

Marktperspektiven

«40'000'000'000'000»



«40'000'000'000'000»



Das Thema ist nicht neu, hat jüngst aber wieder mehr Aufmerksamkeit erhalten: Die USA sind hochverschuldet und die Verschuldung steigt stetig weiter an. Der Kongress muss laufend die Schuldenobergrenze anheben, zuletzt im Juli 2025 auf USD 41'100 Milliarden. Täte er das nämlich nicht, könnte das Finanzministerium keine neuen Anleihen emittieren, um die Rechnungen zu bezahlen. Es drohte ein Staatsbankrott mit ungeahnten Folgen für die Finanzmärkte. Die Wahrscheinlichkeit, dass das passiert, ist jedoch gering. Der Kongress wird die Obergrenze erneut anheben, wenn die Limite von USD 41'100 Milliarden erreicht ist. Hochrechnungen zufolge wird das in einem halben bis dreiviertel Jahr der Fall sein. Mit buchhalterischen Manövern kann

das US-Finanzministerium den tatsächlichen Zahlungsausfall noch um etwa sechs bis neun Monate hinauszögern. Spätestens dann muss der Kongress handeln.

Dass die Diskussionen um die amerikanischen Staatsfinanzen zuletzt wieder vermehrt aufgekommen sind, hat insbesondere zwei Gründe: Zum einen, dass der Schuldenstand vor kurzem die «psychologische» Marke von USD 40'000 Milliarden überschritten hat und sich somit der Obergrenze nähert. Zum anderen hat das US-Finanzministerium jüngst angekündigt, die Rückkäufe langlaufender Staatsanleihen (zehn Jahre und länger) zu erhöhen. Offiziell dienen die Rückkäufe der Verbesserung der Liquidität in älteren, weniger liquiden Anleihen. Für die Märkte war vor allem die Signalwirkung entscheidend: Die Massnahme kann als Reaktion auf den starken Renditeanstieg am langen Ende der US-Zinskurve interpretiert werden. Nur wenige Wochen nach der amerikanischen Intervention zugunsten des japanischen Yen deutet dieser Schritt auf die Bereitschaft des Treasury hin, bei zunehmenden Marktspannungen einzugreifen.

Der absolute Schuldenstand von USD 40'000 Milliarden – das entspricht gut 120 % des Bruttoinlandprodukts – allein ist nicht entscheidend. Interessanter und im aktuellen Umfeld relevanter ist die Laufzeitenstruktur der US-Staatsschulden, d. h. zu welchem Zeitpunkt der amerikanische Staat welchen Betrag refinanzieren muss und wie hoch die Zinskosten ausfallen. Die dazugehörigen Zahlen sind eindrücklich. In den nächsten zwölf Monaten müssen fast 40 % der gesamten Schulden refinanziert werden, ein Wert, der sonst nur in ausserordentlichen Phasen (z. B. globale Finanzkrise, Corona) erreicht wurde. Müssen die auslaufenden Schuldbriefe zu höheren Zinsen refinanziert werden – wie es aktuell der Fall ist –, steigen die Zinskosten an. Diese sind in den letzten Jahren bereits deutlich gestiegen. Sie belaufen sich mittlerweile auf jährlich über USD 1'200 Milliarden, was fast 4 % der Wirtschaftsleistung entspricht. Das ist mehr, als die USA für Verteidigung ausgeben. Vor diesem Hintergrund ist es wenig überraschend, dass sich die US-Regierung niedrigere Zinsen wünscht.

Der Markt hat zuletzt begonnen, die Risiken aus dieser Kombination von zunehmender Verschuldung, erhöhtem Finanzierungsbedarf und steigenden Zinskosten verstärkt einzupreisen. Die langfristigen US-Renditen dürften vor diesem Hintergrund zunächst auf erhöhten Niveaus bleiben. Für die Fed entsteht daraus ein anspruchsvolles Spannungsfeld. Aktuell tendiert sie Richtung Zinserhöhungen, um die Inflation zu kontrollieren. Zudem möchte Fed-Chef Kevin Warsh die Bilanz verkleinern und weniger US-Staatsanleihen kaufen, was den Druck auf die Zinsen zusätzlich erhöhen würde. Auf der anderen Seite ist sie sich der fiskalpolitischen Lage der USA und den möglichen Spannungen am Rentenmarkt sehr wohl bewusst. Vor diesem Hintergrund gehen wir vorerst von unveränderten Leitzinsen in den USA aus.

Trotz aller Herausforderungen, welche die skizzierte Gemengelage mit sich bringt, wird es nicht zu einem Ausfall oder einer Stundung der Schuldzinsen kommen, den die Rating-Agenturen als (partiellen) Default einstufen würden. Dennoch ist die Entwicklung nicht gesund und kann immer wieder zu Marktbewegungen führen. So wird etwa der Zustand der amerikanischen Staatsfinanzen öfters als Grund für eine mögliche Dollar-Abschwächung genannt. Das klingt zunächst schlüssig. Doch sehen die Staatshaushalte anderswo – zum Beispiel in der EU – tatsächlich besser aus als in den USA? Mehr dazu in einem Monat an dieser Stelle in den «Marktperspektiven».



Thomas Heller
Chief Economist

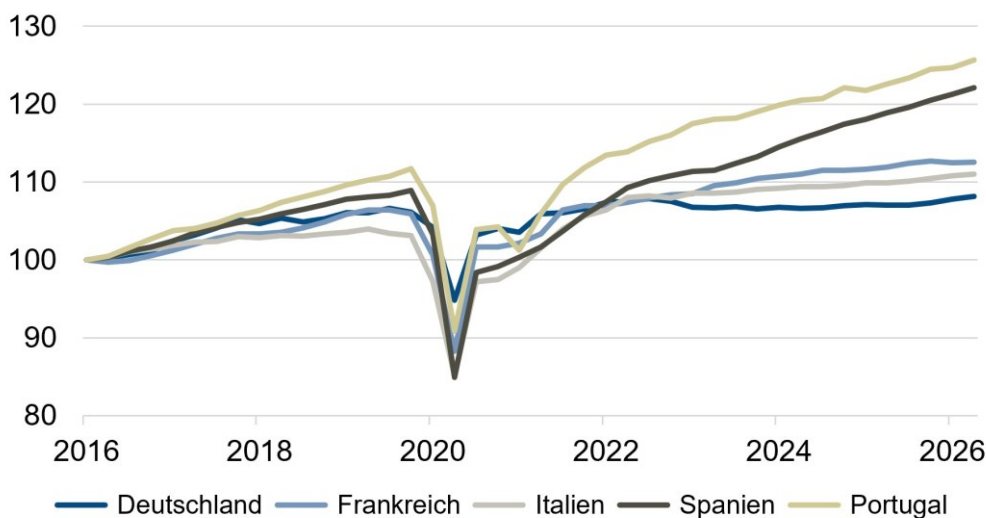
Europäische Konjunkturerholung gewinnt an Kontur

Die Weltwirtschaft hat sich gegenüber dem starken Energiepreisanstieg im Frühjahr widerstandsfähiger gezeigt als erwartet. Trotz des Irankrieges und anhaltend hoher Ölpreise bleibt der globale Aufschwung intakt. Besonders erfreulich entwickelt sich Europa: Die Konjunkturdaten übertreffen die Markterwartungen derzeit deutlich und die Industriekonjunktur gewinnt sichtbar an Schwung. Damit scheint sich unser Basisszenario zu bestätigen. Die bereits zu Jahresbeginn erwartete Erholung wurde durch den Krieg und den Ölpreisanstieg verzögert, bleibt aber nicht aus. Sie setzt nun von einem etwas tieferen Ausgangsniveau aus ein.

Europas Industrie gewinnt an Schwung

Die Einkaufsmanagerindizes der Eurozone sind in den vergangenen Monaten deutlich gestiegen und liegen sowohl für die Industrie als auch für die Dienstleistungen im Wachstumsbereich. Besonders bemerkenswert ist die Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe: Der Industrieindex erreichte im August den höchsten Stand seit mehr als vier Jahren. Auch die Auftragseingänge legten weiter zu. Die Erholung nach dem Energiepreisschock scheint damit zunehmend in eine breiter abgestützte Belebung der Industriekonjunktur überzugehen. Innerhalb Europas bleiben die Unterschiede allerdings gross (vgl. Abb.). Besonders dynamisch entwickeln sich weiterhin die Länder der europäischen Peripherie. Die Wirtschaft Portugals wuchs im zweiten Quartal gegenüber dem Vorjahr um 2,5 %, jene Spaniens um 2,7 %. Beide Länder profitieren insbesondere von einer robusten Binnennachfrage. Zusätzlich leistete der Aussenhandel positive Wachstumsbeiträge.

Europäische Wirtschaft mit etwas mehr Schwung – aber weiterhin grossen Unterschieden



Index 100 = Q1 2016; Quelle: OECD; Stand: Q2 2026

**Deutsche Wirtschaft mit
Lebenszeichen**

Erfreulich ist, dass inzwischen auch Deutschland Fortschritte macht. Das Bruttoinlandprodukt wuchs im zweiten Quartal um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal und um 1,0 % gegenüber dem Vorjahr. Die jährliche Wachstumsrate hat sich damit zum vierten Mal in Folge beschleunigt und erreichte den höchsten Wert seit der coronabedingten Erholung im Jahr 2022. Nach sieben mageren Jahren der Stagnation ist dies noch kein kräftiger Aufschwung, aber ein bemerkenswertes Lebenszeichen.

**Wachstumsimpulse vom
Aussenhandel**

Getragen wurde die Erholung bislang vor allem vom Aussenhandel. Im Vorjahresvergleich stiegen die Exporte deutlich stärker als die Importe. Die Nettoexporte steuerten dadurch rund 0,6 Prozentpunkte zum BIP-Wachstum von 1,0 % bei. Die Binnennachfrage entwickelte sich dagegen uneinheitlich: Während der private Konsum nahezu stagnierte, nahm der Staatskonsum deutlich zu.

**Erste fiskalische
Impulse erkennbar –
aber noch kein
Investitionsschub**

Auch bei den staatlichen Ausrüstungsinvestitionen, insbesondere im Verteidigungsbereich, sind erste fiskalische Impulse zu erkennen. Ein breit abgestützter Investitionsschub ist jedoch noch nicht sichtbar. Die gesamten Ausrüstungsinvestitionen legten nur moderat zu und die Bauinvestitionen gingen weiterhin zurück. Die geplanten Infrastrukturinvestitionen aus dem Sondervermögen dürften sich daher erst in den kommenden Quartalen stärker in den gesamtwirtschaftlichen Daten niederschlagen.

Deutschland wächst damit wieder, aber noch nicht aufgrund eines konsum- und investitionsgetragenen Binnenaufschwungs. Der Aussenhandel dominiert, während die staatlichen Impulse erst punktuell einsetzen.

**US-Wirtschaft bleibt
robust**

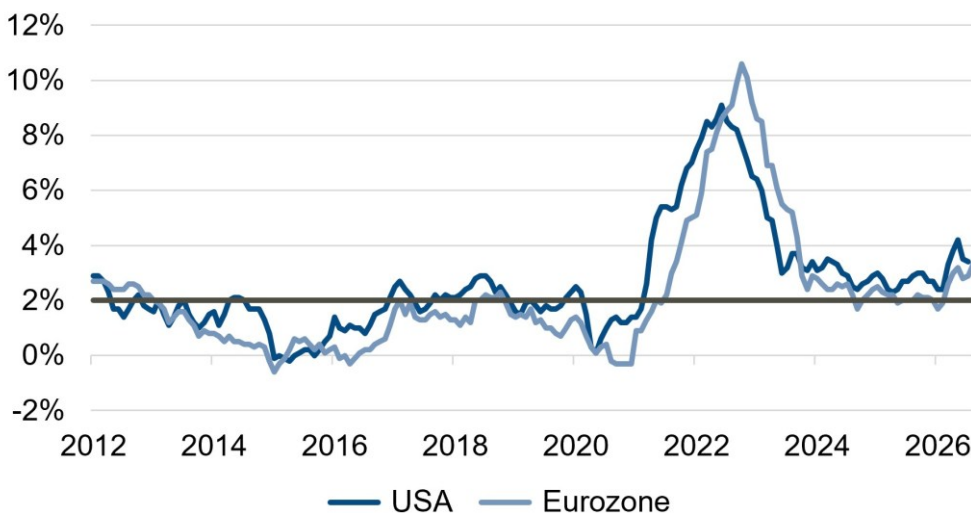
Die amerikanische Wirtschaft entwickelt sich weiterhin solide. Der Einkaufsmanagerindex für die Industrie gab im August zwar stärker nach als erwartet, blieb aber klar im Wachstumsbereich. Ein wichtiger Wachstumstreiber sind nach wie vor die umfangreichen Investitionen in Rechenzentren. Davon profitieren neben Technologieunternehmen zunehmend auch die Bauwirtschaft, Energieversorger und Hersteller von Industrieausrüstung. Die robuste US-Konjunktur beruht jedoch nicht allein auf diesem Sonderfaktor: Unternehmensumfragen signalisieren weiterhin eine solide und breit abgestützte wirtschaftliche Expansion.

Inflation bleibt zu hoch

Die Inflation liegt sowohl in den USA als auch in Europa noch immer deutlich über den Zielwerten der Zentralbanken (vgl. Abb.). In den Vereinigten Staaten ging die Teuerung im Juli zwar leicht zurück. Mit einer Gesamtrate von 3,4 % und einer Kernrate von 2,5 % blieb sie jedoch markant zu hoch. Noch deutlicher über dem Ziel lag das von der amerikanischen Notenbank bevorzugte PCE-Inflationsmass, das die Preisentwicklung der privaten Konsumausgaben in der BIP-Rechnung misst. Die Gesamtrate betrug 3,7 %, die Kernrate 3,3 %. Eine nachhaltige Normalisierung des Preisauftriebs ist damit noch nicht erreicht.

In der Eurozone stieg die Inflation im August von 2,9 % auf 3,3 % und damit auf den höchsten Stand seit drei Jahren. Ausschlaggebend waren vor allem die infolge des Irankrieges hohen Energiepreise. Erfreulich ist dagegen, dass die Kerninflation von 2,5 % auf 2,4 % leicht zurückging. Der Energiepreisanstieg hat damit bislang nur begrenzt auf andere Güter und Dienstleistungen übergegriffen; ausgeprägte Zweitrundeneffekte sind weiterhin nicht erkennbar.

Inflation weit weg von den Zielwerten der Zentralbanken



Quelle: Bloomberg; Stand: 07.09.2026

**Weltwirtschaft
verkräftet hohen
Ölpreis**

Die Weltwirtschaft scheint sich bislang erstaunlich gut mit einem Brent-Ölpreis von rund 90 US-Dollar je Fass arrangiert zu haben. Zugleich fällt die effektive Verknappung am Weltmarkt geringer aus, als nach der weitgehenden Schliessung der Strasse von Hormus zunächst befürchtet worden war. Saudi-Arabien und die Vereinigten Arabischen Emirate leiten einen Teil ihrer Exporte über alternative Pipelines und Häfen um. Zusätzlich haben Produzenten ausserhalb des Nahen Ostens ihre Förderung erhöht und die IEA-Mitgliedstaaten strategische Ölreserven freigegeben. Gleichzeitig dämpfen die hohen Preise die Nachfrage. Diese Anpassungen haben den Ausfall zwar nicht ausgeglichen, seine Auswirkungen auf den Weltmarkt aber spürbar abgefedert.

Wir rechnen weder mit einem raschen Ende des Irankrieges noch mit einer baldigen vollständigen Öffnung der Strasse von Hormus. Je länger die Einschränkungen andauern und je näher der Winter rückt, desto stärker könnten die Belastungen werden. Der globale Aufschwung und insbesondere die europäische Erholung bleiben unter den gegenwärtigen Bedingungen jedoch intakt. Erst ein dauerhafter Anstieg des Ölpreises auf deutlich über 100 US-Dollar je Fass würde die Wachstums- und Inflationsaussichten wesentlich verschlechtern und eine Neubeurteilung unseres Basisszenarios erforderlich machen.

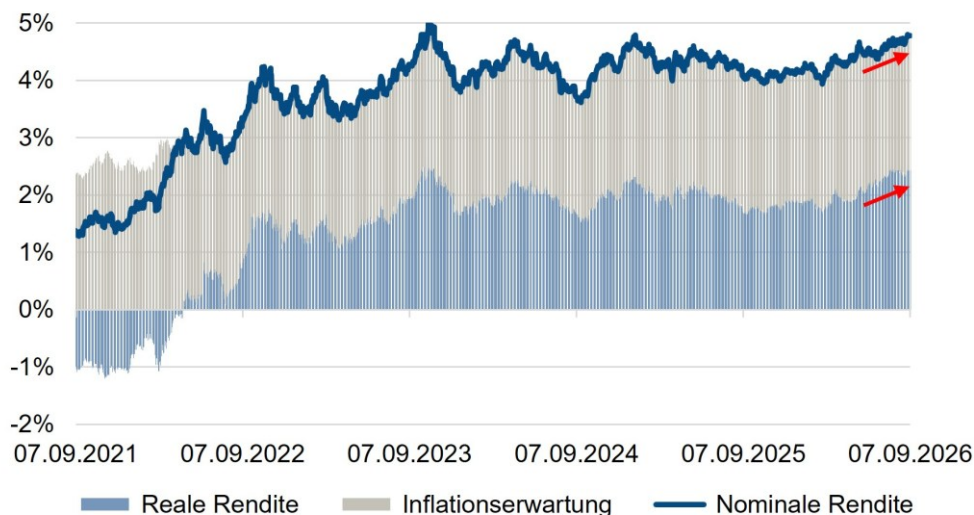
Anleiherenditen auf dem höchsten Stand seit Jahrzehnten

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen sind Anfang September in zahlreichen Industrieländern auf langjährige Höchststände gestiegen. Die unmittelbaren Auslöser liegen auf der Hand. Die erneuten US-Luftangriffe auf den Iran liessen die Öl- und Gaspreise steigen und erhöhten damit die Inflationserwartungen. Zugleich stieg die Erwartung, dass die Zentralbanken ihre Leitzinsen anheben werden. Bei genauerer Betrachtung zeigt sich jedoch, dass noch weitere Faktoren eine wichtige Rolle spielen und deren Bedeutung je nach Währungsraum unterschiedlich ist.

In den USA dominieren die Realzinsen

In den USA ist der Renditeanstieg hauptsächlich auf höhere Realzinsen zurückzuführen. Diese sind seit Jahresbeginn um rund 0,5 Prozentpunkte auf 2,5 % für zehnjährige Laufzeiten gestiegen und liegen, abgesehen von einer kurzen Phase im Jahr 2023, so hoch wie zuletzt vor der globalen Finanzkrise. Auch die Inflationserwartungen haben in den vergangenen Wochen angezogen. Im historischen Vergleich sind sie jedoch nicht aussergewöhnlich hoch und erklären nur einen kleineren Teil des Renditeanstiegs (vgl. Abb.).

Höhere Realzinsen treiben die Renditen von US-Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg; eigene Berechnungen; Stand: 07.09.2026

Hinter den höheren Realzinsen stehen zunächst positive wirtschaftliche Entwicklungen. Wenn sich mehr Möglichkeiten eröffnen, Kapital produktiv und mit höheren Erträgen einzusetzen, steigt auch dessen Preis. Besonders deutlich zeigt sich dies beim Ausbau der Künstlichen Intelligenz.

Dieser stützt das Wirtschaftswachstum, erfordert aber zugleich enorme Investitionen in Rechenzentren, Energieversorgung und Rechenleistung. Da die benötigten Mittel zunehmend über die Kapitalmärkte beschafft werden, übt die wachsende Nachfrage nach Finanzierung Aufwärtsdruck auf die Realzinsen aus.

Problematischer sind die hohen US-Haushaltsdefizite. Auch der Staat benötigt zur Finanzierung seiner Ausgaben und zur Refinanzierung fälliger Schulden grosse Mengen an Kapital. Das wachsende Angebot an Staatsanleihen trifft damit auf einen hohen Finanzierungsbedarf des Privatsektors.

Zugleich wecken die hohe Staatsverschuldung und die anhaltenden Defizite Zweifel an der langfristigen Tragfähigkeit der amerikanischen Finanzpolitik. Anleger verlangen deshalb eine höhere Entschädigung für das Halten lang laufender US-Staatsanleihen. Der Anstieg der Realrenditen widerspiegelt somit nicht nur robuste Wachstumsaussichten und eine hohe Kapitalnachfrage, sondern auch höhere Fiskal- und Laufzeitriskoprämien.

**Politische Eingriffe
erhöhen die
Risikoprämien**

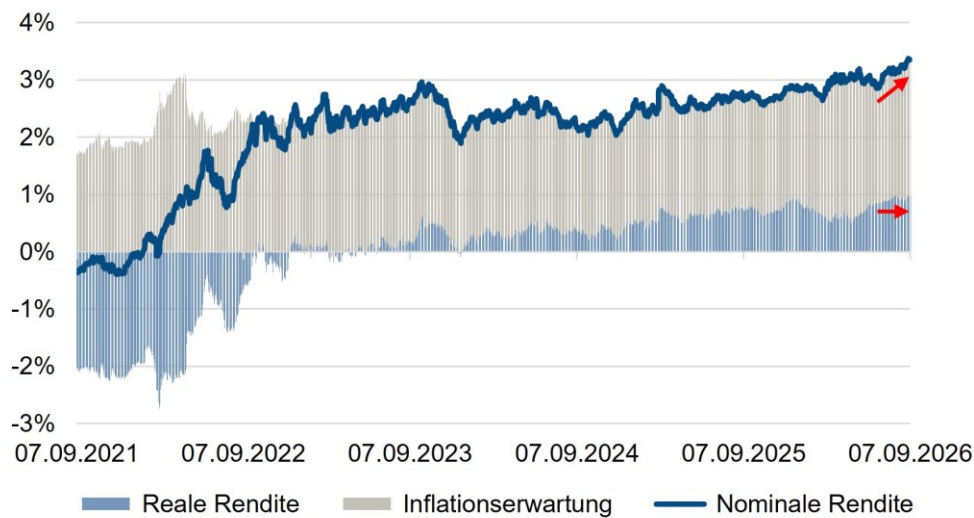
Verstärkt wird diese Entwicklung durch die politische Unsicherheit. Die US-Administration hat wiederholt gezeigt, dass sie bereit ist, mit unkonventionellen Massnahmen in die Finanzmärkte einzugreifen. Jüngste Beispiele sind die angekündigte Verdoppelung der Rückkäufe langlaufender US-Staatsanleihen und die Beteiligung an Devisenmarktinterventionen zugunsten des Yen. Damit sollte verhindert werden, dass Japan zur Stützung seiner Währung in grossem Umfang US-Staatsanleihen verkauft.

Dadurch ist die Sorge vor weitergehenden Instrumenten der finanziellen Repression zurückgekehrt. Extremmassnahmen wie die Umwandlung bestehender Staatsanleihen in niedrig verzinste «Century Bonds» oder eine Gebühr auf die Treasury-Bestände ausländischer Zentralbanken bleiben jedoch sehr unwahrscheinlich. Letztere wurde von Stephen Miran, dem früheren Trump-Berater und kurzzeitigen Fed-Gouverneur, in einem Strategiepapier erörtert. Dass solche Massnahmen überhaupt diskutiert werden, zeigt jedoch, wie stark das Vertrauen in die Berechenbarkeit der amerikanischen Wirtschaftspolitik belastet ist. Die Folge sind höhere Risikoprämien und damit ausgerechnet steigende Renditen auf jene Staatsanleihen, deren Finanzierungskosten die Administration eigentlich senken möchte.

In Europa steht die Inflation im Vordergrund

Während höhere Inflationserwartungen in den USA bislang nur eine untergeordnete Rolle spielen, sind sie in der Eurozone ein wesentlicher Treiber des Renditeanstiegs. Die Eskalation im Nahen Osten und der damit verbundene Anstieg der Öl- und Gaspreise schlugen sich vergleichsweise deutlich in höheren Inflationserwartungen und Staatsanleiherenditen nieder (vgl. Abbildung).

Höhere Inflationserwartungen treiben die Renditen deutscher Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg; eigene Berechnungen; Stand: 07.09.2026

Gleichzeitig hat die europäische Konjunktur die Erwartungen zuletzt übertroffen. Die Kombination aus robusterem Wachstum und steigendem Preisdruck hat die Erwartungen an die Europäische Zentralbank deutlich verändert. Für September preisen die Finanzmärkte eine zweite Zinserhöhung um 25 Basispunkte nach dem ersten Zinsschritt im Juni nahezu vollständig ein. Je ein weiterer Schritt wird für Ende dieses Jahres und das erste Halbjahr 2027 erwartet.

**Die Glaubwürdigkeit
der Fed steht auf dem
Prüfstand**

Auch in den USA würden das starke Wirtschaftswachstum und die weiterhin deutlich über dem Zielwert liegende Inflation grundsätzlich für eine Zinserhöhung sprechen. Nach Warshs falkenhaftem Auftritt in Jackson Hole ist die Wahrscheinlichkeit eines solchen Schritts deutlich gestiegen. Er betonte, der Arbeitsmarkt sei weiterhin solide, weshalb der Fokus innerhalb des geldpolitischen Doppelmandats klar auf der seit mehr als fünf Jahren über dem Zielwert liegenden Inflation liegen müsse. Dennoch rechnen die Finanzmärkte für September nur mit einer Wahrscheinlichkeit von knapp über 60 % mit einer Zinserhöhung.

Die Zurückhaltung ist nachvollziehbar. Warsh warnt seit seinem Amtsantritt vor zu hoher Inflation, hat die Zinsen bislang aber zweimal unverändert belassen. Gleichzeitig dürfte der politische Druck, von Zinserhöhungen abzusehen, erheblich sein. Die Midterm-Wahlen rücken näher, das US-Finanzministerium greift zunehmend aktiv in den Staatsanleihemarkt ein und der Refinanzierungsbedarf des Staates ist ausserordentlich hoch.

Warsh war mit dem Anspruch angetreten, weniger zu kommunizieren, auf Forward Guidance weitgehend zu verzichten und die Finanzmärkte ihre Erwartungen selbst bilden zu lassen. Die Marktpreise sollten ihm wiederum als möglichst ungefilterte Informationsquelle für die Geldpolitik dienen. Mit seiner Rede in Jackson Hole und seinen wiederholten Aussagen über eine deutlich zu hohe Inflation hat er nun selbst ein deutliches Signal gesetzt und damit die Markterwartungen verändert.

**«Der Worte sind genug
gewechselt»**

«Lasst mich auch endlich Taten sehn», scheint der Markt deshalb mit Goethe zu antworten. Verzichtet die Fed trotz anhaltend hoher Inflation erneut auf eine Zinserhöhung, könnte dies Zweifel an ihrer Entschlossenheit und Unabhängigkeit verstärken. Zwar würde ein ausbleibender Zinsschritt die kurzfristigen Renditen zunächst entlasten. Er würde jedoch als unzureichende Reaktion auf den Inflationsdruck verstanden werden und durch höhere Inflations- und Risikoprämien die langfristigen Renditen weiter nach oben treiben.

Für Anleger ist diese Entwicklung ambivalent. Steigende Renditen führen bei bestehenden Anleihen zunächst zu Kursverlusten. Insbesondere bei langen Laufzeiten mussten Anleger deshalb in diesem Jahr bislang leicht negative Gesamterenditen hinnehmen. Gleichzeitig verbessern die höheren Einstiegsrenditen die längerfristigen Ertragsaussichten. Anleihen bieten damit wieder substanzielles Ertragspotenzial, bei langen Laufzeiten bleibt jedoch Vorsicht angezeigt.

Wir erwarten, dass die Zentralbanken weniger stark straffen werden, als vom Markt derzeit eingepreist ist. Die Finanzmärkte dürften dies als unzureichende Reaktion auf den anhaltenden Inflationsdruck und als mangelnde Entschlossenheit bei der Inflationsbekämpfung interpretieren. Entsprechend rechnen wir mit weiter erhöhten oder gar weiter steigenden langfristigen Renditen.

Aktienmärkte behaupten sich

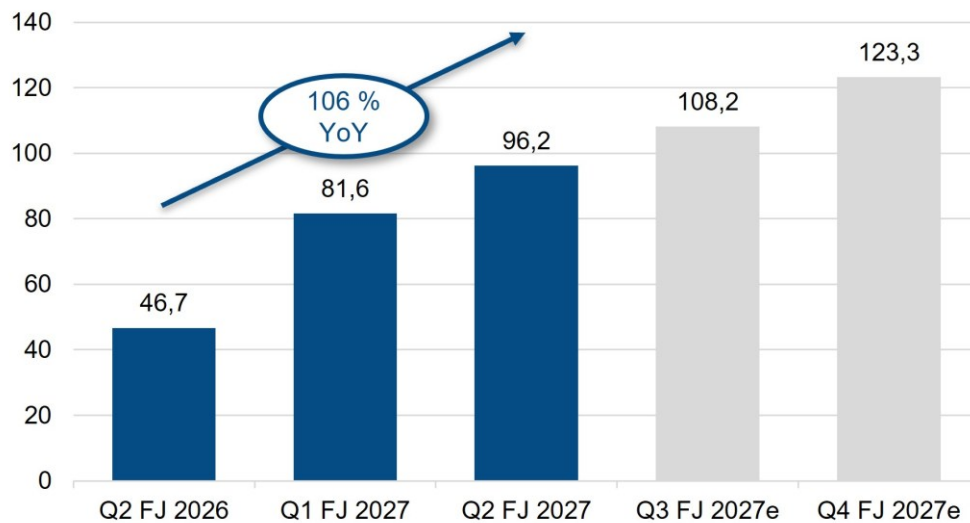
Sowohl der S&P 500 als auch der STOXX Europe 600 zeigten sich im August widerstandsfähig – getragen von einer insgesamt überraschend positiven Berichtssaison zum zweiten Quartal. Unterschwellig blieb der Markt jedoch fragil: Der starke Anstieg längerfristiger Renditen sorgte phasenweise für Verkaufsdruck an den Aktienmärkten.

Nvidia bestätigt die Nachfrage – aber die Rechnung wird komplizierter

Nvidias Quartalszahlen zur Monatsmitte lieferten den erwarteten Beweis, dass am Rechenzentrumsgeschäft operativ nichts nachlässt: Das Management sprach im Earnings Call explizit von einem bis 2028 anhaltenden Boom und einem Geschäft, das durch die eigene Lieferfähigkeit begrenzt sei, nicht durch die Nachfrage. Die spannendere Frage für Investoren verschiebt sich damit weg von der reinen Wachstumsstory hin zur Statik der dahinterliegenden Finanzierungskette. Diese beginnt bei den Modellentwicklern, die Rechenkapazität bei den Hyperscalern bestellen, welche wiederum Chips und Speicher von den Halbleiterherstellern und deren Auftragsfertigern beziehen – die ihrerseits einen Teil dieser Bestellungen über eigene Kreditvergabe an die Modellentwickler mitfinanzieren. Das Konstrukt steht und fällt mit dem schwächsten Glied: den Modellentwicklern selbst, die über feste Abnahmeverträge auch für ungenutzte Kapazität zahlen müssen, während die grössten von ihnen noch tief in den roten Zahlen stecken. Erschwerend kommt hinzu, dass ein wachsender Teil dieser Investitionen gar nicht mehr in den Bilanzen der Hyperscaler auftaucht, sondern über Kaufverpflichtungen und noch nicht angelaufene Leasingverträge ausgelagert wird – ein Volumen, das die klassischen Schulden inzwischen um ein Vielfaches übersteigt.

Diese Verschiebung schlägt zunehmend auch auf die Kapitalallokation der grossen Tech-Konzerne durch – und damit direkt auf einen Faktor, der Aktienindizes lange gestützt hat: Die grossen KI-Unternehmen haben ihre Aktienrückkäufe stark reduziert, teilweise sogar ausgesetzt. Gleichzeitig öffnet sich die Schere zwischen Nettogewinn und freiem Cashflow der grossen KI-Investoren immer weiter – eine Lücke, die vor wenigen Jahren noch nahe null lag. An die Stelle von Rückkäufen tritt zunehmend Eigenkapitalfinanzierung, teils über milliardenschwere Kapitalerhöhungen; hinzu kommt eine mögliche KI-IPO-Welle, da mehrere grosse Modellentwickler bereits vertraulich Unterlagen für einen Börsengang eingereicht haben sollen. In der Summe erhöht das tendenziell das Angebot an Aktien im Markt – ein Gegenwind für die Kursunterstützung, sofern sich Gewinnbreite und Risikoprämien nicht entsprechend anpassen.

Quartalsumsatz im Fiskaljahr NVIDIA Corp.



Quelle: Bloomberg; Stand: 07.09.2026 (in Mrd. USD)

Jackson Hole: Der Markt verarbeitet ein Zinsereignis, kein Wachstumsereignis

Das jährliche Notenbankertreffen in Jackson Hole brachte eine deutlich restriktivere Tonlage der US-Notenbank als noch im Juli, was zusammen mit robusten Konjunkturdaten, einem überraschend starken US-Arbeitsmarktbericht und einer erneuten Eskalation im Nahen Osten zu einer scharfen Neubewertung der Zinserwartungen führte. Für den Aktienmarkt war dies in erster Linie ein Zins-, kein Wachstumsereignis: Der übergeordnete Aufwärtstrend blieb intakt, allerdings mit einer deutlich höheren Sensitivität einzelner Sektoren gegenüber Zinsbewegungen. Das begünstigt weiterhin Bilanzqualität, Preissetzungsmacht und verlässliche Gewinnlieferung gegenüber breiter Marktbeteiligung. Trotz der Sorge vieler Investoren vor einer deutlicheren Korrektur bleibt die grundlegende Gewinndynamik bestehen: Die wöchentlichen Gewinnrevisionen verbessern sich weiter und sind inzwischen in allen wichtigen Regionen netto positiv, während Frühindikatoren in der Eurozone nahe an mehrjährigen Höchstständen notieren. Entscheidend für die Frage, ob steigende Renditen den Aktienmärkten tatsächlich gefährlich werden, dürfte sein, ob die Inflationserwartungen verankert bleiben – aktuell wird der Preisdruck grösstenteils auf kurzfristige Ölpreisbewegungen zurückgeführt, während das Lohnwachstum in den meisten Regionen weiter nachlässt, ein deutlicher Unterschied zur Ausgangslage 2022.

US-Zwischenwahlen und regulatorischer Gegenwind

Umfragedaten sowie Wettermärkte erwarten derzeit einen kompletten Mehrheitswechsel in beiden Kammern des US-Kongresses. Ein solcher Wechsel hätte erhebliche Konsequenzen für Finanzpolitik und Regulierung der KI-Industrie. An der politischen Basis hat sich zudem erheblicher Widerstand gegen den Bau von Mega-Rechenzentren aufgebaut. Auf einem weiteren Politikfeld musste Washington einen Rückschlag hinnehmen: Als mit massiven Strafzölle auf kanadische

Güter gedroht wurde, reagierte Kanada nicht mit Nachgeben, sondern mit Gegenzöllen in gleicher Grössenordnung.

Historisch betrachtet ist erhöhte Unsicherheit rund um US-Zwischenwahlen kein neues Phänomen: Sowohl der S&P 500 als auch asiatische Aktienmärkte tendieren vor der Wahl eher zur Seitwärtsbewegung, um in den drei Monaten danach überdurchschnittlich zuzulegen. Bemerkenswert ist dabei, dass zentrale Risikoindikatoren aktuell nahe ihren historischen Tiefständen notieren – ein Zeichen für eine gewisse Sorglosigkeit, die die Märkte anfälliger machen könnte, sollte sich geopolitisches Risiko oder politische Unsicherheit im Vorfeld der Wahl doch stärker bemerkbar machen als üblich.

Europa holt auf

Jenseits der bereits bekannten strukturellen Investitionsthemen (Energiesicherheit, Fiskalexpansion, Verteidigung) liegt ein weiterer Attraktivitätskern des STOXX Europe 600 im Free-Cashflow-Argument: Während der massive Kapitalbedarf der US-Hyperscaler die freien Mittelzuflüsse der grössten US-Werte spürbar belastet hat, weist Europa – bei deutlich geringeren Investitionsausgaben – eine vergleichsweise gesunde Free-Cashflow-Rendite auf.

Dieses Bild fügt sich in einen breiteren Trend: Aktien ausserhalb der USA liegen im laufenden Jahr insgesamt vor dem US-Markt. Getragen wird dies unter anderem von einer sich schliessenden Gewinnwachstumslücke zwischen den USA und dem Rest der Welt, einer erwarteten geringeren Dominanz des KI-Themas für die Marktausrichtung in der zweiten Jahreshälfte sowie der These, dass der US-Dollar seinen zyklischen Höhepunkt bereits überschritten haben könnte. Am sichtbarsten wird eines der Risiken für diese europäische Diversifikationsthese derzeit in Frankreich, wo die Präsidentschaftswahl die politische Risikoprämie hoch hält.

Frankreich: Aktienmarkt trägt einen Politik-Abschlag – ein Blick zurück hilft bei der Einordnung

Der französische Aktienmarkt handelt bereits seit mehreren Jahren mit einem klar erkennbaren Bewertungsabschlag gegenüber Europa – einem Abschlag, der sich nicht allein durch die Sektor-Zusammensetzung erklären lässt, sondern zunehmend als eigenständige politische und fiskalische Risikoprämie interpretiert wird. Wichtig für die Einordnung: Der breite Leitindex ist wegen seines geringen Frankreich-Umsatzanteils kein sauberes Vehikel, um politisches Risiko abzubilden, da der Grossteil der Erlöse im Ausland erwirtschaftet wird. Binnenmarktnahe Titel, allen voran Banken sowie regulierte Sektoren wie Infrastruktur und Versorger, reagieren dagegen deutlich sensibler, da sie sowohl über Refinanzierungskosten als auch über Bestände an heimischen Staatsanleihen direkt mit dem Risikoaufschlag französischer gegenüber deutschen Staatsanleihen verknüpft sind.

Wie heftig eine solche Marktreaktion ausfallen kann, zeigte sich bereits 2024: Nach dem starken Abschneiden des Rassemblement National bei den Europawahlen löste Präsident Macron überraschend die Nationalversammlung auf und setzte Neuwahlen an. Die Folge war ein spürbarer, deutlich über die Reaktion der Präsidentschaftswahl 2017 hinausgehender Ausverkauf französischer Vermögenswerte: Der Risikoaufschlag französischer gegenüber deutschen Staatsanleihen weitete sich um mehr als 25 Basispunkte aus, französische Banken, Infrastrukturwerte und Versorger korrigierten. Bemerkenswert dabei: Der breite europäische Aktienmarkt war von dieser Episode kaum betroffen – ein Beleg dafür, dass sich französisches Politikrisiko in der Praxis erstaunlich gut eingrenzen lässt und nicht zwangsläufig auf die gesamte Region überschwappt. Anders als 2017, als vor allem die Sorge vor einem EU-Austritt im Vordergrund stand, drehte sich die Verunsicherung diesmal in erster Linie um fiskalische Themen – Neuverschuldung, mögliche Verstaatlichungen, höhere Steuern.

Auch danach folgte keineswegs ein anhaltender Abwärtstrend: Der Bankensektor etwa blieb trotz der politisch bedingten Delle fundamental intakt – mit nachhaltig hohen Eigenkapitalrenditen, komfortabler Kapitalausstattung und zweistelligen Ausschüttungsrenditen aus Dividenden und Rückkäufen –, und Vergleichsfälle wie der Wahlsieg einer ebenfalls rechten Regierungschefin in Italien 2022 zeigen ein ähnliches Muster: anfängliche Kursverluste, gefolgt von einer deutlichen Erholung, angeführt von Banken. Für die anstehende Präsidentschaftswahl 2027 gilt entsprechend: Volatilität rund um Wahltermine und Haushaltsdebatten ist wahrscheinlich, ein systemisches Risiko für den breiteren europäischen Markt aber nicht das Basisszenario – die entscheidende Frage bleibt, ob sich nach der Wahl eine regierungsfähige Mehrheit bildet, die eine glaubwürdige fiskalische Konsolidierung ermöglicht.

Erholung nach dem Juli- Rücksetzer in den Emerging Markets

Auch die Schwellenländer-Aktienmärkte erholten sich im August deutlich, angeführt von einer Erholung im Tech/KI-Komplex sowie einer zunehmenden Verbreiterung auf nicht-technologische Zykliker – getragen von kräftig angehobenen Gewinnprognosen, historisch günstigen Bewertungen und einer nach dem sommerlichen Positionsabbau spürbar bereinigten Investorenpositionierung. Der Renditevorsprung gegenüber den entwickelten Märkten hat sich vom Jahreshoch zwar zurückgebildet, bleibt aber signifikant, und die Bewertungslücke zu den Industrieländern ist weiterhin historisch gross.

Innerhalb Asiens, dem Kern der EM-Erholung, zeigt sich allerdings ein differenzierteres Bild: Nach einer starken ersten Jahreshälfte korrigierte der asiatische Regionalindex spürbar, wobei ausgerechnet Korea als stärkster Performer des ersten Halbjahres den tiefsten Rücksetzer erlitt, während vorherige Nachzügler wie China, Indien und Indonesien im Zuge einer Rotation weg vom dominanten KI-Hardware-Thema aufholten. Fundamental bleibt das Bild jedoch gestützt: Für Märkte mit hoher

Exponierung zur Tech-Hardware-Lieferkette werden weiterhin sehr hohe Gewinnwachstumsraten erwartet, während sich die zuvor stark negative Positionierung ausländischer Investoren spürbar bereinigt hat.

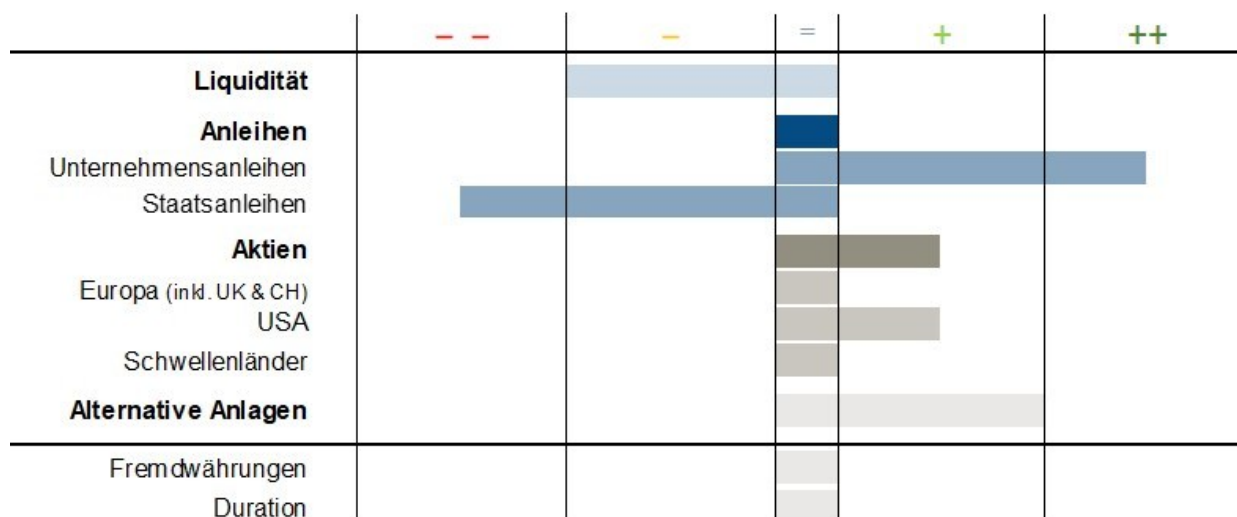
Als Risiken für die Region gelten neben den US-Zwischenwahlen vor allem weiter steigende US-Anleiherenditen sowie ein mögliches Wiederaufflammen geopolitischer Spannungen; osteuropäische Schwellenländer-Aktienmärkte mit hoher Erdgas-Sensitivität bleiben zudem gegenüber einer möglichen Energiemarkt-Eskalation verwundbar.

**Fundamental intakt, aber
sensibler gegenüber
Finanzierung, Politik und
Konzentration**

Der August hat gezeigt, dass die operative Nachfrage- und Investitionsdynamik im KI-Bereich intakt bleibt. Gleichzeitig verschiebt sich die Debatte zunehmend von der reinen Bewertungsfrage hin zur Frage der Finanzierungsstruktur, der Kapitalmarktversorgung und regulatorischer wie politischer Risiken: die zirkuläre Finanzierungskette des KI-Sektors, der Rückgang von Aktienrückkäufen bei gleichzeitig steigendem Aktienangebot durch Kapitalerhöhungen und mögliche IPOs, die hohe Indexkonzentration in den USA, ein möglicher Mehrheitswechsel im US-Kongress sowie der dichte europäische Wahlkalender mit Frankreich als Schwerpunkt. Für Anleger bleibt die Diversifikation über Regionen der beste Schutz: Sowohl Europa als auch Emerging Markets bieten – jeweils aus unterschiedlichen Gründen – strukturellen Diversifikationswert gegenüber einem US-Markt, dessen Gewinn- und Kursführung zunehmend hinterfragt wird.

Unsere Positionierung

TAKTISCHE ASSET ALLOCATION



++ / + Übergewichtung der (Sub-)Anlageklasse gegenüber der strategischen Asset Allocation
 = Neutrale Gewichtung der (Sub-)Anlageklasse
 - - / - Untergewichtung der (Sub-)Anlageklasse gegenüber der strategischen Asset Allocation

Basisszenario:

Die Gemengelage hat sich gegenüber dem Vormonat nicht grundlegend verändert. Trotz der weiterhin geschlossenen Strasse von Hormus und aktuell begrenzter Aussicht auf eine kurzfristige Lösung hat sich der Ölmarkt an die veränderte Situation angepasst. Der Ölpreis bewegt sich auf einem moderat erhöhten Niveau, ohne dass es zu erneuten Verwerfungen an den Energiemärkten gekommen ist. Die Gesamtinflation bleibt dadurch insbesondere über die Energiekomponente erhöht, während die Kerninflation bislang nicht wesentlich beeinflusst wird. Grössere Zweitrundeneffekte erwarten wir weiterhin nicht. Die globale Konjunktur zeigt sich insgesamt robust. In den USA sorgen insbesondere die hohen Investitionen in KI-Infrastruktur und ein weiterhin starkes Gewinnwachstum der Unternehmen für positives Momentum. In Europa gewinnt die konjunkturelle Erholung an Dynamik und erweist sich trotz der höheren Energiepreise als resilient. Auch die Schwellenländer bleiben ein wichtiger Bestandteil des globalen Wachstumsbildes. Auf der Zinsseite rechnen wir im September mit einer Zinserhöhung der EZB und möglicherweise auch der Fed. Einen daraus entstehenden längerfristigen Zinserhöhungszyklus erwarten wir jedoch nicht. Vielmehr sehen wir diese möglichen Schritte als punktuelle Anpassungen vor dem Hintergrund einer weiterhin passablen Konjunktur. Während die Zinserhöhungserwartungen am kurzen Ende aus unserer Sicht teilweise überzogen sind, bestehen am langen Ende insbesondere aufgrund der zunehmenden Verschuldungsthematik weiterhin Aufwärtsrisiken für die Renditen. Für die Aktienmärkte bleibt das Umfeld damit grundsätzlich konstruktiv. Die Kombination aus weiterhin positivem Wirtschaftswachstum und einer starken Gewinnentwicklung, insbesondere im KI-Umfeld, bietet Unterstützung. Risiken bestehen vor allem bei einer stärkeren stagflationären Entwicklung und daraus resultierenden weiteren Zinserhöhungen, die sowohl die Konjunktur als auch die Investitions- und Gewinndynamik im KI-Sektor belasten könnten.

Positionierung:

In den benchmarkorientierten Strategien halten wir insgesamt an einer leichten Übergewichtung von Aktien fest. Diese erfolgt weiterhin zugunsten der USA, wo wir insbesondere am starken Gewinn- und KI-Investitionsmomentum partizipieren. Europa und die Schwellenländer bleiben neutral gewichtet. Auf der Anleihe Seite bevorzugen wir weiterhin Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen. Bei der Duration sind wir in etwa auf Benchmark-Niveau beziehungsweise im mittleren Laufzeitenbereich positioniert. Damit tragen wir sowohl den aus unserer Sicht ambitionierten Zinserhöhungserwartungen am kurzen Ende als auch den erhöhten Rendite- und Volatilitätsrisiken am langen Ende Rechnung. Staatsanleihen sowie inflationsindexierte Anleihen bleiben als diversifizierende Beimischungen Bestandteil der Portfolios. Bei den alternativen Anlagen haben wir die Gesamtgewichtung unverändert belassen, innerhalb der Allokation jedoch zugunsten von Gold angepasst. Vor dem Hintergrund der zunehmenden Aufmerksamkeit für die hohe Staatsverschuldung haben wir unsere gegenüber dem Euro abgesicherte Goldposition erhöht.

Insgesamt bleiben wir sowohl für die Konjunktur als auch für die Aktienmärkte konstruktiv positioniert, beobachten jedoch insbesondere die weitere Inflationsentwicklung, die Reaktion der Notenbanken sowie die Nachhaltigkeit des KI-Investitions- und Gewinnzyklus sehr genau.

Kontakte

Frankfurter Bankgesellschaft (Schweiz) AG
Börsenstrasse 16
8001 Zürich
Schweiz
Tel. +41 44 265 44 44
wealthmanagement@frankfurter-bankgesellschaft.com

Frankfurter Bankgesellschaft (Deutschland) AG
Jungthofstrasse 26
60311 Frankfurt am Main
Deutschland
Tel. +49 69 15686-0
service@frankfurter-bankgesellschaft.com

Family Office der Frankfurter Bankgesellschaft AG
Neue Mainzer Strasse 2–4
60311 Frankfurt am Main
Deutschland
Tel. +49 69 2999276-800
service@familyoffice-fbg.com

IMAP M&A Consultants AG
Harrlachweg 1
68163 Mannheim
Deutschland
Tel. +49 621 3286-0
info@imap.de

Impressum

© Frankfurter Bankgesellschaft Gruppe 2026. Alle Rechte vorbehalten.
Herausgeber: Frankfurter Bankgesellschaft (Schweiz) AG und Frankfurter Bankgesellschaft (Deutschland) AG
Redaktion: Bernd Aumann, Marvin Boch, Thomas Heller, Tim Titze, Alan Zulcic
Redaktionsschluss: 7. September 2026

Disclaimer

Das vorliegende Dokument stellt Marketingmaterial gemäss § 63 Abs. 6 WpHG dar. Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen kein öffentliches Angebot nach deutschem oder Schweizer Recht, ferner keine Empfehlung oder Beratung dar, sondern dienen ausschliesslich der Information. Dieses Dokument darf nicht als Entscheidungshilfe für wirtschaftliche, rechtliche, steuerliche oder andere Beratungsfragen herangezogen werden. Die Behandlung derartiger Fragen hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden ab und ist vom Kunden mit unabhängigen Beratern vor Abschluss von Finanztransaktionen zu klären. Dieses Dokument ist kein Angebot, keine Beratung und keine Empfehlung zum Abschluss eines Vermögensverwaltungsmandates oder zur Durchführung anderer Finanztransaktionen. Vor Abschluss eines Vermögensverwaltungsmandates oder anderer Finanztransaktionen wird die Beratung durch eine qualifizierte Fachperson empfohlen. Keine der hierin enthaltenen Informationen begründen eine Aufforderung, ein Angebot, eine Beratung oder eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments oder zur Tätigung sonstiger Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäfts. Es wird keine Gewährleistung (weder ausdrücklich noch stillschweigend) übernommen, dass die hierin enthaltenen Informationen und Meinungsäusserungen vollständig, richtig oder aktuell sind.

Jede Haftung für direkte bzw. indirekte Schäden oder Folgeschäden aus Handlungen, die aufgrund von Informationen vorgenommen werden, die in dieser oder einer anderen Dokumentation und/oder Publikation der Frankfurter Bankgesellschaft (Schweiz) AG bzw. der Frankfurter Bankgesellschaft (Deutschland) AG enthalten sind, wird abgelehnt.

Jede Form der Verbreitung dieses Dokuments oder von Auszügen daraus bedarf der ausdrücklichen vorherigen schriftlichen Genehmigung. Dieses Dokument ist nur zur Verwendung in Deutschland und der Schweiz zugelassen.