

FINANZWOCHEN

INTERNATIONALE KONJUNKTUR- UND MARKTANALYSE SEIT 1974

KOMPAKT

ALLGEMEINER MARKTKOMMENTAR

- ➔ Aktienmärkte starteten stark ins Jahr, doch hohe Volatilität und eine enge Gewinnbasis – vor allem in den USA könnten bremsen.
- ➔ 2026 dürfte monetär positiv bleiben. FED und EZB tendieren wegen schwächerer Konjunktur zu weiteren Zinssenkungen.
- ➔ Der KI-Boom treibt enorme Investitionen, birgt jedoch erhebliche Risiken durch mögliche Überkapazitäten und unklare Monetarisierung.
- ➔ Edelmetalle profitieren von globalen Unsicherheiten. Goldminen überzeugen mit verbesserten Fundamentaldaten und relativer Stärke.
- ➔ Zins- und Schuldenentwicklung in den USA sowie Carry-Trade-Risiken in Japan bleiben zentrale Markttunsicherheiten.
- ➔ Markttechnik überkauft, Fondsmanager voll investiert – begrenztes kurzfristiges Potenzial trotz langfristiger Chancen.



DR. JENS EHRHARDT
Herausgeber Finanzwoche

Der Start ins neue Jahr verlief an den internationalen Aktienmärkten (besonders Schwellenländerindex mit plus sieben Prozent) außerordentlich positiv, was oft ein günstiges Zeichen für den weiteren Jahresverlauf ist. Dennoch sollte man sich nicht in Sicherheit wiegen, denn die Volatilität dürfte 2026 besonders hoch sein – stärker noch als im Vorjahr, als viele internationale Aktien rund ein Fünftel ihres Werts im April im Zuge des US-Zoll-"Befreiungstags" verloren. Die Verluste wurden jedoch rasch durch internationale Zinssenkungen kompensiert. Die niedrigeren Zinsen führten an den meisten Aktienmärkten – vor allem in Europa und Japan – zu einer Ausweitung der Kurs/Gewinn-Verhältnisse. Die Unternehmensgewinne selbst stiegen hingegen nur moderat, am stärksten noch selektiv in den USA und ausgewählten Emerging Markets. Die US-Gewinne waren jedoch stark auf die Technologiebranche konzentriert und oft auch abwertungsbedingt. Für europäische Anleger ergab sich in Euro gerechnet mit US-Titeln im vergangenen Jahr entsprechend nur eine geringe Rendite. Die enge Gewinnbasis zeigt sich auch in den Indexgewichten: Die "Magnificent 7" repräsentieren nach aktuellen Marktkapitalisierungsdaten per Mitte Januar 2026 rund 33,8% des gesamten S&P 500-Werts. Damit hängt die Indexentwicklung stärker an wenigen Einzeltiteln als in den meisten früheren Zyklen – und selbst moderate Kursrückgänge in einzelnen Schwerewichten können das Gesamtbild rasch drehen. Für europäische Anleger kommt hinzu, dass eine solche

Konzentration das US-Dollar-Risiko faktisch verstärkt: Nicht nur der Markt, auch der Währungshebel wird über wenige Unternehmensberichte und deren Erwartungsmanagement gesteuert.

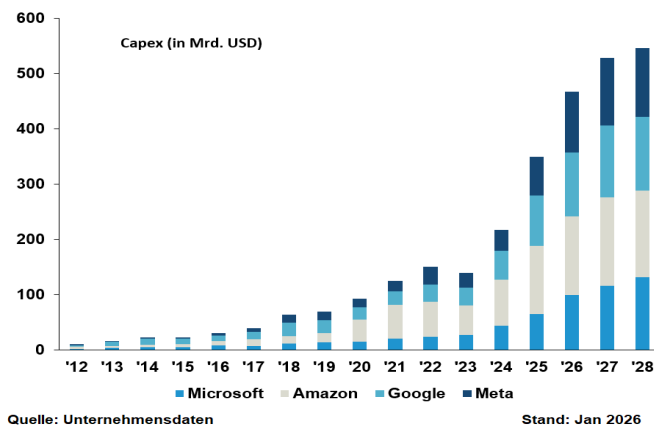
Ausblick auf 2026 – Zinspolitik und Konjunktur

Wie 2025 dürfte auch 2026 ein Jahr mit monetärem Rückenwind sein. Die EZB hat zwar signalisiert, vorerst nicht an weitere Zinssenkungen zu denken. Dennoch spricht die rückläufige europäische Inflation und auch der politische Druck, vor allem seitens Frankreich dafür, dass die EZB den Zinssenkungspfad angesichts der schwachen Konjunktur fortsetzen dürfte. In den USA rechnen die meisten Beobachter erst in der zweiten Jahreshälfte mit ein bis zwei Zinssenkungen. Eine erste Senkung könnte jedoch bereits im ersten Halbjahr erfolgen, da der FED-Vorsitzende spätestens am 15. Mai abtritt und die Regierung für die Zwischenwahlen am 3. November eine konjunkturelle Stützung durch niedrigere Zinsen dringend benötigt. Zwar expandierte die US-Wirtschaft im dritten Quartal mit annualisiert 4,4 % so stark wie seit zwei Jahren nicht mehr, im vierten Quartal dürfte das Wachstum jedoch gering ausfallen. Manche Prognosen gehen sogar von Schrumpfung aus. Für das Gesamtjahr ergibt sich voraussichtlich ein Wachstum von etwas über zwei Prozent, wovon etwa die Hälfte auf KI-Investitionen entfällt und die andere Hälfte auf Konsum, der durch eine rekordniedrige Sparquote begünstigt wurde.

Der KI-Boom: Chancen, Risiken und historische Vergleiche

Der Boom der Künstlichen Intelligenz befeuert massive Investitionen der vier großen US-Hyperscaler in Höhe von nahezu einer halben Bio. \$ (siehe Chart). Der KI Investitionszyklus ist zudem nicht nur ein Technologie-, sondern zunehmend ein Energie- und Infrastrukturthema. Die Internationale Energieagentur beziffert den Stromverbrauch globaler Rechenzentren 2024 auf rund 415 TWh (etwa 1,5% des weltweiten Stromverbrauchs) und erwartet, dass sich der Bedarf bis 2030 mehr als verdoppeln kann. Für die Hyperscaler wird damit die Fähigkeit, Strom, Netzanschlüsse, Transformatoren und Kühlkapazitäten zu sichern, zum harten Engpassfaktor. Diese physische Knappheit entscheidet mit darüber, wer in der nächsten Phase tatsächlich skalieren kann – und sie erhöht zugleich das Risiko, dass Kapazitäten in Regionen aufgebaut werden, die später nicht optimal ausgelastet sind. Wie lange das Wachstum anhält, hängt entscheidend davon ab, ob diese Investitionen künftig ausreichende Umsätze und Gewinne generieren können. Bis 2030 müssten nach grober Schätzung mindestens zwei Bio. \$ jährlicher Einnahmen entstehen, aus denen dann Gewinne realisiert werden können. Bisher verfügten Meta, Alphabet, Amazon und Microsoft über starke Markteintrittsbarrieren (Moats), doch erstmals investieren sie gleichzeitig in dieselbe hochkapitalintensive Branche. Der Wettbewerb nimmt zu, während die Investitionskosten deutlich höher sind als in den bisherigen "Light-Asset"-Geschäftsmodellen. 2025 investierten die vier Hyperscaler 23% ihrer Umsätze und 64% ihres Cashflows in KI, 2026 dürften es 27% der Umsätze und 69% des Cashflows sein.

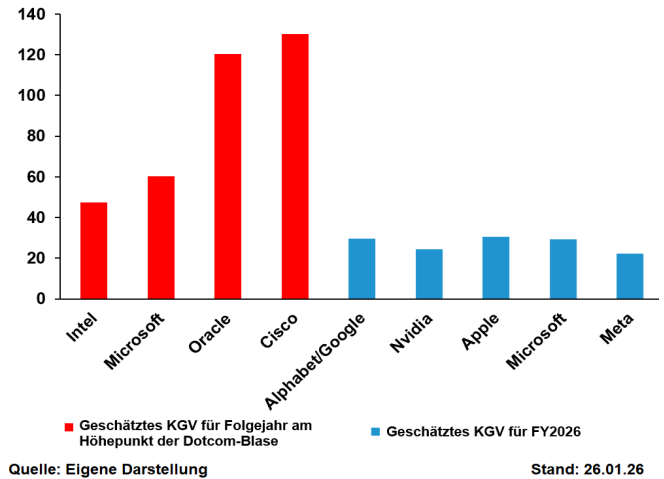
Investitionen der vier großen US-Hyperscaler.



Diese Quoten liegen dennoch deutlich unter jenen der Technologieunternehmen während der Dotcom-Blase

ab 2000, die sich damals stark verschuldeten und trotz hoher Verluste investierten (siehe Chart).

KI-Blase? Bewertungen heute tiefer als in der Dotcom-Blase nach 2000.



Ein wesentlicher Unterschied zur Dotcom-Phase: Damals wurde vor allem in langlebige Glasfasernetze investiert (Lebensdauer rund 25 Jahre), heute hingegen in Halbleiterchips, die nur drei bis vier Jahre auf Top-Leistungsniveau bleiben. Beim Abschreibungsprofil liegt der zentrale Unterschied zur Dotcom Phase: Glasfaser-Netze wurden traditionell über Jahrzehnte genutzt, während Rechenzentrums-Hardware in deutlich kürzeren Zyklen ersetzt wird. In Hyperscale-Rechenzentren galt lange ein Upgrade-Rhythmus von etwa drei Jahren. Einige Anbieter verlängern ihn inzwischen. Microsoft hat beispielsweise die bilanzielle Nutzungsdauer von Server- und Netzwerkausrüstung in seiner Cloud-Infrastruktur von vier auf sechs Jahre angehoben. Das bleibt jedoch eine kurze Halbwertszeit im Verhältnis zu den Investitionssummen – und erklärt, warum die Rentabilität der KI Welle weniger von "Vision" abhängt als von Auslastung, Strompreis und Preissetzungsmacht pro Recheneinheit. Angesichts der zentralen Bedeutung der KI-Investitionen für die US-Konjunktur ist entscheidend, ob sich diese Ausgaben lohnen. Zweifel sind angebracht – wenn auch Experten, darunter der Herausgeber, im Jahr 2000 den späteren Siegeszug des Internets ebenfalls unterschätzt hatten. Die hohe Konkurrenz dürfte es erschweren, künftig ausreichend hohe Gewinnspannen zu erzielen. Im pessimistischen Szenario droht eine massive Fehlinvestition in Überkapazitäten. Das würde Wall Street extrem belasten und bleibt Hauptbörsenrisiko für 2026.

US-Aktienmarkt: Technologie, Saisonalität & Bewertung

Trotz der jüngsten Schwäche der sieben großen Wachstumswerte seit Oktober erscheint es zu früh, vom Ende der Bewegung zu sprechen. 2025 stiegen lediglich Alphabet und NVIDIA stärker als der S&P 500 und brachten Gewinne in Euro. Aufgrund der erwarteten Gewinnsteigerungen könnten US-Technologietitel in den nächsten Monaten weiter zulegen. Allerdings sollte man aufgrund der zuletzt stark ausgeprägten Saisonalität spätestens im Frühjahr eine Überprüfung der Positionierung in diesem Sektor vornehmen.

Zinsentwicklung, Staatsverschuldung & US-Anleihemärkte

Neben den Technologiewerten wird 2026 die Zinsentwicklung das dominierende Thema für die Wall Street bleiben. Entscheidend ist nicht nur der Leitzins der FED, sondern auch die rapide steigende US-Staatsverschuldung – mittlerweile rund 38,5 Bio. \$ bei einem BIP von gut 30 Bio. \$. Die Dimension der US-Staatsverschuldung lässt sich an den täglichen Treasury Daten ("Debt to the Penny") konkret nachverfolgen: Am 15. Januar 2026 lag die Gesamtverschuldung bei rund 38,45 Bio. \$, davon 30,81 Bio. \$ als "Debt held by the public". Das erklärt, warum die Laufzeitenpolitik des Finanzministeriums so marktprägend ist. Eine stärkere Verschiebung in sehr kurze Laufzeiten dämpft kurzfristig die Zinskosten, macht den Staatshaushalt aber empfindlicher gegenüber jeder Leitzinsbewegung – und erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass das lange Ende eine höhere Risikoprämie fordert, selbst wenn die FED am kurzen Ende senkt.

Im laufenden Fiskaljahr dürfte die Verschuldung um weitere zwei Bio. \$ wachsen. Trump rechnet zwar mit zusätzlichen Zolleinnahmen, doch diese dürften durch geplante Geschenke (Helicopter-Geld) von rund

400 Mrd. \$ vor den Midterms vollständig ausgegeben werden. Hinzu kommt die geplante Erhöhung der Militärausgaben von knapp einer Bio. auf 1,5 Bio. \$ jährlich. Belastend wirken könnten außerdem mögliche ausländische Verkäufe von US-Staatsanleihen im geopolitischen Kontext, auch wenn Ausländer – insbesondere Hedgefonds in Europa – im vergangenen Jahr den Bestand an US-Anleihen auf ein Rekordniveau ausgebaut haben.

Die Zinslast der USA liegt bereits bei knapp einer Bio. \$ pro Jahr, etwa zwölf Prozent der Staatseinnahmen. Das Finanzministerium versucht, die Zinskosten durch die Ausgabe kurzfristiger T-Bills (kurzlaufende US-Staatsanleihen) zu dämpfen, deren Zinsen niedriger sind und die im Gegensatz zu langfristigen Renditen durch den FED-Leitzins gesteuert werden. Ein der Regierung nahestehender neuer FED-Vorsitzender könnte die kurzfristigen Zinsen stärker senken als erwartet – positiv für Aktien, negativ für Dollar und vermutlich ohne starke Wirkung auf langlaufende US-Anleihen. Die FED betreibt faktisch bereits wieder Quantitative Easing (QE), indem sie Anleihen kauft, auch wenn dies offiziell nicht so bezeichnet werden darf. Ob die Renditen 10jähriger US-Anleihen 2026 tatsächlich sinken, ist offen. Zwar fielen sie im Vorjahr um 40 Basispunkte, während langfristige Zinsen in Europa und Japan stiegen, doch dies lag wesentlich an der starken Gewichtung ultrakurzer Laufzeiten bei neuen US-Emissionen sowie an Rückkäufen langfristiger Papiere.

Die FINANZWOCHE Kompakt gibt einen Einblick in die ersten Seiten der FINANZWOCHE. Weitere Informationen finden Sie unter www.finanzwoche.de.

IMPRESSUM

Die FINANZWOCHE erscheint bei der FINANZWOCHE Verlags-Gesellschaft für Anlageinformation mbH. Anschrift: Pullacher Straße 24, D-82049 Pullach, Tel. 089/5203770, Internet: www.finanzwoche.de, E-Mail: info@finanzwoche.de. Geschäftsführer: Dr. Jens Ehrhardt. Handelsregistergericht: HRB 54227. Ust-ID: 129346832

Erscheinungsweise: 14-tägig (unter Vorbehalt des Verlags). Der Verlag unterwirft sich den journalistischen Verhaltensgrundsätzen und Empfehlungen des Deutschen Presserates zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung. Urheberrecht: Kein Teil der FINANZWOCHE darf (auch nicht auszugsweise) ohne unsere ausdrückliche vorherige schriftliche Zustimmung reproduziert werden. Jede im Bereich eines gewerblichen Unternehmens hergestellte oder genutzte Kopie verpflichtet zur Gebührenzahlung an den Verlag. Erfüllungsort und Gerichtsstand: München. Allgemeiner Hinweis: Wir machen Sie vorsorglich darauf aufmerksam, dass die in der Finanzwoche enthaltenen Finanzanalysen eine individuelle Anlageberatung durch Ihren Anlageberater oder Vermögensberater nicht ersetzen können. Den Artikeln, Empfehlungen, Charts und Tabellen liegen Informationen zugrunde, die die Redaktion für zuverlässig hält. Eine Garantie für die Richtigkeit kann die Redaktion jedoch nicht übernehmen. Jeder Haftungsanspruch, insbesondere für Vermögensschäden, die aus Heranziehung der Ausführungen in der Finanzwoche resultieren, wird daher abgelehnt. Risiko-Hinweis: Jedes Finanzinstrument ist mit Risiken behaftet. Im schlimmsten Fall droht ein Totalverlust. Alle Angaben stammen aus Quellen, die die Redaktion für vertrauenswürdig hält ohne eine Garantie für die Richtigkeit übernehmen zu können. Die redaktionellen Inhalte stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments dar, sondern geben lediglich die Meinung der Redaktion wieder.