

Der schmale Grat zwischen Euphorie und Blase

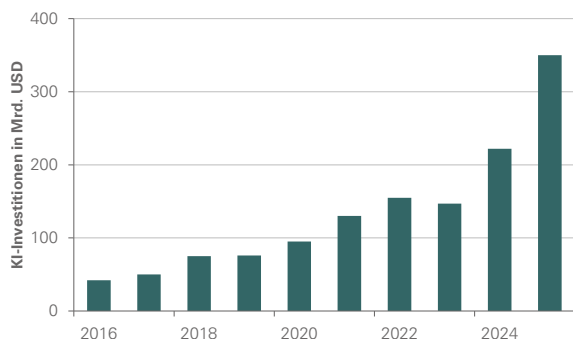
Bern, Dezember 2025

Nach einer eindrucksvollen Aktienrallye haben die vergangenen Wochen gezeigt, wie fragil das Momentum geworden ist. Besonders in den USA wurden die Indizes sowohl nach oben wie nach unten durch eine Handvoll grosser Technologieunternehmen bewegt. Diese geringe Marktbreite, kombiniert mit hohen Bewertungen und wachsenden Zweifeln an der Tragfähigkeit der KI-Euphorie, zwingen Anleger zu einer nüchternen Neubewertung der Chancen und Risiken rund um das Anlagethema Künstliche Intelligenz sowie zu einer allfälligen Anpassung ihres Portfolios.

Wo wird investiert?

Der globale KI-Boom konzentriert sich aktuell auf zwei zentrale Bereiche: Software und Infrastruktur. Neu- und Weiterentwicklungen im Bereich von KI-Modellen erfahren derzeit eine hohe mediale Präsenz. Anbieter wie Open AI, Meta oder Alphabet liefern sich einen publikumswirksamen Wettstreit um die schlauesten und zugleich effizientesten Modelle. Neben den «Large Language Models» wie Chat GPT oder Gemini kommt KI mittlerweile auch in zahllosen privaten und professionellen Softwareanwendungen sowie sektorspezifischen Speziallösungen zum Einsatz.

Bei den Investitionen in die Recheninfrastruktur fliesst das Geld primär in Hochleistungsprozessoren (GPUs und spezialisierte KI-Chips), Datenzentren und Cloud-Infrastruktur sowie in Netzwerke und Speicherlösungen. Allein die fünf grössten US-Technologiekonzerne investieren in diesem Jahr schätzungsweise 350 Mrd. USD in KI-relevante Infrastruktur und ein Ende ist aktuell nicht abzusehen.



Kumulierte KI-Investitionen (in Mrd. USD) von Amazon, Meta, Microsoft, Alphabet und Apple

Wie werden die Investitionen finanziert?

Zu Beginn der KI-Euphorie wurden viele Infrastrukturprojekte der US-Technologiegiganten mit überschüssigen Barreserven finanziert.

Mittlerweile haben die Investitionen jedoch ein Ausmass erreicht, das selbst die grössten Mitbewerber kaum noch selbst stemmen können. Entsprechend stieg die Verschuldung der zuvor in Liquidität schwimmenden IT-Konzerne deutlich an, was den Obligationenmärkten ein Rekordjahr an Neuemissionen bescherte. So emitierte beispielsweise Alphabet 2025 Anleihen in der Höhe von 24 Mrd. USD, Oracle 18 Mrd. USD und Meta ganze 30 Mrd. USD. Die Nachfrage war enorm, wobei Meta einen Rekordwert von 125 Milliarden Dollar im Orderbuch erreichte.

Wo bleiben die Einnahmen?

Trotz allgegenwärtiger Präsenz des Themas, steckt das Geschäft mit künstlicher Intelligenz bezüglich Monetarisierung noch in den Kinderschuhen. Es überrascht kaum, dass der Infrastrukturbereich aktuell der profitabelste ist – davon profitierten Firmen wie Nvidia oder Amazon. Wenn es allerdings um Lizenzeinnahmen und Nutzungsgebühren für Modelle und Anwendungen geht, sieht es etwas anders aus. Mit KI-Produkten wurden im vergangenen Jahr «bloss» 45 Mrd. USD umgesetzt – angesichts der Investitionen ein winziger Betrag. Die langfristigen Produktivitätsgewinne, die den Grossteil der Wertschöpfung ausmachen dürften, haben ebenfalls noch massives Potenzial nach oben.

Wie lange hält die Infrastruktur?

Die Kombination aus (fremdfinanzierten) Milliardeninvestitionen, hohen Bewertungen an den Aktienmärkten, riesigen Erwartungen an eine neue Technologie und das Fehlen einer unmittelbaren Ertragsquelle erinnern stark an die Dot-com-Blase. Die Angst, dass wir aktuell wieder in einer Technologieblase stecken, ist also durchaus berechtigt. Ein Punkt, der sich zwischen

heute und der Situation vor 25 Jahren unterscheidet, ist die Lebensdauer der Infrastruktur.

Der Investitionsboom der Dotcom-Ära führte nach dem Platzen der Blase zu einem massiven Überangebot an langlebiger Glasfaserinfrastruktur. Dieses Überangebot wurde im Anschluss an die Krise über rund zehn Jahre hinweg absorbiert, als die IT-Unternehmen mit ausgereifteren Businessplänen allmählich in die vorhandenen Kapazitäten «hineinwuchsen». Heute hingegen konzentrieren sich die Investitionen fast ausschliesslich auf Rechenleistung. KI-Prozessoren verlieren jedoch wegen rascher technologischer Fortschritte jährlich deutlich an Wert. Ein KI-Chip von heute kann also in zwei bis drei Jahren schon komplett überholt sein. Zudem werden auch die KI-Modelle zwar immer leistungsfähiger und komplexer, aber auch immer effizienter. Wenn also ein Modell für die Lösung desselben Problems nur noch halb so viel Rechenkapazität benötigt wie zuvor, hat dies einen erheblichen Einfluss auf den Restwert der Infrastruktur. Kurz gesagt: Ein Grossteil der getätigten Investitionen wird daher, im Gegensatz zu einem Glasfasernetz, rasch abgeschrieben werden müssen.

Angesichts dessen müssten die in den Jahren 2023/24 getätigten KI-Infrastrukturinvestitionen kumulierte Umsätze von rund 800 Mrd. USD über die Lebensdauer dieser Prozessoren erwirtschaften, um die getätigten Investitionen rentabel zu machen. Blicken wir in die Zukunft, werden die Zahlen nicht kleiner: Analysten schätzen, dass bis 2030 jährliche KI-Umsätze von 2 Billionen USD nötig wären – mehr als die kombinierten heutigen Umsätze von Amazon, Apple, Alphabet, Microsoft, Meta und Nvidia zusammen. Mit aktuell 45 Mrd. USD Umsatz ist die Branche noch viele Jahre davon entfernt.

Blase – ja oder nein?

Wie so oft gibt es auch hier ein Dafür und Dawider. Dafür sprechen die extrem hohen Bewertungen im US-Aktienmarkt (ausgehend von Niedrigstzinsen in der Zukunft), die teilweise über dem Niveau liegen, wie wir es bei der Dotcom-Bubble beobachten konnten. In dieselbe Richtung deuten die starke Marktkonzentration auf einige wenige Titel, enorme Investitionen ohne kurzfristige Ertragsbasis sowie die teilweise spekulative und nicht fundamental untermauerte Nachfrage nach Rechenleistung.

Als Contra stehen der realwirtschaftliche Nutzen sowie das immense Produktivitätspotenzial im Raum. Dass es sich im Falle von KI um den grössten technologischen Fortschritt seit dem Internet handelt, ist unbestritten. Auch dass ein derart disruptiver Wandel nicht ohne den einen oder anderen Stolperer abläuft, hat die Geschichte schon mehrfach bewiesen. Zudem sei erwähnt, dass die hier thematisierten, globalen Technologiekonzerne nach wie vor satte Gewinne verbuchen, auch wenn diese noch nicht aus dem Bereich KI stammen. Anders sieht es dann sicherlich bei kleineren Unternehmen aus, deren Bilanzqualität unter hohen Investitionen und mangelnden Erträgen viel stärker leiden dürfte.

Was bedeutet dies nun für mein Portfolio?

Wer in den letzten Jahren in Technologieaktien engagiert war, durfte sich über stolze Renditen freuen. Davon profitierten auch viele Anleger, die indexnah, also z.B. über ETFs, investiert waren. In den gängigen (globalen und amerikanischen) Indizes haben sich aber mittlerweile starke Klumpenrisiken im Technologie- resp. KI-Sektor gebildet. Ein ETF auf den MSCI World beispielsweise, der vor Jahren als sehr gut diversifiziertes Instrument im Depot landete, hat diesen Diversifikationscharakter eingebüsst.

Eine Lösung für dieses Problem kann die Investition in eine aktive Anlagelösung sein, die nicht strikt einem Index folgt, sondern stärker auf Qualität und Diversifikation bedacht ist. Wer aktive Fonds meiden möchte, kann auch über passive Produkte Risiken reduzieren, indem er auf besser diversifizierte Indizes setzt, die z.B. tiefere Maximalgewichte für einzelne Titel oder Sektoren aufweisen. So oder so gilt: Diversifikation ist Trumpf – angesichts der aktuellen Umstände umso mehr.

In diesem Sinne wünscht Ihnen das Team der Trion Invest AG ein glückliches und erfolgreiches Jahr 2026.

TRIONINVEST | Sascha Liniger

Dufourstrasse 29
CH-3005 Bern
+41 (0)31 359 30 38
sascha.liniger@trioninvest.ch
www.trioninvest.ch