



Flossbach von Storch

Sehr geehrte Kundinnen und Kunden,

ein weiteres Jahr mit politischen Turbulenzen liegt hinter uns. Der von Donald Trump geführte Handelskrieg ist zwar fast in Vergessenheit geraten; der blutige Krieg in der Ukraine, inmitten Europas, ist es – trotz vollmundiger Ankündigungen des US-Präsidenten und selbsternannten Friedensstifters – dagegen nicht.

Europa steht am Scheideweg. Nicht allein wegen der russischen Bedrohung. Die Staatsschulden wachsen immer weiter und schneller. Die Bevölkerung wird immer älter, während es an Nachwuchs fehlt. Wachstum und Innovation gedeihen dieser Tage woanders. Es bedarf gewaltiger Reformen, um den „alten“ Kontinent wieder konkurrenz- und damit zukunftsfähig zu machen. Ob die Regierungen, die sich nicht zuletzt populistischer Kräfte erwehren müssen, den Mut aufbringen werden und die Wähler ausreichend Geduld, bleibt abzuwarten.

Als Unternehmer und Investoren bewegen wir uns damit in einem Spannungsfeld. Wir müssen pragmatisch handeln und dürfen unseren unternehmerischen Optimismus niemals leichtfertig über Bord werfen – einerseits. Andererseits wäre es fahrlässig, politische Fehlentwicklungen und Risiken einfach auszublenden.

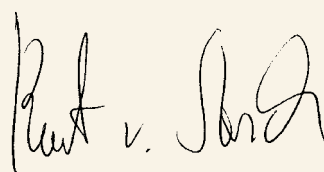
Wir haben in den vergangenen Jahren viele Schritte unternommen mit dem Ziel, uns für die Zukunft nachhaltig aufzustellen. Wir haben Verantwortung auf mehrere Schultern verteilt, indem wir die Geschäftsführung erweitert und verjüngt haben. Dr. Tobias Schafföner, Dr. Till Schmidt und Marcus Stollenwerk haben vor zwei Jahren den Anfang gemacht. Mit den Berufungen von Christian Schlosser und Dr. Tobias Hirsch in diesem Januar ist die Geschäftsführung komplettiert. Die beiden Kollegen vertreten die Bereiche Fondsvertrieb sowie IT und Daten. Wir haben zudem unsere Rechtsform geändert – aus der deutschen Aktiengesellschaft ist eine europäische geworden, eine „Societas Europaea“.

Unser Anspruch ist es, das Unternehmen als generationenübergreifende, langfristig unabhängige Institution zu etablieren. Auch in Zukunft werden wir ausschließlich in Ihrem Interesse, im Interesse unserer Kunden handeln und es vertreten. Ihr Vertrauen ist uns Ansporn und Verpflichtung zugleich. Vielen Dank dafür!

Wir wünschen Ihnen ein gutes, vor allem gesundes neues Jahr!



Dr. Bert Flossbach



Kurt von Storch

RÜCKBLICK

2025 war ein turbulentes Jahr an den Kapitalmärkten, das von zwei Seiten bestimmt wurde, die kaum gegensätzlicher sein könnten – Donald Trump und Künstliche Intelligenz (KI).

Keine zwei Wochen nach der Vereidigung zum 47. Präsidenten der USA kündigte Donald Trump am 1. Februar eine erste Welle neuer Zölle auf Importe aus Kanada, Mexiko und China an. Nach einer kurzen Irritation setzten die Aktienmärkte ihren Anstieg bald wieder fort. Mitte Februar erreichte der amerikanische Leitindex S&P 500 ein vorläufiges Allzeithoch von 6.144 Punkten, ein Plus von 4,5 Prozent in nur sechs Wochen. Dann ging es bergab. Die Sorge, dass sich die gigantischen Investitionen in die Künstliche Intelligenz nicht ausreichend amortisieren, wenn es Startups wie dem chinesischen DeepSeek gelingen könnte, mit weniger Aufwand genauso leistungsfähig zu sein wie die rechenintensiven US-Modelle, ließ die Kurse der acht größten Technologieaktien bis Mitte März um gut 16 Prozent fallen und zog den gesamten US-Aktienmarkt mit in die Tiefe.

Hiervon unbeeindruckt zeigten sich die europäischen Aktienmärkte. Die Ankündigung der neuen deutschen Bundesregierung, ein 500 Milliarden Euro schweres Investitionsprogramm aufzulegen, schürte Hoffnungen auf eine Wiederbelebung der deutschen und europäischen Wirtschaft, was auch die Aktienkurse beflügelte. Mitte März betrug der Performancevorsprung europäischer Aktien gegenüber US-Titeln fast 20 Prozent. Der deutsche Aktienindex Dax lag zu diesem Zeitpunkt sogar 27 Prozent vor dem S&P 500, was auch an der aufkommenden Schwäche des US-Dollars lag.

Dann wurde es turbulent. Am 2. April schockte Donald Trump die Kapitalmärkte mit der Ankündigung exorbitanter Zölle, die sich am Handelsdefizit der USA gegenüber einzelnen Handelspartnern orientierten. Es sollte der Beginn einer erratischen Zoll- und Außenpolitik sein, die weltweit zu maximaler Unsicherheit bei Regierungen, Unternehmen und Investoren führte. Alles war möglich, nichts mehr sicher. In den Folgetagen stürzten die Aktienmärkte weltweit ab. Am 8. April schloss der S&P 500 unter der Marke von 5.000 Punkten, fast 20 Prozent tiefer als der Höchststand von Mitte Februar, und zog auch den US-lastigen Aktienindex MSCI World mit in die Tiefe.

Der Unmut der stark am Aktienmarkt engagierten US-Bevölkerung und die Sorgen vor Kollateralschäden im gesamten Finanzsystem wuchsen, was Donald Trump zu einer ersten Kehrtwende bewog. Als der Aktienmarkt am 9. April erneut im Minus eröffnete, kündigte Trump eine temporäre Aussetzung der Zollerhöhungen an, um bilaterale Deals mit den einzelnen Handelspartnern abzuschließen. Die Kurse erholten sich wieder. Zum Handelsschluss lagen die Notierungen zehn Prozent über den Eröffnungskursen.

Im Verlauf der Folgemonate hangelte sich der US-Präsident von einem Deal zum nächsten und kombinierte Zoll-, Handels-, Außen- und Sicherheitspolitik in einer nie dagewesenen Form. Die Finanz-

märkte begannen, sich mit Trumps flatterhaftem Regierungsstil zu arrangieren, der von Investoren mit dem Begriff „TACO“ bezeichnet wurde: *Trump always chickens out* – Trump kneift, wenn es eng wird. Mit anderen Worten: Cool bleiben, denn die Suppe wird nicht so heiß gegessen, wie sie gekocht wird. Die Lage an der Zollfront beruhigte sich und die Aktienmärkte setzten ihre Erholung fort. Der US-Präsident konzentrierte sich zunehmend auf die Außenpolitik, mit dem Ziel, ein Image als globaler Friedensstifter aufzubauen oder der Europäischen Union (EU) und NATO zu zeigen, wer die Hosen anhat.

Mit der Zeit rückte ein anderes Thema wieder in den Vordergrund: Künstliche Intelligenz. Ein gigantischer Investitionsboom stützte die vom Zollchaos bedrohte US-Wirtschaft und weckte die Lebensgeister an der US-Börse. Diese nahm wieder Fahrt auf und

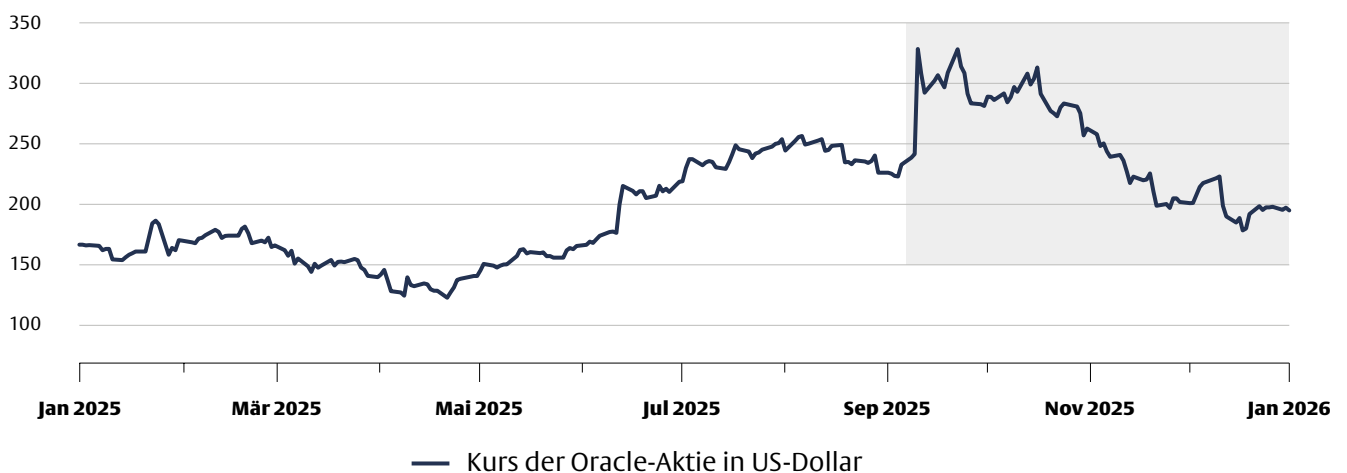
erreichte Ende Juni erneut die Höchststände aus dem Februar, um dann nahezu unterbrechungsfrei ein neues Hoch nach dem anderen zu erklimmen. Europäische Anleger bekamen davon allerdings wenig mit. Zum einen, weil der schwache US-Dollar die Kursgewinne von US-Aktien weitgehend aufwog, zum anderen, weil die Aufwärtsdynamik bei europäischen Aktien erlahmte.

Am Abend des 9. September gab es eine spektakuläre Mitteilung in Sachen KI. Der US-Softwarekonzern Oracle meldete nach Börsenschluss ein regelrechtes Auftragswunder. Im abgelaufenen Quartal seien neue Aufträge mit einem Volumen von gut 300 Milliarden US-Dollar hereingeholt worden, was den Auftragsbestand auf 455 Milliarden und damit auf das Achtfache des Jahresumsatzes katapultierte. Die Anleger reagierten euphorisch. Am nächsten Tag

Grafik 1

Der große Irrtum

10. September 2025: Oracles Auftragswunder katapultiert den Aktienkurs um 36 Prozent nach oben



Quelle: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2025

Hiermit wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet.
Die enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar.
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

schoß der Aktienkurs um 36 Prozent in die Höhe (vgl. Grafik 1), der Marktwert des Unternehmens stieg um 250 auf 930 Milliarden US-Dollar.

Für kurze Zeit sah es so aus, als hätte es die KI geschafft, die ökonomische Gravitationskraft an der Börse aufzuheben und nebenbei den Oracle-Chef und -Mitgründer Larry Ellison zum reichsten Mann der Welt zu machen. Wenige Tage später stellte sich heraus, dass hinter der Orderflut praktisch nur ein einziges Unternehmen steckte: der ChatGPT-Betreiber OpenAI. Das junge Unternehmen verdient natürlich noch nicht genügend Geld, um die bei Oracle bestellte Rechenleistung zu bezahlen und Oracle wiederum verfügt noch nicht über die Datencenter, die es braucht, um die Rechenleistung zu erbringen. Hinzu kam, dass Microsoft den Großauftrag zuvor dankend abgelehnt hatte, was auf eine niedrige Gewinnspanne schließen ließ.

Man könnte es wie folgt zusammenfassen: Ein junges, stark wachsendes Unternehmen ohne Geld, aber mit großer Zukunft (OpenAI), erteilt einem etablierten, aber kaum wachsenden und hochverschuldeten Unternehmen (Oracle) einen nur schwer kalkulierbaren Großauftrag für eine Dienstleistung, die dieses Unternehmen noch nie angeboten hat und für dessen Erfüllung es weitere Schulden aufnehmen muss. Normalerweise würde eine solche Nachricht den Aktienkurs des betroffenen Unternehmens sofort auf Talfahrt schicken. In Phasen maximaler Euphorie wird jeder Nachricht hingegen nur das Positive abgewonnen und so notierte die Oracle-Aktie auch Wochen später noch über der Marke von 300 Dollar. Erst Ende Oktober kehrte Besinnung ein. Der Aktienkurs begann seine Talfahrt, die bis Mitte Dezember anhielt und den Kurs auf rund 180 Dollar drückte. Aus dem ursprünglichen Marktwertanstieg von 250 Milliarden US-Dollar wurde ein Verlust von rund 170 Milliarden US-Dollar.

Fast zur gleichen Zeit schrieb ein anderes Unternehmen Börsengeschichte. Der US-Chiphersteller Nvidia

erreichte am 29. Oktober als erstes Unternehmen der Welt einen Börsenwert von 5 Billionen (5.000 Milliarden) US-Dollar. Dank seiner technologischen Vormachtstellung ist Nvidia der größte Profiteur des KI-Investmentbooms. Es verkauft seine Chips mit exorbitanten Margen an die großen Datencenterbetreiber („Hyperscaler“) und benötigt dank ausgelagerter Fertigung nur wenig Kapital. Allerdings hängt kaum ein Unternehmen so stark vom KI-Boom ab wie Nvidia, denn die anderen Kundensegmente wie Gaming oder Automotive stehen nur für rund zehn Prozent des Umsatzes.

Fragt man Anleger, wo 2025 das meiste Geld zu verdienen war, werden fast immer die schlagzeilenträchtigen Aktien der großen Technologieunternehmen, insbesondere Nvidia, genannt. Die Realität sieht allerdings anders aus. Abgesehen von wenigen Ausnahmen war die Entwicklung bei den großen Technologiewerten eher enttäuschend, vor allem, wenn man sie durch die Brille eines Euro-Investors betrachtet (vgl. Tabelle 1).

Wie sehr die Performance von US-Aktien beim Blick durch die Euro-Brille leidet, verdeutlicht auch ein Blick auf die Performanceentwicklung des S&P 500 Index (vgl. Grafik 2). Während die Anlage in US-Dollar eine stolze Rendite von 17,4 Prozent erzielte, schrumpfte dieser Gewinn für Euro-Anleger aufgrund der Währungsverluste auf 3,5 Prozent zusammen. Beim gleichgewichteten S&P 500 Index stand unterm Strich in Euro sogar ein Minus von gut zwei Prozent.

Die eigentlichen Performance-Stars des Jahres 2025 waren Bank- und Rüstungsaktien, genauer gesagt europäische Bank- und Rüstungsaktien. Mit einem Plus von 91 Prozent konnten Bankaktien (Euro Stoxx 50 Banken-Index inklusive Brutto-Dividenden) ein historisch einzigartiges Anlagejahr verbuchen. Die Gewinne der Banken sind 2025 aber nur um circa acht Prozent gegenüber dem Vorjahr gestiegen. Die

Tabelle 1

Performance-Überraschungen 2025

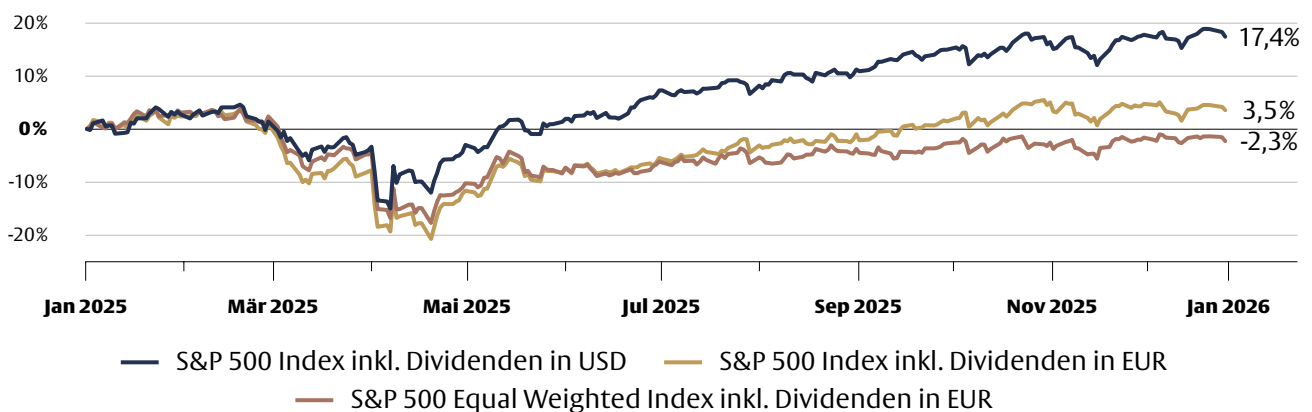
Unternehmen	Börsenwert in Mrd. US-Dollar	Performance in USD 2025 in % inkl. Dividenden	Performance in EUR 2025 in % inkl. Dividenden
Nvidia	4.532	38,9%	22,5%
Apple	4.017	9,0%	-3,8%
Alphabet	3.782	65,4%	45,9%
Microsoft	3.594	15,6%	1,9%
Amazon	2.468	5,2%	-7,2%
Meta	1.664	13,1%	-0,3%
Tesla	1.496	11,4%	-1,8%
Broadcom	1.641	50,6%	32,8%
Oracle	560	18,2%	4,2%
Durchschnitt (ungewichtet)		25,3%	10,5%
Euro Stoxx Banken-Index	1.298	116,5%	90,9%
Bloomberg Rüstungsindex Europa	768	98,0%	74,6%

Quelle: Bloomberg, Unternehmenspräsentationen, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2025
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Grafik 2

Ein Index, drei Ergebnisse

S&P 500 (jeweils prozentuale Veränderung gegenüber dem 1. Januar 2025 = 100)



Quelle: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2025
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

extreme Kursentwicklung ist also in erster Linie auf die deutlich gestiegene Bewertung der Bankaktien zurückzuführen, die ein gestiegenes Vertrauen in die Qualität der Bankbilanzen reflektiert. So ist das Verhältnis von Börsenwert zu bilanziellem Eigenkapital im Jahresverlauf von 0,8 auf 1,36 gestiegen und hat damit das höchste Niveau seit Anfang 2008 erreicht (vgl. Grafik 3). Die historisch einmalige Performance der Bankaktien hat dazu geführt, dass fast die Hälfte der gesamten Indexperformance des EuroStoxx 50 von den acht darin enthaltenen Banken stammt.

Den Abgesang auf den Standort Deutschland sollte man nicht mit dem Abgesang auf deutsche Unternehmen gleichsetzen. Das Jahr 2025 hat gezeigt, dass Totgesagte oft länger leben und Helden manchmal straucheln. Chinas Elektroautokönig BYD wächst zwar stark, verdient aber aufgrund des mörderischen Preiskampfs im Massensektor nur geringe Margen. Die frühere Euphorie ist zuletzt einer nüchterneren Betrachtung gewichen, was der BYD-Aktie im Jahr 2025 ein Minus von gut vier Prozent beschert hat.

Grafik 3

Kurs über Buch

Kurs-Buchwert-Verhältnis des Euro Stoxx 50 Banken-Index



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2025

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

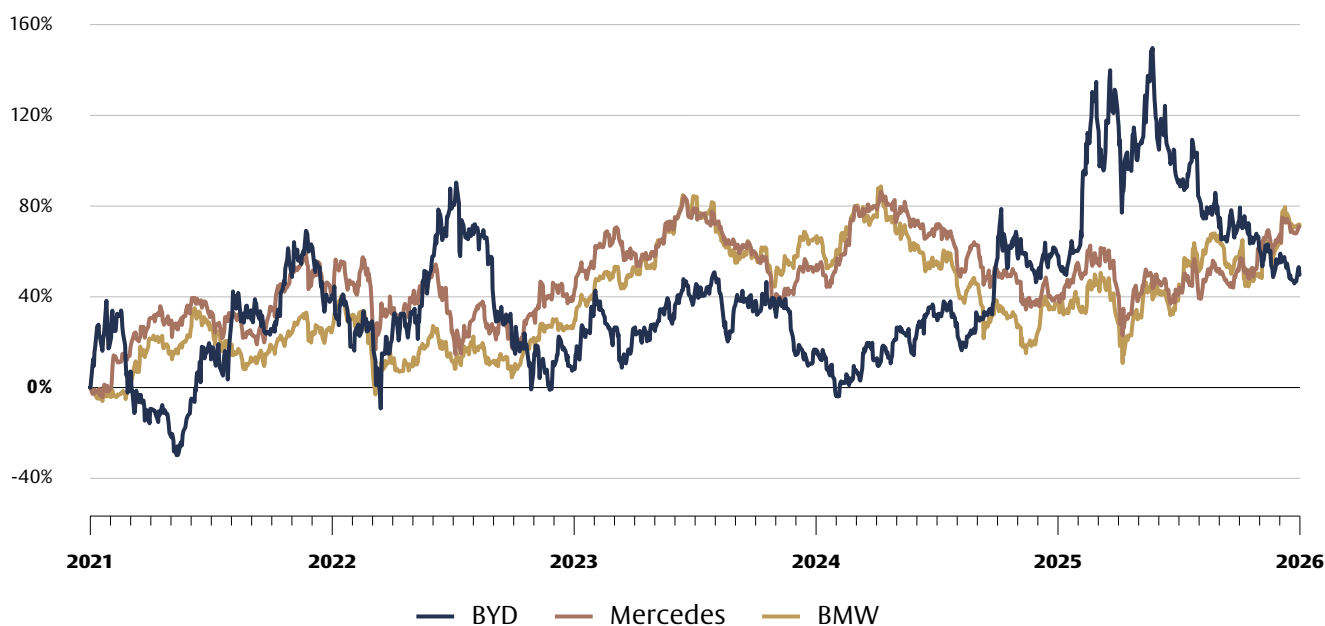
Dagegen haben sich die Aktien der viel gescholtenen deutschen Premiumhersteller BMW und Mercedes in 2025 mit einem Plus von 24 beziehungsweise 21 Prozent (inkl. Dividenden) recht gut geschlagen und schneiden auch im Fünffjahresvergleich besser als die Chinesen ab (vgl. Grafik 4).

Für die Aktien der weltgrößten Sportartikelhersteller war 2025 hingegen kein gutes Jahr. Trumps Zollpolitik und hausgemachte Probleme drückten die Gewinne und Aktienkurse der beiden Ikonen Nike und Lululemon. Dagegen setzte Adidas seine Rückkehr zu alter Profitabilität fort, was an der Börse allerdings nicht belohnt wurde (vgl. Grafik 5).

Der große Lichtblick im Jahr 2025 war der Goldpreis, der am 26. Dezember einen historischen Höchststand von 4.533 US-Dollar erreichte. Für das Gesamtjahr stand schließlich ein Plus von 65 Prozent in US-Dollar zu Buche (vgl. Grafik 6), wovon in Euro immerhin noch 45 Prozent übrigblieben. Weniger erfreulich sind dagegen die Gründe für den starken Anstieg des Edelmetalls. Die zunehmenden geopolitischen Spannungen und die steigende Verschuldung vieler Staaten haben den Charakter von Gold als Wertaufbewahrungsmittel und Währung der letzten Instanz noch stärker in den Vordergrund gerückt. Vor allem in den goldaffinen Ländern haben Notenbanken und Privatanleger ihre Goldbestände erhöht, während sich bei den Amerikanern der Appetit auf Gold noch in Grenzen hält.

Grafik 4

Deutsche Autoaktien schlagen chinesischen Elektrokönig Gesamtertrag inklusive Dividenden in Euro über die letzten fünf Jahre



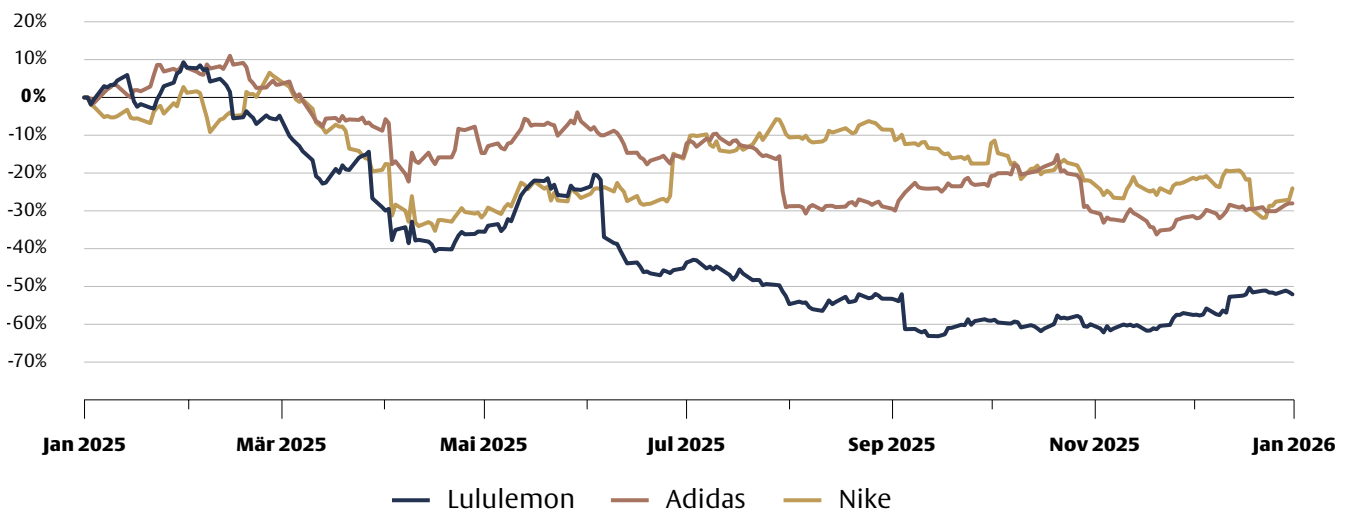
Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2025

Hiermit wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet.
Die enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar.
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Grafik 5

Sport war Mord

Gesamtertrag inklusive Dividenden in Euro im Jahr 2025

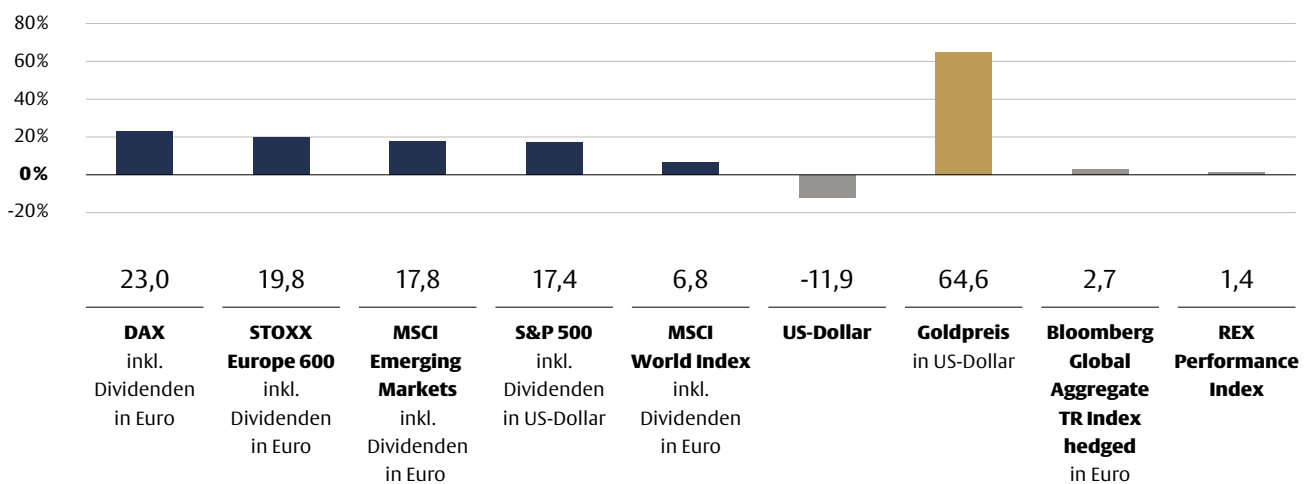


Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2025

Hiermit wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet.
Die enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar.
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Grafik 6

Kapitalmarktentwicklung 1. Januar bis 31. Dezember 2025



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2025

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

AUSBLICK

Ähnlich wie in der zweiten Hälfte der 90er Jahre, als die Internetära die Welt zu verändern begann, elektrisiert das Thema Künstliche Intelligenz Unternehmer, Investoren, Visionäre und Spekulanten.

Eigentlich ist KI ein alter Hut. Der Begriff „Artificial Intelligence“ wurde 1956 von John McCarthy, einem Informatiker und Mathematiker, geprägt. Jahrzehntelang verlief die Entwicklung weitgehend unbemerkt von der Öffentlichkeit, wenn man von dystopischen KI-Science-Fiction-Filmen wie Matrix, Ex Machina oder Her absieht. Neuronale Netze und maschinelles Lernen bildeten die Grundlage für KI-getriebene Dienstleistungen. Die Menschen waren aber lange Zeit eher passive Nutzer. Der aktive Einsatz von KI war Profis oder Technologie-Nerds vorbehalten.

Das änderte sich vor drei Jahren, als das Unternehmen OpenAI sein Sprachmodell ChatGPT veröffentlichte und damit die erste KI-Version für jedermann

anbot. Im Gegensatz zu den altbekannten Suchmaschinen konnte das neue Werkzeug nicht nur erkennen, sortieren und empfehlen, sondern auch etwas generieren, zum Beispiel Gedichte, Geschichten, Formulierungen, Textzusammenfassungen und dann sogar Bilder, Videos oder Musik. Anfangs produzierte das Sprachmodell noch sehr viel Unsinn, im Fachjargon als Halluzinationen bezeichnet, wurde dann aber korrekter und verlässlicher. ChatGPT ist zur erfolgreichsten App beziehungsweise Plattform aller Zeiten geworden und konnte in nur drei Jahren fast 900 Millionen wöchentliche Nutzer gewinnen. OpenAI ist aber nicht allein. Die derzeit am stärksten wachsende KI-App Gemini von Google bringt es inzwischen auf rund 600 Millionen monatliche Nutzer.

Die Wettbewerbsintensität im Bereich der Sprachmodelle ist enorm. Zwar entwickelte sich ChatGPT binnen drei Jahren zur erfolgreichsten App aller Zeiten. Allerdings holt Googles Gemini auf und bringt es inzwischen auf 600 Millionen monatliche Nutzer.

KI-Investitionsboom und Börsenblase

KI öffnet das Tor zu einer neuen Welt mit scheinbar unbegrenzten Möglichkeiten. Bahnbrechende Innovationen befeuern die Fantasie der Investoren bis zum Äußersten.

Legales Fahren ohne Führerschein, Medikamente, die sich fast von allein entwickeln, sichtbare und unsichtbare Helfer in allen Lebensbereichen, das Ende der Arbeitskräfteknappheit: Das gigantisch erscheinende Chancenpotenzial eines faszinierenden Themas und ein fast klerikaler Glaube an den neuen Heilsbringer sind ein fruchtbarer Nährboden für eine Börsenblase.

Dabei ist zwischen der technologischen Neuerung einerseits und dem Investitionsverhalten von Unternehmen und Anlegern andererseits zu unterscheiden. Die Entwicklung der Künstlichen Intelligenz ist keine Blase, genauso wenig wie das Internet eine Blase war. Im Gegenteil: Selten wurde das langfristige Potenzial einer Innovation so unterschätzt, wie es beim Internet zur Jahrtausendwende der Fall war. Wenn heute von der Dotcom-Blase die Rede ist, sind nicht zu hohe Erwartungen an das Internet gemeint, sondern an den wirtschaftlichen Erfolg der Unternehmen. Damals schürten marktschreierische Analysten und Investor-Relations-Abteilungen die Gier naiver Anleger und katapultierten fragwürdige Unternehmen ohne nachhaltige Geschäftsmodelle für kurze Zeit in den Börsenhimmel. Die eigentlichen Internet-Gewinner waren zu diesem Zeitpunkt oft noch nicht einmal gegründet (Alphabet, Meta, Uber, Spotify, Shopify, Airbnb etc.) oder hatten noch völlig andere Geschäftsmodelle (Apple, Netflix). Als diese Unternehmen ihren Siegeszug antraten, waren die meisten Ikonen des Dotcom-Booms bereits von der Bildfläche

verschwunden oder nur noch ein Schatten ihrer selbst. Es dauerte fast drei Jahre, bis die spekulative Luft an der Technologiebörse Nasdaq entwichen war. Der Index verlor in dieser Zeit rund 80 Prozent und benötigte 15 Jahre, um wieder seinen alten Höchststand zu erreichen.

Es muss aber nicht die oft zitierte Gier sein, die einen Investitionsboom und eine Spekulationsblase kreiert. Auch die Sorge von Unternehmenschefs, dass ihr eigenes hochprofitables Geschäft durch ein anderes Unternehmen oder eine neue Technologie disruptiert wird, kann eine Investitionswelle in Gang setzen. Genau das passiert gerade. Für die Platzhirsche ist es sinnvoll, ihr hochprofitables Geschäft und die vielen Billionen US-Dollar Börsenwert zu schützen, indem sie selbst KI-Dienstleistungen anbieten oder gigantische Datacenter für Dritte betreiben. Die Losung lautet: Lieber zu viel investieren als vom KI-Zug überrollt werden. Mark Zuckerberg, der Chef von Meta, brachte es auf den Punkt: „Ein paar hundert Milliarden Dollar in den Sand zu setzen, wäre zweifellos schmerzhaft. Das eigentliche Risiko liegt jedoch darin, aus Vorsicht gar nicht zu investieren.“

Der KI-Investitionsboom der sogenannten „Hyperscaler“ (Amazon, Alphabet, Meta und Microsoft) ist also auch eine Versicherung gegen unliebsame Konkurrenz und damit defensiver Natur. Dennoch schüren Investitionen von mehreren hundert

Milliarden Dollar in Datacenter und Chips zwangsläufig auch den Spekulationstrieb an der Börse.

Dies gilt vor allem für die Chiphersteller, die als Hauptprofiteure der Investitionswelle gelten. Allen voran das mit einem Börsenwert von 4,5 Billionen US-Dollar derzeit wertvollste Unternehmen der Welt, Nvidia, das mit einem Anteil von über fünf Prozent auch der größte Titel im MSCI World Index ist. Selbst Broadcom, die Nummer zwei unter den Chipunternehmen, bringt noch 1,7 Billionen US-Dollar auf die Börsenwaage und ist damit ebenfalls prominent in jedem MSCI World-ETF vertreten. Je mehr und je länger die Kurse steigen, desto größer ist bei Anlegern der Schmerz, nicht dabei zu sein und die Angst, zukünftig etwas zu verpassen („FOMO“: Fear of missing out). Diese Gemengelage ist die Rezeptur für Blasen an Finanzmärkten, die letztlich nichts anderes sind als irrational hohe Bewertungen. Wenn hiervon die Aktien der Börsenschwergewichte betroffen sind, ziehen diese auch den Gesamtmarkt mit – erst nach oben, dann nach unten. Das kann für passive Investoren, die in einen breiten Indexfonds investieren, um das Risiko zu streuen, zu schmerzhaften Überraschungen führen.

Jede Blase schreibt ihr eigenes Drehbuch. Im Gegensatz zur Dotcom-Blase ist der aktuelle KI-Boom ökonomisch besser fundiert. Es wäre aber ein Novum in der Finanzgeschichte, wenn ein Investitionsboom, wie wir ihn gerade erleben, ohne Kollateralschäden sanft und geräuschlos ausklingen würde. Börsenblasen platzen, wenn sich die hochgesteckten Erwartungen der Investoren als übertrieben erweisen. Deshalb lohnt der Versuch, herauszufinden, wie hoch und realistisch die Erwartungen der Börse an die KI-Investitionssummen sind.

Sind die Erwartungen realistisch?

Legt man die Schätzungen der Finanzanalysten und Bewertungen der großen Chiphersteller zugrunde,

lässt sich für die vier Hyperscaler Amazon, Alphabet, Meta und Microsoft ein Investitionsbudget von insgesamt rund 2,5 Billionen US-Dollar für die Jahre 2025 bis 2029 ermitteln (vgl. Grafik 7). Damit würden sie rund 500 Milliarden US-Dollar pro Jahr in KI-Infrastruktur investieren. Ein großer Teil davon dürfte in die ultraschnellen Chips des US-Herstellers Nvidia fließen, was sich aus den Umsatzschätzungen der Investoren ableiten lässt.

Das reicht allerdings nicht annähernd, um Nvidias Börsenwert von 4,5 Billionen US-Dollar zu rechtfertigen, sollte der Boom danach enden. Der Markt – sprich der Konsens aller Investoren – erwartet mehr. Die Investitionswelle darf nicht abebben. Im Gegenteil müssen die Investitionen in Datacenter und Chips auch nach 2030 weiter steigen – nicht mehr so hoch wie zuletzt, aber immer noch stärker als die Wirtschaft.

Das Ganze muss sich aber auch für die Kunden von Nvidia rechnen, die traditionell hohe Kapitalrenditen erzielen und Investitionen in Billionenhöhe nicht zum Nulltarif tätigen. Unterstellen wir eine Rendite auf das eingesetzte Kapital („Return On Invested Capital“) von zehn bis fünfzehn Prozent, müssten die bis 2029 getätigten Investitionen ab dem Jahr 2030 einen jährlichen Zusatzertrag von 250 bis 367 Milliarden US-Dollar erzielen. Zum Vergleich: Der Gesamtgewinn der vier Unternehmen betrug 2025 voraussichtlich 412 Milliarden US-Dollar. Obendrein müssten die vier Hyperscaler circa eine Billion an zusätzlichem KI-Umsatz erzielen, je nachdem, wie profitabel die Umsätze sind.

Das scheint sehr ambitioniert. Das Umsatzpotenzial aus Abonnements von Sprachmodellen wie ChatGPT oder Gemini ist kaum mehr als ein Tropfen auf den heißen Stein. Heute gibt es circa 20 Millionen Nutzer, die zwanzig US-Dollar im Monat zahlen (im Wesentlichen für ChatGPT). Die optimistischsten Annahmen gehen von bis zu 200 Millionen zahlenden Nutzern

aus. Das wäre dann ein Umsatz von vier Milliarden US-Dollar im Monat oder 48 Milliarden im Jahr. Das Gros muss also durch den Verkauf von Rechenkapazität in der Cloud (Microsoft, AWS, Alphabet) oder steigende Werbeeinnahmen Erlöst werden (Meta, Alphabet).

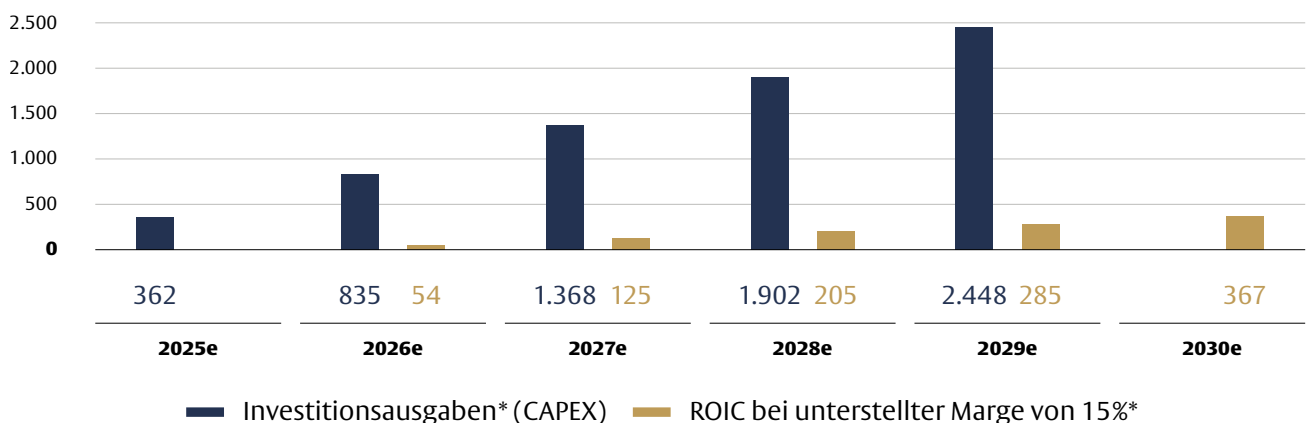
Das geht nur, wenn genügend Firmenkunden willens und in der Lage sind, jährlich hunderte Milliarden Dollar für KI-Rechenleistung zu zahlen. Das werden sie dann tun, wenn sie durch den Einsatz von KI ihren Umsatz steigern und / oder ihre Kosten senken können. Letzteres ist die eigentliche Hoffnung der KI-Anbieter. Denn die meisten Unternehmen werden mit KI keine neuen Umsatzquellen aufturn können – schon deswegen nicht, weil der Einsatz von KI kein Alleinstellungsmerkmal ist, so wie das Telefon, Fax oder Internet auch keines waren. Deshalb sind Kosteneinsparungen der offensichtlichste Anreiz

für Unternehmen, in KI zu investieren. Und da liegt das Hauptaugenmerk auf den Personalkosten, die vor allem bei Dienstleistern den größten Kostenblock ausmachen. Ob am Ende tatsächlich netto so viele Jobs durch KI wegfallen, wie die KI-Protagonisten es erwarten, muss sich noch zeigen. Das alles wird aber mit Sicherheit nicht von heute auf morgen passieren, zumal die Anbieter von KI-Dienstleistungen und ihre Kunden erst noch ausloten müssen, welche Anwendungs- und Ertragspotenziale sich langfristig ergeben. Nach Ansicht von Elon Musk werden Fortschritte bei Künstlicher Intelligenz und Robotik schon in zehn bis zwanzig Jahren dafür sorgen, dass Arbeit für Menschen optional wird und sie dann frei wählen können, wie sie ihre Zeit verbringen. Diese Vision könnte sich für die hochverschuldeten Industrienationen und ihre vom demografischen Wandel bedrohten Sozialversicherungssysteme als schmerzfreie Rettung erweisen, käme sie nicht zu spät.

Grafik 7

Hyperscaler: Folgen die Erträge dem Investitionsboom?

Erwartete kumulierte Investitionsausgaben und Ergebnisbeiträge (in Mrd. US-Dollar*)



* Aggregierte Werte für Amazon, Alphabet, Meta und Microsoft. Schätzungen ab 2025.

Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2025

Hiermit wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Die enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Die tatsächliche Entwicklung kann von den hier dargestellten Annahmen abweichen. Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Schulden statt Reformen

„Der kranke Mann des Euro“, titelte der Economist am 3. Juni 1999. Gemeint war Deutschland, die größte Volkswirtschaft der damals neu gegründeten Eurozone. Schwaches Wirtschaftswachstum und Arbeitslosenquoten von über zehn Prozent, die auch eine Spätfolge der Wiedervereinigung waren, warfen ein schlechtes Licht auf den Zustand des einstigen Musterknaben.

Mit der 2002 einsetzenden Rezession verschärften sich die Probleme. Der Handlungsdruck wuchs und am 14. März 2003 stellte Bundeskanzler Gerhard Schröder in einer Regierungserklärung im Deutschen Bundestag umfassende Reformvorhaben zur Modernisierung von Arbeitsmarkt, Sozialstaat und Wirtschaft vor. Die Agenda 2010 verfolgte weitreichende Sozialstaatsreformen, insbesondere eine nachhaltige Renten- und Krankenversicherungspolitik sowie eine leistungsfördernde Steuer- und Finanzpolitik (Senkung der Einkommen- und Unternehmenssteuer), um Investitionsanreize zu schaffen und die Wettbewerbsfähigkeit zu erhöhen. Am umstrittensten waren die Arbeitsmarktreformen mit kürzeren Bezugsdauern von Arbeitslosengeld und verschärften Zumutbarkeitsregeln für Jobangebote. Schröder formulierte es selbst so: *„Wir werden Leistungen des Staates kürzen, Eigenverantwortung fördern und mehr Eigenleistung von jedem Einzelnen abfordern müssen.“*

Deutschland brachten die Reformen eine lange Phase wirtschaftlicher Stabilität und sinkender Arbeitslosigkeit, aber Schröder und die SPD kosteten sie 2005 den Wahlsieg. Die Lehre, die Politiker bis heute daraus ziehen, ist verständlich, aber fatal. Wenn notwendige, aber schmerzhaft Reformen von den Wählern nicht goutiert werden, lassen wir sie einfach bleiben.

Mehr als zwanzig Jahre später zeigt **Deutschland** erneut Krankheitssymptome, die allerdings wesentlich ernster sind als zu Beginn des Jahrhunderts. Die deutsche Wirtschaft ist seit sechs Jahren real nicht mehr gewachsen. Der Standort hat dramatisch an Wettbewerbsfähigkeit verloren. Unternehmen schließen oder verlagern ihre Produktion in einem nie dagewesenen Ausmaß. Die Deindustrialisierung schreitet voran. Klagen von Unternehmen werden als Lamentieren abgetan. Das Kursplus des DAX ist kein Spiegelbild der wirtschaftlichen Lage im Lande,

sondern vor allem der immer noch soliden Geschäftsentwicklung deutscher Unternehmen im Ausland. In Deutschland werden dagegen Arbeitsplätze in großem Stil abgebaut. Und wenn ein Unternehmen sich trotz Bürokratie, hoher Steuern, hoher Lohn- und Energiekosten auf das Abenteuer Investieren in Deutschland einlässt, gibt es stets eine Bürgerinitiative, die das Vorhaben zu verhindern weiß. Alles soll so bleiben, wie es ist. Wachstum? Nein, danke!

Das ifo Institut sieht die Gefahr, dass die deutsche Wirtschaft auch in den nächsten zehn Jahren nicht mehr wächst. Nur der Staat schafft noch Arbeitsplätze, die Bürokratie bläht sich weiter auf und ist zur eigentlichen Macht im Staat geworden. Man ist geneigt, an Leo Trotzki zu denken, der 1936, im mexikanischen Exil lebend, die Herausbildung einer bürokratischen Herrschaftsschicht in der UdSSR kritisiert hatte, die zu einer unkontrollierbaren Kaste geworden sei („Die verratene Revolution“). Auch in der Politik kommt „Meinwohl“ oft vor Gemeinwohl. Wer im Amt bleiben will, muss an der Wahlurne punkten und wer das möchte, darf den Wählern nichts zumuten. Sonst teilt er das Schicksal von Gerhard Schröder. Das Ausmaß an Realitäts-

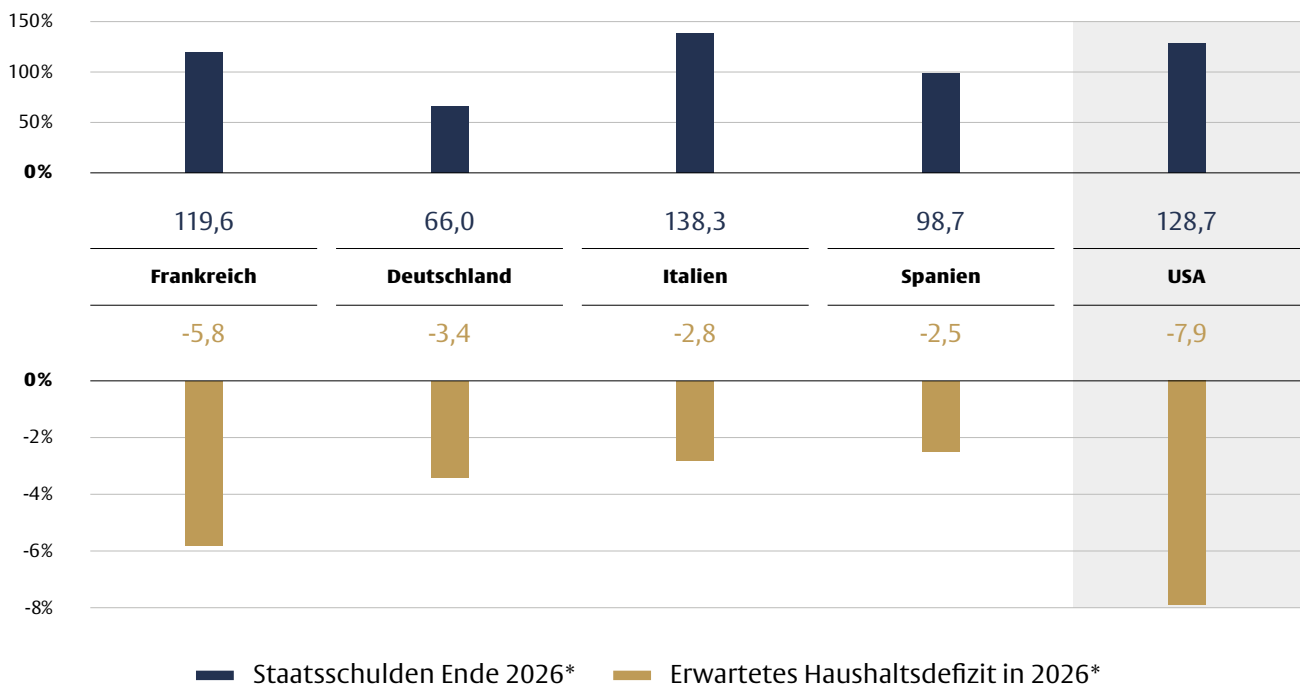
leugnung hat einen Nachkriegsrekord erreicht – und das nicht nur in Deutschland.

Frankreich ist seit langem der Inbegriff von Reformverweigerung. Jeder Reformversuch wird von den Betroffenen auf rabiate Weise im Keim erstickt. Die Gelbwesten-Proteste (Mouvement des Gilets jaunes) 2018/2019 oder die Bauernproteste und Landblockaden 2024 verdeutlichen die Macht der Straße. Doch auch im Parlament herrscht Chaos. Die „On-Off-Beziehung“ zwischen Präsident Emmanuel Macron und seinem Premierminister Sébastien Lecornu, der sein Amt im September antrat und es Anfang Oktober bereits wieder niederlegte, ehe Macron ihn wenige Tage später erneut zum Premierminister ernannte, könnte man als politisches Kabarett verstehen. Zwei Misstrauensvoten zwangen zur Aussetzung der umstrittenen Rentenreform, die bis Januar 2028 eine Anhebung des frühestmöglichen Renteneintrittsalters auf 64 Jahre vorsah. Alles, was irgendwen schmerzen könnte, ist nicht durchsetzbar. Und weil es bei jeder Reform immer irgendwen schmerzt, gibt es keine Reformen. Und so beginnt das Jahr für Frankreich erneut ohne regulären Haushalt per Notstandsgesetz. Frankreichs Staatsverschuldung ist in den vergangenen Jahren geradezu explodiert.

In der Politik kommt „Meinwohl“ oft vor Gemeinwohl.
Wer im Amt bleiben will, muss an der Wahlurne punkten
und wer das möchte, darf den Wählern nichts zumuten.
Reformmüdigkeit ist die bittere Konsequenz.

Grafik 8

Das Schuldenmachen geht weiter Schuldenstand und Haushaltsdefizit, gesamtstaatlich für ausgewählte Länder in Prozent des BIP



* Schätzungen des Internationalen Währungsfonds.

Quelle: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2025

Anfang des Jahrtausends lag sie noch unter 60 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP), zehn Jahre später bei 85 Prozent und inzwischen bei fast 120 Prozent (vgl. Grafik 8), und damit höher als im Pandemiejahr 2020. Die Sorge, die zweitgrößte Volkswirtschaft der Europäischen Union könne die ganze Eurozone in einem Schuldenstrudel mit nach unten ziehen, klinge berechtigt, wäre da nicht die Europäische Zentralbank (EZB). Das vom damaligen EZB-Präsidenten Mario Draghi im Juli 2012 ausgerufene Rettungsversprechen für den Euro (*“Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough”*) war de facto ein Beistandsversprechen für Italien. Im Falle einer

französischen Schuldenkrise würde es selbstverständlich auch für Frankreich gelten, das mittlerweile zum größten Problemfall der Eurozone geworden ist.

Italien ist zwar mit knapp 140 Prozent des BIP immer noch höher verschuldet als Frankreich, hat es aber geschafft, den Schuldenstand zu stabilisieren. 2026 könnte das Defizit erstmals nach der Pandemie wieder unterhalb der Maastricht-Grenze von drei Prozent des Bruttoinlandsprodukts liegen. Das dürfte **Spanien** dank einer prosperierenden Wirtschaft schon 2025 gelungen sein. Mit einer Wachstumsrate von 2,9 Prozent belegt Spanien den Spitzenplatz unter den großen etablierten

Volkswirtschaften. Dies spiegelt sich auch in den gesunkenen Risikoauflagen italienischer und spanischer Staatsanleihen wider, die inzwischen auf den niedrigsten Stand seit 2008 gefallen sind und unter denen französischer Papiere liegen.

Rasant wachsende Schuldenberge sind aber kein europäisches Alleinstellungsmerkmal. Mit einer Verschuldung von fast 130 Prozent und einem Haushaltsdefizit von über sieben Prozent bewegen sich die **USA** auf eine Schuldenkrise zu. Ohne das Dollar-Privileg und die unangefochtene Vormachtstellung im Technologiesektor wäre die Situation noch bedrohlicher. Für US-Präsident Donald Trump dürfte 2026 ein hartes Jahr werden. Das Konsumtenvertrauen ist im Laufe des Jahres kontinuierlich gesunken und nähert sich langjährigen Tiefständen. Im Land breitet sich eine „affordability crisis“ (Erschwinglichkeitskrise) aus. Die hohen Importzölle erreichen zeitverzögert die Portemonnaies der Konsumenten und sorgen für wachsenden Unmut unter den Trump-Anhängern. Steigende Lebenshaltungskosten galten als wesentlicher Grund für die Wahlniederlage seines Vorgängers Joe Biden. Trump muss hoffen, dass die US-Technologiekonzerne die KI-Welle noch eine Weile weiter reiten können, denn ohne den KI-Investitionsboom wäre 2025 für die US-Wirtschaft und die Börse ein sehr mageres Jahr gewesen. Angesichts der im Herbst anstehenden Zwischenwahlen dürfte Trump das ein oder andere kostspielige Wahlgeschenk verteilen und die US-Schuldenpolitik ungebremst fortsetzen. Dazu braucht Trump möglichst niedrige Zinsen, die den Staatshaushalt schon jetzt mit über einer Billion US-Dollar belasten. Da trifft es sich gut, dass der noch amtierende Fed-Chef Jerome Powell, der als standhafter Verteidiger einer unabhängigen Notenbankpolitik gilt, spätestens im Mai seinen Stuhl räumen muss. Mit ihm verliert Trump seinen liebsten Sündenbock. Powells Nachfolger könnte dann die hohen Staatsdefizite mit der Notenpresse finanzieren, die Renditen von Staatsanleihen

drücken und mit negativen Realzinsen die ausländischen Gläubiger der USA enteignen.

In einem scheinen sich alle politischen Lager über Ländergrenzen hinweg einig zu sein: Hohe Defizite und steigende Staatsschulden sind besser als Machtverlust. Ohne die stützende Wirkung staatlicher Ausgaben geht's nicht mehr. Das hat sogar Deutschland erkannt, wo der Schuldenstand lange Zeit fast schon beschämend niedrig war. Schuldenmachen ist salonfähig geworden. Solange Politiker ein Sondervermögen nach dem anderen erfinden, die EU oder Notenbank anbetteln und das Geld anderer Leute ungestraft zum Fenster rauswerfen können, wird sich daran nichts ändern. Eine Kehrtwende ist erst dann zu erwarten, wenn eine zum Scheitern verurteilte Politik von der normativen Kraft des Faktischen beendet wird. 1979 war dies im Vereinigten Königreich der Fall, nachdem mehrere Labour-Regierungen das Land an den Abgrund gewirtschaftet hatten und damit die Voraussetzungen für Margaret Thatchers Reformpolitik schufen. Zehn Jahre später wurde der real existierende Sozialismus von der normativen Kraft des Faktischen in die Knie gezwungen. Man könnte auch sagen „der Ostblock ging pleite“.

Staatspleiten drohen heute trotz der strukturellen Herausforderungen und des demografischen Wandels nicht mehr. Wo auch immer es brennt, die Notenbanken stehen als Retter der letzten Instanz bereit. Zu groß ist die Ansteckungsgefahr im globalen Finanzwesen, wenn große Schuldernationen (Japan, USA, Großbritannien, Euroländer) in Zahlungsschwierigkeiten kämen. Schlussendlich spiegelt sich die Solvenz und das Vertrauen in ein Land im Kurs seiner Währung wider. Wenn alle Währungsräume mehr oder minder das gleiche Problem haben, rückt Gold als Währung der letzten Instanz und Wertanker wieder stärker in den Vordergrund.

ANLAGESTRATEGIE

Der Siegeszug der KI wird anhalten. Fraglich bleibt, ob sich dieser für die Großinvestoren so auszahlt, wie es die Anleger heute erwarten.

Das Platzen einer Blase kann schmerzhaft und teuer werden. Der verfrühte Ausstieg aber auch, weil euphorische Anleger die Kurse noch weiter in die Höhe treiben. Nun ist es aber keineswegs sicher, dass die Kurse schon einen Punkt erreicht haben, an dem man von einer Börsenblase sprechen kann, weil mehr heiße Luft als Substanz in den Kursen steckt. Anders als im Jahr 2000 sind es heute etablierte Unternehmen wie Meta, Alphabet, Microsoft oder Amazon, die die Entwicklungen vorantreiben. Fehlinvestitionen würden die Kurse drücken, aber keinen Kollaps bedeuten.

Das gilt auch für den Aktienmarkt beziehungsweise die Entwicklung des US-Aktienindex S&P 500, der stark von den Aktien der Technologieriesen geprägt ist, und den MSCI World Index, der zu gut 70 Prozent aus US-Werten besteht. Nach einer langen Phase zweistelliger Renditen, die einer Kombination aus steigenden Unternehmensgewinnen, steigenden Aktienbewertungen und eines starken US-Dollars zu verdanken waren, hatten wir vor einem Jahr eine Dekade der Bescheidenheit in Aussicht gestellt, mit realistischen Renditeerwartungen von jährlich fünf bis maximal acht Prozent.

2025 sind die Unternehmensgewinne um circa zehn Prozent gestiegen und die Bewertung hat sich vom 21-Fachen der erzielten Gewinne auf das 22,5-Fache erhöht. Als Spielverderber erwies sich dagegen mit einem Minus von rund zwölf Prozent der US-Dollar. Unterm Strich ergab sich für den MSCI World Index ein Plus von 6,8 Prozent (in Euro gerechnet), das im Rahmen der langfristigen Erwartungen lag.

Womit dürfen wir zukünftig rechnen? An der vor-

jährigen Einschätzung hat sich nichts geändert. Nachdem 2025 die Abwertung des US-Dollar einen großen Einfluss auf die Performance hatte, dürfte 2026 die Gewinnentwicklung der Unternehmen entscheidend sein. Legt man die Schätzungen der Analysten zugrunde, ergibt sich ein erwarteter Anstieg der Unternehmensgewinne von fast zwölf Prozent (für die Unternehmen des S&P 500 Index). Ob dies realistisch ist, hängt vor allem von der Geschäftsentwicklung der großen Technologieunternehmen ab, die gut 40 Prozent des Index ausmachen.

Der zweite Faktor ist die Bewertung beziehungsweise der Gewinnmultiplikator. Für den US-Markt liegt dieser aktuell bei knapp 23 basierend auf den erwarteten Gewinnen. Legt man die Unternehmensgewinne der letzten zwölf Monate zugrunde, beträgt das Kurs-Gewinn-Verhältnis sogar 25. Damit ist der US-Aktienmarkt derzeit historisch hoch bewertet (vgl. Grafik 9), was nur mit der Aussicht auf langfristig stark steigende Gewinne zu rechtfertigen ist. Sollten sich die hohen Erwartungen an die Gewinnentwicklung nicht erfüllen, dürfte auch das Bewertungsniveau fallen. Beides zugleich könnte eine scharfe Korrektur an der Börse auslösen.

Bei der zukünftigen Gewinnentwicklung ist zu bedenken, dass eine massive Abschreibungswelle auf die vier großen Hyperscaler Alphabet, Amazon, Meta und Microsoft zurollt. Legt man die vom Markt bis zum Jahr 2030 erwarteten Investitionsausgaben zugrunde (siehe Grafik 7 auf Seite 13), bedeutet das ab 2030 zusätzliche Abschreibungen von jährlich etwa 400 bis 500 Milliarden US-Dollar (vgl. Grafik 10). Das ist in etwa so viel wie der heutige Gewinn dieser Unternehmen und entspricht circa 15 Prozent des operativen Gewinns aller S&P-500-Unternehmen. Hierbei noch nicht berücksichtigt sind Ausgaben in Form langfristiger Zahlungen für angemietete Datencenter.

Natürlich ist davon auszugehen, dass die Investitionen nicht nur gigantische Abschreibungen produzieren, sondern auch Erträge. Die müssen allerdings ebenfalls gigantisch sein, was heute alles andere als sicher ist. Die Anpassungsfähigkeit der Hyperscaler sollte allerdings nicht unterschätzt werden. Sollten sich Investitionen als weniger rentabel erweisen, verfügen Alphabet, Amazon, Meta und Microsoft über die finanzielle Stärke, ihre Ausgaben zügig zu reduzieren oder neu zu priorisieren. Es handelt sich um hochprofitable Unternehmen mit dominanten Marktpositionen und etablierten Geschäftsmodellen, deren Kerngeschäft auch ohne maximalen KI-Ausbau erhebliche Cashflows generiert. KI-Investitionen sind damit kein Alles-oder-nichts-Spiel, sondern bieten strategische Optionalität. Das Kerngeschäft bliebe auch bei möglichen Fehlinvestitionen intakt. Das gilt aber nicht für alle Akteure in der KI-Wertschöpfungskette. Eine solche, differenzierte Betrachtung hört man in der aktuellen KI-Euphorie allerdings nur selten. Vielmehr scheint es so, dass das Gros der Anleger beim Thema KI Bewertungsfragen ausklammert und sich auf Visionen konzentriert. Das gilt selbst für Anleger, die dem Investitionsboom einerseits nicht trauen,

andererseits aber das Momentum nutzen und solange tanzen möchten, wie die Musik spielt.

Aktienmarkt der zwei Geschwindigkeiten

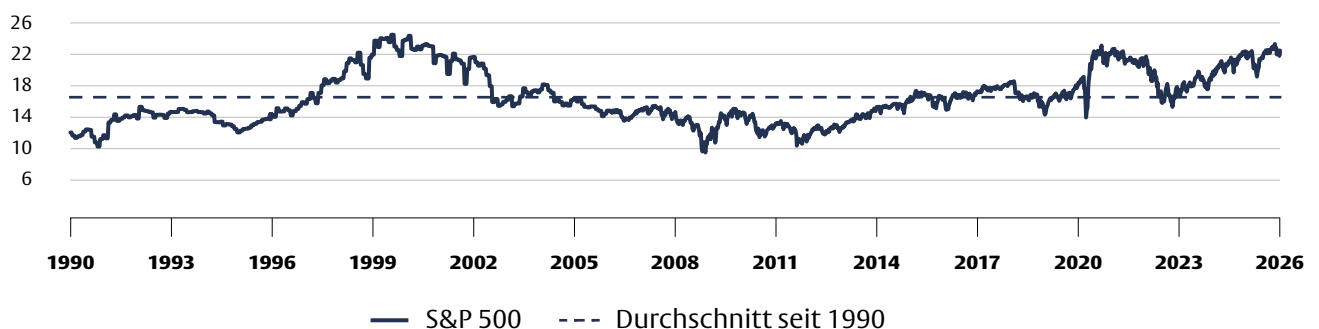
Selten gab es nach mehreren guten Börsenjahren und rekordhohen Indexständen noch so viele attraktiv bewertete Aktien wie zum Jahreswechsel 2025/2026. Die sehr gute Performance von KI-, Bank- und Rüstungsaktien hat die schwache Kursentwicklung anderer Branchen oder Aktien verdeckt. Das gilt selbst für Titel aus dem Technologiebereich, etwa etablierte Anbieter von Unternehmenssoftware, die zuletzt eher unter dem KI-Boom gelitten hatten.

In defensiven Bereichen wie Basiskonsum, Gesundheit, Finanz- und IT-Dienstleistungen sind die Bewertungen teilweise deutlich gesunken. Das Chance-Risiko-Verhältnis hat sich verbessert, das heißt die Aktien sind attraktiver geworden. Grafik 11 verdeutlicht dies anhand eines Aktienkorbs von Unternehmen, die über die vergangenen Jahre ein kontinuierliches Gewinnwachstum von gut sieben Prozent aufweisen und derzeit auf dem niedrigsten Kurs-Gewinn-

Grafik 9

S&P 500: Historisch hohe Bewertung

Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) auf Basis der erwarteten Gewinne für die kommenden 12 Monate



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2025

**Die Gewinnerwartungen basieren auf spezifischen Annahmen. Die tatsächlichen Ergebnisse können hiervon erheblich abweichen.
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.**

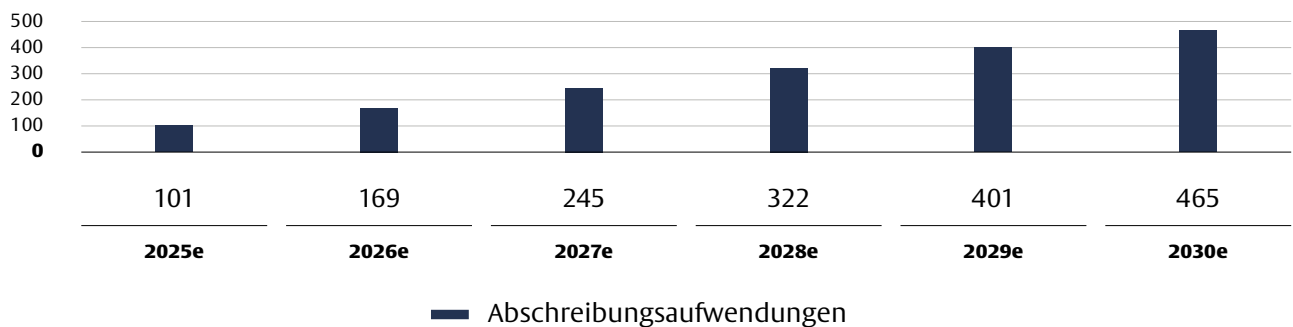
Verhältnis seit über zehn Jahren handeln. Das Wachstumspotenzial dieser Unternehmen ist unspektakulär, die Risiken sind es allerdings auch. Anleger erhalten eine planbare Geschäftsentwicklung zu einem relativ

günstigen Preis. Auch in etwas zyklischeren Bereichen gab es 2025 einige „Fallen Angels“, also Aktien guter Unternehmen, die aufgrund temporärer Entwicklungen deutlich unter Druck geraten sind.

Grafik 10

Die Abschreibungswelle rollt an

Erwartete Abschreibungsaufwendungen bei einer Abschreibungsdauer von 7 Jahren
(in Mrd. US-Dollar*)

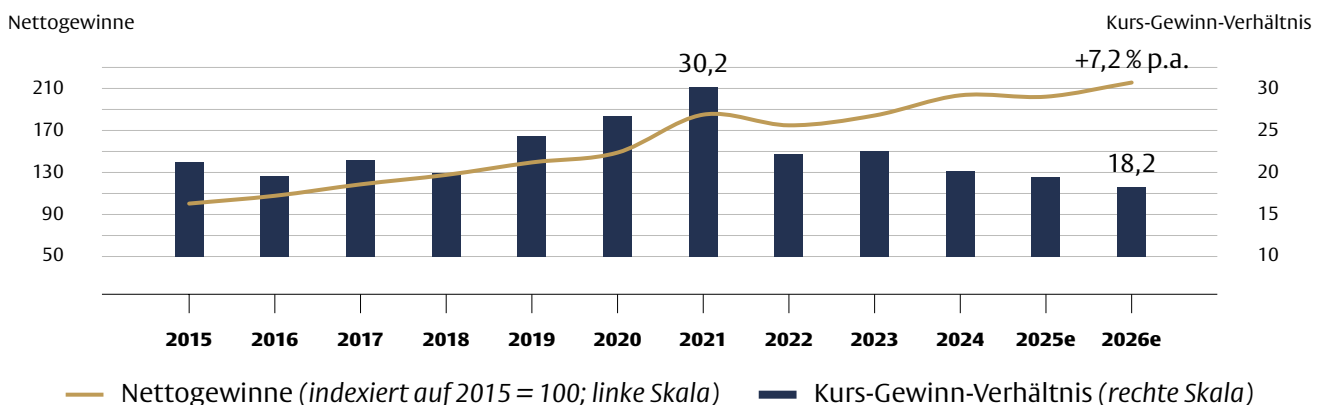


* Aggregierte Werte für Amazon, Alphabet, Meta und Microsoft. Schätzungen ab 2025.

Grafik 11

Keine Rekordbewertung

Adjustierte Nettogewinne ausgewählter Unternehmen* und Bewertungsniveau



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2025

* Korb ausgewählter Unternehmen aus den Sektoren Basiskonsum, Finanzen, Health Care und IT: Unilever, Reckitt Benckiser, L'Oréal, Nestlé, PepsiCo, Diageo, Deutsche Börse, Roche, Coloplast, Novo Nordisk, Thermo Fisher, Symrise, Accenture und Bechtle.

Die Gewinnerwartungen basieren auf spezifischen Annahmen. Die tatsächlichen Ergebnisse können hiervon erheblich abweichen.

Hiermit wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet.

Die enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar.

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Gold: Preisblase oder Versicherung?

Man ist geneigt, den jüngsten Anstieg des Goldpreises als mögliche Spekulationsblase einzuordnen. Erinnerungen an die späten 1970er Jahre werden wach, als die Preise von Gold und Silber durch die Decke gingen, weil die Inflation hartnäckig über zehn Prozent verharrte.

Als der damalige US-Notenbankpräsident Paul Volcker mit beherzten Zinsanhebungen auf bis zu 20 Prozent der Inflation das Genick brach, fiel auch der Goldpreis von über 800 auf rund 400 US-Dollar je Unze. Damals betrug die Verschuldung der USA rund 30 Prozent des BIP. Heute sind es fast 130 Prozent. Eine Inflationsbekämpfung mit hohen (Real-) Zinsen im Stile Paul Volckers wäre deshalb heute völlig undenkbar.

Auch Investoren wenden sich langsam wieder Gold als Anlageklasse zu. So sind die ETF-Goldbestände im vergangenen Jahr um knapp 500 Tonnen auf 3.078 Tonnen gestiegen, liegen damit aber immer noch um rund 400 Tonnen unter dem Höchststand aus dem Jahr 2020. Andere Bereiche des Edelmetallmarkts lassen aber hellhörig werden. Während das Kursplus von Gold im vierten Quartal mit 12 Prozent noch überschaubar aussieht, hat der Silberpreis im gleichen Zeitraum um 54 Prozent zugelegt und im Gesamtjahr 2025 um rund 148 Prozent auf 71 Dollar die Unze (vgl. Grafik 12). Der

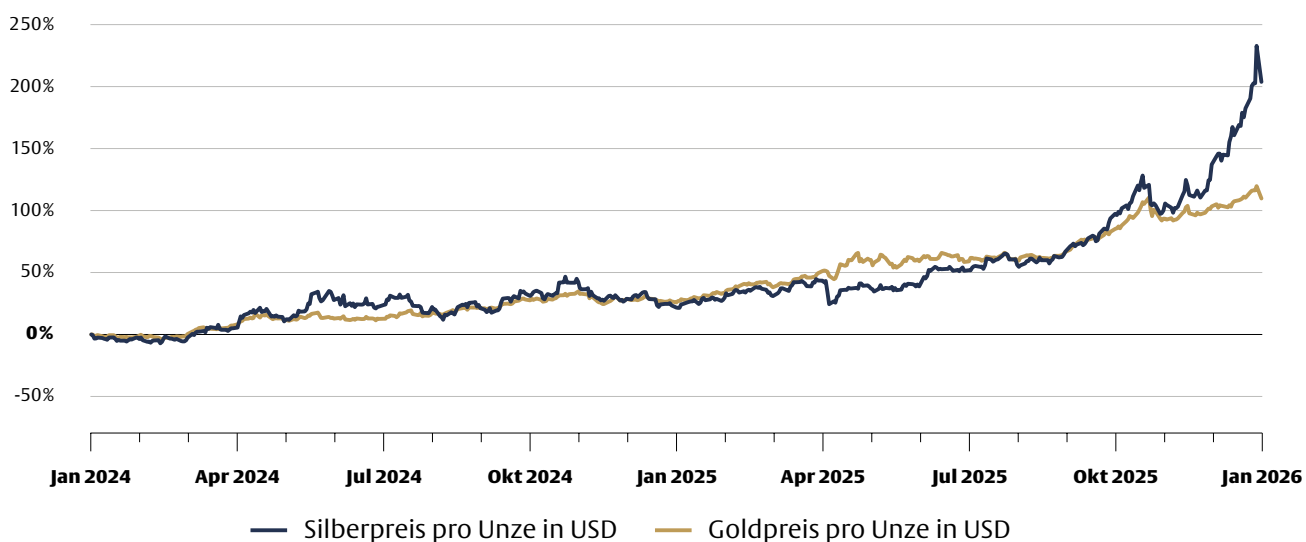
Silbermarkt ist der kleine, spekulative Bruder des Goldmarkts. Das tägliche Handelsvolumen ist nur ein Bruchteil so groß wie bei Gold, weshalb der Silberpreis mit geringerem Kapitaleinsatz stärker bewegt werden kann. In Aufwärtsphasen steigt er überproportional, in Korrekturen fällt er stärker als Gold. Dieses Muster war auch in den späten 1970er Jahren und während der Rohstoffhausse 2011 zu beobachten.

Dass ein möglicher Rücksetzer in der Silbereuphorie auch den Goldpreis temporär belasten könnte, ist wahrscheinlich, zumal das Tempo des Goldpreisanstiegs zuletzt sehr hoch war. Die Anlage motive, die für Gold sprechen, bleiben aber intakt. Steigende Staatsschulden, hohe Haushaltsdefizite, Fragezeichen hinter der Unabhängigkeit der US-Notenbank und Konfiskationsrisiken in den USA lassen Gold nicht nur für ausländische Zentralbanken als sichere Alternative zu US-Staatsanleihen erscheinen.

Grafik 12

Gold und Silber

Prozentuale Wertentwicklung seit 2024



Quelle: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2025

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Dass ein möglicher Rücksetzer in der Silbereuphorie auch den Goldpreis temporär belasten könnte, ist wahrscheinlich. Die Anlagemotive, die für Gold sprechen, bleiben aber intakt.

FAZIT

Politische Risiken, hohe Staatsschulden und zunehmende Unsicherheit haben ein eigentlich gutes Anlagejahr 2025 geprägt. Vor diesem Hintergrund bleibt auch der Ausblick an den Kapitalmärkten anspruchsvoll.

Unter der Oberfläche zeigt sich ein zweigeteiltes Bild. Auf der einen Seite stehen die großen US-Technologieschwergewichte. Sie stehen aktuell für mehr als 40 Prozent des US-Aktienmarkts und treiben die Entwicklung der Künstlichen Intelligenz maßgeblich voran – mit jährlichen Investitionen im Umfang von hunderten Milliarden US-Dollar. Die damit verbundenen Wachstumshoffnungen und Bewertungen lassen allerdings wenig Raum für Enttäuschungen. Ob sich die milliardenschweren Ausgaben in nachhaltige Erträge übersetzen lassen, ist offen. Fehlinvestitionen würden die Kurse belasten, gefährden aber nicht die Substanz der Geschäftsmodelle.

Dem steht eine große Zahl solide aufgestellter Unternehmen mit moderaten Bewertungen gegenüber. Viele dieser Firmen stammen aus eher defensiven Bereichen wie Basiskonsum oder Gesundheit. Das

Wachstumspotenzial dieser Unternehmen ist oftmals unspektakulär, die fundamentalen Risiken sind es allerdings auch. Anleger erhalten eine planbare Geschäftsentwicklung zu einem relativ günstigen Preis. Breite Indizes kaschieren diese Unterschiede und bergen Klumpenrisiken. Für Anleger steigt damit die Bedeutung der fundamentalen Bewertung von Geschäftsmodellen und -aussichten. Bloße Narrative sollten diese Bewertung nicht ersetzen.

Gold nimmt in diesem Umfeld eine besondere Rolle ein. Der starke Preisanstieg ist weniger Ausdruck von Euphorie als von Vorsorge. Steigende Schulden, Fragezeichen hinter der Unabhängigkeit der US-Notenbank und Konfiskationsrisiken in den USA stärken den Charakter als Wertanker. Auch wenn kurzfristige Rücksetzer möglich und wahrscheinlich sind, bleibt Gold eine Versicherung gegen systemische Risiken.

Dieses Marktumfeld verlangt Disziplin. Realistische Renditeerwartungen, ein nüchterner Blick auf die Bewertung und eine ausgewogene Portfoliostruktur sind wichtiger denn je.



Dr. Bert Flossbach



Dr. Tobias Schafföner

Köln, den 2. Januar 2026

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch SE, Ottoplatz 1, 50679 Köln
Telefon +49. 221. 33 88-0, Fax +49. 221. 33 88-101
info@fvs.com, www.flossbachvonstorch.com

Geschäftsführende Direktoren Dr. Bert Flossbach, Dr. Tobias Hirsch,
Dr. Tobias Schafföner, Christian Schlosser, Dr. Till Schmidt, Marcus Stollenwerk
Vorsitzender des Verwaltungsrats Kurt von Storch

Umsatzsteuer-ID DE 200 075 205
Handelsregister HRB 120796 (Amtsgericht Köln)
Zuständige Aufsichtsbehörde
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt, Deutschland
Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn, Deutschland
www.bafin.de

Redaktion Dr. Bert Flossbach, Dr. Kai Lehmann,
Thomas Lehr, Julian Marx, Dr. Tobias Schafföner
Redaktionsschluss 2. Januar 2026

Visuelle Konzeption Heller & C und Franziska Fritz
Druck TheissenKopp GmbH

Nachdrucke des Berichtes sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch SE.

RECHTLICHER HINWEIS

Diese Publikation dient unter anderem als Werbemitteilung. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen von Flossbach von Storch zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und Zukunftserwartung von Flossbach von Storch wider. Dennoch können die tatsächlichen Entwicklungen und Ergebnisse erheblich von den Erwartungen abweichen. Alle Angaben wurden mit Sorgfalt zusammengestellt. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann jedoch keine Gewähr übernommen werden. Der Wert jedes Investments kann sinken oder steigen und Sie erhalten möglicherweise nicht den investierten Geldbetrag zurück. Mit dieser Publikation wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Die erhaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlage- Rechts- und/oder Steuerberatung oder sonstige Empfehlung dar. Insbesondere ersetzen diese Informationen nicht eine geeignete anleger- und produktbezogene Beratung sowie ggf. die fachliche Beratung durch einen steuerlichen oder rechtlichen Berater. Diese Publikation richtet sich nicht an Personen in Rechtsordnungen, in denen der Zugang zu den darin enthaltenen Informationen nicht zulässig ist (z.B. aufgrund der geltenden Gesetzgebung). Diese Publikation unterliegt urheber-, marken- und gewerblichen Schutzrechten. Eine Vervielfältigung, Verbreitung, Bereithaltung zum Abruf oder Online-Zugänglichmachung (Übernahme in andere Webseite) der Publikation ganz oder teilweise, in veränderter oder unveränderter Form ist nur nach vorheriger schriftlicher Zustimmung von Flossbach von Storch zulässig. Es ist dann der Umfang der Gestattung zu beachten und ein Hinweis auf die Herkunft der Vervielfältigung und die Rechte von Flossbach von Storch anzubringen. **Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.** Ein umfangreiches Glossar zu Themen und Begriffen finden Sie auch auf www.flossbachvonstorch.com/glossar.

© 2026 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

