
Europa findet seinen Halt

Europäische Aktien | Februar 2026



Paul Doyle
Head of Large Cap European Equities

- **Das US-Wachstum ist zunehmend von einem begrenzten, KI-gesteuerten Investitionsboom abhängig, wobei Arbeitsmarkt und Konsum schwächer werden.**
- **Die Bewertungen in den USA sind zu hoch, und die ausländischen Zuflüsse können zurückgehen, was den Dollar anfällig macht.**
- **Europa tritt ins Jahr 2026 mit einer gesünderen Bilanzstruktur, höheren Ersparnissen und nachlassender Inflation ein, und die deutsche Fiskalpolitik wirkt unterstützend.**
- **Die globalen Gewinne nehmen zu, was Europa und Small Caps im Jahr 2026 eine klare Chance bietet.**

Die USA

Nach drei Jahren mit Gewinnen von 20 % hat das Jahr 2026 wieder stark begonnen. Diese jüngste Rallye ist eine der am stärksten konzentrierten aller Zeiten. Der globale Aktienmarkt ist zu zwei Dritteln amerikanisch, und davon entfallen 40 % auf lediglich zehn Aktien – mit einer großen Wette: generative künstliche Intelligenz (KI). Ein Viertel des Weltaktienmarktes hängt davon ab.

Fünf Hyperscaler – Amazon, Google, Meta, Microsoft und Oracle – planen, bis 2030 ihre Bilanzen um 2 Billionen US-Dollar an KI-bezogenen Vermögenswerten hinzuzufügen. Diese Vermögenswerte werden um 20 % pro Jahr abgeschrieben – was jährlichen Kosten von 400 Milliarden US-Dollar entspricht und mehr ist als ihre Gewinne im Jahr 2025. Und das ist noch nicht das ganze Bild: OpenAI benötigt 1,4 Billionen US-Dollar für Rechenzentren, ganz zu schweigen von den Plänen von Anthropic, xAI, CoreWeave, Lambda und Crusoe.

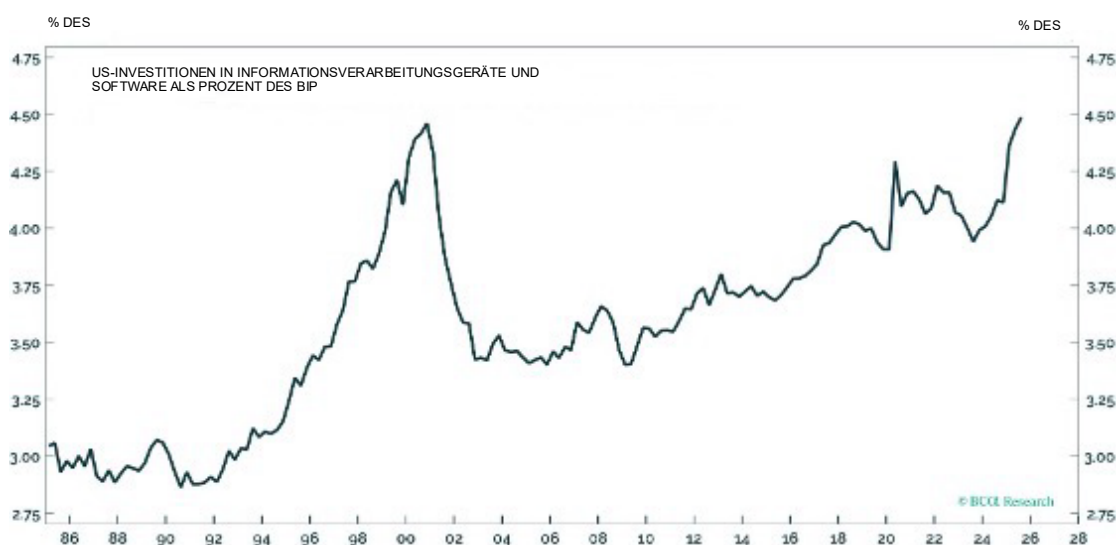
Yann LeCun, Chief AI Scientist bei Meta, hat große Sprachmodelle (LLMs) in Frage gestellt: Sie sind hervorragend darin, altes Wissen zu recyceln, aber nicht in der Lage, Neues zu entwickeln. Die Akzeptanz von KI verlangsamte sich Ende 2025; wir sahen dies in den späten 1990er Jahren mit Dotcom.

Investitionen sind erforderlich, um den First-Mover-Vorteil zu nutzen, wo Netzwerkeffekte, Skaleneffekte oder Patent- und Rechtsschutz vorhanden sind. Dies ist bei KI nicht der Fall, denn hier interagiert der Benutzer nicht mit anderen Benutzern, sondern mit der KI selbst. Im Gegensatz zu Softwareprogrammen, die Sie zu niedrigen Grenzkosten replizieren können, erfordert die Erweiterung der KI-Benutzerbasis mehr Rechenzentren und Energie. Wir hoffen,

dass das KI-Ökosystem Ergebnisse bringt, da jeder zusätzliche Dollar an Aktienvermögen fünf Cent zusätzlicher US-Verbraucherausgaben bringt.

Die US-Haushalte haben mehr als 65 Billionen US-Dollar am Aktienmarkt, wovon die Hälfte von den reichsten 1 % gehalten wird. Die Zweifel an der KI-Einführung werden diese reichste Gruppe sowie marginale Ausgaben treffen. Die Preise für Tokens großer Sprachmodelle (LLMs) sinken ebenso wie die Mietpreise für Grafikprozessoren (GPUs), während die Einführung von KI zunehmend stagniert. Die Technologieinvestitionen (Capex) machen 7,2 % des US-BIP aus – mehr als die 7,1 % während des Pandemie-Booms der Remote-Arbeit und die 6,4 % während der Dotcom-Blase (Abbildung 1). Dies geschieht, bevor die 1 Billion US-Dollar in diesem und nächsten Jahr von Hyperscalern ausgegeben werden.

Abbildung 1: Die Investitionen übertreffen vergangene Spitzen

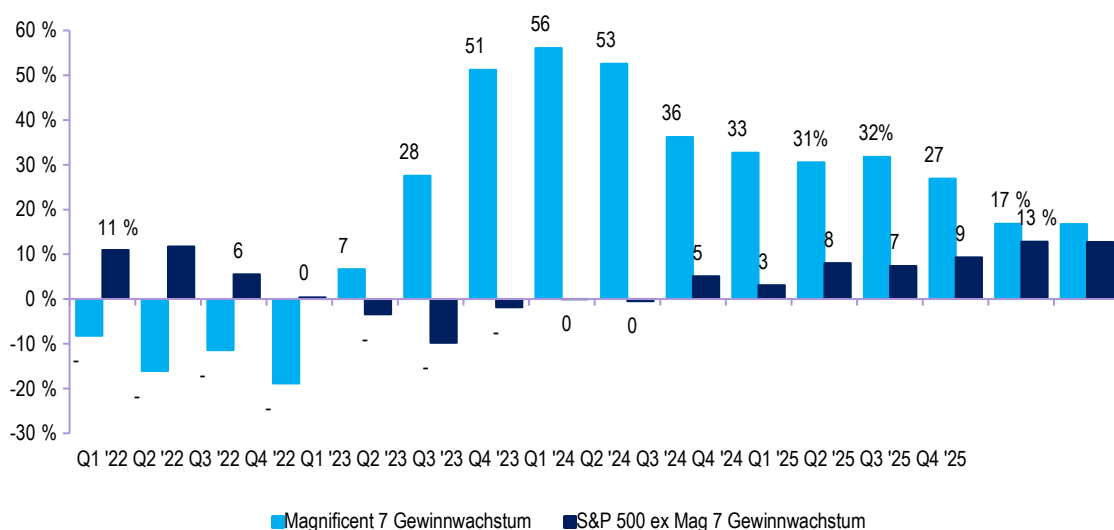


Quelle: Bureau of Economic Analysis (BEA) / BCA Research, Januar 2026

Die Gesamtinvestitionen machten im letzten Jahrhundert durchschnittlich 15 % der US-Wirtschaft aus, wobei ein zunehmender Anteil der Technologie gewidmet war. Technologische Investitionsbooms endeten, wenn die zehnjährige Veränderung des Anteils der Investitionen am gesamten BIP den strukturellen Anstieg um 1 bis 1,5 Prozentpunkte übersteigt. Der Anstieg beträgt derzeit 1 Prozentpunkt.

Zwei Drittel des US-Wachstums sind jetzt auf AI-Capex zurückzuführen, wobei der Arbeitsmarkt und die Verbraucher ein gemischtes Jahr verzeichnen. Außerhalb der Magnificent 7 ist das Gewinnwachstum moderat (Abbildung 2), während die Gewinne und der freie Cashflow der Magnificent 7 selbst auseinandergehen. Die Zahl der US-Arbeitsplätze ist seit 2022 rückläufig, was in den offiziellen Arbeitslosenzahlen versteckt ist, weil 2,5 Millionen Menschen während Covid in den Ruhestand gingen. Tatsächlich hat sich die Lücke zwischen Arbeitsplätzen und Arbeitnehmern geschlossen. Der Preis für 2,5 Millionen weniger Arbeitskräfte ist eine Inflation über dem Zielniveau. Die Fed würde lieber eine Inflation von 3 % haben, als die Zinssätze zu erhöhen, um sie wieder auf das Ziel zu bringen, da ein Anstieg sowohl den Aktienmarkt als auch die Verbraucherausgaben untergraben würde.

Abbildung 2: Magnificent 7 und S&P 500 ex Mag 7 Gewinnwachstum



Quelle: JP Morgan, Januar 2026

Die Einstellungsquote verlangsamt sich weiterhin, und die Arbeitslosigkeit steigt. Der Arbeitsmarkt könnte die USA in eine Rezession führen, es sei denn, KI-Investitionen unterstützen Wachstum, Produktivität und Gewinne, um die Arbeitskraft zu stärken. Weiche Daten zum Verbrauchervertrauen sind schwächer als harte Daten auf dem Arbeitsmarkt. Ob eine Jobsuche sehr einfach oder eher schwierig ist, deutet darauf hin, dass die Fed Unterstützung leisten muss. Das US-Lohnwachstum und die Inflation mäßigen sich.

Ein schwächeres Beschäftigungswachstum bedeutet langsamere reale Einkommensgewinne. Ohne Berücksichtigung der Geldmarktfonds, die von den Reichen gehalten werden, sind die Bankeinlagen als Prozentsatz des verfügbaren Einkommens niedriger als 2019.

Die Ausfallzahlen bei Verbraucherkrediten erreichen ein rezessionsartiges Niveau, die Baugenehmigungen befinden sich auf einem Fünfjahrestief. Die Hausverkäufer haben die Käufer um die größte Spanne seit einem Jahrzehnt übertroffen. Die Bestände neuer Häuser sind auf dem höchsten Stand seit 2009. Die Immobilienpreise sind seit neun Monaten inflationsbereinigt gefallen. Verbraucher können aus vergangenen, gegenwärtigen oder zukünftigen Einkommen konsumieren. Da überschüssige Ersparnisse aus der Pandemie vollständig aufgebraucht sind und sich die Gewinne und die Berufseinstellungen verlangsamen, werden Kredite benötigt, um die Ausgaben aufrechtzuerhalten, bis sich der Arbeitsmarkt erholt. Doch der reale Verbraucherkredit nimmt ab, sodass der Wohlstandseffekt am Aktienmarkt den Verbraucher am Laufen hält.

Die USA weisen Haushalts- und Leistungsbilanzdefizite auf, die zur Finanzierung kontinuierliche ausländische Kapitalzuflüsse benötigen (Abbildung 3). Dies war kein Problem, als die USA die einzige dominante Kraft auf dem Markt war. Aber da Europa und Japan attraktiver sind, können die Ersparnisse anderswohin fließen. Die Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits hängt eher von risikobehafteten Vermögenswerten und spekulativen Aktienzuflüssen als von der Akkumulation von Reserven ab. Ausländische Anleger halten ein Fünftel des US-Aktienmarktes. Jede Umkehr im KI-Narrativ bedeutet einen niedrigeren US-Dollar und höhere Kapitalkosten, und der Dollar hängt zunehmend von Portfoliozuflüssen ab. Der fiskalische Impuls, der die USA höher getrieben hat als andere Volkswirtschaften, wird nachlassen, da andere Volkswirtschaften Impulse geben. Der erste Teil des Abschwungs des US-Dollars war gegen den Euro gerichtet. Der nächste wird sich gegen Asien richten, wo die US-Handelsdefizite am größten sind. Um dies zu korrigieren, ist ein schwächerer Dollar erforderlich. Asiatische Währungen wirken bereits günstig – am deutlichsten der Renminbi.

Abbildung 3: Das US-Zwillingsdefizit verschlechtert sich weiterhin



Quelle: US Bureau of Economic Analysis / Europäische Kommission / UK Office for National Statistics / Bank of Japan, Japanese Cabinet Office / BCA Research. * Summe aus Haushaltsdefizit und Leistungsbilanzdefizit. ** Proxy für die WWU vor 1991
= Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien. Hinweis: Alle Serien werden als gleitender Durchschnitt über vier Quartale angezeigt.

Europa

Europe wird letzten Endes Vladimir Putin und Donald Trump für deren jüngste Handlungen danken müssen, da diese Europa gezwungen haben, Reformen umzusetzen, sich zu integrieren, zu investieren, zu wachsen, die Energie- und militärische Sicherheit zu verbessern und verschwenderische Sozialleistungen zu reduzieren.

Aber die USA werden Europa oder die NATO nicht im Stich lassen. Europa liefert zwei Drittel der ausländischen Direktinvestitionen aus den USA und ein Viertel der Dienstleistungsexporte. Europe, das wächst und sich verteidigt, ermöglicht es den USA, sich auf die Bedrohung durch China zu konzentrieren. Europa wird dies auch tun müssen, weil China eine Bedrohung für die europäische Wirtschaft darstellt. Europas Exporte nach China sind seit einem Jahrzehnt rückläufig und machen jetzt nur noch 7,5 % der gesamten Exporte aus: Die EU hat ein Handelsdefizit von 350 Milliarden Euro mit China. Jetzt ist China ein Konkurrent, wo Europa – und insbesondere Deutschland – einst florierte.

Europa begann das Jahr 2026 in guter Verfassung. Die Arbeitslosigkeit ist auf einem Jahrzehnttiefe, die Verbraucher haben – anders als in den USA – Ersparnisse, die sie ausgeben können, und die Bankbilanzen sind stark. Obwohl die Inflation bereits auf dem Ziel der EZB von 2 % liegt, könnte eine Deflation durch China die Inflation weiter senken. Ein Lohnwachstum von weniger als 2 % sollte die Inflation im Dienstleistungssektor verringern, sodass die Inflation das Ziel um 50 Basispunkte unterschreiten könnte. Dies macht mindestens eine weitere Zinssenkung wahrscheinlich, wenn nicht zwei, obwohl dies kein Konsens ist.

Deutschland kehrt nach zwei schwachen Jahren wieder auf den Wachstumspfad zurück (Abbildung 4) und könnte – anders als Italien, Spanien, Belgien und Frankreich, wo die Staatsverschuldung mehr als 10 % des BIP beträgt – sein Haushaltsdefizit um mehr als 2 % des BIP ausweiten. Der Arbeitsmarkt stabilisiert sich, die Aktivität im Wohnungsmarkt verbessert sich, und das Verbrauchervertrauen steigt. Das reale BIP-Wachstum könnte in diesem Jahr 1,5 % erreichen. Deutschland beginnt nun tatsächlich, deutlich mehr auszugeben – zwischen 2025 und 2029 sind netto 500 Milliarden Euro an neuen Schulden vorgesehen. Unterdessen unterstützt der Next Generation EU-Plan die wirtschaftliche Aktivität in den Peripherieländern Europas, während sich Schweden, ein Barometer für die globale Wirtschaft aufgrund seiner Exporte, im Wachstum befindet. Dies zeigt sich im Verhältnis neuer Aufträge zu Lagerbestand.

Abbildung 4: Niedrige Energiepreise werden die deutsche Erholung unterstützen



Quelle: BCA Research/Statistisches Bundesamt, Januar 2026

Es gibt Spielraum für niedrigere Gaspreise im Jahr 2026. Europa hat die Regasifizierungskapazität für verflüssigtes Erdgas (LNG) in den letzten drei Jahren um 25 % erhöht und plant, weitere 25 % hinzuzufügen – zeitgleich mit dem Anstieg der LNG-Produktion. Basierend auf aktuellen Projekten wird die LNG-Exportkapazität bis zum Ende des Jahrzehnts um 40 % steigen, angetrieben durch die USA und Katar. Die globale Importkapazität wird um weitere 20 % steigen, während das Wachstum des LNG-Angebots das größte aller Zeiten sein wird.

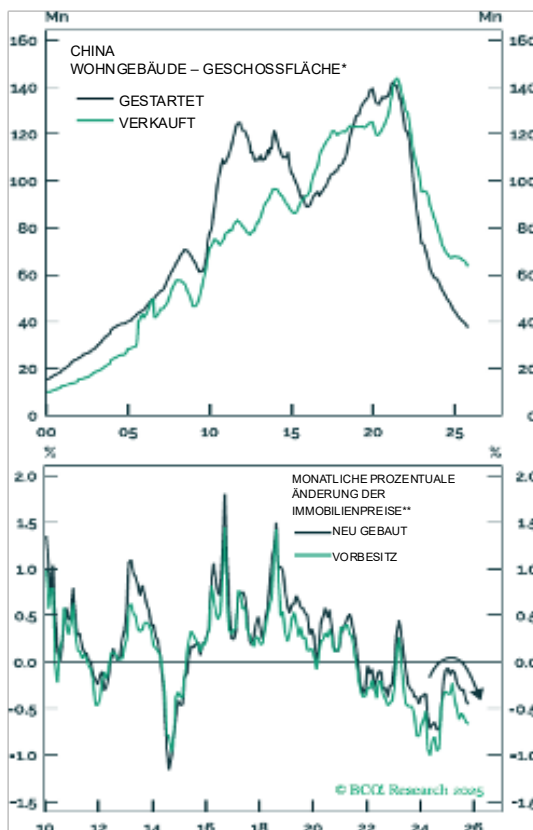
Ein Überangebot auf dem Markt deutet auf niedrigere Erdgaspreise hin, was für Europa positiv ist, da Gas den Grenzpreis für Strom bestimmt. Dies hat Deutschland zuvor hart getroffen, aber es wird jetzt profitieren, wodurch Barmittel für Investitionen freigesetzt und Renditen für die Aktionäre erzielt werden, während gleichzeitig die Produktivität und Rentabilität verbessert werden. Die größten Energieverbraucher – Chemie, Industrie und Versorgungsunternehmen – werden am meisten profitieren.

China

Chinas Wachstum verlangsamte sich 2025 aufgrund von Anti-Involutionsmaßnahmen zur Eindämmung der Überproduktion von Elektrofahrzeugen, Solarkomponenten und anderen Produkten, die unter der Deflation leiden. Die Investitionen in Anlagevermögen sanken im vierten Quartal um 11 % gegenüber dem Vorjahr. Die Exporte blieben stabil, da China ihre Lieferungen weg von den USA und hin zum Rest der Welt umleitete, obwohl die Mengen gegen Jahresende zurückgingen.

Der Wohnungsmarkt in China verschlechterte sich weiter (Abbildung 5): Die Baubeginne im Jahr 2025 lagen 74 % unter dem Höchststand, und der Verkauf von Häusern sank um 56 %. Die Preise fallen in allen Märkten in China, was durch eine schrumpfende Bevölkerung nicht verbessert wird. Die Regierung versuchte, Anreize zu schaffen – die Haushaltsausgaben waren 2025 höher als 2024, obwohl sie sich gegen Ende 2025 verlangsamten.

Abbildung 5: Chinas Immobilienkrise



Quelle: BCA Research/National Bureau of Statistics, 2025. * Fläche von Gewerbegebäuden, angegeben in Millionen Quadratmetern und als gleitender 12-Monats-Durchschnitt. ** Für 70 mittlere und große Städte.

Angesichts der Flaute auf dem Wohnungsmarkt und fünf Jahre höherer Investitionen im verarbeitenden Gewerbe (mehr als die Hälfte aller Anlageinvestitionen) werden Exporte die Wirtschaft im Jahr 2026 wahrscheinlich nicht so ankurbeln wie im Jahr 2025. Dies bedeutet, dass die chinesischen Behörden wahrscheinlich die Konjunkturmaßnahmen erhöhen werden, um den Konsum anzukurbeln.

Ausblick

Der S&P 500 begann 2026 mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von mehr als dem 22-fachen und mit einem Kurs-Umsatz-Verhältnis, das mehr als 50 % höher war als auf dem Höhepunkt der Dotcom-Ära. Die Geldpolitik wird stützen, aber anhaltend hohe langfristige Renditen und dauerhafte Haushaltsdefizite begrenzen, wie stark die Zinsen fallen können, ohne dass eine Rezession eintritt. Ein schwacher Arbeitsmarkt und ein Rückgang des Dollars um 10 % zeigen, dass die USA nicht mehr der einzige Motor der globalen Eigenkapitalrenditen sind.

Die nächste Etappe des Zyklus erfordert eine Ausweitung der globalen Gewinne. Die ersten Anzeichen sind ermutigend – wie in Schweden wachsen die taiwanesischen Exporte (40 % im Vergleich zum Vorjahr), und das globale Gewinnwachstum ist ermutigend.

hat sich in ein zweistelliges Wachstum entwickelt. Europa ist nach zwei flachen Jahren für eine Erholung positioniert, mit einem glaubwürdigen Weg hin zu einem zweistelligen Gewinnwachstum. Dies begünstigt Small Caps, zyklische und energieintensive Sektoren, wo die Bewertungen nach wie vor zu niedrig sind.

Der Verteidigungssektor befindet sich weiterhin in einem mehrjährigen Aufwärtstrend, aber die größere Chance bietet sich, wenn Europa endlich Gewinne erzielt, anstatt nur neu bewertet zu werden. Wenn sich die Gewinne durchsetzen, wird das Kapital mit ihnen folgen. Vielleicht holt der Rest der Welt endlich zu den USA auf.



Wichtige Informationen

Zur Verwendung durch professionelle Kunden und/oder gleichwertige Anlegertypen in Ihrem Rechtsgebiet (nicht zur Verwendung mit oder Weitergabe an Privatkunden). Für Marketingzwecke.

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und sollte nicht als repräsentativ für ein bestimmtes Anlageprodukt angesehen werden. Dies sollte nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten oder zur Erbringung von Anlageberatung oder -dienstleistungen betrachtet werden. Investitionen beinhalten Risiken, einschließlich des Risikos eines Kapitalverlusts. Ihr Kapital ist gefährdet. Das Marktrisiko kann sich auf einen Einzelmittelen, einen Wirtschaftssektor, eine Branche oder den Markt insgesamt auswirken. Der Wert von Anlagen ist nicht garantiert, und daher erhält ein Anleger den investierten Betrag möglicherweise nicht zurück. Internationale Anlagen sind aufgrund möglicher politischer, wirtschaftlicher oder Währungsschwankungen sowie unterschiedlicher Finanz- und Rechnungslegungsstandards mit bestimmten Risiken und Volatilität verbunden. Die hierin enthaltenen Wertpapiere dienen nur zur Veranschaulichung, können sich ändern und sollten nicht als Kauf- oder Verkaufsempfehlung verstanden werden. Die besprochenen Wertpapiere können sich als rentabel erweisen oder auch nicht. Die geäußerten Ansichten gelten zum Zeitpunkt der Bekanntgabe, können sich bei Änderungen der Marktbedingungen oder anderer Bedingungen ändern und sich von den Ansichten anderer Mitarbeiter oder Tochtergesellschaften von Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle) unterscheiden. Tatsächliche Investitionen oder Anlageentscheidungen, die von Columbia Threadneedle und seinen verbundenen Unternehmen getroffen werden, ob auf eigene Rechnung oder im Auftrag von Kunden, spiegeln nicht unbedingt die geäußerten Ansichten wider. Diese Informationen dienen nicht der Anlageberatung und berücksichtigen nicht die Umstände einzelner Anleger. Anlageentscheidungen sollten stets auf der Grundlage der spezifischen finanziellen Bedürfnisse, Ziele, Zeithorizonte und Risikotoleranz eines Anlegers getroffen werden. Die beschriebenen Anlageklassen sind möglicherweise nicht für alle Anleger geeignet. Vergangene Wertentwicklung garantiert keine zukünftigen Ergebnisse, und auch Prognosen sollten nicht als Garantie betrachtet werden. Informationen und Meinungen Dritter stammen aus Quellen, die als zuverlässig gelten, aber Richtigkeit und Vollständigkeit können nicht garantiert werden. Dieses Dokument und sein Inhalt wurden von keiner Aufsichtsbehörde überprüft.

In Australien: Herausgegeben von Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited [„TIS“], ARBN 600 027 414. TIS ist von der Verpflichtung befreit, eine australische Finanzdienstleistungslizenz gemäß dem Corporations Act 2001 (Cth) zu besitzen, und stützt sich in Bezug auf die Finanzdienstleistungen, die sie Wholesale-Kunden in Australien anbietet, auf Class Order 03/1102. Dieses Dokument sollte in Australien nur an „Großhandels-Kunden“ gemäß Abschnitt 761G des Corporations Act verteilt werden. TIS wird in Singapur (Registrierungsnummer: 201101559W) von der Monetary Authority of Singapore gemäß dem Securities and Futures Act (Kapitel 289) reguliert, der sich von australischen Gesetzen unterscheidet. **In Singapur:** Herausgegeben von Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited, 3 Killiney Road, #07-07, Winsland House 1, Singapur 239519, die in Singapur von der Monetary Authority of Singapore gemäß dem Securities and Futures Act (Kapitel 289) reguliert wird. Registrierungsnummer: 201101559W. Diese Anzeige wurde nicht von der Monetary Authority of Singapore überprüft. **In Hong Kong:** Herausgegeben von Threadneedle Portfolio Services Hong Kong Limited 天利投資管理香港有限公司. Unit 3004, Two Exchange Square, 8 Connaught Place, Hongkong, von der Securities and Futures Commission ("SFC") zur Durchführung regulierter Tätigkeiten des Typs 1 zugelassen (CE:AQA779). Registriert in Hongkong gemäß Companies Ordinance (Kapitel 622), Nr. 1173058.

In Japan: Herausgegeben von Columbia Threadneedle Investments Japan Co., Ltd. Financial Instruments Business Operator, Generaldirektor der Kantolokalen Finanzbehörde (FIBO) Nr. 3281 und Mitglied der Japan Investment Advisers Association und der Type II Financial Instruments Firms Association.

Im Vereinigten Königreich: Herausgegeben von Threadneedle Asset Management Limited, Nr. 573204 und/oder Columbia Threadneedle Management Limited, Nr. 517895, die beide in England und Wales registriert sind und im Vereinigten Königreich von der Financial Conduct Authority zugelassen und reguliert werden.

Im EWR: Herausgegeben von Threadneedle Management Luxembourg S.A., registriert im Registre de Commerce et des Sociétés (Luxemburg), Nr. B 110242, und/oder Columbia Threadneedle Netherlands B.V., reguliert durch die niederländische Behörde für Finanzmärkte (AFM), registriert unter der Nr. 08068841.

In der Schweiz: Herausgegeben von Threadneedle Portfolio Services AG mit eingetragener Adresse: Claridenstrasse 41, 8002 Zürich, Schweiz.

Im Nahen Osten: Dieses Dokument wird von Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited vertrieben, das von der Dubai Financial Services Authority (DFSA) reguliert wird. Die Informationen in diesem Dokument stellen keine Finanzberatung dar und sind nur für Personen mit angemessenen Anlagekenntnissen bestimmt, die die aufsichtsrechtlichen Kriterien erfüllen, um als professioneller Kunde oder Marktkontrahent eingestuft zu werden, und keine andere Person sollte sie als Entscheidungsgrundlage verwenden. Dieses Dokument und sein Inhalt sowie alle anderen Informationen oder Meinungen, die Ihnen anschließend zur Verfügung gestellt oder gegeben werden, sind streng vertraulich und ausschließlich zur Verwendung durch die Teilnehmer der Präsentation bestimmt. Eine Vervielfältigung in jedweder Form oder eine Weitergabe an Dritte darf nicht ohne die ausdrückliche schriftliche Genehmigung von CTIME erfolgen. Durch die Entgegennahme dieser Präsentation erkennen Sie an, dass sie weder ganz noch teilweise kopiert oder vervielfältigt werden darf und dass der Inhalt nicht an andere Personen weitergegeben werden darf.

Dieses Dokument kann Ihnen von einem verbundenen Unternehmen zur Verfügung gestellt werden, das Teil der Columbia Threadneedle Investments Unternehmensgruppe ist: Columbia Threadneedle Management Limited im Vereinigten Königreich; Columbia Threadneedle Netherlands B.V., reguliert durch die niederländische Behörde für die Finanzmärkte (AFM), registriert unter der Nr. 08068841.

Columbia Threadneedle Investments ist der globale Markenname der Columbia und Threadneedle Unternehmensgruppe. © 2026 Columbia Threadneedle. Alle Rechte vorbehalten.