

*Meinung***Aktienmärkte trotzen allen Krisen, wie einst vor dem Dotcom-Crash**

Pirmin Hotz

**Der Nasdaq hat sich in sechs Jahren vervierfacht, die Bewertungen erreichen ein Niveau wie während der Blase von 2000. Ob finanzielle Repression die Hausse rettet oder ein Crash droht – zwei Faktoren entscheiden.**

Was ist nur los an den Aktienmärkten? Nach dem Zöllhammer im April letzten Jahres liess der legendäre Banker Oswald Grübel über die Medien verlauten, dass er sein Geld primär in Liquidität parke und der Zeitpunkt für Aktienkäufe noch nicht gekommen sei. Seither erklimmen die Aktienmärkte ein Hoch nach dem anderen.

Es scheint, als ob sie jede Schwerkraft verloren hätten. Weder die Kriege in der Ukraine und im Iran noch die wirre Zollpolitik von US-Präsident Donald Trump oder steigende Inflation und Zinsen können die Märkte nachhaltig erschüttern. Zwischenzeitliche Korrekturen werden innerhalb weniger Tage oder Wochen von kräftigen Haussen abgelöst.

Angetrieben vom Hype um die künstliche Intelligenz (KI) beeindruckt insbesondere die Performance der amerikanischen Technologiebörse Nasdaq 100. Der Index hat sich mit einer atemberaubenden Rendite von jährlich rund 26% innerhalb von gut sechs Jahren etwa vervierfacht.

Die Bewertungen der Dividendenpapiere stehen auf einem Niveau, wie dies zuletzt vor dem Platzen der Dotcom-Blase der Fall war. Gemessen am Shiller-KGV wird der US-Aktienmarkt derzeit mit dem rund vierzig- (S&P 500) bis sechzigfachen Gewinn (Nasdaq) bewertet. Zur Jahrtausendwende korrigierte der S&P 500 um 40%, während die Technologiebörse Nasdaq sogar um 80% einbrach – der Index musste sich danach im Kurs verfünffachen, um die Verluste auszubügeln. Stehen wir, ähnlich wie damals, kurz vor einem Börsenkollaps?

**Warren Buffett leidet unter der KI-Euphorie**

Ein Indiz, das für eine Blase spricht, ist das euphorische Verhalten vieler Investoren. Sie begnügen sich nicht mehr mit der Rendite von jährlich 7 bis 9%, die Aktien langfristig abwerfen. Wer kann es Anlegern verübeln, wenn Titel von wachstumsgetriebenen Unternehmen wie ASML, Intel oder Nvidia innerhalb von Tagen oder

Wochen eine zweistellige Rendite abwerfen?

Die Börsenhausse ist fast ausschliesslich getrieben von Aktien des Technologie- und Informationssektors rund um das Gebiet der KI. «Benchmark Huggers», die indexnah investieren, profitieren in dieser Phase vom heissgelaufenen US-Aktienmarkt, der im Weltmarktindex MSCI ein Gewicht von deutlich über 60% einnimmt und stark von der Informationstechnologie getrieben ist. Gemäss Schätzungen deckt eine überschaubare Anzahl Unternehmen, die von der Entwicklung auf dem Gebiet der KI profitieren, zwischenzeitlich gegen 50% des US-Aktienmarktes ab.

Die Musik spielt derzeit bei den KI-Giganten und nicht bei «langweiligen» Konzernen wie Coca-Cola, Nestlé, Procter & Gamble oder Siemens, die stetigen Gewinn erzielen und eine attraktive Dividende ausschütten. Wertorientierte Investoren wie das Orakel von Omaha, Warren Buffett, essen in diesen Goldgräberzeiten hartes Brot. Die monumentale Unterperformance von über 30 Prozentpunkten, die er mit seiner Berkshire Hathaway innerhalb von Jahresfrist gegenüber dem S&P 500 ausweisen musste, spricht Bände.

«Parallelen zur Dotcom-Blase der Jahrtausendwende sind unübersehbar.»

Mit den Börsengängen der Raumfahrt- und KI-Unternehmen SpaceX, Anthropic und OpenAI könnte die Tech-Euphorie ihren Höhepunkt erreichen. Ihre sagenhaften Bewertungen basieren zu einem signifikanten Teil auf Ertrag, der zirkulär untereinander erzielt wird. In einem beschleunigten Verfahren werden die drei Gesellschaften in die grossen Indizes aufgenommen werden – ein ordnungspolitischer Skandal, zumal Heerscharen von passiven Anlegern prozyklisch in Klumpenrisiken gedrängt werden. Experten warnen bereits vor einer Blase des passiven Investierens.

Zum Börsenstart erreichte die von Elon Musk kontrollierte SpaceX, die im letzten Jahr gerade einmal 19 Mrd. \$ an Umsatz generierte und einen Verlust von

## FINANZ und WIRTSCHAFT

5 Mrd. \$ auswies, eine astronomische Börsenkapitalisierung von über 2 Bio. \$. Ob die gigantischen Ziele des Weltraumvisionärs Musk am Ende aufgehen werden, steht buchstäblich in den Sternen.

Aus Erfahrung wissen wir, dass euphorisierte Anleger fast über Nacht panisch reagieren, wenn die Börsenstimmung einmal kippt. Ein Indiz, das für eine Überhitzung spricht, ist ein beängstigendes KI-Washing. Jedes Unternehmen, das sich eine höhere Börsenbewertung wünscht, reichert sein Geschäftsmodell mit KI-Fantasie an. Parallelen zur Dotcom-Blase der Jahrtausendwende sind unübersehbar.

### Finanzielle Repression treibt Aktienkurse

Es kann aber auch ganz anders kommen und die Hausse sich fortsetzen. Dabei könnte ausgerechnet eine besorgniserregende geopolitische Entwicklung für Rückenwind sorgen, von der man eher die gegenteilige Wirkung erwarten würde: die weltweit ausufernde Staatsverschuldung.

Zwar stehen die Zinsen in den Vereinigten Staaten von Amerika, in Grossbritannien und in Japan so hoch wie seit rund fünfzehn Jahren nicht mehr, doch es zeichnet sich immer mehr ab, dass der Druck der Politik auf die führenden Notenbanken der Welt – USA, Japan und Europa – zunehmen wird, die Zinsen zu senken, um den Haushalt zu schonen und einen Staatsbankrott zu vermeiden.

Das Zauberwort wird finanzielle Repression lauten. Dabei werden die Zinsen signifikant unterhalb des Inflationsniveaus gehalten. Japan macht es seit vielen Jahren vor: Es ist mit horrenden 235 % des Bruttoinlandprodukts verschuldet, und der Leitzins liegt mit 0,75 % um satte 2,5 Prozentpunkte tiefer als die durchschnittliche Inflation des Jahres 2025, die rund 3,2% betrug.

Die Bank of Japan hat ihre Unabhängigkeit von der Politik längst aufgegeben. Als Folge der finanziellen Repression Nippons wetten spekulative Hedge Funds mit günstigen Yenkrediten und sogenannten Carry Trades auf eine dramatische Abwertung der japanischen Valuta, deren historische Unterbewertung wiederum die Aktienkurse befeuert.

In den USA, wo die Inflation auf ähnlich hohem Niveau wie in Japan lag, beträgt der Leitzins deutlich höhere 3,75 % – zum Ärger des amerikanischen Präsidenten. Es wird sich

zeigen, ob sich der neue Notenbankchef Kevin Warsh dem Druck Trumps, die Zinsen zu senken, widersetzen kann.

«Ein Shiller-KGV von 40 oder 50 könnte unter diesen Voraussetzungen zur Normalität werden.»

Inwieweit sich die Börsenhausse fortsetzen oder es zu Rückschlägen kommen wird, hängt somit von zwei zentralen Fragen ab. Erstens: Werden die KI-Unternehmen, die fast ausschliesslich für den gegenwärtigen Börsenboom verantwortlich zeichnen, die hohen Erwartungen erfüllen oder sogar übertreffen können? Zweitens: Wie werden die führenden Notenbanken mit dem zunehmenden Druck umgehen, sowohl den Forderungen der Politik als auch den steigenden Inflationserwartungen gerecht zu werden?

Enttäuschungen in den stürmischen Wachstumsplänen der KI-Branche können jederzeit zu einer zwischenzeitlichen Baisse führen. Setzt sich hingegen der Wille der Politik zur Durchsetzung finanzieller Repression durch, werden sich immer mehr Investoren gezwungen sehen, ihre Gelder in Aktien anzulegen, um sich vor schleichender Enteignung durch den Staat zu schützen.

Infolge notorisch tiefer Zinsen käme es an den Finanzmärkten zu einem eigentlichen Paradigmenwechsel, weil bewährte Bewertungsmaassstäbe kaum mehr etwas taugen würden. Ein Shiller-KGV von 40 oder 50 könnte unter diesen Voraussetzungen zur Normalität werden.

Jim Rogers, der amerikanische Rohstoffguru und ehemalige Geschäftspartner von George Soros, verkündete bereits vor zehn Jahren, dass «ein Crash biblischen Ausmasses» bevorstehe. Das Gegenteil ist eingetroffen. Auch heute wissen wir nicht, was die Zukunft bringt.

Warren Buffett durchlitt bereits Ende der Neunzigerjahre eine Phase der monumentalen Unterperformance. Danach kam es zu einem beeindruckenden Comeback des legendären Value-Investors. Die Anlegergemeinde ist gut beraten, den Altmeister auch in seinem hohen Alter nicht vorzeitig abzuschreiben.

---

**PIRMIN HOTZ** ist Gründer und Inhaber der Dr. Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen mit Sitz in Baar.