

Marktkommentar

KI verändert die Bonitätsanalyse am Anleihemarkt

Für Anleiheinvestoren ist die technologische Attraktivität eines Geschäftsmodells nur der Ausgangspunkt. Entscheidend bleibt, ob ein Unternehmen die Ausgaben finanzieren kann, ohne den freien Cashflow dauerhaft zu schwächen, und ob es seine Margen behauptet.

Die Diskussion über Künstliche Intelligenz wird am Kapitalmarkt weiterhin vor allem über Aktienbewertungen geführt. Für Anleiheinvestoren rückt dagegen die Finanzierung des Investitionsbooms in den Mittelpunkt. Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft und Oracle investierten nach Berechnungen der Internationalen Energieagentur 2025 zusammen mehr als 400 Milliarden US-Dollar; für 2026 erwartete die IEA einen weiteren deutlichen Anstieg.

Gleichzeitig dürfte sich der weltweite Stromverbrauch von Rechenzentren bis 2030 auf rund 945 Terawattstunden mehr als verdoppeln. Für Gläubiger stellt sich damit vor allem die Frage, wie lange Unternehmen hohe Vorleistungen finanzieren können, bevor daraus verlässliche Erträge entstehen.

Kurzfristig kann diese Investitionswelle den Preisdruck erhöhen. Höhere Finanzierungskosten kommen hinzu, falls Unternehmen einen großen Teil ihrer Ausgaben über den Kapitalmarkt decken. Bis sich diese Investitionen in höheren Erlösen oder niedrigeren Kosten niederschlagen, vergeht allerdings Zeit.

Wie stark die Investitionen inzwischen auf den Mittelzufluss wirken, zeigte Alphabet im zweiten Quartal 2026: Der Konzern wies erstmals seit seinem Börsengang einen negativen freien Cashflow aus. Viele Anwendungen befinden sich zugleich noch in der Einführung, sodass sich ihr wirtschaftlicher Beitrag bislang nur eingeschränkt bestimmen lässt.

Produktivitätsgewinne verteilen sich ungleich

Auf längere Sicht kann KI Kosten senken. Software erstellt erste Entwürfe, durchsucht große Datenbestände und beschleunigt standardisierte Prüfungen. Ob daraus höhere Margen entstehen, hängt von der Marktstellung des Unternehmens ab. Bei intensivem Wettbewerb geben Anbieter einen erheblichen Teil der Einsparungen über niedrigere Preise weiter. Wo Kunden nur schwer wechseln können oder der Markteintritt aufwendig ist, bleibt mehr vom wirtschaftlichen Vorteil beim Unternehmen.

Dieser Unterschied ist für die Bonitätsanalyse zentral. Ein Softwareanbieter kann neue Funktionen zunächst in teureren Paketen verkaufen. Sobald vergleichbare Anwendungen zum üblichen Leistungsumfang gehören, schwindet der Preisaufschlag. Beratungsunternehmen können Projekte mit weniger Arbeitsstunden bearbeiten, doch ihre Kunden werden den geringeren Aufwand in Preisverhandlungen berücksichtigen. Geschäftsmodelle, die von schwer zugänglichen Informationen oder personalintensiven Routinen profitierten, geraten dadurch früher unter Druck.

Der KI-Ausbau verändert inzwischen auch die Bilanzen der Hyperscaler selbst. Ihre aggregierte Bilanzsumme ist innerhalb von fünf Jahren um mehr als 160 Prozent auf knapp 3,5 Billionen US-Dollar gestiegen. Das bilanzierte Sachanlagevermögen, zu dem Rechenzentren und technische Infrastruktur gehören, hat sich im selben Zeitraum auf gut 1,4 Billionen Dollar mehr als vervierfacht. Hinzu kommen finanzielle Verpflichtungen, die in den heutigen Bilanzsummen noch gar nicht vollständig sichtbar sind.

Noch nicht begonnene Leasingverträge summieren sich bei Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft und Oracle auf knapp 1,1 Billionen Dollar. Weitere vereinbarte Ausgaben etwa für Infrastruktur und Energie erreichen rund 1,55 Billionen Dollar. Für die Bonitätsanalyse ist deshalb entscheidend, wann diese Ver-

pflichtungen zahlungswirksam werden und wie viel operativer Cashflow dann zur Verfügung steht.

Auch das ausgewiesene Ergebnis verdient dabei genauere Aufmerksamkeit. Mehrere Hyperscaler haben die angenommenen Nutzungsdauern ihrer Server und Netzwerktechnik in den vergangenen Jahren verlängert. Das reduziert zunächst die jährlichen Abschreibungen und erhöht ceteris paribus den ausgewiesenen Gewinn, verändert den Cashflow jedoch nicht. Für Anleiheinvestoren bleibt deshalb der freie Mittelzufluss die aussagekräftigere Größe.

Realrendite hängt von der Kreditqualität ab

Im Euroraum lag die Teuerungsrate im Juni 2026 bei 2,8 Prozent, nach 3,2 Prozent im Mai. Die Europäische Zentralbank ließ den Einlagensatz am 23. Juli bei 2,25 Prozent. Ihre Projektion vom Juni rechnet für 2026 im Jahresdurchschnitt mit einer Inflation von 3,0 Prozent, vor allem wegen höherer Energiepreise. Der jüngste Rückgang erlaubt daher noch keine einfache Fortschreibung bis zum Jahresende.

Der Kupon sagt bei Unternehmensanleihen wenig über die spätere Realrendite aus. Die Inflation mindert den nominalen Ertrag, während die Kreditprämie die Risiken des einzelnen Emittenten abgelenken muss. KI kann dessen Ertragskraft verbessern, wenn sie Kosten dauerhaft senkt und der Markt diese Einsparung nicht sofort abschöpft. Sie kann dieselbe Bilanz belasten, wenn hohe Vorleistungen auf unsichere Erlöse treffen oder das bisherige Angebot leichter austauschbar wird.

Die Unterschiede zwischen den Emittenten werden bereits größer. Besonders deutlich ist das innerhalb der Gruppe der Hyperscaler selbst: Während Alphabet zuletzt eine Eigenkapitalquote von 71 Prozent auswies und auch Amazon, Meta und Microsoft finanziell vergleichsweise solide aufgestellt waren, lag sie bei Oracle bei lediglich 16 Prozent. Branche und Rating liefern für die Kreditanalyse deshalb nur eine erste Orientierung.

Aussagekräftiger ist der Blick auf den freien Cashflow nach den Investitionen und auf die nächsten Fälligkeiten. Ein Unternehmen, das seine Schulden bald refinanzieren muss, reagiert empfindlicher auf steigende Finanzierungskosten als ein Emittent mit langen Laufzeiten. Hinzu kommt die Frage, ob sich die bisherigen Preise halten lassen, wenn KI das Angebot vergleichbarer und den Wettbewerb intensiver macht. Für das Anleiheportfolio wird die Auswahl einzelner Emittenten damit wichtiger: Attraktive Nominalrenditen sind verfügbar, doch ihr realer Wert hängt davon ab, wie belastbar das Geschäftsmodell des Schuldners bleibt. ♦



Jens Franck

Foto: Unternehmen

Unser Autor:

Jens Franck ist Partner und Leiter Portfoliomanagement der nordIX AG, Hamburg. nordIX ist auf die Kapitalanlage in festverzinslichen Wertpapieren und Derivaten spezialisiert, verwaltet aktuell in verschiedenen Publikums- und Spezialfonds mehrere hundert Millionen Euro und unterstützt institutionelle Investoren bei der Kapitalanlage auf den Rentenmärkten.
www.nord-ix.com