



Die neue Realität

Hohe Staatsausgaben und enorme Investitionen in die Infrastruktur für künstliche Intelligenz schaffen eine ungewöhnliche Situation: Aktienkurse und Anleiherenditen steigen gleichzeitig.

AUTOR WOLFGANG ULES



Bis zum 21. September, dem Redaktionsschluss dieser Ausgabe, waren die auffälligsten Bewegungen an den Kapitalmärkten einerseits der deutliche Anstieg der Anleiherenditen und andererseits die bemerkenswerte Stärke der Aktienmärkte. Auf den ersten Blick scheint dies widersprüchlich zu sein. Normalerweise gilt Ersteres als Belastung für Aktien: Steigende Zinsen erhöhen die Finanzierungskosten der Unternehmen, reduzieren den Barwert zukünftiger Gewinne und machen Anleihen gegenüber Aktien attraktiver. Nach klassischer Lesart müssten höhere Renditen daher mit niedrigeren Aktienkursen einhergehen.

Dass dies bislang nur eingeschränkt der Fall ist, hat einen wesentlichen Grund: Aktienkurse und Anleiherenditen reagieren gegenwärtig auf dieselbe ökonomische Kraft – ein außergewöhnlich hohes nominelles Wirtschaftswachstum in den USA.

**REALES VERSUS
NOMINALES WACHSTUM**

**ZWEI PROZENT REALES
WACHSTUM KÖNNEN
BEI VIER PROZENT
INFLATION ZU EINEM
NOMINALEN WACHSTUM
VON RUND SECHS
PROZENT FÜHREN.**

Die Unterscheidung zwischen realem und nominellem Wachstum ist dabei entscheidend. Reales Wirtschaftswachstum misst die Veränderung der produzierten Güter und Dienstleistungen nach Bereinigung um Preissteigerungen. Das nominelle Wachstum umfasst hingegen beides: die reale Ausweitung der Wirtschaftsleistung und die Inflation. Vereinfacht gesprochen können zwei Prozent reales Wachstum bei vier Prozent Inflation zu einem nominellen Wachstum von rund sechs Prozent führen. Für Unternehmen, Staaten und Kapitalmärkte ist diese nominelle Größe von erheblicher Bedeutung. Umsätze, Gewinne, Löhne, Steuereinnahmen und Schulden werden schließlich ebenfalls in nominellen Größen gemessen.

Investition und Subvention

Genau hier liegt ein Schlüssel zum Verständnis des gegenwärtigen Marktumfelds. Hohes nominelles Wachstum lässt Unternehmensumsätze und – sofern die Margen stabil bleiben – Gewinne kräftig wachsen. Das stützt die Aktienmärkte. Gleichzeitig erhöht eine dynamische Wirtschaft die Nachfrage nach Kapital und erschwert eine rasche Rückkehr zu niedrigen Inflationsraten. Beides spricht für höhere Anleiherenditen. Was zunächst widersprüchlich erscheint, erweist sich damit als durchaus konsistent: Starke Aktienmärkte und steigende Renditen können gleichzeitig auftreten, solange das nominelle Wachstum hoch genug ist.

Getragen wird dieses Wachstum derzeit von zwei außergewöhnlich starken Investitions- und Nachfrageimpulsen. Der erste kommt aus dem privaten Sektor. Der Aufbau der Infrastruktur für künstliche Intelligenz erfordert enorme Investitionen in Rechenzentren, Halbleiter, Energieversorgung und Netzinfrastruktur. Allein die KI-Investitionen der fünf größten Technologiekonzerne belaufen sich für 2025 und 2026 auf mehr als eine Billion US-Dollar.

Der zweite Impuls kommt vom Staat. Seit der Pandemie haben sich hohe öffentliche Ausgaben in vielen Volkswirtschaften von einer temporären Krisenmaßnahme zunehmend zu einem strukturellen Bestandteil der Nachfrage entwickelt. Industriepolitik, Verteidigungsausgaben, Infrastrukturprogramme und steigende

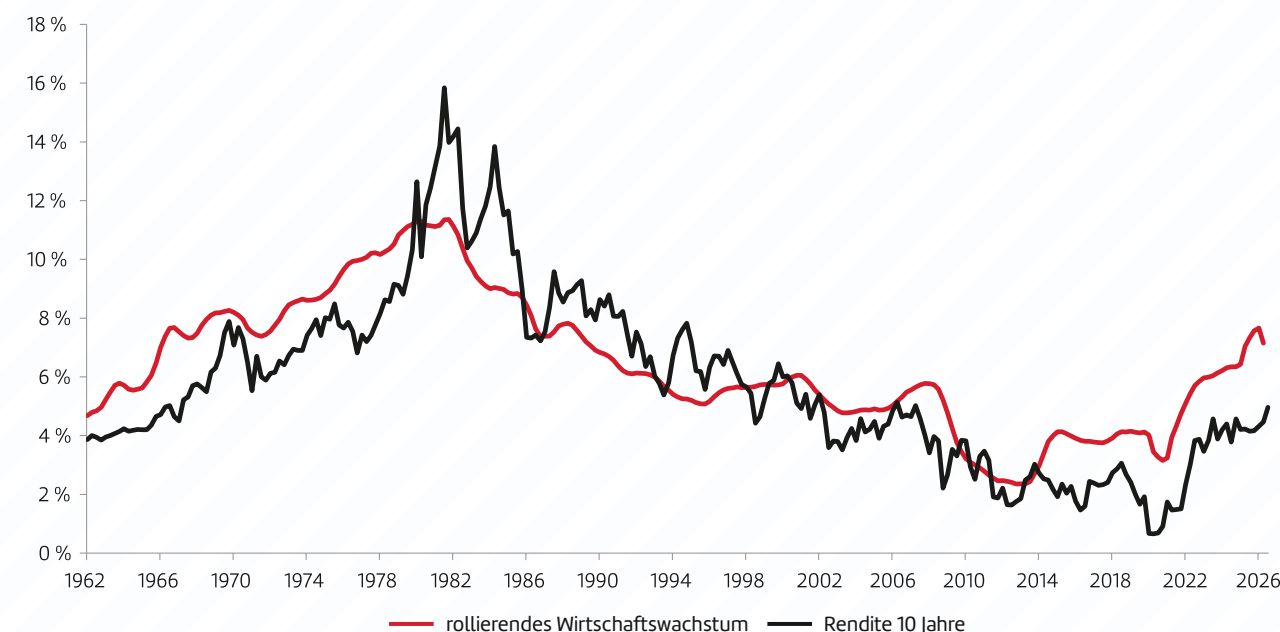
Foto: Evi Huber-Helmeich

Aktienkurse und Anleiherenditen reagieren gegenwärtig auf dieselbe ökonomische Kraft – ein außergewöhnlich hohes nominales Wirtschaftswachstum in den USA.



Robuste US-Wirtschaft als Basis

Rendite und Wirtschaftswachstum



Quelle: Bloomberg; 14. 9. 2026.
Dargestellt ist die langfristige Entwicklung der Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen im Vergleich zum rollierenden (5 Jahre) nominalen Wirtschaftswachstum zwischen dem 31.3.1962 und dem 14.9.2026.
Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung zu.

Sozialausgaben sorgen dafür, dass der Staat auch bei hoher Auslastung eine erhebliche zusätzliche Nachfrage entfaltet. Aus den Subventionen der Krise sind in Teilen „Dauersubventionen“ geworden.

Der Unterschied zu früher

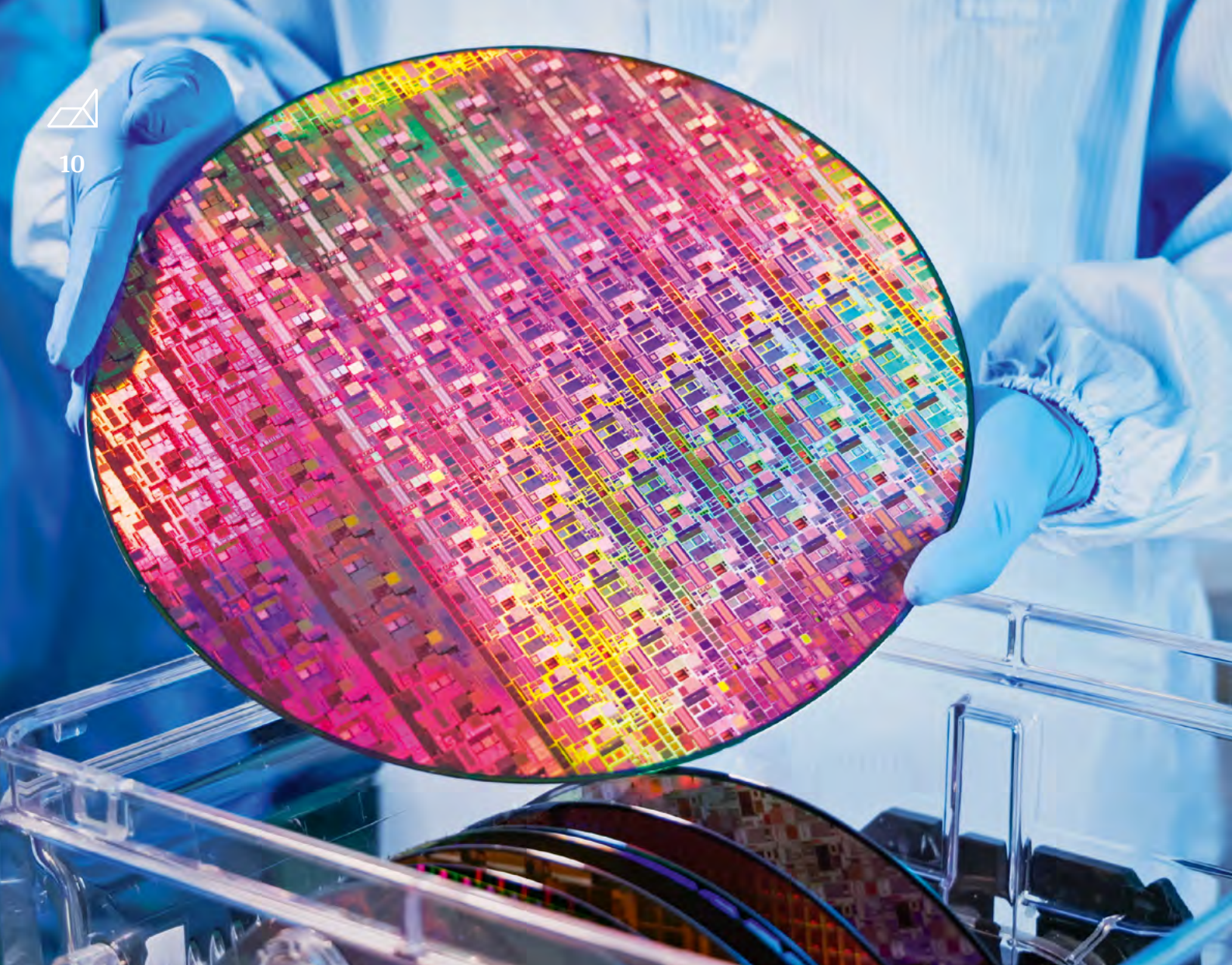
Damit treffen heute zwei kapitalintensive Welten aufeinander: ein privater Sektor, der die Infrastruktur für eine neue technologische Epoche errichtet, und ein öffentlicher Sektor mit unverändert hohem Finanzierungsbedarf. Beide konkurrieren um Kapital. Die logische Folge ist dessen steigender Preis – und dieser Preis ist der Zins.

Hinzu kommt ein erneuter Inflationsimpuls von der Angebotsseite. Der Iran-Krieg und die massiven Behinderungen des Schiffsverkehrs durch die Straße von Hormus haben die

Energieversorgung belastet und die Ölpreise deutlich steigen lassen. Die jüngsten weiteren Störungen wichtiger Transport- und Förderwege haben diesen Druck nochmals verstärkt. Die Weltwirtschaft zeigt sich gegenüber diesem Energiepreis-Schock bislang erstaunlich widerstandsfähig, mit zunehmender Dauer des Konflikts steigen jedoch auch die Risiken.

Das große ökonomische Bild unterscheidet die Gegenwart fundamental vom Jahrzehnt nach der globalen Finanzkrise. Damals bestimmten niedriges Wachstum, geringe Inflation und ein struktureller Überschuss an Liquidität das Bild. Die Zentralbanken konnten ihre Bilanzen massiv ausweiten, ohne nachhaltigen Inflationsdruck auszulösen. Kapital war reichlich vorhanden und entsprechend billig. Heute ist die Ausgangslage nahezu spiegelverkehrt: Wachstum und Inflation sind höher, der Kapi-

**TROTZ
ENERGIEPREIS-SCHOCK
UND HANDELSKRIEGEN
ZEIGT SICH DIE
US-WIRTSCHAFT
ÜBERRASCHEND
ROBUST.**



talbedarf von Staaten und Unternehmen ist enorm und zugleich zeigen einzelne Segmente der Finanzmärkte Anzeichen nachlassender Liquidität.

Technologischer Wandel

Vor diesem Hintergrund sind auch die jüngsten Rückkäufe von US-Staatsanleihen durch das amerikanische Finanzministerium einzuordnen. Ihre Bedeutung liegt weniger in dem Versuch, ein bestimmtes Renditeniveau festzulegen. Ein Rückkaufprogramm dieser Größenordnung kann die fundamentalen Kräfte eines globalen Anleihemarkts kaum dauerhaft außer Kraft setzen. Wesentlicher ist die Sicherstellung ausreichender Marktliquidität und damit eines funktionierenden Handels mit US-Staatsanleihen in sämtlichen Laufzeitsegmenten. Die jüngsten Maßnahmen des Treasury

**EINE BILLION US-DOLLAR
ALS INVESTMENT
DER KI-BOOM BINDET
ENORM VIEL CAPITAL.
DIE FÜNF GRÖSSTEN
TECH-KONZERNE
INVESTIEREN MEHR
ALS EINE BILLION
US-DOLLAR IN DIE
INFRASTRUKTUR.**

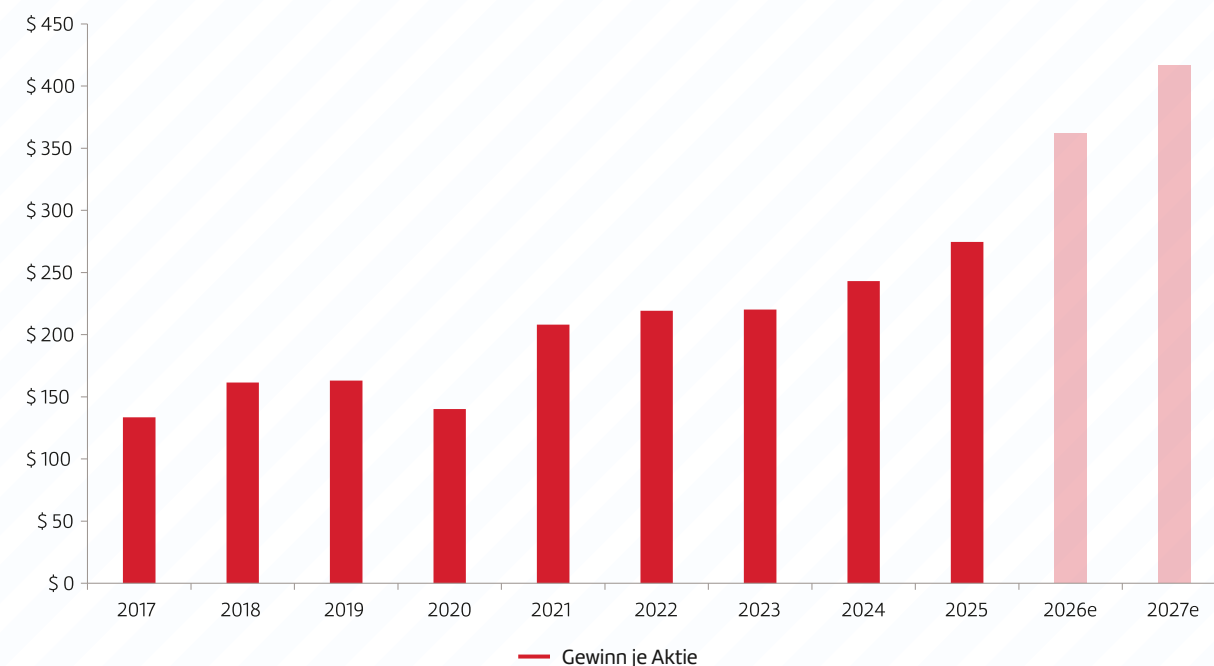
wurden denn auch vor dem Hintergrund erheblicher Spannungen am langen Ende der Zinskurve gesetzt.

Für die Zentralbanken entsteht daraus eine außergewöhnlich anspruchsvolle Aufgabe. Sie müssen nicht nur zwischen Wachstum und Inflation abwägen, sondern zunehmend auch zwischen unterschiedlichen zeitlichen Wirkungen des technologischen Wandels. Die gewaltigen KI-Investitionen wirken zunächst tendenziell inflationär: Sie erhöhen die Nachfrage nach Kapital, Energie, Halbleitern und qualifizierten Arbeitskräften. Langfristig könnte KI dagegen durch höhere Produktivität das Angebotspotenzial der Volkswirtschaften vergrößern und damit disinflationär wirken. Auch die EZB und die amerikanische Federal Reserve weisen ausdrücklich auf dieses Spannungsfeld hin, setzen den Fokus derzeit aber auf die inflationären Konsequenzen.

Foto: ryanking999 - stock.adobe.com

Hohe Gewinnerwartungen im S&P 500

Die Inflation heizt auch Unternehmensgewinne an



Quelle: Bloomberg & eigene Berechnungen, 14. 9. 2026.
Dargestellt ist der Gewinn je Aktie sowie der erwartete Gewinn je Aktie des S&P 500 Index im Zeitraum zwischen dem 31. 12. 2017 und dem 31. 12. 2027.
Prognosen und Erwartungen sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen.

Geldpolitik wird deshalb künftig mehr sein müssen als die Entscheidung über den nächsten Zinsschritt. Leitzinsen, Zentralbankbilanzen und gezielte Liquiditätsinstrumente müssen zusammengedacht werden. Die Notenbanken müssen Inflation bekämpfen, ohne die Funktionsfähigkeit zentraler Finanzmärkte zu gefährden — und gleichzeitig vermeiden, einen produktivitätssteigernden Investitionszyklus unnötig abzuwürgen.

Für Anleger ergibt sich daraus eine klare Konsequenz. Die Zeit des nahezu kostenlosen Kapitals ist vorerst vorbei. Höhere Zinsen bedeuten einen Startvorteil in der Veranlagung. Sie erhöhen aber auch die Anforderungen an jedes Geschäftsmodell und jeden Staatshaushalt. Entscheidend ist daher weniger, ob ein Unternehmen einer attraktiven Wachstumsgeschichte angehört, als vielmehr, ob es dieses Wachstum in

nachhaltige Erträge und freie Cashflows übersetzen kann. Aufgrund der wachsenden Zinslast in manchen Staatshaushalten sollte nun auch bei Investitionen in Staatsanleihen wieder genauer hingesehen werden.

Warum Qualität zählt

Qualität erhält in einem solchen Umfeld einen neuen Wert. Unternehmen mit soliden Bilanzen, Preissetzungsmacht und starken Cashflows können Investitionen aus eigener Kraft finanzieren und sind weniger von der jederzeitigen Verfügbarkeit günstigen Fremdkapitals abhängig.

Gerade in einer Welt, in der Wachstum, Inflation und Kapitalknappheit gleichzeitig auftreten können, dürfte diese finanzielle Unabhängigkeit zu einem der wichtigsten Wettbewerbsvorteile werden. /

400
**Dollar Gewinn
je Aktie von
Unternehmen
im S&P 500
Index werden
für 2027
erwartet.**