht, nur Wachstum anzupfeilen, ohne profitabel zu sein. Verglichen mit den Programmen in den USA oder in China sind die europäischen Konjunkturpakete eher klein. Jetzt stellt sich die Frage, ob diese Gelder zeitnah und effizient investiert werden. Aber immerhin kümmert sich Europa jetzt um sich selbst.

Kistler: Das ist wirklich die spannende Frage: Sind diese Programme wirkungsvoll oder nicht? Ich glaube nicht.

Olsen: Das ist das Gute: Alle sind sehr pessimistisch und trauen der Sache überhaupt nicht. Das könnte für positive Überraschungen sorgen.

Kistler: Klar ist aber, dass die EU in einer strukturellen Krise ist. Firmen anziehen wird Europa nur, wenn es die Staatsquote senkt, Regulierungen abbaut und soziale Sicherungssysteme reformiert. Ich sehe nicht, dass das passiert.

Frech: Wenn staatliche Investitionen auf Pump die Lösung wären, dann wäre Argentinien das reichste Land der Welt. Deutschland will Panzer und Kampfflugzeuge kaufen, das sind alles veraltete Technologien. Rüstungsausgaben sind per Definition unproduktiv. Das generiert bestenfalls ein bisschen Inflation und schafft ein paar Stellen in der Rüstungsindustrie, aber kein Wirtschaftswachstum.

Kistler: Und es erhöht die Schulden weiter. Der Schuldendienst ist auch in den EU-Ländern mittlerweile sehr drückend, nicht nur in den USA. Das bedeutet höhere Steuerquoten, und das ist schlecht für die Unternehmenswelt.

Hilb: Ich kann mir schon vorstellen, dass die für Deutschland geplanten Investitionen sinnvoll sind, um die Infrastruktur zu verbessern und wirtschaftlich wieder Schwung aufzunehmen. Auch ist es

gut, wenn Europa mehr Eigenverantwortung übernimmt, um sich zu schützen. Die Frage ist, ob sich dies an den Börsen eins zu eins positiv niederschlägt. Bei der Einschätzung schlagen zwei Herzen in meiner Brust. Auf der einen Seite denke ich, dass dies einen Effekt haben wird, andererseits sind die Entscheidungsprozesse in Europa einfach wahnsinnig schwierig und langwierig. Wir sind bei unseren Anlagen in Europa derzeit immer noch untergewichtet, gehören aber nicht diesem extrem pessimistischen Lager an.

Olsen: In der Wahrnehmung werden europäische Firmen mit deutscher Politik vermengt. Das ist nicht das Gleiche. Der spanische Leitindex Ibex ist dieses Jahr um fast 50 Prozent gestiegen. Das Wirtschaftswachstum ist nicht homogen in Europa. Die südeuropäischen Staaten, die mit europäischen Geldern aus der Finanzkrise gerettet wurden, florieren. Ihre Volkswirtschaften wachsen mit mehr als 2 Prozent pro Jahr.

Frech: Aber die Rahmenbedingungen bleiben schlecht: Der Strompreis ist in Europa drei- bis viermal so hoch wie in den USA oder China. Die Arbeitskosten sind sehr hoch. In Deutschland wird nicht mehr investiert. Firmen wie BASF oder VW bauen neue Fabriken in China. Diese Trends scheinen sich zu beschleunigen.

In den USA zeichnet sich ab, dass die Geldpolitik weiter gelockert werden könnte, gleichzeitig herrscht anhaltende Inflationsgefahr. Ist es zulässig, mit tieferen Zinsen die Börsen zu stimulieren?

Kistler: Die Gefahr einer finanziellen Repression in den USA ist gross mit Trump als Präsident – also die Gefahr, über Inflation und tiefe Zinsen Schulden zu tilgen. Ein weiteres Risiko ist, dass der Franken weiter aufwertet. Wir rechnen für die nächsten zwei Jahre mit einem sehr starken Franken, wegen der Teuerungsdifferenz zu Amerika und zu Europa. Die Schweiz koppelt sich immer mehr und positiv ab von den grossen Industrieländern. Das wird der Franken spüren. Die SNB wird intervenieren, was nicht viel nützen wird. Wir werden in spätestens 18 Monaten wieder Negativzinsen haben, auch wenn man das nicht will.

Hilb: Beim Wort Negativzinsen blutet mir das Herz. Der Zins ist der Preis des Geldes, und der sollte positiv sein. Immerhin liegt er in der Schweiz derzeit noch auf null Prozent. In den USA jedoch steht die Zentralbank Fed unter politischem Druck, die Zinsen nochmals zu senken, trotz den inflationären Tendenzen. Das ist eine schwierige Ausgangslage für das Fed, zumal es noch zum Wechsel an der Fed-Spitze kommt. Darauf muss man sich vorbereiten und sich defensiver aufstellen.

Gehört Gold in das Portfolio von Privatanlegern?

Hilb: Ja. Wir sind übergewichtet beim Gold, haben aber nach dem starken Preisanstieg etwas Gewinn realisiert. Es ist eine Anlageklasse, die profitiert, wenn der Dollar sinkt. Beim Gold ist positiv, dass alle wissen, dass es wertvoll ist. Es hat sich seit Jahrtausenden als Wertaufbewahrungsmittel etabliert. Wenn man sich darauf geeinigt hat, dann behält es auch langfristig seinen Wert.

In den letzten Monaten hatten Kryptowährungen einen schweren Stand. Ist das ein Zeichen dafür, dass Risikoanlagen vielleicht doch ein Problem haben?

Frech: Kryptowährungen sind eine nutzlose Spekulation. Dies erfüllt keinen Zweck für die Gesellschaft, im Gegensatz zu Investitionen in die Aktien von Unternehmen. Klar, man kann mit Briefmarken, Baseball-Sammelkarten, Kunst oder Bitcoins spekulieren, wenn man will. Aber wir halten Kryptowährungen nicht für eine richtige Anlageklasse, die in einem Depot sinnvoll ist.

Olsen: Ich stelle aber fest, dass immer mehr Anleger in alternative Anlagekategorien investieren – in Gold, aber auch in Hedge-Funds, Private Equity oder auch Kryptowährungen. Für die jüngere Generation sind Kryptos ein wichtiger diversifizierender Bestandteil ihres Portfolios.

Immer mehr Kunden suchen Zugang zu diesen Anlagen. Wie gehen Sie damit um?

Kistler: Wir haben eine eher ältere Kundschaft, die kommen nicht mit diesen Fragen. Ihren Kindern können wir meistens gut erklären, dass nichts hinter Kryptowährungen steht, dass dies weder sozial noch produktiv ist und keine Erträge abwirft. Dann ist das Thema schnell erledigt.

«Die Frage, ob es eine KI-Blase gibt oder nicht, führt in die falsche Richtung. Zu beachten ist, dass viele KI-Firmen beim Kapital miteinander verflochten sind.»

Caroline Hilb Paraskevopoulos

«Rüstungsausgaben sind unproduktiv. Das generiert bestenfalls ein bisschen Inflation und schafft ein paar Stellen in der Rüstungsbranche, aber kein Wirtschaftswachstum.»

Peter Frech

«In der Wahrnehmung werden europäische Firmen mit deutscher Politik vermengt. Der spanische Leitindex Ibex ist dieses Jahr aber um fast 50 Prozent gestiegen.»

Birgitte Olsen

«Korrigiert man die Aktienbewertung um die Teuerungsdivergenz, ist der Schweizer Markt günstiger als der europäische und der amerikanische.»

André Kistler