tailormade
asset management

Zinsen und Spreads

Metis Insights 06/2026

Lukas Feiner
Managing Director
Metis Invest GmbH

Elon, where's my coupon?

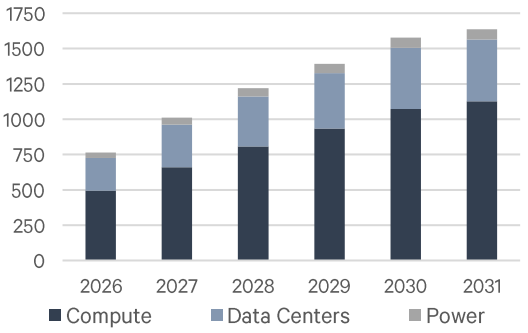
KI-Euphorie trifft auf den bodenständigen Anleihenmarkt

Das IPO von SpaceX im Juni hat Rekorde gebrochen und wurde zugleich kontrovers wie selten zuvor diskutiert. Von „revolutionär" bis „völlig abgehoben" reichten die Einschätzungen zu den Plänen für Datenzentren im All und die Ressourcengewinnung auf fernen Himmelskörpern, die Elon Musk zum ersten Billionär machten. Die KI-Revolution (oder -Manie) geht mit unersättlichem Hunger nach Daten, Rechenleistung, Energie und Kapital einher. Und damit schwappt das Wettrennen um „Artificial General Intelligence" der Hyperscaler auch auf die Anleihenmärkte über. Neben dem USD 75 Mrd. schweren IPO platzierte SpaceX nur Tage später auch ein USD 25 Mrd. schweres Anleihepaket und versetzte Investoren in Aufruhr. Anleihegläubiger lassen sich nicht von Ideen zukünftiger Geschäftsmodelle oder hochauflösenden Bildern von Weltraumraketen begeistern. Sie bewerten von Tag eins die finanzielle Tragfähigkeit eines Unternehmens zur Leistung von Zins- und Tilgungszahlungen, auch wenn dieses Unternehmen (quasi in Alleinherrschaft) vom reichsten Menschen der Erde geführt wird.

Und doch hat der KI-Hype längst auch den Anleihenmarkt erreicht. Hyperscaler wie Alphabet, Meta und Amazon wollen zwischen 2025 und 2027 weit über eine Billion USD in den Ausbau der KI-Infrastruktur investieren und bedienen sich bereits kräftig am Anleihenmarkt in US-Dollar, Euro oder Pfund. Wir möchten diese Entwicklungen aus Gläubigersicht einordnen und einen Blick hinter die Kulissen der KI-Rally, -Revolution oder -Manie werfen, nämlich auf das, was im Credit Management schlussendlich zählt: Cash Flows, eine gesunde Bilanzstruktur und profitables Wachstum.

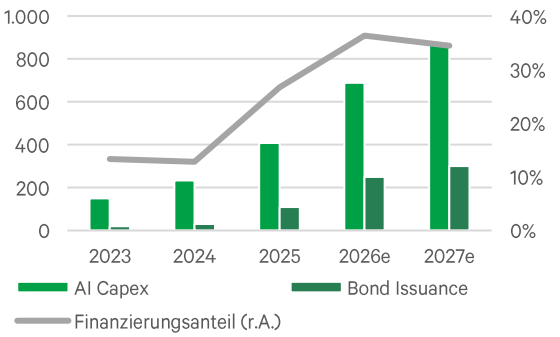
Hyperscaler oder Hype beyond Scale?

Goldman Sachs schätzt den kumulierten Kapitalbedarf für KI-Infrastruktur zwischen 2026 und 2031 auf rund 7,6 Billionen US Dollar. Zur Einordnung: das entspricht dem jährlichen Bruttoinlandsprodukt von Deutschland (USD 5,1 Bio.) und Italien (USD 2,6 Bio.) zusammen. Davon entfallen etwa 5,1 Bio. auf Rechenleistung, 2,1 Bio. auf Rechenzentren und rund 400 Mrd. auf den Ausbau der Energieinfrastruktur. Die jährlichen KI-Capex Ausgaben würden damit von rd. 765 Mrd. im heurigen Jahr auf über 1,6 Billionen 2031 ansteigen.



Prognose – Capex für KI-Infrastruktur in Mrd. USD
Quelle: Goldman Sachs Global Institute.

Mit dem gigantischen Investitionsvolumen verändert sich zwangsläufig die Finanzierungsstruktur der Unternehmen. Die Erzählung der Verfechter eines „gesunden KI-Hypes", nämlich, dass die Hyperscaler diesen Investitionsberg überwiegend aus dem operativen Cash Flow finanzieren können, ist damit längst überholt. Der Vermögensverwalter PIMCO rechnet damit, dass der Anteil der KI-Capex am Operating Cash Flow der Hyperscaler von rd. 40% im Jahr 2023 auf über 90% in den Jahren 2026 und 2027 ansteigen dürfte.



Hyperscaler Bond Issuance in Mrd. USD
Quelle: IESE Business School, Barclays/Bloomberg, JPMorgan.

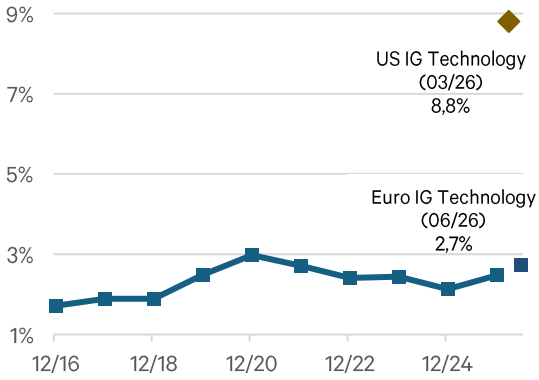
metis®

Es ist daher nicht verwunderlich, dass wir seit letztem Jahr vermehrt Anleiheemissionen von Tech Schwergewichten wie Alphabet, Apple oder Amazon auch im Euro Markt sehen. Meta, Oracle und SpaceX finanzieren sich bis dato ausschließlich in Dollar. Hinzu kommt der Private Credit Markt, der wohl eine noch größere Rolle für die Finanzierung von Datenzentren spielt, auf den wir hier jedoch nicht weiter eingehen.

Der Anleihenmarkt als Finanzierungsquelle

Auch wenn die KI-Revolution bis dato eher das Narrativ der Aktienmärkte dominierte, die größte Finanzierungsquelle für Unternehmen ist und bleibt der Anleihenmarkt. Damit schwappen Chancen und Risiken dieses in absoluten Zahlen noch nie dagewesenen Investitionsbooms auch auf die Kreditmärkte über. Schätzungen des IESE Business School Credit Project zufolge, entfällt mittlerweile fast ein Drittel der US-Investment-Grade-Neuemissionen auf KI-bezogene Finanzierungen. KI-bezogene Verschuldung wird bereits auf rund 15% des gesamten US-Investment-Grade-Marktes geschätzt wobei die fünf großen Hyperscaler Ende 2026 bereits mehr als 5% des US-Investment-Grade-Index ausmachen dürften.

Wer nun denkt, dass dieser Investitionsboom einmal mehr nach dem Motto *„USA innovates, China replicates, Europe regulates“* zum Glück oder Unglück an Europa vorbeigeht, der irrt. Einerseits finanzieren sich eben genannte US-Tech-Giganten auch in Euro und verteilen damit die Investitionslast auf dem Weg zur „Super-KI“ auch auf europäische Schultern. Andererseits macht die Disruption der KI-Revolution auch vor europäischen Unternehmen nicht Halt. Auf beide Aspekte werden wir nachfolgend noch näher eingehen.



Tech-Sektor im Euro&US IG Unternehmensanleihenmarkt
Eigene Darstellung, Daten: iBoxx

Blickt man allein auf das Indexgewicht des Technologiesektors im Investment Grade Unternehmensanleihenmarkt, spiegelt sich die eingangs dargestellte Gigantomanie der KI-Investitionen in Europa noch kaum nieder. Das liegt zum einen daran, dass es keinen europäischen Hyperscaler gibt und zum anderen, dass der Technologiesektor in Europa generell stark unterrepräsentiert ist. Nur 2,7% der Euro IG Anleihen (8,8% in den USA) werden dem Technologiesektor zugeordnet – nicht berücksichtigt sind Halbleiterhersteller und andere „KI-Zulieferer“, die anderen Sektor zugeschlüsselt sind. Zum Vergleich dazu sind 40% der Unternehmen im S&P 500 Index dem IT-Sektor zugeordnet, nicht jedoch Amazon, das nach wie vor als „Konsumgüterfirma“ geführt wird. Im Stoxx Europe 600 sind es lediglich 9% und es fällt selbst erfahrenen Börsianern schwer, neben SAP, ASML und vielleicht noch Infineon weitere europäische IT-Schwergewichte zu benennen.

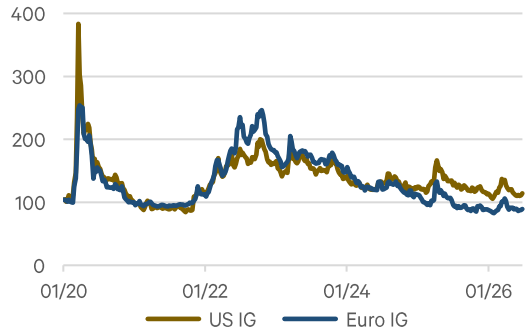
Keine Schuldenblase (in Europa) in Sicht

Die Geschichte lehrt uns, dass Aktienbewertungen, die gegen Himmel wachsen, mitunter eine harte Landung erleiden. Wir vertreten keine Aktienmeinung, sondern möchten den KI-Boom durch die Brille eines Anleiheinvestors betrachten und halten gleich zu Beginn fest, dass wir keine Anzeichen einer KI-induzierten, systemischen Schuldenblase im Euro Credit Markt sehen. Dafür ist der Technologiesektor wie oben dargestellt schlichtweg zu klein. Zudem verfügen die im Euromarkt aktiven Hyperscaler über eine hervorragende Bonität, was ihnen dabei helfen wird, auch durch unruhigere Fahrwasser zu navigieren. Am US-Markt zeigt sich hingegen bereits die zunehmende Fragmentierung zwischen „guten“ Hyperscalern wie Alphabet und „schwachen“, hochverschuldeten Wettbewerbern wie Oracle. Zur zweiten Kategorie ist ebenfalls das Unternehmen SpaceX hinzuzuzählen. Trotz einer vergleichsweise niedrigen Verschuldung verfügt das Musk-Konglomerat zum aktuellen Zeitpunkt noch über kein tragfähiges Geschäftsmodell, mit dem das aufgenommene Schuldenpaket in den nächsten Jahren und Jahrzehnten finanziert werden kann. Darüber hinaus ist der semi- und illiquide Kreditmarkt in den USA viel stärker im Technologiesektor exponiert, als das hierzulande der Fall ist. Ein Datenzentrum als Sicherheit für ein syndiziertes Darlehen ist aus Sicht der Gläubiger gelinde gesagt „speziell“. Es gibt kaum alternative Nutzungsmöglichkeiten und die technologische Halbwertszeit für Rechenchips und Co. ist bekanntermaßen kurz.

tailormade asset management

Niedrige Spreads und starke Bilanzen

Und doch verlockt das Marktumfeld trotz Zinswende und Irankrieg Unternehmen dazu vergleichsweise günstiges Fremdkapital zu akkumulieren. Die Risikoaufschläge am Unternehmensanleihenmarkt notieren in Europa und den USA so tief wie selten zuvor.



Spread (in BPs) EU & US Investment Grade Corporate Index
Eigene Darstellung, Daten: iBoxx, Bloomberg

Anleiheinvestoren goutieren trotz Sorgen vor einer Blasenbildung am Aktienmarkt, die starken Finanzkennzahlen von Alphabet, Apple und Co., die mit AA Ratings zu den solidesten Unternehmen im Markt zählen. Der direkte Vergleich zeigt, dass sowohl europäische Qualitätsunternehmen als auch US-Schwergewichte aus Gläubigersicht über äußerst solide Finanzprofile verfügen. Siemens, L'Oréal & Co. überzeugen mit hohen Gewinnmargen, konservativen Bilanzen und einer äußerst moderaten Verschuldung. Die US-Technologiekonzerne legen die Messlatte nochmals höher. Alphabet, Microsoft und Meta erzielen beispielsweise Margen jenseits von 30%, verfügen trotz gewaltiger Investitionsprogramme über eine exzellente Zinsdeckung und weisen ausgesprochen hohe Eigenkapitalquoten aus.

	Rating	Gewinnmarge	Eigenkapital	Zinsdeckung	Leverage	Umsatzwachstum*
Siemens	AA-	10%	38%	5,8x	2,7x	3,1%
Sanofi	AA-	17%	56%	11,9x	1x	1,0%
Nestle	AA-	10%	26%	7,3x	3,2x	-1,8%
LVMH	AA-	14%	48%	14,8x	0,9x	0,7%
Roche	AA	21%	34%	15,6x	0,8x	-0,9%
L'Oréal	AA	14%	57%	22,9x	0,2x	4,8%
Amazon	AA-	12%	48%	33,7x	0,5x	11,7%
Meta	AA-	33%	62%	59,6x	0,1x	19,9%
Alphabet	AA	37%	68%	111,8x	-0,2x	12,5%
Microsoft	AAA	39%	50%	52,7x	0,2x	12,4%

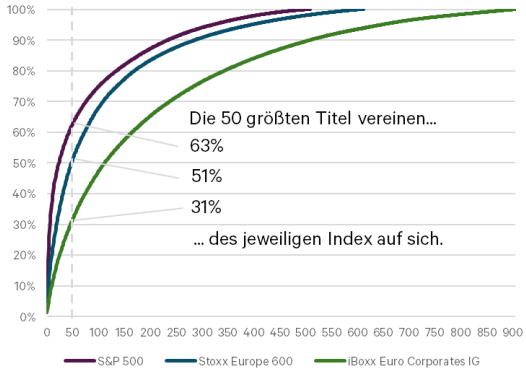
*CAGR 2022-2025

Finanzkennzahlen US-Tech vs. Europäische Rating Peers
Eigene Darstellung; Quelle: Bloomberg; Daten Q1/26

Der größte Unterschied zeigt sich beim Wachstum: Während europäische Konzerne zwischen 2022 und 2025 im Schnitt niedrig einstellige Umsatzzuwächse verzeichneten, legten Amazon, Meta, Alphabet und Microsoft mit jährlichen Wachstumsraten von über 10% deutlich stärker zu. Europa kann bei Bilanzqualität und Kapitaldisziplin durchaus mithalten – beim Wachstumstempo spielen Microsoft & Co. weiterhin in einer eigenen Liga. Ein weiteres Indiz dafür, weshalb der Markt den Hyperscalern trotz steigender Verschuldung weiterhin günstige Finanzierungskonditionen einräumt.

Marktkonzentration im Anleihenmarkt bleibt überschaubar

Es ist weithin bekannt, dass der Aktienboom der letzten Jahre von immer weniger Unternehmen getragen wurde und die Indexkonzentrationen weltweit deutlich zugenommen haben. Die 10 größten US Unternehmen repräsentieren knapp 40% des S&P 500 und rund 25% des MSCI World Index. Noch extremere Beispiele sind Samsung und TSMC, die gemeinsam rund 25% der Marktkapitalisierung des MSCI Emerging Markets Index auf sich vereinen. In Europa ist die Indexkonzentration – auch mangels globaler Champions – strukturell niedriger, hier vereinen die Top 10 Titel rund 18% Indexgewicht auf sich.



Kumuliertes Indexgewicht der Einzeltitel im Index
Eigene Darstellung; Quelle: S&P, Stoxx

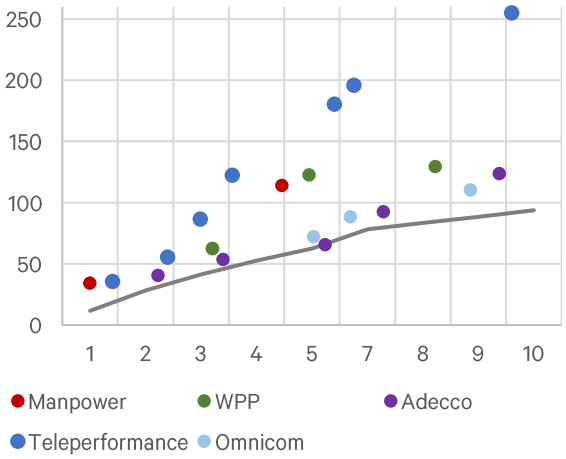
Nun ist festzuhalten, dass die Indexkomposition im Anleihebereich anderen Gesetzmäßigkeiten folgt. Während Aktien primär durch gute Geschäftsmodelle, Innovation, Wachstum und steigende Marktkapitalisierung den Weg an die Spitze finden, erreichen Unternehmen im Anleihenmarkt entweder durch schiere Größe oder hohe Verschuldung den Weg an die Spitze gängiger Indizes. Während derzeit also hoch bewertete

tailormade asset management

Hyperscaler und Chip Unternehmen wie Nvidia, Samsung oder ASML die gängigen Aktienbenchmarks anführen, sind es im Euro Corporate Markt traditionell Banken wie BNP Paribas, ING oder Credit Agricole. Unter den Top 10 Anleihemittenten finden sich neben acht Banken nur die französischen Konzerne Engie und Orange. Alphabet rangiert auf Rang 13 mit 0,7% Indexgewicht und Amazon auf Rang 46 mit 0,4% - übrigens weit hinter der im Silicon Valley als Dinosaurier verhöhnten IBM Corp mit 0,5% und Rang 26.

Die andere Seite des KI-Booms – erste Verlierer zeichnen sich ab

Hinter der Rekordjagd der Tech-Titanen und zweistelligen Kursgewinnen im heurigen Jahr treten auch erste Verlierer zu Tage. Ein „SaaS Virus" hat den privaten Kreditmarkt erfasst, bei dem sog. Software-as-a-Service Geschäftsmodelle durch den rasanten Fortschritt der KI-Modelle zunehmend in Frage gestellt werden. Waren die 2010er Jahre noch vom Erfolg der „Asset-Light"-Geschäftsmodelle mit geringen Fixkosten, hoher Skalierbarkeit und maximierter Profitabilität dominiert, so scheint der Markt momentan nahezu panisch KI-Verlierer von KI-resistenten Unternehmen zu trennen. Auch am Unternehmensanleihemarkt zeigen sich erste Anzeichen des „AI-Health-Check".



Credit Spread (in BPs) der KI-Verlierer je Laufzeit gegenüber dem breiten Corporate Markt
Eigene Darstellung; Quelle: Bloomberg

Unternehmen im Personaldienstleistungssektor, wie Teleperformance, das auf First-Level Support und Call Center spezialisiert ist, oder die Personalvermittler Manpower und Adecco kamen auf der Aktien- und teils als auch auf der Anleiheseite unter Druck. Ebenso erging es britischen Werbe- und Medienunternehmen wie WPP oder RELX. Die Aktien aller genannten Unternehmen liegen 60% bis 80% unter den Höchstständen vor der KI-Revolution 2022. In einem Umfeld historisch enger Kreditrisikoaufschläge suggerieren diese Titel auf den ersten Blick attraktive Pick-ups. Diese sind jedoch auch mit einem Warnschild verbunden. Die genannten Unternehmen verfügen bei aktueller Betrachtung über solide Bilanzkennzahlen, jedoch kämpfen sie mit zyklischem bzw. strukturellem Gegenwind.

Fazit

Es ist Fluch und Segen, dass Europa im KI-Wettrennen kaum eine Rolle spielt. Der rasante Anstieg von Aktienkursen und Investitionsprogrammen in „Fantastilliarden-Höhe", die im KI-Ökosystem teilweise im Kreis gereicht werden, schüren Erinnerungen an die Dotcom Blase der 2000er Jahre. Eine Silicon-Valley-Krise, die über eine „gesunde Korrektur" hinausgeht, würde aufgrund des signifikanten Anteils an weltweiten Benchmark-Indizes mittelbar auch Europa betreffen. Andererseits gibt es derzeit kaum Phantasien dafür, dass europäische Unternehmen den KI-Megatrend mitgestalten und davon profitieren werden.

Obwohl in den Medien meist über Finanzierungsrunden und IPOs gesprochen wird, kommt dem Anleihenmarkt eine zentrale Rolle bei der Finanzierung von Wachstums- und Investitionsvorhaben der Unternehmen zu. Der jüngste SpaceX Deal zeigt, dass sich Anleiheinvestoren nicht von Raketenbildern und galaktischen Visionen begeistern lassen. Der Spread des 10-jährigen Zinspapiers weitete sich seit Emission trotz sehr solidem Baa1 Rating auf rund 200 Basispunkte aus. Gemeinsam mit Oracle notiert der Raketenbauer, mit Satellitennetzwerk, KI-Ambitionen und eigenem Social Media Netzwerk damit näher an Schuldnern wie Ford (BBB-, BB+), Südafrika (BB) oder Mexiko (BBB-), als an den übrigen hoch-bonitären Hyperscalern. Anleiheinvestoren wollen nicht ins All fliegen, sie wollen regelmäßige Kupons. Eine solide Kapitalstruktur, robuste Cash-Flows und ein profitables Geschäftsmodell sind die Rahmenparameter für erfolgreiches Credit Management - ...das galt vor der KI-Revolution und wird auch so bleiben.

tailormade
asset management

Disclaimer

Dies ist eine Marketingunterlage der Metis Invest GmbH.

Der Inhalt dieses Dokuments richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren. Die Weitergabe an Privatpersonen ist nicht gestattet. Alle Angaben und Inhalte dieses Dokumentes sind ohne Gewähr, vertraulich und ausschließlich für den internen Gebrauch bestimmt. Jede unautorisierte Form des Gebrauches dieses Dokumentes, insbesondere dessen Reproduktion, Verarbeitung, Weiterleitung oder Veröffentlichung ist untersagt. Berechnungs- oder Rechenfehler und Irrtum vorbehalten. Informationen aus externen Quellen sind durch Quellenhinweise gekennzeichnet. Für deren Richtigkeit, Genauigkeit und Vollständigkeit können wir, auch wenn wir diese Informationen für verlässlich halten, weder Haftung noch irgendeine Garantie übernehmen.

Die vorliegende Studie wurde auf der Homepage der Metis Invest veröffentlicht und stellt somit einen geringfügigen, nicht finanziellen Vorteil im Sinne des Art. 11 DRL 2017/593 dar.

METIS INVEST GMBH
Conrad-von-Hötzendorf-Straße 84
8010 Graz, Austria

T: +43(0)316 20 81 00-0
F: +43(0)316 20 81 00-49

institutional@metisinvest.at
www.metisinvest.at