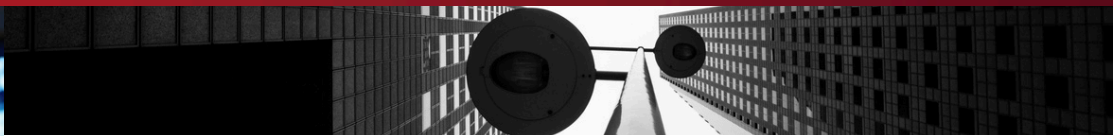


HALBJAHRES KOMMENTAR



ZWISCHEN INFLATIONSRISIKO, REKORD- BEWERTUNGEN UND KI-EUPHORIE

Seit der Finanzkrise 2008/09 haben die führenden Zentralbanken die Finanzmärkte durch ultratiefe Zinsen und umfangreiche Anleihekaufprogramme (Quantitative Easing, QE) mit Liquidität versorgt. Diese Politik hat die Preise zahlreicher Vermögenswerte erheblich in die Höhe getrieben und wesentlich zur weiteren Öffnung der Einkommens- und Vermögensschere in den westlichen Industrieländern, insbesondere in den USA, beigetragen. Parallel dazu haben Migrationsbewegungen und die damit verbundenen gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Herausforderungen die Spannungen zusätzlich verschärft. In der Folge haben Unzufriedenheit und Anti-Establishment-Tendenzen deutlich zugenommen und sich in den vergangenen Jahren immer wieder an den Wahlen niedergeschlagen.

Die in den vergangenen Jahren nahezu reflexartige Bereitstellung von Liquidität bei Turbulenzen an den Finanzmärkten hat die sogenannte "Buy-the-Dip"-Mentalität verstärkt. Damit ist gemeint, dass sich unter Anlegern die Überzeugung etabliert hat, dass Kursrückgänge grundsätzlich attraktive Einstiegsgemeinschaften darstellen und jeder Rücksetzer konsequent zum Nachkauf genutzt werden sollte. Eine ganze Generation von Händlern in den Handelsräumen von Banken, Hedgefonds und privaten Investoren verlässt sich dabei auf dieses faktische, wenn auch unausgesprochene Sicherheitsnetz der Geldpolitik. Nur vor diesem Hintergrund lässt sich aus unserer Sicht auch der markante Kursanstieg erklären, der unmittelbar nach dem Einbruch infolge der Ankündigung neuer US-Zölle einsetzte und die Aktienindizes rasch auf neue Höchststände führte. Wir haben sowohl das Platzen der Dotcom-Blase als auch die Finanzkrise miterlebt und mahnen deshalb zur Vorsicht: Damals brachen die globalen Finanzmärkte trotz Zinssenkungen und umfangreicher Stützungsmaßnahmen in hohem Tempo weiter ein. Wie erinnern uns ungern an die Panik, die sich seinerzeit wie ein Flächenbrand durch die Märkte und die Gesellschaft zog.

Heute präsentieren sich die Finanzmärkte so fragil wie seit Jahren nicht mehr. Deutlich wird dies aus unserer Sicht an der jüngsten Ankündigung der Fed, erneut in grossem Umfang US-Staatsanleihen zu erwerben – offiziell unter dem Titel „Reserve Management Purchases (RMP)“, de facto jedoch in der Logik eines weiteren Quantitative Easing (QE). Dem vorausgegangen waren Warnsignale zunehmender Liquiditätsengpässe im Schattenbankensektor. Dieser Teil des Finanzsystems ausserhalb des streng regulierten Bankensektors hat sich seit der Finanzkrise stark ausgeweitet und trägt inzwischen einen erheblichen Teil der Unternehmensfinanzierung, insbesondere in den USA. Vor diesem Hintergrund ist die erneute Bereitstellung von Liquidität durch die Fed

IN DIESER AUSGABE

- Geldpolitik seit 2008/2009
- Bewertungen und Ausblick Aktienmärkte
- Rohstoffe und Energieaktien als strategische Sachwerte
- Edelmetalle als Kernbausteine der Allokation
- KI-Boom, Blasengefahr und Beispiel Microsoft



weniger als beruhigender Schritt zu werten, sondern vielmehr als Hinweis darauf, wie störanfällig das System mittlerweile geworden ist.

Im Rahmen derselben Sitzung hat die Fed den Leitzins zudem um weitere 25 Basispunkte gesenkt. Ein Grund dafür ist, dass der US-Arbeitsmarkt klare Anzeichen von Schwäche zeigt. Weshalb dieser Schritt aber auch sonst noch nötig war, verdeutlicht die folgende Grafik, die allerdings nicht leicht zu verstehende ist.

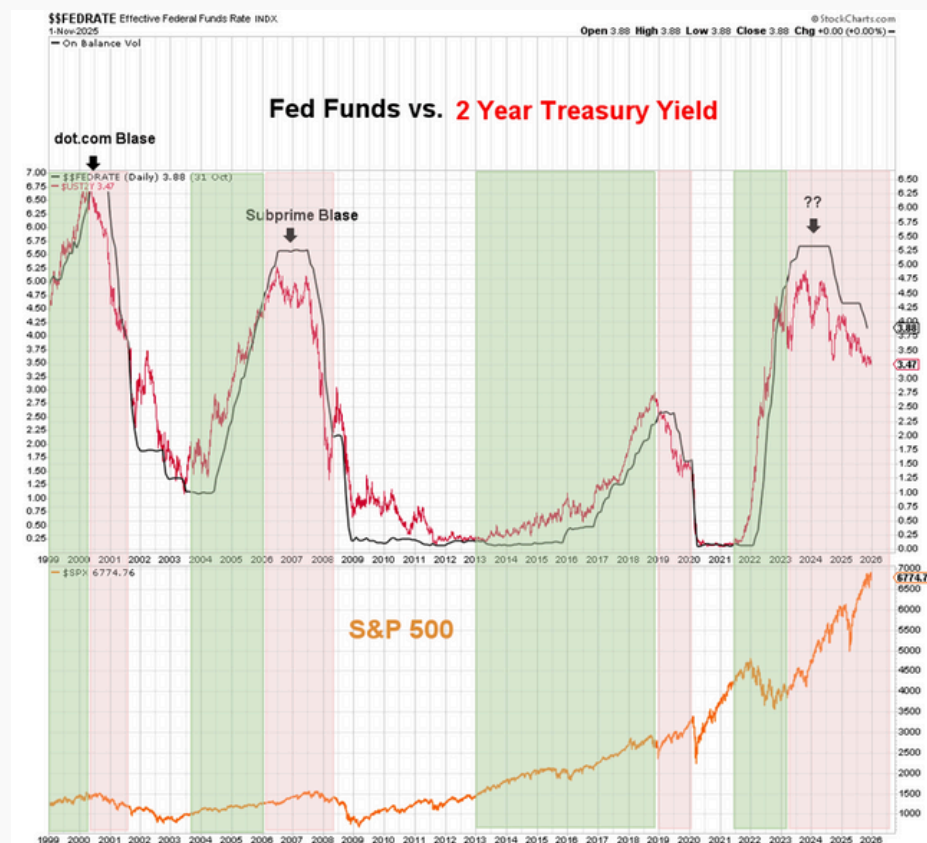
Die schwarze Linie beschreibt die Leitzinsen der Fed seit 1999. Sie werden von der Fed beschlossen. Die Rendite der 2-jährigen US-Staatsanleihen (rot) hingegen entsteht aus Angebot und Nachfrage des Marktes und spiegelt die Erwartungen sämtlicher Marktteilnehmer hinsichtlich der künftigen Zins- und Inflationsentwicklung wider. Wir sind der Meinung, dass die 2-Jahres Rendite besser als alle promovierten Ökonomen weiss, was die Fed mit ihrem Leitzins tun sollte. Ein Beweis gefällig? In den Jahren, in denen der Leitzins unter der 2-Jahres-Rendite lag (grün schraffiert), war die Geldpolitik zu locker. Die Fed hat damit aktiv dazu beigetragen, dass Blasen überhaupt entstehen konnten (Dot.com- und Subprime/Finanzkrise). Was folgte war jeweils eine Phase, in der die 2-Jahres-Rendite bereits zu schwächeln begann, die Fed aber zu restriktiv wurde und den Leitzins über der Rendite der

Staatsanleihen zu liegen kam (rot schraffiert). Das hat zum Platzen der Blasen und zu Rezessionen geführt. Es wäre wohl besser, die Festlegung der Leitzinsen an die 2-Jahres-Rendite „auszulagern“.

Was bedeutet das für heute? Im Nachgang zur Pandemie war die Geldpolitik einmal mehr viel zu locker. Die Folge waren stark steigende Aktienmärkte. Inzwischen ist die Fed jedoch zu langsam mit ihren Zinssenkungen und riskiert somit ein erneutes Platzen der „Everything-Bubble“ sowie eine Rezession.

Man kann es der Fed nicht verübeln, dass sie zu zögerlich agiert, denn sie steht unter grossem Druck. Einerseits zeigt der Arbeitsmarkt klare Anzeichen von Schwäche, andererseits bleibt der Inflationsdruck hartnäckig hoch. Ohne weitere Zinssenkungen riskiert sie eine Rezession, senkt sie die Zinsen aber weiter, droht ein Wiederaufflammen der Inflation. Vor diesem Hintergrund befürchten wir, dass sich die Fed dem politischen Druck im Jahr 2026 nicht vollständig entziehen kann. Die Regierung Trump wird aller Voraussicht nach alles daransetzen, stärkeren Einfluss auf die Notenbank zu gewinnen und die Geldpolitik in Richtung deutlich niedrigerer Zinsen zu drängen. Spätestens mit dem planmässigen Ausscheiden des aktuellen Vorsitzenden Powell im Mai ist damit zu rechnen, dass ein von Präsident

Trump präferierter Kandidat eine raschere Lockerung des Zinsniveaus vorantreibt. Aus Sicht der Regierung ist dies insofern nachvollziehbar, da die USA inzwischen mehr Mittel für Schuldzinsen aufwenden als für Verteidigungsausgaben und im Haushaltsjahr 2025 rund 22% der Steuereinnahmen für Zinszahlungen benötigt werden. Klar ist jedoch auch, dass ein dauerhaft hoher Schulden- und Zinsaufwand in dieser Form nicht fortgeschrieben werden kann. Zugleich würden deutlich niedrigere Zinsen das Risiko einer neuen Inflationswelle spürbar erhöhen. Der Preisdruck wird nämlich zusätzlich durch Deglobalisierung, ungünstige demografische Trends, Zölle und restriktivere Einwanderungsregeln verstärkt.



Quelle: stockcharts.com



AUSBLICK 2026

US-Bewertungen auf Extremniveau

Die Bewertung des US-Aktienmarkts hat inzwischen das Niveau früherer Exzesse, wie beispielsweise 1929 oder Dot.com-Blase um die Jahrtausendwende, übertroffen. Kennzahlen wie die Marktkapitalisierung im Verhältnis zum BIP oder das Kurs-Umsatz-Verhältnis des S&P 500 bewegen sich auf Rekordwerten und signalisieren ein hohes Rückschlagpotenzial. In einem Umfeld, in dem einige wenige US-Tech-Werte die Indizes dominieren, steigt für Anleger, die stark auf die USA konzentriert sind, das Klumpenrisiko. Selbst Warren Buffett hält einen historisch hohen Cashbestand.

Bewertung von US-Aktien seit 1900



Quelle: Bloomberg

Wie teuer US-Aktien inzwischen geworden sind, beweist auch nachfolgende Grafik. Sie zeigt die Entfernung des S&P 500 zu seinem historischen Durchschnitt.

S&P 500 – Entfernung zum historischen Durchschnitt



Quelle: stockcharts.com

Positiv ist hingegen, dass die Marktbreite deutlich zugenommen hat. Der Aufschwung ist somit nicht mehr allein auf den Technologiesektor konzentriert, sondern wird zunehmend von einer Vielzahl unterschiedlicher Branchen getragen. Titel aus zahlreichen Sektoren tragen heute zu den steigenden Kursen bei, wodurch sich die Wahrscheinlichkeit einer unmittelbar bevorstehenden, ausgeprägten Korrektur verringert.

Gleichwohl halten wir an unserer Untergewichtung von US-Aktien fest – eine Positionierung, die uns 2025 manchen Ärger erspart hat. Nicht etwa, weil US-Aktien fundamental schlecht gelaufen wären, sondern weil der schwache US-Dollar einen erheblichen Teil der positiven Kursentwicklung für ausländische Investoren wieder zunichte gemacht hat. Vor diesem Hintergrund bevorzugen wir weiterhin günstig bewertete Märkte, die in vielen Portfolios nach wie vor unbeliebt und untergewichtet sind. Dazu zählen insbesondere ausgewählte Schwellenländer, die 2025 erstmals seit 2020 wieder eine bessere Wertentwicklung als die Aktienmärkte der Industrieländer erzielt haben.

Schwellenländeraktien – gute Argumente für 2026

Es gibt mehrere strukturelle Trends, die dafür sprechen, im Jahr 2026 Schwellenländeraktien gegenüber Titeln aus Industrieländern zu bevorzugen. Viele Schwellenländer weisen ein höheres reales Wachstumspotenzial auf, das von Demografie, Urbanisierung und einer wachsenden Mittelschicht getragen wird. Dies dürfte sich mittel- bis langfristig in überdurchschnittlichem Gewinnwachstum der Unternehmen niederschlagen. Der zuletzt schwächere US-Dollar wirkt zusätzlich unterstützend, da er die Finanzierungskosten in Fremdwährung reduziert und Kapitalzuflüsse in ausgewählte Schwellenländer begünstigt. Gleichwohl sind Aktien aus diesen Märkten bei vielen Investoren weitgehend aus dem Fokus gerückt und werden derzeit mit einem Bewertungsabschlag von rund 35% auf Basis des erwarteten Kurs-Gewinn-Verhältnisses gegenüber Aktien aus Industrieländern gehandelt. Entsprechend ist das Rückschlagpotenzial im Vergleich zu den sehr hoch bewerteten US-Märkten spürbar geringer. Vor diesem Hintergrund erscheint die aktuelle Gewichtung von rund 70% im MSCI-Weltaktienindex langfristig kaum haltbar, während Schwellenländer unseres Erachtens eine deutlich höhere Gewichtung verdienen. Die Outperformance der Schwellenländer im Jahr 2025 dürfte somit eher als Auftakt einer längerfristigen Neubewertung denn als einmalige Episode zu interpretieren sein.

Emerging Markets gg. MSCI World (1988 – heute)



Quelle: longtermrends.com

Europa als zyklischer Nachzügler – Schweizer Aktien attraktiv

Vorsichtig optimistisch sind wir auch für europäische Aktien, da sie nach wie vor unbeliebt und untergewichtet, aber attraktiv bewertet sind. Sinkende Inflationsraten, die Aussicht auf fallende oder zumindest stabile Zinsen sowie staatliche Investitionsprogramme – etwa in die Infrastruktur in Deutschland – schaffen einen konstruktiven Rahmen. Während die USA eine lange Phase der Outperformance hinter sich haben, ist Europa in vielen globalen Portfolios untergewichtet. Aus antizyklischer Sicht ist Europa damit trotz struktureller Probleme interessant.

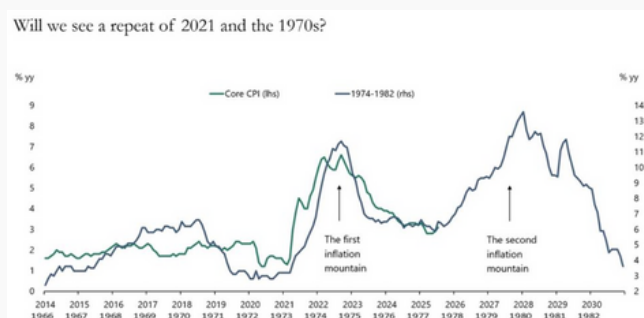
Unser Fokus liegt nach wie vor auf finanziell soliden, gut geführten Unternehmen mit moderater Verschuldung, stabilen Cashflows und belastbaren Geschäftsmodellen. In diesem Kontext erscheinen Schweizer Aktien besonders attraktiv, da ihre relative Bewertung inzwischen ausgesprochen interessant ist. Investoren profitieren dabei nicht nur von der Stabilität der starken Währung, sondern auch von der Tatsache, dass viele Schweizer Unternehmen in ihren Marktsegmenten weltweit führend sind. Sie richten sich fortlaufend neu aus, um ihre Wettbewerbsfähigkeit zu sichern. In einem Umfeld hoher globaler Bewertungen bieten Schweizer Titel aus unserer Sicht überdurchschnittliche Qualität zu einem angemessenen Preis.

Rohstoffe als strategische Sachwerte

Da wir das Risiko eines erneuten Inflationsschubs als sehr realistisch einschätzen, fokussieren wir uns weiterhin auf Anlageklassen, deren Angebot nicht beliebig ausgeweitet werden kann, also auf Sachwerte beziehungsweise Hard Assets wie Rohstoffe und Aktien von Rohstoffunternehmen. Nach einem Jahrzehnt, in dem Technologie- und US-Wachstumstitel die Märkte dominiert haben, sind Rohstoffe und Energiewerte in vielen Portfolios strukturell untergewichtet. Der Anteil von Energie- und Rohstoff-

aktien in Leitindizes wie dem S&P 500 ist im Vergleich zu früheren Jahrzehnten deutlich zurückgegangen, obwohl die Weltwirtschaft nach wie vor in hohem Mass von fossilen Energieträgern und Industriemetallen abhängt. Diese Vernachlässigung eröffnet Chancen für Investoren, die bereit sind, sich bewusst gegen die Mehrheitsmeinung zu positionieren.

Beginn einer erneuten Inflationswelle?



Rohstoffe dienen dabei nicht nur als Inflationsschutz, sondern sind auch zentral für den tiefgreifenden strukturellen Wandel der globalen Wirtschaft. So wird etwa Kupfer für die Netzinfrastruktur, die Elektromobilität und die erneuerbaren Energien benötigt und zahlreiche andere Industriemetalle sind für die Energiewende unverzichtbar. In vielen dieser Märkte trifft eine robuste Nachfrage auf ein begrenztes Angebot und eine jahrelang schwache Investitionstätigkeit. Dies ist ein typisches Umfeld für tendenziell steigende Preise über den gesamten Zyklus hinweg.

Auch technisch gesehen sind Rohstoffe interessant. Nachdem der CRB Index 2020 aus einem mehrjährigen Abwärtstrend nach oben ausgebrochen ist, konsolidiert er nun schon seit Längerem. Wir erwarten, dass sich der im Jahr 2020 begonnene Aufwärtstrend fortsetzen wird.

CRB Commodity Index (2000–heute)

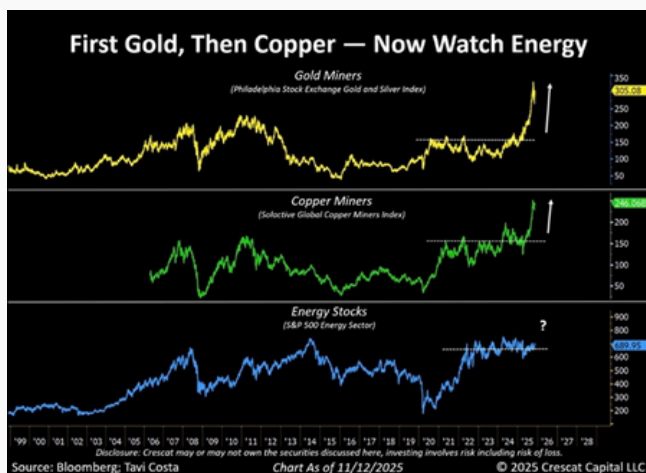


Quelle: stockcharts.com

Energieaktien: unpopulär, aber fundamental solide

Energieaktien gelten derzeit als Stiefkinder der Börse und werden von vielen Fondsmanagern gemieden. Gleichzeitig deuten Prognosen auf einen weiter steigenden Bedarf an Öl und Gas hin, während die realen Investitionen in neue Förderprojekte – inflationsbereinigt – auf Mehrjahrestiefs gefallen sind. Viele grosse Öl- und Gasunternehmen werden mit einstelligen KGVs und Dividendenrenditen von über fünf Prozent gehandelt und erfüllen damit klassische Kriterien eines konträren, wertorientierten Anlageansatzes. Sie gehören somit zu den fundamental attraktivsten Segmenten des Marktes.

Nachdem bereits Gold- und Kupferminengesellschaften aus mehrjährigen Seitwärtsbewegungen nach oben ausgebrochen sind, würde es uns nicht überraschen, wenn auch Energieaktien bald folgen würden.



Quelle: Crescat Capital

Bloomberg Commodity Index



Quelle: www.macromicro.me

EDELMETALLE

Wie unsere langjährigen Kunden und Leser wissen, sind Gold und Silber seit vielen Jahren ein strategischer Eckpfeiler unserer Vermögensallokation. In einer Zeit, in der Edelmetalle unbeliebt waren und in den meisten Portfolios kaum eine Rolle spielten, wurde unsere Positionierung nicht selten belächelt. Im Jahr 2025 hat unsere überdurchschnittliche Positionierung in Edelmetallen massgeblich zur äusserst erfreulichen Performance beigetragen.

Gold gg. S&P 500 (1980–heute)



Quelle: stockcharts.com

Gold als Antwort auf Währungsverfall

Der starke Anstieg des Goldpreises ist (noch) keine wilde Spekulation, sondern eine nüchterne Reaktion auf den schleichenden Kaufkraftverlust der Leitwährungen. Staaten wie die USA geben seit Jahren deutlich mehr aus, als sie einnehmen. Dadurch wächst der Schuldenberg stetig und Zinszahlungen verschlingen bereits einen immer grösseren Teil der Steuereinnahmen. In einem solchen Umfeld steigt der Anreiz, Währungsrisiken durch reale, begrenzte Vermögenswerte abzusichern.



Vertrauensflucht aus Staatsanleihen

Ein weiterer wesentlicher Grund für den Aufschwung von Gold liegt in der schwindenden Attraktivität von US-Staatsanleihen als vermeintlich „risikofreier“ Anker. Nach der Beschlagnahmung russischer Zentralbankguthaben in westlichen Jurisdiktionen ist vielen Schwellenländern klar geworden, dass Devisenreserven in Dollar oder Euro jederzeit als politisches Druckmittel eingesetzt werden können.

Vor diesem Hintergrund ist die Aufstockung der Goldreserven durch Zentralbanken die logische Folge des globalen Vertrauensverlusts in Papiervermögen. Für uns bedeutet dies, dass Gold und Silber nicht nur als Versicherung gegen Währungs- und Systemrisiken dienen, sondern zusätzlich von struktureller Nachfrage profitieren. Darum bleibt unsere Grundhaltung unverändert: Edelmetalle sind und bleiben ein integraler Bestandteil des Portfolios – nicht aufgrund kurzfristiger Modetrends, sondern weil sich die fundamentalen Argumente, die seit Jahren für diese Anlageklasse sprechen, im Zeitverlauf überzeugend bestätigt haben.

Allerdings rechnen wir damit, dass beiden Edelmetallen zunächst eine spürbare Korrektur bevorsteht. Diese dürfte den Boden für einen letzten, dafür aber umso dynamischeren Aufwärtsschub bereiten. Dass dieser finale Anstieg noch aussteht, halten wir für wahrscheinlich, denn die gefährlichste Phase an den Märkten beginnt erfahrungsgemäss dann, wenn die Euphorie ihren Höhepunkt erreicht. Dies wäre der Fall, wenn Minenaktien stark nachgefragt werden und insbesondere noch unprofitable Explorationsunternehmen in grossem Stil von Privatanlegern zu hohen Bewertungen gekauft werden. Von einem solchen Umfeld sind wir aus unserer Sicht derzeit noch weit entfernt.

Gold Tageschart seit 2020



Quelle: stockcharts.com

KI – Unsere Sicht

Angesichts der dominanten Rolle, welche Künstliche Intelligenz in der öffentlichen Diskussion und an den Finanzmärkten einnimmt, kommen wir nicht umhin, dieses Thema in unserem Ausblick zu behandeln. Im folgenden Abschnitt legen wir deshalb unsere Einschätzung zu Chancen, Risiken und Bewertungen im KI-Bereich dar und zeigen auf, was dies konkret für die Portfolioausrichtung bedeutet.

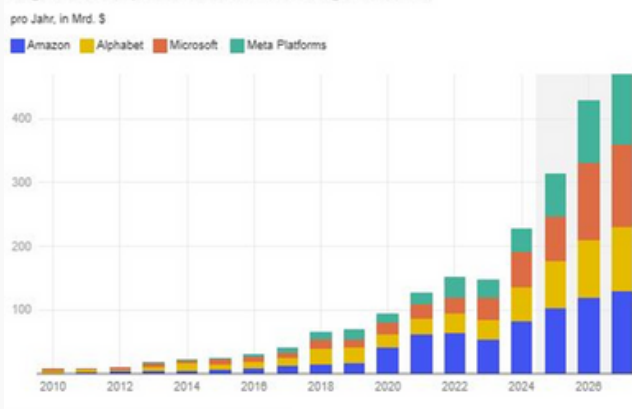
Die KI-Euphorie an den Märkten ist real, aus Anlegersicht jedoch hochgefährlich. Die Technologie wird bestehen bleiben, doch viele der heute gefeierten KI-Aktien dürften sich im Rückblick als sehr schlechte Investments erweisen.

Das Wettrüsten der Hyperscaler

Im Zentrum stehen die gigantischen Investitionen der grossen Plattformkonzerne in Rechenzentren und KI-Infrastruktur. Die Investitionsausgaben von Amazon, Meta, Alphabet und Microsoft erreichen bereits Grössenordnungen, die sich aus betriebswirtschaftlicher Sicht kaum mehr plausibel rechtfertigen lassen. Zumal die künftigen KI-Umsätze kaum ausreichen werden, um Abschreibungen und angemessene Renditen zu decken. Anstatt nüchtern zu kalkulieren, liefern sich die Konzerne ein «Wettrüsten», weil niemand als Erster kapitulieren will – eine Logik, die Investoren aus früheren Überinvestitionszyklen nur zu gut kennen.

Kapitalinvestitionen Amazon, Alphabet, Microsoft und Meta (2010-2026)

Big Tech: Kapitalinvestitionen steigen rasant



Werte ab 2025 entsprechen Analystenschätzungen. Grafik: themarket.ch • Quelle: S&P Global Market Intelligence, datacenters.com, Unternehmensangaben

Quelle: themarket.ch

Auf der Nachfrageseite wächst die Nutzung rasant, etwa bei ChatGPT oder vermehrt auch Gemini von Alphabet, doch die Zahl der wirklich zahlenden Nutzer bleibt ernüchternd gering. Gleichzeitig verbrennen zentrale Akteure enorme Summen, erzielen selbst mit Milliarden-



umsätzen operative Verluste. So prognostiziert OpenAI Verluste von 115 Milliarden US Dollar bis 2029. Und das bei einem Umsatz von 15 Milliarden US Dollar im Jahr 2025 und einem operativen Verlust von 9 Milliarden US Dollar im selben Jahr. Mit anderen Worten: OpenAI verbrennt 1.69 US-Dollar für jeden verdienten US-Dollar. Zudem verschulden sich die Unternehmen zunehmend, um die Kapitalinvestitionen zu finanzieren (z.B. Meta, Oracle).

Die zugrundeliegende Hardware ist extrem teuer, veraltet schnell und muss alle wenige Jahre erneuert werden, was die Anforderungen an künftige Cashflows weiter verschärft. Hierfür ein einfaches, aber eindrückliches Rechenbeispiel aus Themarket.ch:

„Allein die Kapitalinvestitionen von Microsoft, Amazon, Alphabet und Meta für die Jahre 2025 und 2026 summieren sich auf rund 800 Mrd. \$. Angenommen, diese Investitionen werden über einen Zeitraum von sieben Jahren abgeschrieben – was angesichts der kurzen Lebenszeit von Halbleitern ein langer Zeitraum ist: Das bedeutet, dass allein die Abschreibungen mit mehr als 114 Mrd. \$ pro Jahr zu Buche schlagen. Wollen die Hyperscaler über die Abschreibungen und alle anfallenden operativen Kosten (u.a. Energie) hinweg eine halbwegs akzeptable Kapitalrendite von 20% erwirtschaften, müssen sie jedes Jahr Hunderte Milliarden Dollar an neuen Umsätzen generieren, damit sich diese Investitionen rechnen.“

Historische Parallelen zur Blasenbildung

Die Geschichte zeigt, dass Phasen extremer Infrastrukturinvestitionen oft in Überkapazitäten und schmerzhaften Korrekturen enden. Dies war bereits beim Kanal- und Eisenbahnbau, bei den frühen Telefon- und Stromnetzen sowie bei den Glasfaser- und Mobilfunknetzen rund um das Jahr 2000 der Fall: Technologisch setzten sich die Infrastrukturen durch, doch die ursprünglichen Investoren verdienten selten gutes Geld, weil sie den Boom zu teuer kauften. Die aktuelle KI-Euphorie weist dieselben Muster auf – hohe Kapitalinvestitionen, ein mit Hoffnung aufgeladener Zukunftsmarkt und ein Marktumfeld, das diese Geschichte bereitwillig finanziert.

Besonders problematisch ist, dass ein in sich zirkulierendes Finanzsystem die KI-Nachfrage künstlich erhöht. Wenn Nvidia etwa in KI-Unternehmen investiert, die mit diesem Geld wiederum Nvidia-Chips kaufen oder mieten, verschwimmen die Grenzen zwischen echter Endkundennachfrage und subventioniertem Bestellvolumen. Dies ähnelt früheren Booms, in denen Lieferanten, Finanzierer und Kunden in einem engem Geldkreislauf agierten und so eine scheinbar robuste Nachfrage konstruierten, die bei knapper werdender Liquidität abrupt endete.

Die Rolle der "Magnificent 7" und des Index

Ein weiteres Warnsignal ist die hohe Marktkonzentration im S&P 500. Die neun grössten Titel, allesamt Tech-Aktien, machen inzwischen einen Anteil am Index aus, der deutlich über dem Niveau zur Hochzeit der letzten Tech-Blase liegt (37% heute gegenüber 25% im Jahr 2000). Selbst im weltweit anlegenden Aktienindex, MSCI World, kommen die neun teuren Tech-Riesen auf einen Anteil von aktuell 27%, und das obwohl der Index 1'321 Aktien enthält. Wer passiv oder indexnah investiert, trägt somit ein hohes Klumpenrisiko in jenen Unternehmen, die den KI-Boom vorantreiben – und läuft Gefahr, nach einem möglichen Platzen der Blase ein verlorenes Jahrzehnt zu erleben, wie nach dem Ende der Dotcom-Ära.

Für Anleger ist die Unterscheidung zwischen technologischem Nutzen und Investmentqualität entscheidend. Dass KI enorme Effizienzgewinne ermöglichen kann und in vielen Branchen zum Standardwerkzeug werden dürfte, bestreitet niemand. Wer jedoch in den 1990er-Jahren in alle grossen Suchmaschinen investierte, verlor Geld, obwohl die zugrunde liegende Technologie – die Internetsuche – die Welt später veränderte. Denn Google kam zwar spät auf den Markt, dominiert die Suche aber bis heute. Für KI bedeutet das: Die Technologie wird bleiben, viele der heute gehypten Aktien aber nicht – oder zumindest nicht auf dem heutigen Bewertungsniveau. Gleichwohl ist es gut möglich, dass der Hype noch eine Weile anhält, zumal bereits sehr viel über eine angebliche Blase gesprochen wird und das Thema allgegenwärtig ist. Spekulative Exzesse platzen typischerweise erst dann, wenn Vorsicht weitgehend aufgegeben wird und skeptische Stimmen nur noch milde belächelt werden.

Das Beispiel Microsoft

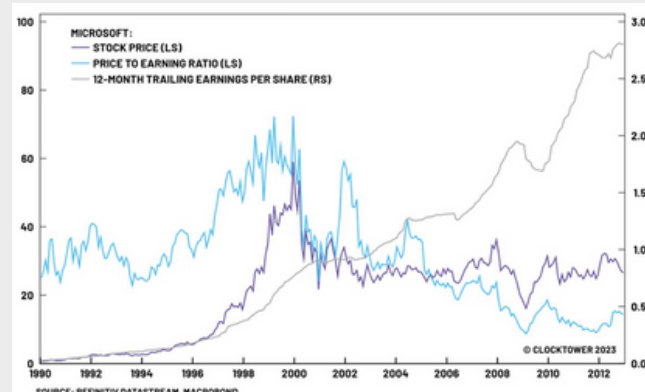
Microsoft liefert ein eindrückliches Beispiel dafür, wie selbst ein qualitativ hervorragendes Unternehmen über viele Jahre hinweg ein miserables Investment sein kann. Während der Dotcom-Blase war Microsoft kein Hype-Projekt ohne Substanz, sondern ein hochprofitabler Softwaregigant mit quasi monopolistischer Stellung, der seine Gewinne auch nach dem Platzen der Blase kontinuierlich steigerte.

Trotz dieser stabilen Geschäftsentwicklung erlebte die Aktie nach 2000 einen massiven Absturz von zeitweise über 75 Prozent und pendelte danach mehr als ein Jahrzehnt lang in einer engen Bandbreite zwischen rund 15 und 35 Dollar. Parallel dazu legte der Gewinn je Aktie bis 2012 fast um den Faktor acht zu und selbst die Finanzkrise 2008/09 konnte diese Entwicklung kaum bremsen – die operative Stärke spiegelte sich schlicht nicht im Kurs wider.

In nachfolgender Grafik wird das eindrücklich sichtbar.

Während die Gewinne pro Aktie stark stiegen (hellgraue Linie), stagnierte der Aktienkurs über einen Zeitraum von mehr als zehn Jahren (violette Linie).

Der Grund dafür war eine brutale Bewertungskontraktion: Das Kurs-Gewinn-Verhältnis sank von über 70 auf einen einstelligen Wert (hellblaue Linie). Dadurch wurde die Aktie für bestehende Aktionäre zu einem frustrierenden Langfristinvestment. Erst als Microsoft im Jahr 2011 zu einem KGV von knapp 10 gehandelt wurde und Technologie an der Börse gerade «out» war, wandelte sich die Aktie von einem überteuerten Liebling zur herausragenden Value-Chance – ein Muster, das sich bei den KI-Highflyern von heute durchaus wiederholen kann.



FAZIT

Das Jahr 2026 verspricht aus unserer Sicht ein Umfeld, in dem selektives, risikobewusstes Investieren wichtiger ist denn je. Die Kombination aus historisch hoch bewerteten US-Aktienmärkten, grosser geld- und fiskalpolitischer Unsicherheit sowie strukturellen Belastungsfaktoren wie Deglobalisierung, Demografie und hohem Schuldenstand spricht dafür, das Chance-Risiko-Verhältnis der klassischen Marktlieblinge kritisch zu hinterfragen.

Für unsere Portfolios bedeutet dies, dass wir an der Untergewichtung der teuren US-Märkte festhalten und den Schwerpunkt auf Regionen und Sektoren legen, die unbeliebt, unterbewertet sowie strukturell untergewichtet sind. Dazu zählen Aktien von Unternehmen aus Schwellenländern mit höherem Wachstumspotenzial, europäische und insbesondere Schweizer Qualitätsunternehmen mit soliden Bilanzen sowie Rohstoff- und Energietitel, die sowohl als Inflationsschutz als auch als Profiteure des strukturellen Wandels dienen. Diese Ausrichtung wird durch eine strategische Allokation in Edelmetalle ergänzt. Edelmetalle haben sich als Absicherung gegen Währungs- und Systemrisiken bewährt und werden von der anhaltenden Nachfrage der Zentralbanken gestützt.

Angesichts geopolitischer Verschiebungen, einer Rekordverschuldung in den Industrieländern und teils sehr teurer Aktienmärkte ist es unsere Aufgabe, das Vermögen bestmöglich zu erhalten und vor dem Kaufkraftverlust durch Inflation zu schützen, statt kurzfristigen Gewinnen nachzujagen.

Wir danken allen unseren Kundinnen und Kunden für das entgegengebrachte Vertrauen und unseren Leserinnen und Lesern für ihre Zeit und wünschen ihnen ein erfolgreiches, gesundes und glückliches neues Jahr!

Disclaimer

Diese Publikation dient ausschliesslich Informationszwecken und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf einer Anlage oder eines anderen spezifischen Produkts dar. Die hierin enthaltene Analyse stellt weder eine persönliche Empfehlung dar, noch berücksichtigt sie die besonderen Anlageziele, Anlagestrategien, finanziellen Verhältnisse und Bedürfnisse eines bestimmten Empfängers. Alle Informationen und Meinungen, die in diesem Dokument zum Ausdruck kommen, stammen aus Quellen, die als zuverlässig und in gutem Glauben erachtet werden; es wird jedoch keine ausdrückliche oder stillschweigende Zusicherung oder Gewährleistung hinsichtlich ihrer Richtigkeit oder Vollständigkeit gegeben. Alle Informationen und Meinungen sowie alle Prognosen, Schätzungen und angegebenen Marktpreise entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichts und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Dieses Dokument kann persönliche Meinungen enthalten, die nicht unbedingt die Position eines Mitglieds der CV Invest Partners AG widerspiegeln. Obwohl die in diesem Dokument enthaltenen Informationen aus als zuverlässig erachteten Quellen stammen, übernimmt kein Mitglied der CV Invest Partners AG eine Gewähr für deren Richtigkeit, und diese Informationen können ungenau, unvollständig oder verkürzt sein. Alle Meinungen in diesem Dokument können sich ohne Vorankündigung ändern.