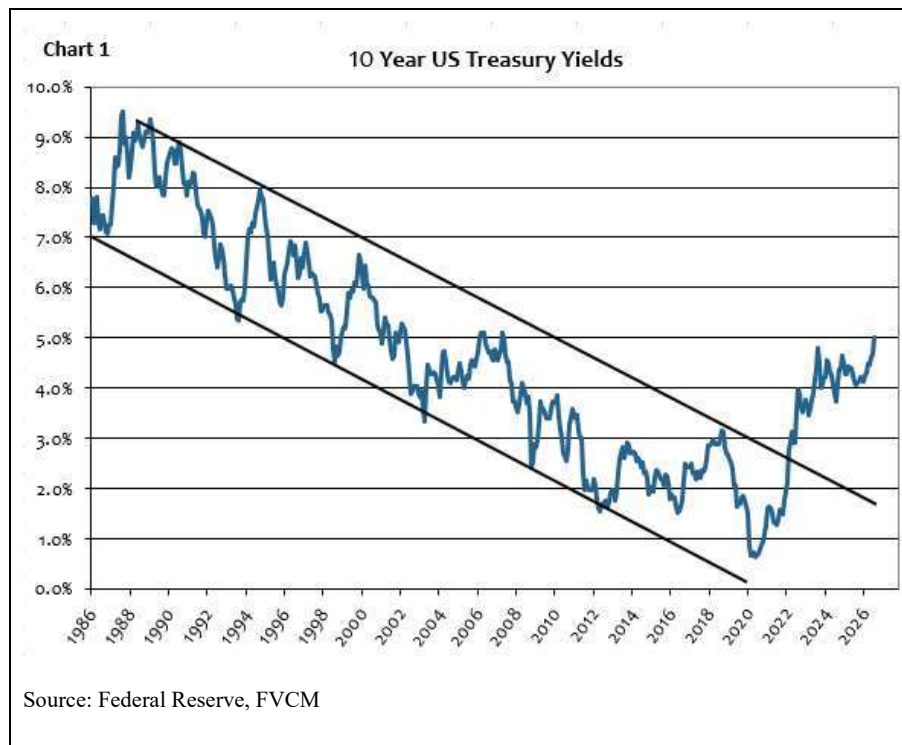


H. Terrence Riley III, CFA
Datum: 21. September 2026

Kontakt: Karin Müller-Paris
+1-561-208-1081 kmm@fvcn.us



Steigende Zinsen

Nachdem die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen jüngst ein Hoch von rund 5 % erreicht hat, wird viel über die Ursachen der steigenden Zinsen diskutiert. Wie zu erwarten, wird häufig die zunehmende Verschuldung genannt – doch es spielen mehrere Faktoren eine Rolle:

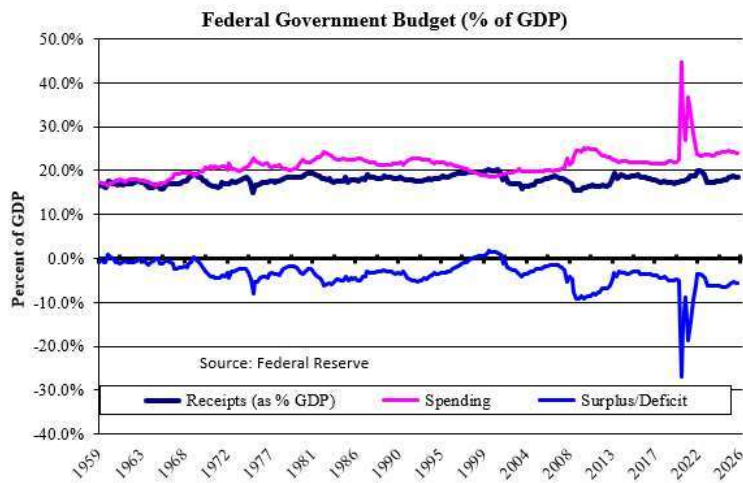
- Die USA weisen weiterhin Haushaltsdefizite des Bundes von rund 5,5 % des BIP aus. Das ist derzeit zwar nicht besonders problematisch, aber eine schlechte Ausgangslage angesichts künftiger Belastungen des Haushalts durch die wachsende Zahl von Ruheständlern, die Leistungen aus der Social Security (der allgemeinen staatlichen Rentenversicherung) und aus Medicare (der Krankenversicherung für Rentner) beziehen. Auf einige Haushalts- und Schuldendaten gehen wir weiter unten ein.
- Die großen US-Technologiekonzerne erleben einen regelrechten Investitionsboom. Diese Investitionen strahlen von der Halbleiterbranche auf die gesamte Wirtschaft aus – von

Anlagen zur Stromversorgung über Baumaschinen bis hin zum Kupferbergbau für Hersteller von Rohren und Kabeln. Zum Teil werden diese Investitionen über Anleiheemissionen finanziert.

- In der vergangenen Woche hat die Federal Reserve begonnen, die Zinsen anzuheben, und weitere Erhöhungen signalisiert. Die Fed zeigte sich unzufrieden mit den bisherigen Fortschritten bei der Inflationsbekämpfung. Wir begrüßen die Zinserhöhung und das Bekenntnis der Fed zur Senkung der Inflation. Klar ist aber auch: Geld und Kredit werden knapper, und höhere Anleiherenditen sind eine Folge davon.
- Die Kapitalmärkte sind global. Die Haushaltsprobleme, vor denen die USA aufgrund der Alterung und der staatlichen Renten stehen, sind in Europa und Asien sogar noch gravierender. Länder wie Japan, Südkorea und China steuern auf einen demografischen Einbruch zu, der ihre Haushalte in den kommenden Jahren stark belasten wird.

Das Haushaltsdefizit der US-Bundesregierung lag im zweiten Quartal 2026 bei 5,5 % des BIP, nach 6,5 % Ende 2024. Interessanterweise wurde das sogenannte Gesetz „One Big Beautiful Bill“ am 4. Juli 2025 unterzeichnet, und die meisten Steuersenkungen galten rückwirkend ab Jahresbeginn. Dazu zählen unter anderem die sofortige vollständige Abschreibung von Forschungs- und Entwicklungsausgaben, ein höherer Standardabzug bei der Einkommensteuer, höhere Abzugsbeträge für einzelstaatliche und kommunale Steuern, Steuerfreiheit für Trinkgelder und Überstundenvergütungen, zusätzliche Freibeträge für Senioren, eine um 200 US-Dollar höhere Steuergutschrift für Kinder sowie die sofortige vollständige Abschreibung von Ausrüstungen und Fabrikgebäuden. Wie Chart 2 zeigt, stiegen die Steuereinnahmen im Quartal nach Verabschiedung des Gesetzes gegenüber dem Vorjahr um 11,2 %. Im Zwölfmonatszeitraum bis zum 30. Juni 2026 wuchsen die Steuereinnahmen trotz der Steuersenkungen um 6,7 % und damit sogar etwas stärker als das nominale BIP (+6,6 %). Die robusten Steuereinnahmen spiegeln mehrere Faktoren wider, darunter massive Investitionen und starkes Wachstum in den Bereichen künstliche Intelligenz (KI) und Rechenzentren, Steuereinnahmen aus boomenden Kapitalmärkten sowie Zolleinnahmen. Gleichzeitig wurden Vorschriften und Personalbestand der Bundesregierung abgebaut und die Ausgaben begrenzt. In den vergangenen zwölf Monaten stiegen die Bundesausgaben lediglich um 3,6 %.

Chart 2



Source: National Income and Product Accounts, the Federal Reserve, FVCM

Table 1 % Change Year/Year

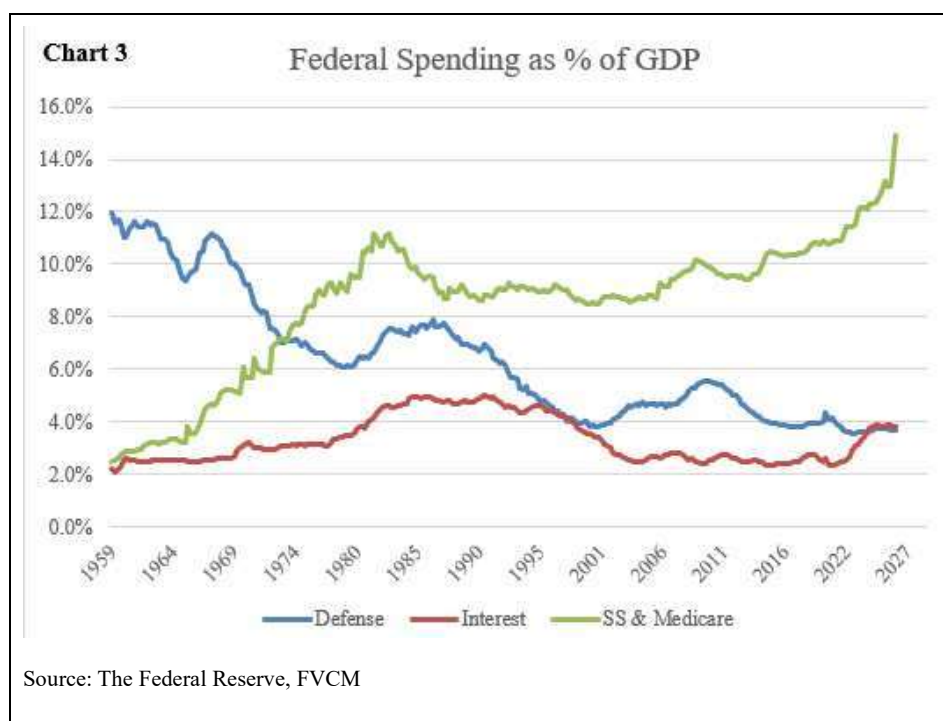
	N. GDP	Federal Tax Receipts	Federal Spending
2019.12	4.9%	4.0%	4.4%
2020.03	3.0%	3.8%	3.8%
2020.06	-6.7%	-3.9%	87.8%
2020.09	-0.1%	2.4%	50.3%
2020.12	0.7%	4.4%	23.6%
2021.03	4.3%	9.1%	71.5%
2021.06	17.4%	23.6%	-12.8%
2021.09	10.5%	19.1%	-5.3%
2021.12	12.3%	18.9%	5.3%
2022.03	11.3%	22.7%	-28.1%
2022.06	10.4%	17.5%	-21.6%
2022.09	9.8%	13.8%	-9.1%
2022.12	7.9%	8.8%	1.3%
2023.03	7.8%	-6.4%	7.2%
2023.06	6.5%	-7.1%	6.8%
2023.09	6.6%	-6.1%	6.1%
2023.12	6.2%	-3.5%	5.5%
2024.03	5.5%	6.2%	6.4%
2024.06	5.9%	7.9%	7.1%
2024.09	5.1%	7.7%	9.3%
2024.12	4.9%	7.8%	8.7%
2025.03	4.6%	6.9%	6.8%
2025.06	4.6%	8.9%	7.8%
2025.09	5.4%	11.2%	5.8%
2025.12	5.4%	11.0%	4.6%
2026.03	6.1%	8.9%	5.0%
2026.06	6.6%	6.7%	3.6%

Um das aktuelle Haushaltsdefizit richtig einzuordnen, lohnt sich ein Blick auf einige weitere Zahlen. Seit 1959 betrugen die Ausgaben der Bundesregierung (USA) im Durchschnitt 21,4 % des BIP, die Einnahmen 17,8 %. Die Defizite lagen im Schnitt bei etwa 3,5 % des BIP. Derzeit liegen sowohl die Ausgaben als auch die Einnahmen über dem Durchschnitt: Die Ausgaben belaufen sich auf 23,9 % des BIP, die Steuereinnahmen auf 18,4 %. Legt man die historischen Durchschnittswerte als Maßstab an, ist das aktuelle Defizit also auf expansive Staatsausgaben zurückzuführen – und nicht auf zu geringe Steuereinnahmen. Trotz des Anstiegs gegenüber den historischen Durchschnittswerten liegen diese Zahlen weit unter vergleichbaren Werten in Europa. In den USA ist seit Langem die Auffassung verbreitet, dass es für den Staat besser ist, ein kleines Stück eines großen Kuchens zu nehmen als ein großes Stück eines kleinen. Dahinter steht der Gedanke, dass Staatsausgaben eine Last für den Privatsektor sind, der diese Ausgaben über Steuern und Kredite an den Staat finanziert, und dass diese Last das Wachstum „des Kuchens“ hemmt.

Der Bundeshaushalt (USA) ist heute nicht problematisch, doch es gibt Warnsignale. Es sind allerdings nicht die, die in der ausländischen Presse häufig genannt werden. Aus Europa hören wir oft, die amerikanischen Defizite seien auf enorme Verteidigungsausgaben und eine wachsende Zinslast zurückzuführen. In absoluten Zahlen geben die USA zwar weit mehr für Verteidigung aus als jedes andere Land, im Verhältnis zur Gesamtwirtschaft sind die Verteidigungsausgaben jedoch seit Jahrzehnten überwiegend rückläufig (siehe Chart 3). Als die USA 1969 mit dem Truppenabzug aus Vietnam begannen, sanken die Verteidigungsausgaben von über 10 % des BIP auf rund 6 % im Jahr 1980, als die sogenannte Reagan-Aufrüstung einsetzte. Deutlich steiler wurde der Rückgang um 1990 nach dem Zusammenbruch der Sowjetunion. Die sogenannte

„Friedensdividende“ drückte die Verteidigungsausgaben bis zum vierten Quartal 1999 am Ende der Regierung Clinton, auf 4 %. Heute machen sie nur noch 3,7 % des BIP aus.

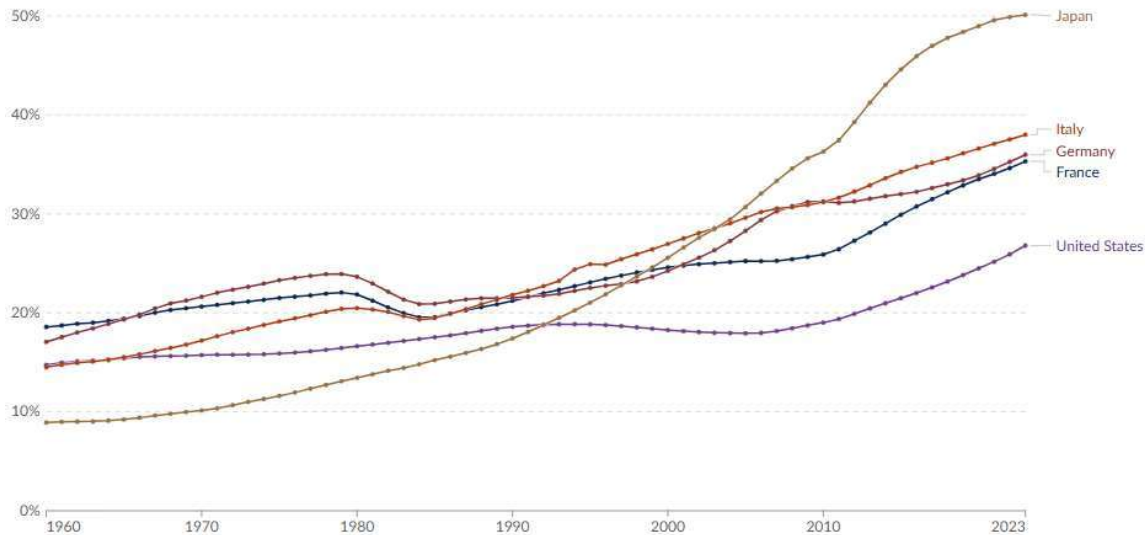
Die Zinszahlungen auf die Staatsschulden sind gestiegen, bewegen sich aber im historisch üblichen Rahmen. Heute kosten die Zinsen auf die Bundesschulden die US-Regierung einen Betrag in Höhe von 3,8 % des BIP – etwas mehr als die Verteidigungsausgaben. Dennoch liegt dieser Wert noch unter früheren Spitzenwerten. So beliefen sich die Zinskosten 1990, als das Zinsniveau höher war, auf bis zu 5 % des BIP. Sind die heutigen Zinskosten ein Problem? Erfreulich sind sie nicht, aber sie sind auch nicht der Notfall, den manche Presseberichte suggerieren, wenn sie betonen, dass die Zinskosten inzwischen den Verteidigungshaushalt übersteigen.



Wie in vielen Industrieländern steht der US-Bundeshaushalt heute wegen des demografischen Wandels und der wachsenden Zahl von Ruheständlern unter Druck. Da die Babyboomer-Generation der Nachkriegszeit inzwischen größtenteils im Ruhestand ist, sind die Ausgaben für Social Security (staatliche Rente) und Medicare (staatliche Krankenversicherung) regelrecht explodiert und liegen nun bei rund 15 % des BIP. Während die Zahl der Ruheständler gestiegen ist, ist die Geburtenrate gesunken, sodass die Zahl der Rentner im Verhältnis zur Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter stark zugenommen hat. Wie Chart 4 zeigt, ist der sogenannte Altenquotient deutlich gestiegen – mit spürbaren Folgen für die Staatshaushalte weltweit.

Chart 4

Old-age Dependency Ratio 1960 to 2023: Number of people aged 65+ per 100 people aged 15 -64



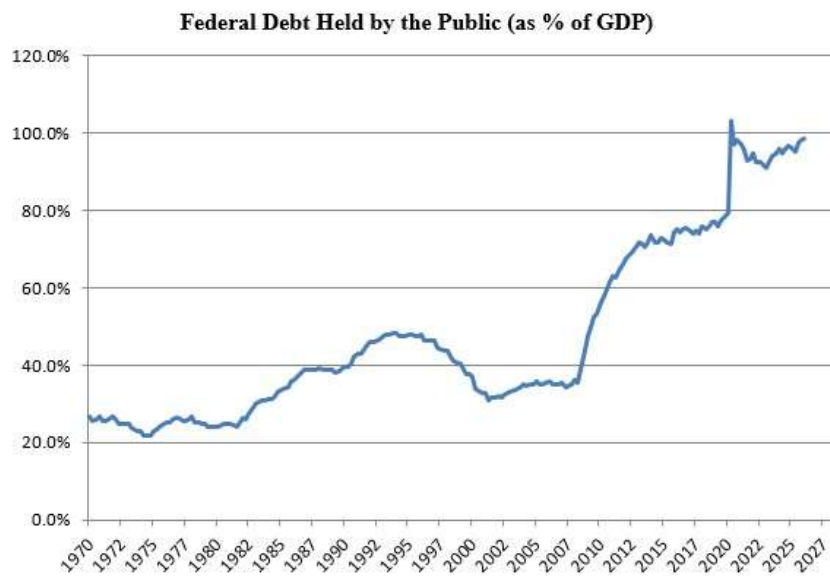
Source: "Data Page: Old-age dependency ratio". Our World in Data (2026). Data adapted from United Nations. Retrieved from <https://archive.ourworldindata.org/20260910-003655/grapher/age-dependency-ratio-old.html> [online resource] (archived on September 10, 2026).

Diese Haushaltsprobleme erscheinen kaum lösbar, weil Änderungen an Sozialprogrammen – insbesondere an Transferleistungen für Rentner – in Demokratien politisch unantastbar geworden sind. Rentner haben so viel politisches Gewicht, dass in den USA keine der beiden Parteien den ersten Schritt wagt und Änderungen vorschlägt, denn die andere Partei würde solche Vorschläge – ganz gleich, wie vernünftig sie sind – im Wahlkampf gegen sie verwenden. Ähnliche Dynamiken beobachten wir in Frankreich und anderswo. Was wäre vernünftig? Als die Social Security 1935 eingeführt wurde, legte man das Rentenalter auf 65 Jahre fest. Die Lebenserwartung lag damals jedoch bei Männern nur bei 61 bis 62 und bei Frauen bei 63 bis 64 Jahren. Seit Einführung des Systems wurde das Rentenalter nur ein einziges Mal angehoben, auf 67 Jahre. Die Änderung wurde in den 1980er-Jahren beschlossen, war aber erst 2025 vollständig umgesetzt. Die Politiker der 1980er-Jahre brachten den Willen zu dieser kleinen Änderung nur auf, indem sie deren Umsetzung um viele Jahre hinauszögerten. Bei einer heutigen Lebenserwartung von 77 Jahren für Männer und 81 Jahren für Frauen ließe sich folgerichtig argumentieren, dass das Rentenalter weiter angehoben werden sollte.

Aus politischer und haushaltspolitischer Sicht sind die USA besser aufgestellt als andere Länder. Das US-Rentensystem verfügt über eine „Reserve“, die in Staatsanleihen angelegt ist. Da die Rentenzahlungen die laufenden lohnbezogenen Beiträge (Payroll Taxes) von Arbeitnehmern und Arbeitgebern übersteigen, wird diese Reserve aufgezehrt. Gesetzlich ist die Social Security Administration verpflichtet, die Rentenzahlungen nach Erschöpfung der Reserve auf die Höhe der

Beitragseinnahmen zu kürzen. Nach aktuellen Schätzungen wird die Reserve 2032 aufgebraucht sein, was eine Kürzung der Rentenzahlungen um 22 % zur Folge hätte. Wird es dazu kommen? Wahrscheinlich nicht, denn die drohende Kürzung wird die Politik zwingen, das System zu reformieren. Zu den Änderungen dürften eine gewisse Erhöhung der Beiträge, Anpassungen beim jährlichen Inflationsausgleich und eine moderate Anhebung des Rentenalters gehören. Die geltende Rechtslage hängt wie eine Guillotine über dem System, denn die Kürzungen treten garantiert ein, wenn nichts geschieht. Einen solchen Mechanismus, der Veränderungen erzwingt, gibt es nirgendwo sonst.

Chart 5



Source: The Federal Reserve, FVCM

Sind steigende Anleiherenditen die Folge hoher Staatsverschuldung? Ironischerweise deutet die Datenlage auf das Gegenteil hin. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen fiel 2020 auf ihren Tiefstwert von 0,6 %. Im selben Jahr schnellte die Staatsverschuldung aufgrund der coronabedingten Ausgaben in die Höhe und erreichte einen Höchststand von 103 % des BIP. Dank des kräftigen nominalen Wirtschaftswachstums in den USA liegt die Staatsverschuldung im ersten Quartal 2026 bei 98,7 % des BIP und damit unter dem Höchststand von 2020. Und dennoch sind die Renditen inzwischen auf fast 5 % gestiegen. Wie passt das zusammen? Aufschlussreich ist ein Blick auf einige der Erklärungsansätze, die zwischen 2009 und 2022 diskutiert wurden, als die Anleiherenditen so niedrig waren. Damals dominierten zwei Theorien:

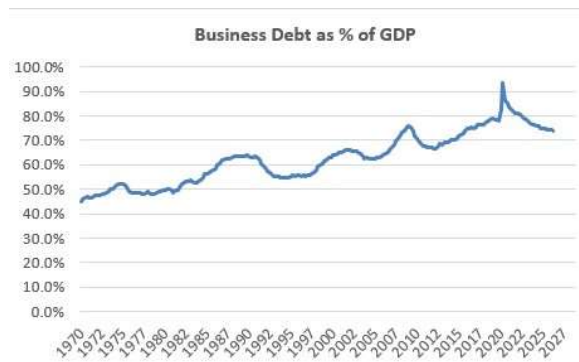
1. **Die globale Sparschwemme (Global Savings Glut)** – Der frühere Fed-Vorsitzende Ben Bernanke gehörte zu denjenigen, die davon ausgingen, dass in Asien und im Nahen Osten

enorme Ersparnisse nach sicheren Anlagemöglichkeiten suchten. Dieses Kapital, so die Annahme, floss in die USA und drückte die Renditen von Anleihen und anderen Anlagen.

2. **Säkulare Stagnation** – Einige namhafte Ökonomen, darunter Larry Summers – Finanzminister unter Bill Clinton und Direktor des Nationalen Wirtschaftsrats unter Barack Obama – vertraten die Auffassung, die Wirtschaft stecke in einer Art Malaise und die Unternehmen hätten wenig Neigung, in neue Geschäftsfelder, Fabriken oder Ausrüstung zu investieren. Entsprechend gering war die Kapitalnachfrage – und mit ihr sanken auch die Zinsen.

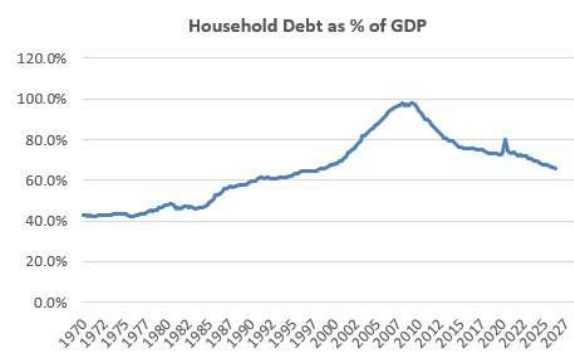
An beiden Theorien war sicherlich etwas Wahres, und sie können auch helfen, die heutige Lage zu erklären: Um eine Zeit mit vergleichbarer Begeisterung für Investitionsmöglichkeiten zu finden, müsste man bis in die 1990er Jahre und den Aufbau des Internets zurückgehen. Die fünf großen Tech-„Hyperscaler“ werden in diesem Jahr voraussichtlich Schuldverschreibungen im Umfang von 250 bis 300 Milliarden US-Dollar begeben, um den Ausbau ihrer Rechenzentren zu finanzieren. Das hat für Schlagzeilen gesorgt, und die Höhe der Ausgaben hat Erstaunen ausgelöst. Doch hängt der Renditeanstieg eher mit Investitionsausgaben und Verschuldung zusammen – oder mit der Begeisterung und den Erwartungen an die Zukunft? Laut Federal Reserve erreichte die gesamte Unternehmensverschuldung in den USA 2020 einen Höchststand von 93,6 % des BIP und ist seither bis zum zweiten Quartal 2026 auf 73,8 % gesunken (siehe Chart 6). Und was ist mit den neuen Schulden der Hyperscaler? Den Daten zufolge entsprechen 300 Milliarden US-Dollar an neuen Schulden gerade einmal 1,25 % der gesamten US-Unternehmensverschuldung. Die Beträge sind beeindruckend, fallen aber kaum ins Gewicht und taugen nicht wirklich als Erklärung für den jüngsten Anstieg der Anleiherenditen. Ebenso haben die US-Privathaushalte ihre Verschuldung im Verhältnis zu Einkommen bzw. BIP seit der großen Finanzkrise 2008/09 abgebaut. Die Schlagzeilen mögen spannend sein, doch die Daten erzählen eine andere Geschichte.

Chart 6



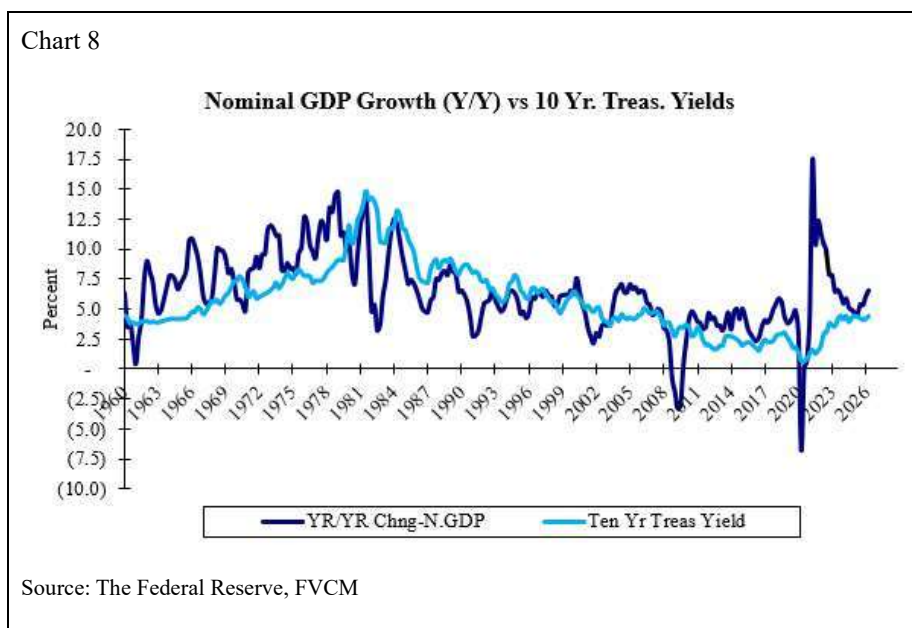
Source: The Federal Reserve, FVCM

Chart 7



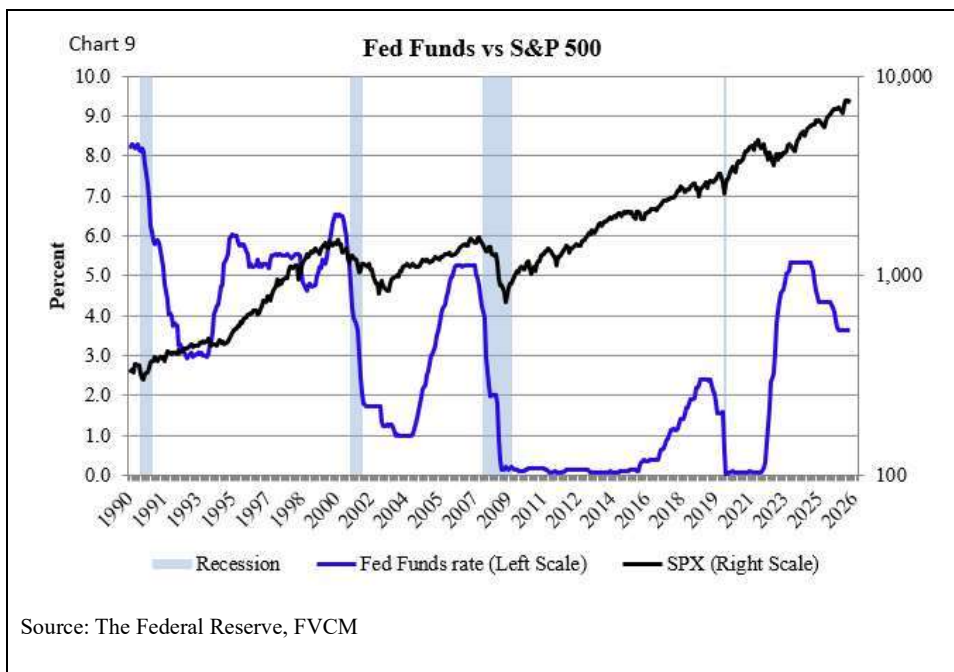
Source: The Federal Reserve, FVCM

Wenn der Anstieg der Anleiherenditen weder auf das Haushaltsdefizit noch auf den Schuldenstand zurückzuführen ist – warum steigen die Renditen dann? Sie steigen, weil die Wachstumsrate der Gesamtausgaben steigt. Das nominale BIP entspricht der Summe aller Ausgaben, und die Anleiherenditen folgen ihm. Die 1960er- und 1970er-Jahre waren eine schlechte Zeit für Anleiheinvestoren, weil Ausgabenwachstum und Inflation unerwartet anzogen. Anleiheinhaber wurden unzureichend entschädigt, da die Renditen der Entwicklung hinterherhinkten (in Chart 8 unten lag die hellblaue Linie unter der dunkelblauen). 1979 wurde jedoch Paul Volcker Fed-Vorsitzender und straffte die Geldpolitik drastisch, um Ausgaben und Inflation unter Kontrolle zu bringen. Von da an bis Anfang der 2000er-Jahre entwickelten sich Anleihen sehr gut – dank sinkender Wachstumsraten der Ausgaben, rückläufiger Inflation und Renditen oberhalb des Ausgabenwachstums (hellblau über dunkelblau). Inzwischen hat sich das Bild erneut gewandelt: Das Ausgabenwachstum übersteigt nun die Anleiherenditen. Folglich zeigt der Renditetrend insgesamt wieder nach oben.



Am 16. September 2026 hat die Federal Reserve ihr Zielband für den kurzfristigen Leitzins um 0,25 Prozentpunkte auf 3,75 % bis 4,0 % angehoben. Um das Ausgabenwachstum zu dämpfen, ist diese Zinserhöhung ein Schritt in die richtige Richtung – doch einige Faktoren liegen außerhalb des Einflussbereichs der Fed. Bemerkenswert ist, dass die nominalen Ausgaben seit Mitte 2021 – ein Jahr vor Beginn des KI-Booms – mit einer Jahresrate von 6,6 % gewachsen sind. Ebenso bemerkenswert ist, dass die Fed die Geldmenge M2 in diesem Zeitraum nur um 2,1 % pro Jahr wachsen ließ. Stattdessen hat sich die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes – also das Tempo, mit dem Geld über Ausgaben weitergegeben wird – um 4,4 % pro Jahr beschleunigt. Sind die Menschen besorgt, halten sie mehr Geld auf ihren Bankkonten, und die Umlaufgeschwindigkeit sinkt. Sind sie zuversichtlich, beschleunigt sie sich. Es lässt sich argumentieren, wenn auch nicht beweisen, dass die Menschen angesichts niedriger

Arbeitslosigkeit und der schieren Begeisterung über das künftige Wachstum durch KI bereit waren, ihre Liquiditätsreserven abzubauen und mehr auszugeben. Dieser Faktor liegt nicht in der Hand der Fed und könnte anhalten. Die Umlaufgeschwindigkeit von M2 lag im zweiten Quartal 2026 bei 1,41 und damit weit unter ihrem Höchststand von 2,19 im Jahr 1997. Es gibt also reichlich Spielraum für eine Beschleunigung der Ausgaben, selbst wenn die Fed die Geldmenge überhaupt nicht ausweitet. Das bedeutet leider, dass sich das künftige Ausgabenwachstum kaum vorhersagen lässt. Die Entwicklung von Inflation und Anleiherenditen wird daher von der Unsicherheit darüber überlagert, wie viel Liquidität die Menschen künftig halten wollen.



Die Entwicklung am Aktienmarkt wird in erster Linie vom Gewinnwachstum bestimmt – und auf dieser Grundlage sollten wir zuversichtlich bleiben. In den letzten fünf Zinserhöhungszyklen notierte der S&P 500 in vier von fünf Fällen zwölf Monate später höher. Im Durchschnitt legten Aktien um 6 % zu. Zudem sollen die Gewinne der S&P-500-Unternehmen laut Konsensschätzungen von FactSet, dem in der Investmentbranche weit verbreiteten Informationsdienst, 2027 um 15 % steigen – zusätzlich zu dem für 2026 erwarteten beeindruckenden Plus von 33 %. Wir befinden uns eindeutig in einer Phase großer Innovationen und Umbrüche. Kursschwankungen sind der Preis, den Aktienanleger für höhere Renditen zahlen müssen. Trotz der geldpolitischen Unsicherheit, der die Fed mit höheren Zinsen begegnet, erscheinen die Aussichten für Aktienrenditen gut.

Unsere Einschätzungen basieren auf öffentlichen Informationen, die wir als zuverlässig erachten, für deren Vollständigkeit und Genauigkeit wir jedoch keine Garantie und Verantwortung übernehmen. Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die hier dargestellten Anlagemöglichkeiten können Preis- und Wertschwankungen unterliegen, und Investoren erhalten gegebenenfalls weniger zurück, als sie investiert haben. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Wert der Anlage auswirken. Die Kurs- und Wertentwicklung in der Vergangenheit sollte nicht als Maßstab oder Garantie für die zukünftige Wertentwicklung genommen werden, und eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Insbesondere sind die Risiken, die mit einer Anlage in das in diesem Report behandelte Finanzinstrument oder Wertpapier verbunden sind, nicht vollumfänglich dargestellt. Da dieser Report ohne Gewähr ist und es sich um eine Momentaufnahme handelt, stellt dieser keine Anlageberatung dar. Investoren müssen selbst entscheiden, ob eine Anlage in den erwähnten Finanzinstrumenten aufgrund der involvierten Chancen und Risiken für sie sinnvoll ist. Anleger sollten ebenfalls ihre eigene Anlagestrategie, die finanzielle, rechtliche und steuerliche Situation mitberücksichtigen. Investoren werden aufgefordert, ihren Anlageberater für eine individuelle Beratung und weitere individuelle Erklärungen zu kontaktieren. Die hier enthaltenen Informationen können in die Zukunft gerichtete Aussagen im Sinne der US-Bundeswertpapiergesetze („forward-looking statements“) enthalten, die signifikanten Risiken und Unsicherheiten unterliegen. Alle in die Zukunft gerichteten Aussagen, die in diesem Bericht enthalten sind, unterliegen vollumfänglich diesem Vorbehalt. F&V Capital Management, LLC oder einer ihrer Geschäftsführer, Partner oder Angestellten können bezüglich der hier erörterten Wertpapiere Positionen halten und die betreffenden Wertpapiere kaufen oder verkaufen.