

Die Zukunft der Staatsschulden



Titelbild: Dieses Bild wurde mithilfe von Microsoft Copilot (KI-gestützt) erstellt. Bei der Erstellung wurden keine personenbezogenen Daten verarbeitet bzw. dargestellt.

Die Deutsche Apotheker- und Ärztebank eG (im Folgenden auch apoBank genannt), Düsseldorf, wird beauftragt durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt am Main sowie die Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.

Kein Angebot; keine Beratung.

Diese Information dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder eine individuelle Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Diese Ausarbeitung allein ersetzt nicht eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung.

Darstellung von Wertentwicklungen

Angaben zur bisherigen Wertentwicklung erlauben keine verlässliche Prognose für die Zukunft. Die Wertentwicklung kann durch Währungsschwankungen beeinflusst werden, wenn die Basiswährung des Wertpapiers/Indexes von EURO abweicht.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Die vorliegende Publikation gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder. Die Inhalte sind sorgfältig recherchiert. Eine Haftung/Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann im Einzelfall aber nicht übernommen werden.

Nachdruck nur mit Genehmigung der apoBank.

Stand: 21. August 2026

Inhaltsverzeichnis

1.	Die Rückkehr der Staatsschulden	6
	Rekordverschuldung der Industrieländer	7
	Das Ende der billigen Staatsschulden	9
	Kein Ende des globalen Schuldenanstiegs	11
	Staatsverschuldung als systemische Herausforderung	15
2.	Die Bedeutung der Staatsanleihemärkte	16
	Staatsanleihen als Fundament der Finanzmärkte	17
	Bonität, Verschuldung und Finanzierungskosten	19
	Aktien und Anleihen zwischen Diversifikation und Gleichlauf	21
	Internationale Kapitalflüsse und Devisenmärkte	23
	Inflationserwartungen und reale Anlagealternativen	25
3.	Strategien der staatlichen Schuldenpolitik	26
	Die Grenzen der Austerität	27
	Die Staatsinsolvenz als letzter Ausweg	29
	Entschuldung durch Inflation und Hyperinflation	31
	Die Nachkriegsjahrzehnte als Wegweiser	33
	Finanzielle Repression und Zentralbanken	35
4.	Chancen und Risiken für Anleger	36
	Attraktivität realer gegenüber nominalen Anlagen	37
	Die Rolle von Anleihen in der Diversifikation	39
	Anlagechancen im Anleihemarkt	41
	Inflationsschutz und Renditeplus mit Aktien	43
	Die Rolle alternativer Sachwerte	45

Vorwort

Liebe Leserinnen und Leser,

aus Sicht von langfristig orientierten Investoren sind Staatsschulden weit mehr als eine volkswirtschaftliche Kennzahl. Sie bilden einen wesentlichen Rahmen für die Entwicklung von Kapitalmärkten, die Ausrichtung der Geldpolitik und die Höhe zukünftiger Renditen. In einer Welt, die gleichzeitig vor demografischen Herausforderungen, geopolitischen Spannungen und enormen Investitionsbedarfen steht, gewinnt die Frage nach der Tragfähigkeit öffentlicher Finanzen neue Bedeutung. Für Anleger lohnt es sich daher, genauer hinzusehen.



Lange Zeit konnten steigende Schuldenstände vieler Staaten vor dem Hintergrund niedriger Zinsen als beherrschbar angesehen werden. Dieses Umfeld hat sich grundlegend verändert. Die Finanzierungskosten sind gestiegen, während gleichzeitig die Anforderungen an staatliche Haushalte wachsen. Investitionen in Infrastruktur, Verteidigung, Digitalisierung und Energieeffizienz treffen auf alternde Gesellschaften und steigende Sozialausgaben. Dadurch rückt die Frage nachhaltiger öffentlicher Finanzen stärker in den Mittelpunkt.

Für Anleger ist diese Entwicklung von besonderer Relevanz. Die Staatsverschuldung beeinflusst nicht nur die Attraktivität von Staatsanleihen. Sie prägt das gesamte Kapitalmarktumfeld: Zinsen, Inflationserwartungen, Risikoprämien, Währungen und die Bewertungen alternativer Anlagen. Viele zentrale Fragen der Vermögensanlage stehen damit in einem direkten oder indirekten Zusammenhang mit der Finanzlage der Staaten.

Die Debatte über Staatsschulden geht deshalb weit über die Frage ausgeglichener Haushalte hinaus. Im Kern geht es darum, welche wirtschaftlichen Rahmenbedingungen die kommenden Jahrzehnte prägen und welche Konsequenzen sich daraus für Anleger ergeben. Werden höhere Schuldenstände durch Wachstum tragbar bleiben? Welche Rolle werden Inflation und finanzielle Repression spielen? Welche Anforderungen ergeben sich für die Geldpolitik? Und welche Bedeutung werden Staatsanleihen künftig als Stabilitätsanker in Portfolios haben?

Mit der vorliegenden Publikation möchten wir diese Fragestellungen aus unterschiedlichen Perspektiven beleuchten und in einen Kontext einordnen. Unser Anspruch ist es, konstruktive Antworten auf komplexe Fragen zu geben. Wir zeigen wesentliche Treiber, Risiken und Entwicklungspfade auf, die die Zukunft der Staatsschulden und die Kapitalmärkte nachhaltig beeinflussen werden.

Die Geschichte zeigt, dass hohe Staatsschulden nicht zwangsläufig zu Krisen führen müssen. Sie zeigt aber auch, dass sich wirtschaftliche Regime verändern können. Ein Verständnis dieser strukturellen Entwicklungen bleibt daher eine wichtige Voraussetzung für langfristig erfolgreiche Anlageentscheidungen.

Ich wünsche Ihnen eine anregende und erkenntnisreiche Lektüre.

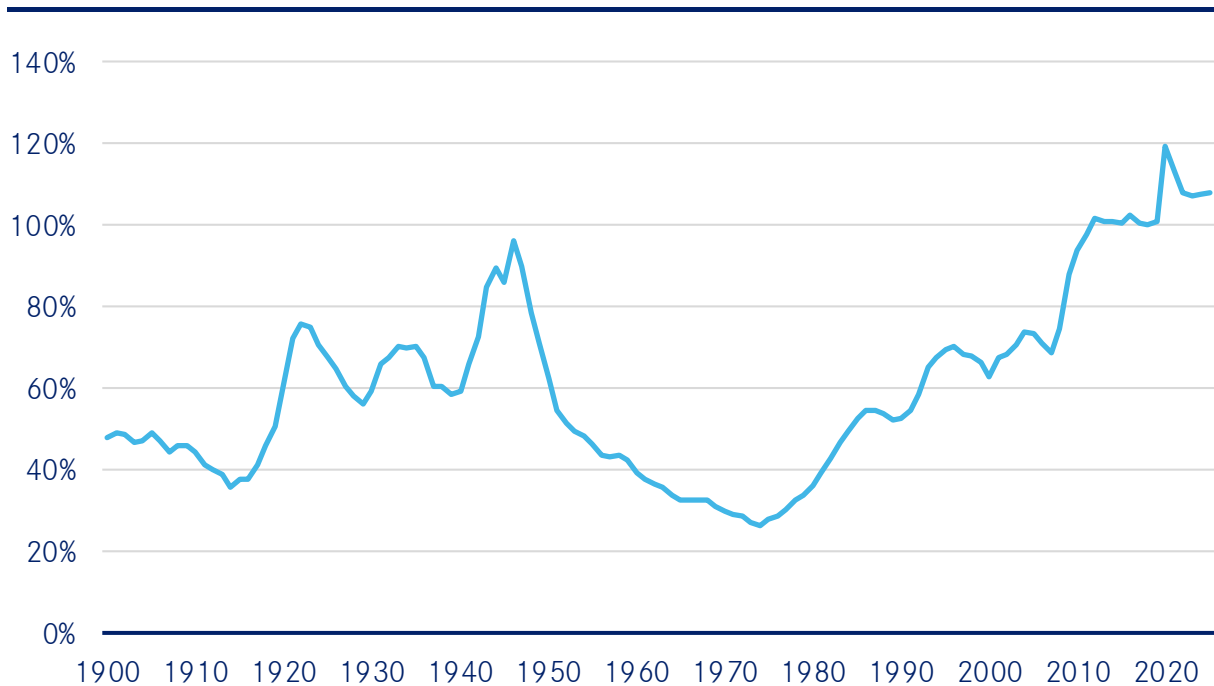
Ihr

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Pfingsten', with a stylized, flowing script.

Reinhard Pfingsten | Chief Investment Officer
Deutsche Apotheker- und Ärztebank

1. Die Rückkehr der Staatsschulden

Staatsverschuldung der Industrieländer, in % des BIP



Quelle: Mitchener, Trebesch (2021), IWF, apoBank

Rekordverschuldung der Industrieländer

- Die Staatsverschuldung der Industrieländer hat den höchsten Stand seit 1900 erreicht.
- Eine hohe Staatsverschuldung birgt Risiken für das Wachstum und die Finanzstabilität.
- Ein liquider Staatsanleihemarkt setzt ein gewisses Maß an Staatsverschuldung voraus.

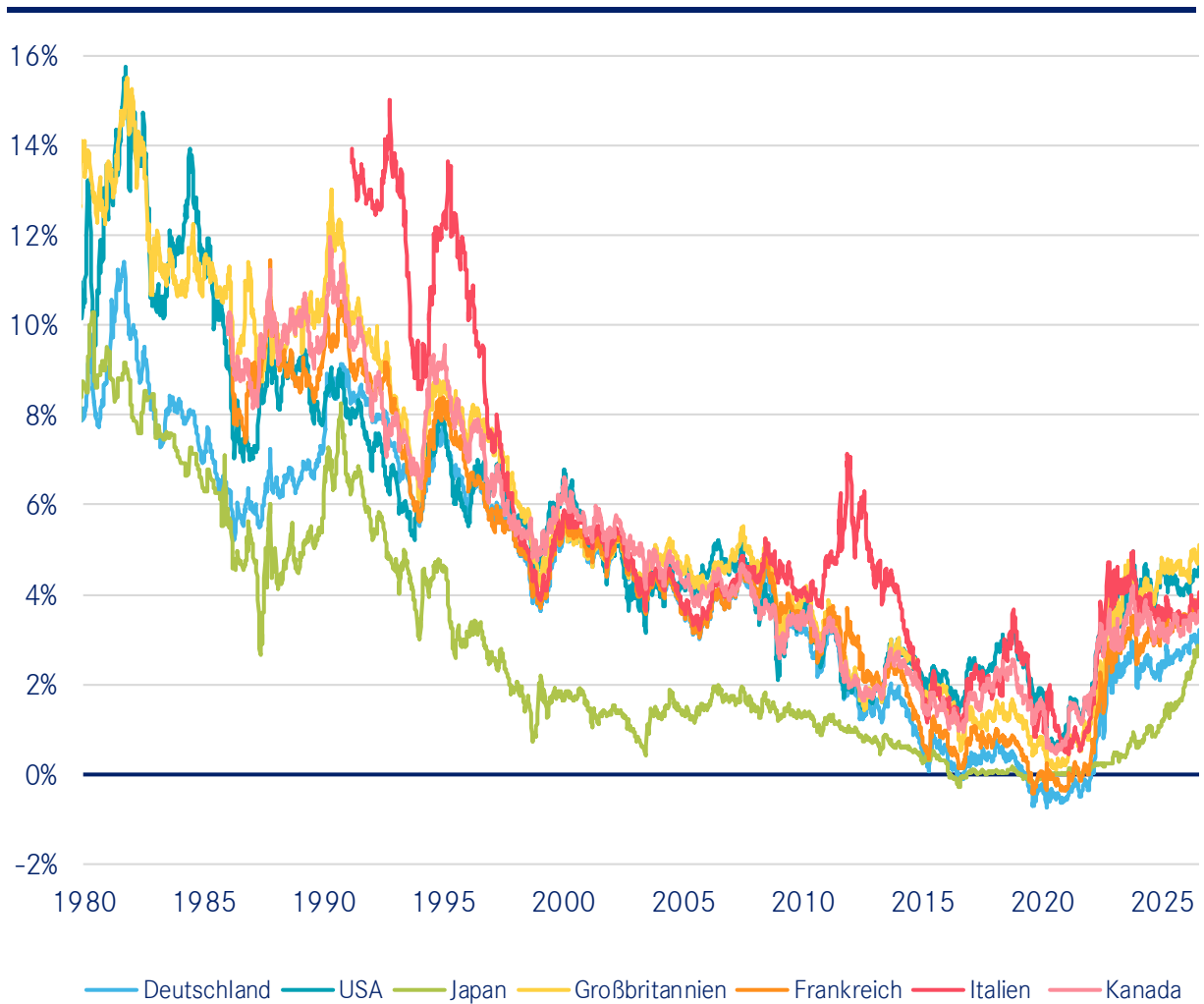
Die globale Staatsverschuldung hat einen neuen Höchststand erreicht. In den Industrieländern liegt das Verhältnis von Staatsschulden zum Bruttoinlandsprodukt gegenwärtig bei rund 110 % und damit auf dem höchsten Niveau seit 1900. Auch in den Schwellenländern nimmt die Staatsverschuldung weiter zu und nähert sich historischen Höchstständen. Einen deutlichen Anstieg der Verschuldung löste die globale Finanzkrise von 2008 aus. Damals verabschiedeten viele Staaten umfangreiche Hilfsprogramme zur Stabilisierung des Finanzsystems und zur Stützung der Wirtschaft. Zu einem weiteren kräftigen Anstieg kam es im Zuge der Corona-Pandemie 2020. Höhere Staatsausgaben und das gleichzeitig schwächere Wirtschaftswachstum ließen die Schuldenquoten vieler Länder deutlich steigen.

Aus Anlegersicht geht die weltweit gestiegene Staatsverschuldung mit Risiken einher. So kann eine hohe Verschuldung das langfristige Wirtschaftswachstum belasten, auch wenn sich kein eindeutiger Schwellenwert bestimmen lässt, ab dem dieser Effekt einsetzt. Zudem können Risiken für die Finanzstabilität entstehen. Die

größte Gefahr für die Finanzmärkte liegt dabei meist nicht in einem Zahlungsausfall von Staaten, sondern in einem Vertrauensverlust der Investoren in die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen. In der Folge können Verwerfungen an den Staatsanleihemärkten auftreten und auf andere Bereiche des Finanzsystems, etwa die Kreditmärkte und dann die Aktienmärkte, übergreifen.

Dennoch wäre es ein Trugschluss, daraus zu schließen, dass Staaten idealerweise schuldenfrei sein sollten. Staatsschulden können wirtschaftlich sinnvoll sein, insbesondere wenn sie zur Finanzierung von Infrastruktur oder zur Bewältigung außergewöhnlicher Krisen wie Kriegen oder Pandemien eingesetzt werden. Auch für Anleger sind Staatsanleihen von großer Bedeutung. Sie tragen zur Diversifikation von Portfolios bei und leisten einen wichtigen Beitrag zum Funktionieren der Finanzmärkte. Ein liquider Staatsanleihemarkt setzt jedoch ein ausreichendes Angebot an Anleihen und damit ein gewisses Maß an öffentlicher Verschuldung voraus.

Rendite von Staatsanleihen der G7-Länder, Laufzeit 10 Jahre



Quelle: LSEG Datastream, apoBank

Das Ende der billigen Staatsschulden

- Steigende Kapitalmarktzinsen erhöhen die Kosten der staatlichen Schuldenfinanzierung.
- Ökonomisch betrachtet erscheint eine Rückkehr zur Niedrigzinsphase unwahrscheinlich.
- Angebotsschocks und struktureller Inflationsdruck sprechen für dauerhaft höhere Zinsen.

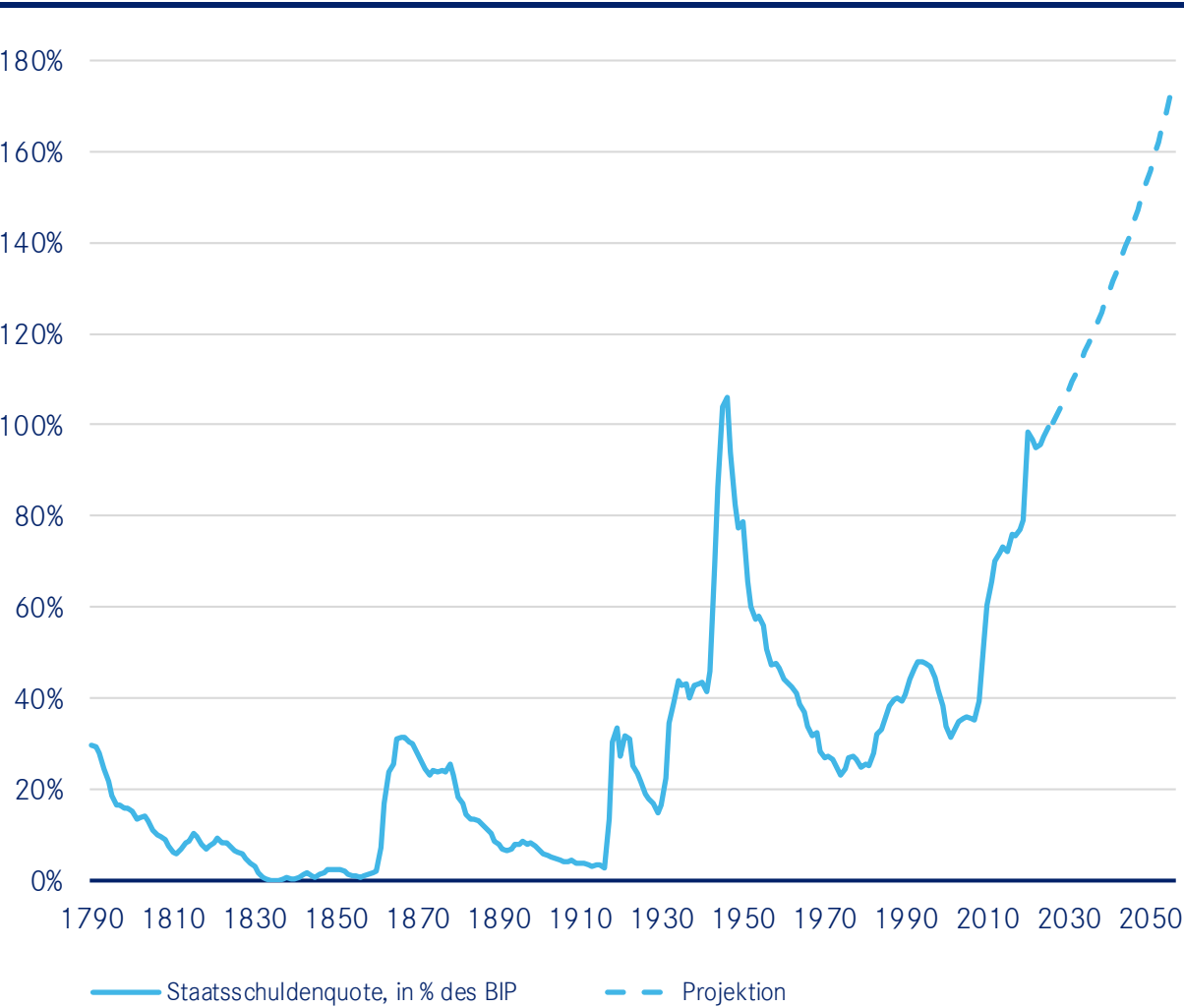
Die Staatsverschuldung der Industrieländer rückt zunehmend in den Fokus der Anleger, weil die Finanzierung neuer Schulden seit 2021 deutlich teurer geworden ist. Die Renditen von Staatsanleihen sind in den vergangenen Jahren kräftig gestiegen. Die Kombination aus höherer Verschuldung und höheren Kapitalmarktzinsen erhöht den Druck auf die öffentlichen Finanzen vieler G7-Staaten. Besonders deutlich zeigt sich dies in den USA. Im Fiskaljahr 2024 überstiegen die Zinsausgaben des Bundes mit rund 880 Mrd. US-Dollar erstmals die Verteidigungsausgaben von rund 851 Mrd. US-Dollar.

Bis zum Zinsanstieg ab 2021 war unter vielen Politikern und Analysten die Auffassung verbreitet, staatliche Kreditaufnahme sei nahezu kostenfrei. Hintergrund war die langjährige Niedrigzinsphase im Euroraum, die durch die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank zusätzlich verstärkt wurde. Zinsen und Anleiherenditen lagen damals auf historisch niedrigen Niveaus, teilweise sogar im negativen Bereich. Die Rendite zehnjähriger

Bundesanleihen bewegte sich von 2016 bis 2021 überwiegend nahe oder unter 0 %. Für die Bundesregierung glich die Aufnahme neuer Schulden daher zeitweise einem Free Lunch, da Investoren kaum Zinsen verlangten oder den Staat sogar für die Kreditaufnahme bezahlten.

Mit Blick auf die kommenden Jahre spricht jedoch wenig für eine Rückkehr zur Niedrigzinsphase. Zwar weist die wirtschaftswissenschaftliche Forschung auf einen langfristigen Rückgang der Zinsen über viele Jahrhunderte hin. Dieser Trend wurde jedoch immer wieder durch längere Phasen höherer Zinsen unterbrochen. Aus unserer Sicht spricht daher vieles für ein Higher for Longer-Szenario mit dauerhaft höheren Zinsen und Renditen. Ein wesentlicher Grund sind wiederkehrende Angebotsschocks, etwa geopolitische Konflikte, Lieferkettenstörungen, die Energiewende oder klimabedingte Produktionsausfälle. Solche Entwicklungen können den Inflationsdruck strukturell erhöhen und dadurch höhere Leitzinsen erforderlich machen.

Entwicklung der US-Staatsverschuldung und Projektion bis 2055



Quelle: LSEG Datastream, Congressional Budget Office, apoBank

Kein Ende des globalen Schuldenanstiegs

- Die Mehrheit der Prognosen geht von weiter hohen und steigenden Staatsschulden aus.
- Deutschland verfügt auch künftig über fiskalische Handlungsspielräume.
- Offizielle Prognosen haben die tatsächliche Schuldendynamik oftmals unterschätzt.

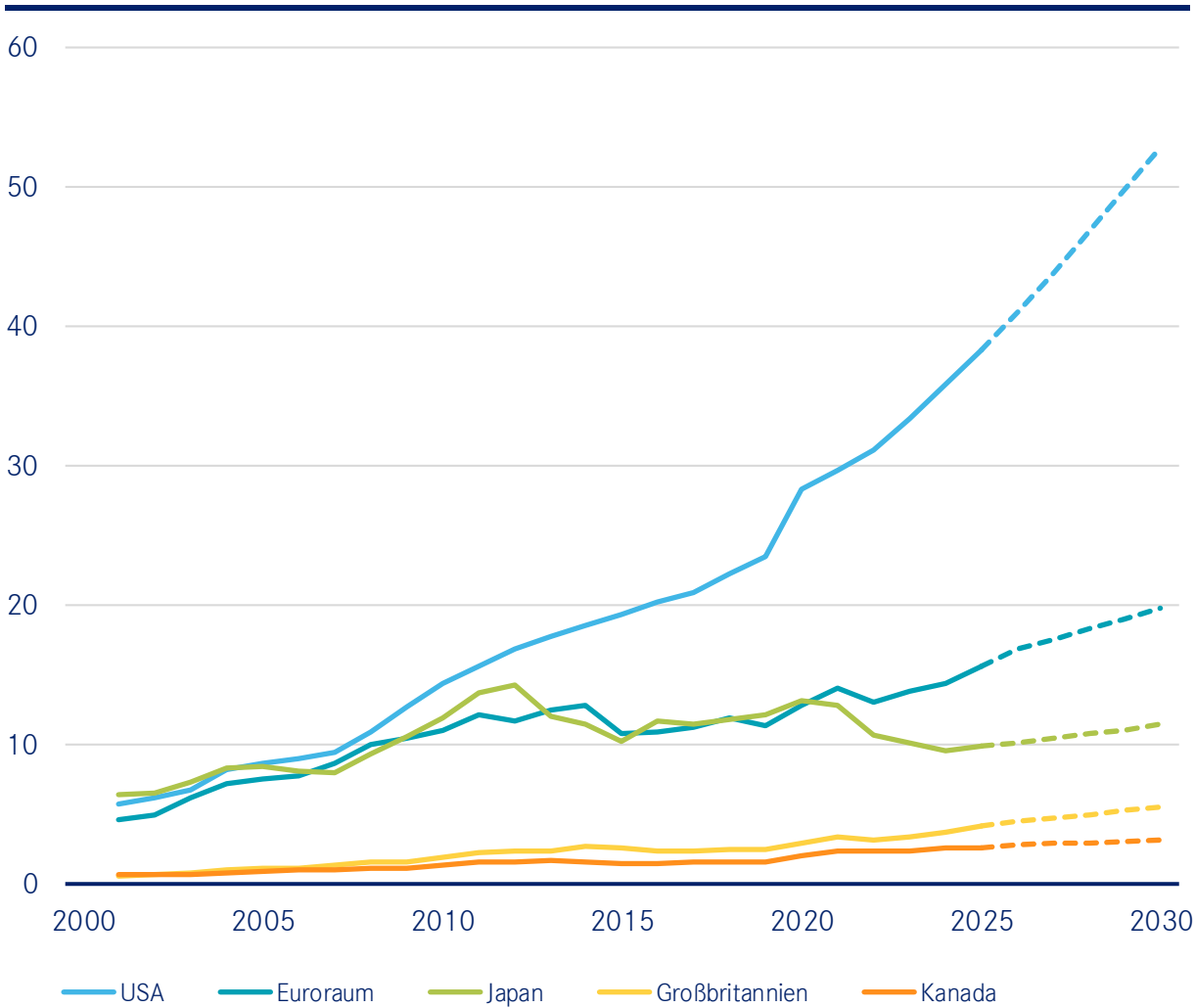
Auch der Ausblick auf die kommenden Jahre spricht dafür, dass die Staatsverschuldung der Industrieländer stärker in den Fokus der Investoren rücken wird. Prognosen des Internationalen Währungsfonds (IWF) und der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) zeichnen für die meisten Industrieländer ein ähnliches Bild: Die Verschuldung bleibt auf historisch hohem Niveau und dürfte ohne zusätzliche Konsolidierungsmaßnahmen weiter steigen. Unserer Einschätzung nach werden steigende Zins- und Verteidigungsausgaben, der demografische Wandel sowie Investitionen in Infrastruktur und Klimaschutz den Schuldendruck zusätzlich erhöhen. Damit rückt zunehmend die Frage in den Mittelpunkt, unter welchen Bedingungen hohe Staatsschulden dauerhaft tragfähig bleiben können.

Trotz des 2025 verabschiedeten Schuldenpakets steht Deutschland fiskalisch weiterhin besser da als viele andere große Industrieländer. Die Schuldenquote liegt deutlich unter jener der USA, Japans, Frankreichs und Italiens. Allerdings dürfte auch hier die Staatsverschul-

dung infolge höherer Verteidigungs- und Infrastruktur Ausgaben sowie des demografischen Wandels weiter steigen, sofern keine Gegenmaßnahmen ergriffen werden. Deutschland verfügt zwar noch über fiskalische Handlungsspielräume, diese dürften jedoch zunehmend schrumpfen. Um die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen langfristig zu sichern, wird eine höhere Wachstumsdynamik durch Produktivitätssteigerungen und zusätzliche Investitionen entscheidend sein.

Für die USA erwartet das Congressional Budget Office (CBO), dass die Staatsverschuldung von derzeit 101 % des Bruttoinlandsprodukts bis 2055 auf 175 % steigt. Die Schuldenquote läge damit nicht nur deutlich über ihrem bisherigen Höchststand nach dem Zweiten Weltkrieg, sondern auch erheblich über der noch im Vorjahr erwarteten Entwicklung. Zu beachten ist allerdings, dass langfristige Schuldenprognosen zwar häufig die Richtung der Entwicklung richtig erfassen, Tempo und Ausmaß des Schuldenanstiegs jedoch oftmals unterschätzen. Ein Blick auf frühere CBO-Prognosen zeigt, dass die tatsächliche US-Staatsverschuldung vielfach höher ausfiel als prognostiziert.

Staatsschulden der Industrieländer und Projektionen, in Bio. US-Dollar



Quelle: Internationaler Währungsfonds, apoBank

Amerikas Schuldenberg als verdrängtes Risiko

- Die USA dominieren die internationalen Aktien-, Anleihe- und Devisenmärkte.
- Unter den Industrieländern weisen die USA die dynamischste Schuldenentwicklung auf.
- Verwerfungen am US-Staatsanleihemarkt können globale Ansteckungseffekte auslösen.

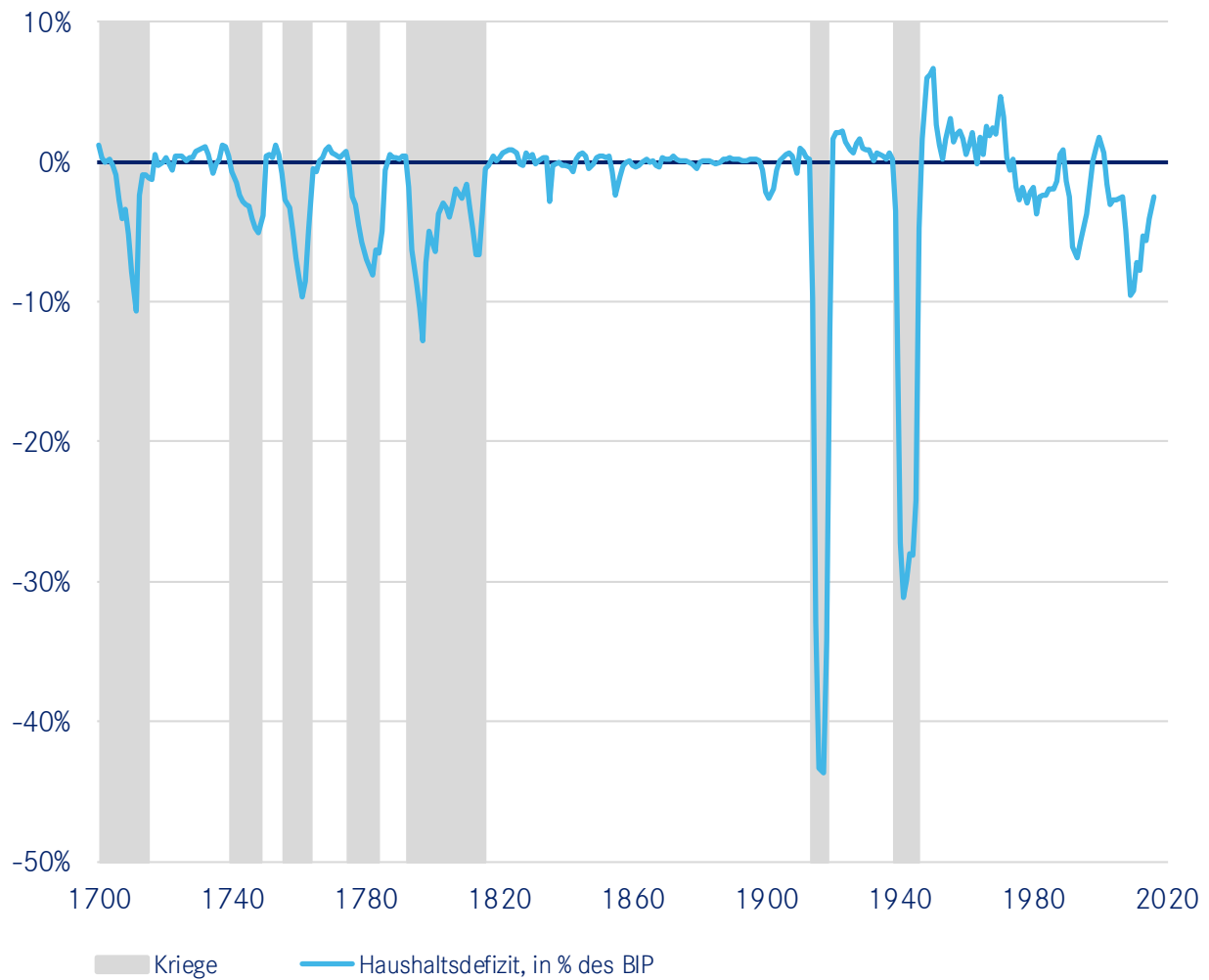
Aus Investorensicht nehmen die USA unter den Industrieländern eine Sonderrolle ein. Erstens wächst die Staatsverschuldung dort deutlich schneller als in den meisten anderen Industrieländern. Zweitens sind die USA der mit Abstand wichtigste Kapitalmarkt der Welt. Sollten die Anleger infolge einer Fortsetzung der bisherigen Fiskalpolitik zunehmend an der Tragfähigkeit der US-Staatsfinanzen zweifeln, könnten Verwerfungen am US-Staatsanleihemarkt auf nahezu alle anderen Finanzmärkte ausstrahlen. Je früher die US-Politik den zugrunde liegenden fiskalischen Risiken entgegenwirkt, desto geringer fallen die Anpassungskosten auf dem Weg zu nachhaltigeren öffentlichen Finanzen aus.

Die starke Ausweitung der US-Staatsverschuldung in den vergangenen 25 Jahren lässt sich anhand der Daten klar nachvollziehen. Zu Beginn des Jahrtausends belief sich der Schuldenstand der USA auf rund 5,6 Billionen US-Dollar und lag damit zwischen den Werten des Euroraums und Japans. Bis 2025 hat sich die Verschuldung nahezu versiebenfacht und beträgt inzwischen 38,3 Billionen US-Dollar. Aufgrund des deutlich

stärkeren Schuldenanstiegs in den USA übersteigen deren Staatsschulden mittlerweile die Summe der Staatsschulden aller Mitgliedsländer des Euroraums, Japans, Kanadas und des Vereinigten Königreichs. Nach der jüngsten Prognose des Internationalen Währungsfonds dürfte sich dieser Abstand bis 2030 weiter vergrößern.

Aufgrund der dominierenden Rolle der USA im internationalen Finanzsystem betreffen fiskalische Risiken nicht nur den heimischen Finanzsektor, sondern potenziell alle wichtigen Finanzmärkte weltweit. So entfallen auf die USA gemessen am MSCI World Index derzeit 72,5 % der globalen Aktienmarktkapitalisierung, während Japan als zweitgrößter Markt lediglich auf 5,7 % kommt. Auch am globalen Anleihemarkt nehmen die USA eine herausragende Stellung ein. Hinzu kommt die anhaltende Dominanz des US-Dollars als globale Leitwährung. Rund 57 % der weltweiten Währungsreserven werden in US-Dollar gehalten, und nach den jüngsten verfügbaren Daten war der Greenback an rund 88 % aller Devisentransaktionen beteiligt.

Historische Entwicklung des britischen Haushaltsdefizits



Quelle: Bank of England, apoBank

Staatsverschuldung als systemische Herausforderung

- Jahrhundertlang entstanden hohe Staatsschulden überwiegend in Kriegszeiten.
- Seit den 1970er-Jahren sind strukturelle Haushaltsdefizite zur Regel geworden.
- Demokratie und Demografie begünstigen eine höhere Staatsverschuldung.

Eine konsequente Anwendung einer einfachen fiskalischen Regel hätte den Anstieg der Staatsverschuldung vieler Industrieländer deutlich begrenzen können. Nach dieser Regel deckt der Staat in normalen Zeiten seine Ausgaben durch laufende Einnahmen. In Krisenzeiten, etwa während einer Rezession oder eines Krieges, können Defizite entstehen, die durch neue Schulden finanziert werden. Im Gegenzug sollten in wirtschaftlichen Aufschwungphasen Haushaltsüberschüsse zum Abbau bestehender Schulden genutzt werden. Die Erfahrung der vergangenen Jahrzehnte zeigt jedoch, dass diese Regel in vielen Industrieländern nicht konsequent eingehalten wurde.

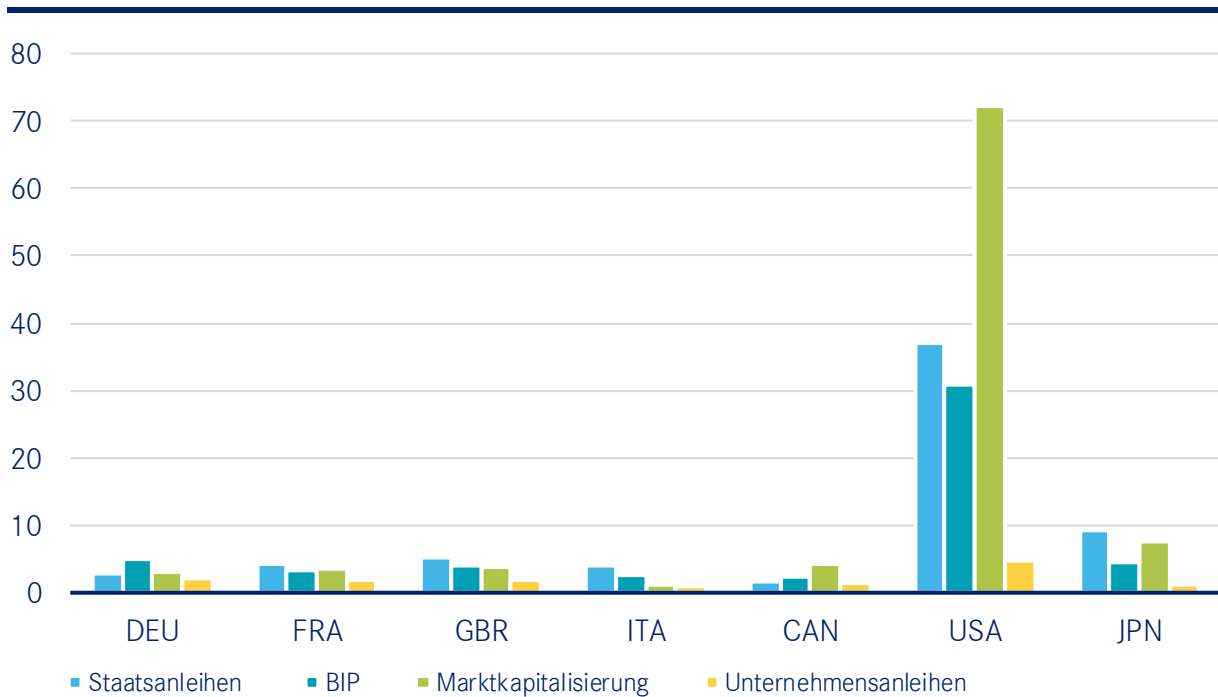
Dass diese Regel heute kaum noch befolgt wird, war nicht immer der Normalfall. Großbritannien liefert ein eindrucksvolles historisches Beispiel für ihre konsequente Anwendung. Zwischen 1700 und 1945 verzeichnete der britische Staat immer dann Haushaltsdefizite und steigende Staatsschulden, wenn Kriege finanziert werden mussten. Dies begann mit dem Pfälzischen Erbfolgekrieg ab 1688 und endete mit dem Zweiten Weltkrieg. Dazwischen lag eine nahezu hundertjährige Friedensperiode vom Wiener Kongress

1815 bis zum Ausbruch des Ersten Weltkriegs 1914, in der der britische Staatshaushalt über weite Strecken ausgeglichen war. Entscheidend für den Erfolg der viktorianischen Haushaltskonsolidierung waren das Bemühen, fiskalische Handlungsspielräume für einen möglichen zukünftigen Krieg zu schaffen, und die Tatsache, dass die Vertreter der politischen Klasse einen Teil ihres Vermögens in Staatsanleihen investiert hatten.

In den vergangenen Jahrzehnten haben sich in vielen Industrieländern strukturelle Haushaltsdefizite etabliert. Dazu tragen auch politische Anreizstrukturen in einer Demokratie bei. Höhere Staatsausgaben lassen sich oft leichter über neue Schulden als über Steuererhöhungen finanzieren. Hinzu kommt der demografische Wandel, der die Sozialversicherungssysteme vieler Industrieländer zunehmend unter Druck setzt. Haushaltsdefizite und steigende Staatsschulden sind damit längst kein auf Krisenzeiten beschränktes Phänomen mehr, sondern zu einem dauerhaften Merkmal öffentlicher Finanzpolitik geworden. Die Staatsverschuldung hat in vielen Industrieländern somit einen systemischen Charakter angenommen.

2. Die Bedeutung der Staatsanleihemärkte

Größe der Staatsanleihemärkte, in Bio. US-Dollar



Quelle: Bloomberg, IMF, apoBank; Werte für 2025

Staatsanleihen als Fundament der Finanzmärkte

- Staatsanleihen fungieren als Finanzierungsinstrument für Regierungen.
- Die Rendite der als sicher eingestuften Staatsanleihen gilt als risikoloser Zins.
- Bereits kleine Renditeänderungen bewegen die Kapitalmärkte spürbar.

Staatsanleihen sind zunächst einmal Finanzierungsinstrumente von Regierungen. Gegen Zahlung eines festgelegten Zinses überlassen Investoren dem jeweiligen Staat Geld, wobei unterschiedliche Laufzeiten vereinbart werden können. Die ausgegebenen Staatsanleihen können anschließend am Markt gehandelt werden, sodass sich ihre Kurse durch Angebot und Nachfrage verändern. Da sowohl die vereinbarten Zinszahlungen als auch die Rückzahlung am Laufzeitende feststehen, führen Kursänderungen zu Veränderungen der laufenden Rendite. Fällt der Kurs einer Anleihe unter ihren Nennwert, erhält ein Käufer bei gleichbleibenden Zinszahlungen eine höhere Rendite.

Staatsschulden stehen nicht nur im Mittelpunkt wirtschaftspolitischer Debatten, sondern bilden auch das Fundament der Finanzmärkte. Ihre zentrale Bedeutung ergibt sich aus dem Zusammenspiel mehrerer Funktionen. Sie fungieren zum einen als sicherer Hafen für globales Kapital und stellen zum anderen den zentralen Referenzzins dar, an dem sich nahezu alle anderen Vermögenspreise orientieren. In der Finanzökonomie gilt

die Rendite liquider und als ausfallsicher wahrgenommener Staatsanleihen praktisch als risikofreier Zins. Dieser Zinssatz bildet die Grundlage für unternehmerische Investitionsentscheidungen, die Bepreisung von Aktien, Immobilien und Infrastrukturprojekten. Aufgrund ihrer wichtigen Rolle an den Kapitalmärkten wirken Veränderungen der Kurse und damit auch der Renditen auf den Staatsanleihemärkten wie ein Hebel auf das gesamte Finanzsystem und können bereits bei geringen Ausschlägen andere Teilmärkte spürbar beeinflussen.

Die Bedeutung von Staatsanleihen für das globale Finanzsystem ergibt sich nicht nur aus ihrer Funktion als Referenz für den risikolosen Zins, sondern auch aus der Größe der zugrunde liegenden Märkte. In vielen entwickelten Volkswirtschaften, etwa in Frankreich, Großbritannien, Italien und Japan, übersteigt das Volumen ausstehender Staatsanleihen das Bruttoinlandsprodukt und ist teilweise sogar größer als die gesamte Marktkapitalisierung der Aktienmärkte. Damit stellen Staatsanleihen das volumenmäßig bedeutendste Segment der globalen Kapitalmärkte dar.

S&P-Rating und Renditen 10-jähriger Staatsanleihen (G7 und ausgewählte Schwellenländer)



Quelle: LSEG Datastream, Bloomberg, apoBank

Bonität, Verschuldung und Finanzierungskosten

- Staatliche Finanzierungskosten sind Ausdruck einer fortlaufenden Marktbewertung.
- Je besser das Bonitätsrating, desto geringer die Finanzierungskosten.
- Finanzierungskosten spiegeln die erwartete künftige Schuldentragfähigkeit wider.

Die Finanzierungskosten eines Staates sind kein rein kurzfristiges Marktergebnis, sondern Ausdruck eines fortlaufenden Bewertungsprozesses an den Rentenmärkten. Investoren beurteilen kontinuierlich die Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung, die Stabilität der institutionellen Rahmenbedingungen sowie die politischen und wirtschaftlichen Risiken. Diese Bewertung spiegelt sich unmittelbar in den Renditen von Staatsanleihen wider.

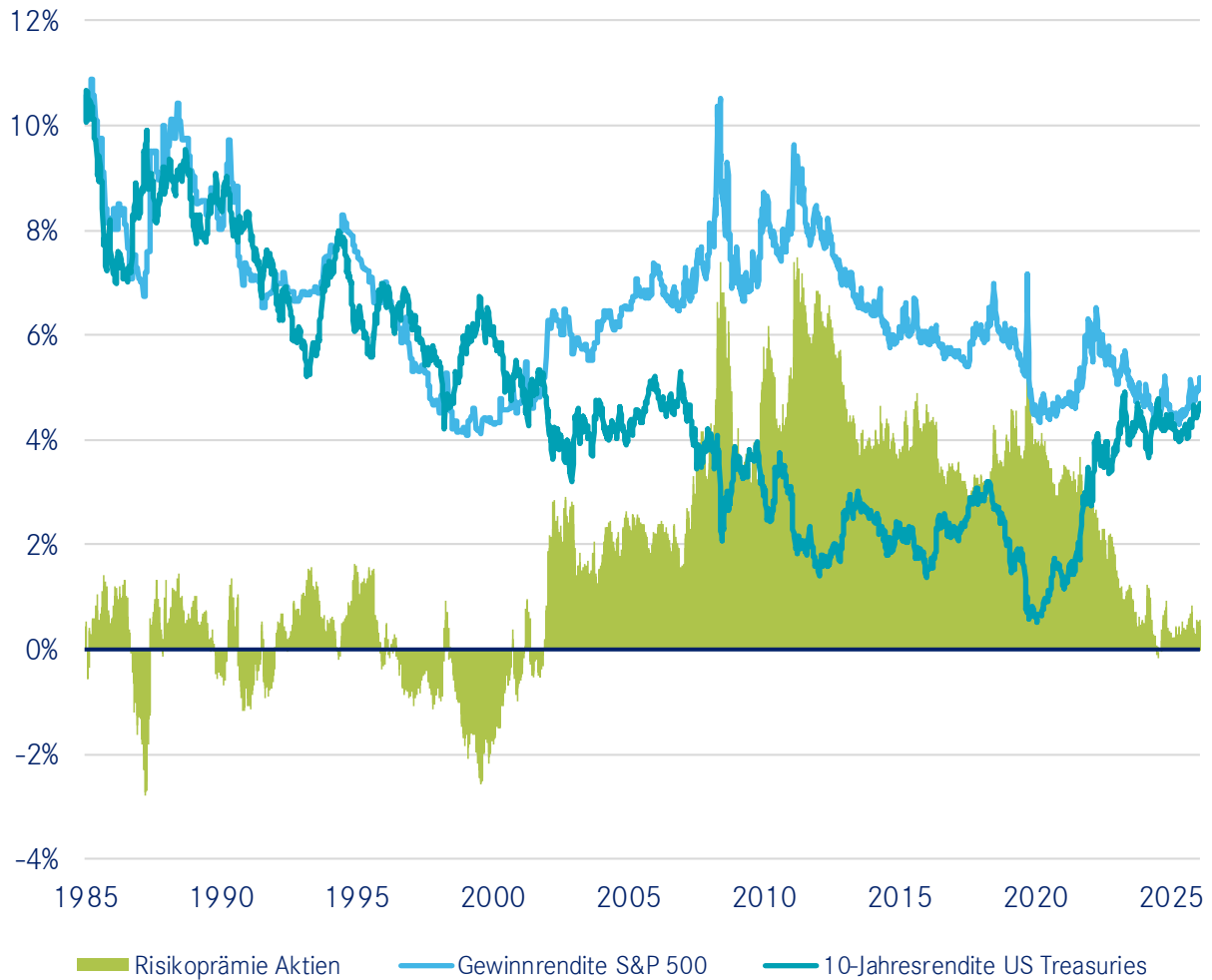
Eine zentrale Rolle spielen die Bonitätsbewertungen von Staaten, da diese die Einschätzung ihrer Schuldentragfähigkeit, fiskalischen Solidität und institutionellen Qualität in einem Rating zusammenfassen. Über lange Zeiträume zeigt sich ein stabiler Zusammenhang: Staaten mit höherer Bonität finanzieren sich zu günstigeren Konditionen, während Länder mit geringerer Kreditwürdigkeit höhere Risikoaufschläge zahlen müssen. Dieser Zusammenhang ist strukturell geprägt und weitgehend unabhängig von kurzfristigen Marktbewegungen.

Die Höhe der Staatsverschuldung ist dabei ein Faktor unter vielen, den Anleger berücksichtigen. Mit zunehmender Verschuldung steigen die Zinslasten, fiskalische Spielräume schrumpfen und die Anfälligkeit

gegenüber konjunkturellen und geldpolitischen Veränderungen nimmt zu. Ausschlaggebend ist jedoch weniger der aktuelle Schuldenstand als die erwartete Fähigkeit und Bereitschaft eines Staates, seinen Verpflichtungen langfristig nachzukommen. Maßgeblich hierfür sind neben der Verschuldung insbesondere die Wachstumsperspektiven, die fiskalische Glaubwürdigkeit und die institutionelle Qualität eines Landes. Daher können auch hochverschuldete Staaten niedrige Finanzierungskosten aufweisen, während Länder mit geringerer Verschuldung höhere Risikoaufschläge zahlen müssen. Finanzierungskosten spiegeln somit primär die von den Anlegern erwartete künftige Schuldentragfähigkeit eines Staates wider.

Der dargestellte Zusammenhang zwischen Bonität und Finanzierungskosten ist mittel- bis langfristiger Natur. Zwar können politische Schocks, Finanzkrisen oder unerwartete Konjunktureinbrüche zeitweise zu abrupten Neubewertungen und sprunghaft steigenden Risikoaufschlägen führen. Solche Ausschläge stellen jedoch Ausnahmesituationen dar und ändern nichts daran, dass die Finanzierungskosten eines Staates langfristig vor allem die von den Märkten erwartete Schuldentragfähigkeit widerspiegeln.

Anleihe- und Gewinnrenditen im Vergleich



Quelle: LSEG Datastream, apoBank

Aktien und Anleihen zwischen Diversifikation und Gleichlauf

- Staatsanleiherenditen beeinflussen die Attraktivität von Aktien.
- Höhere Renditen belasten Aktienbewertungen und Unternehmensgewinne.
- Anleihen können Portfolios stabilisieren und zur Diversifikation beitragen.

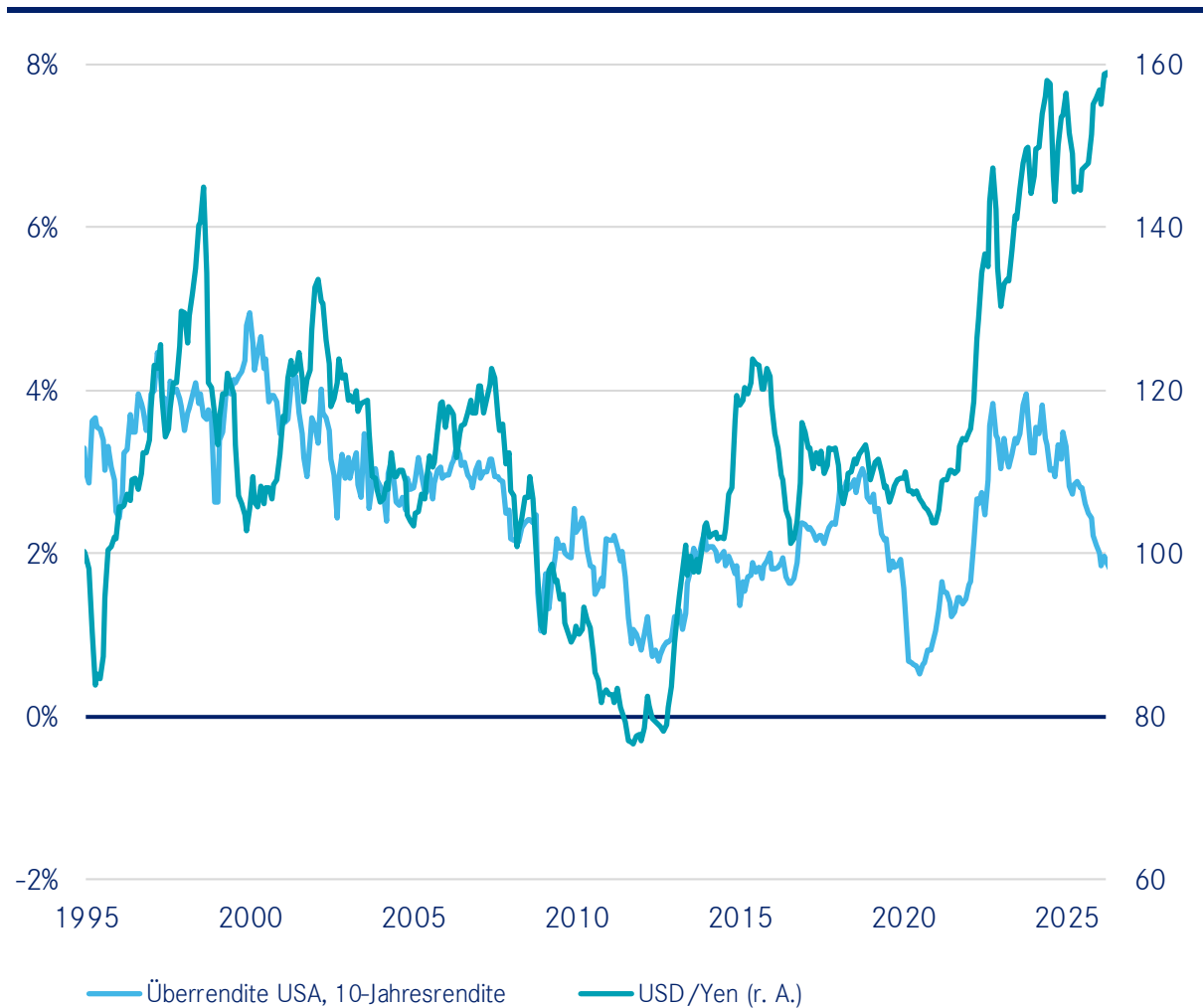
Staatsanleiherenditen gehören zu den wichtigsten Größen an den Finanzmärkten, weil sie den „Preis des Geldes“ festlegen. Sie zeigen, welche Verzinsung Anleger für eine sichere Investition erhalten, und bilden damit den Maßstab, an dem sich die Attraktivität anderer Anlageklassen messen lassen muss. Besonders wichtig ist dabei der Zusammenhang zwischen Staatsanleiherenditen und der Gewinnrendite von Aktien. Die Gewinnrendite setzt den Unternehmensgewinn je Aktie ins Verhältnis zum Aktienkurs und wird als erwarteter Ertrag einer Aktienanlage interpretiert. Da Aktien mit höheren Risiken verbunden sind als Staatsanleihen, verlangen Anleger einen entsprechenden Renditeaufschlag. Die Differenz zwischen der Gewinnrendite und der Rendite von Staatsanleihen wird als Aktienrisikoprämie bezeichnet. Steigen die Anleiherenditen, ohne dass sich die Gewinnerwartungen verbessern, sinkt diese Prämie. Aktien erscheinen dann relativ betrachtet weniger attraktiv, was Druck auf die Bewertungen ausüben kann.

Darüber hinaus beeinflussen Staatsanleiherenditen generell die Bewertung von Unternehmen. Aktienkurse

spiegeln die erwarteten künftigen Gewinne eines Unternehmens wider. Steigt das Zinsniveau, sinkt der Gegenwartswert dieser Gewinne, was den Unternehmenswert belasten kann. Daneben können höhere Staatsanleiherenditen die Finanzierungskosten der Unternehmen erhöhen, da sich Kredite und Unternehmensanleihen verteuern. Dies kann Investitionen bremsen und die künftige Gewinnentwicklung belasten.

Staatsanleihen spielen jedoch nicht nur für die Bewertung von Aktien eine wichtige Rolle, sondern sind auch ein zentraler Baustein vieler Portfolios. Im klassischen 60/40-Portfolio werden 60 % des Vermögens in Aktien und 40 % in Anleihen investiert, um Wachstum und Kapitalerhalt auszubalancieren. Der Grund dafür liegt in ihren häufig unterschiedlichen Kursverläufen: Während Anleger in unsicheren Marktphasen oft in Staatsanleihen als sicheren Hafen flüchten, geraten Aktien gleichzeitig unter Druck. Dadurch können Anleihen Wertschwankungen im Portfolio abfedern und zur Diversifikation beitragen. Allerdings kann dieser Zusammenhang je nach Marktumfeld schwächer werden oder sich zeitweise sogar auflösen.

Zinsdifferenz und Wechselkurs



Quelle: LSEG Datastream, apoBank

Internationale Kapitalflüsse und Devisenmärkte

- Renditeunterschiede zwischen Ländern lenken internationale Kapitalströme.
- Kapitalbewegungen beeinflussen auch die Wechselkurse an den Devisenmärkten.
- Wechselkurse übertragen Impulse der Anleihemärkte auf die Realwirtschaft.

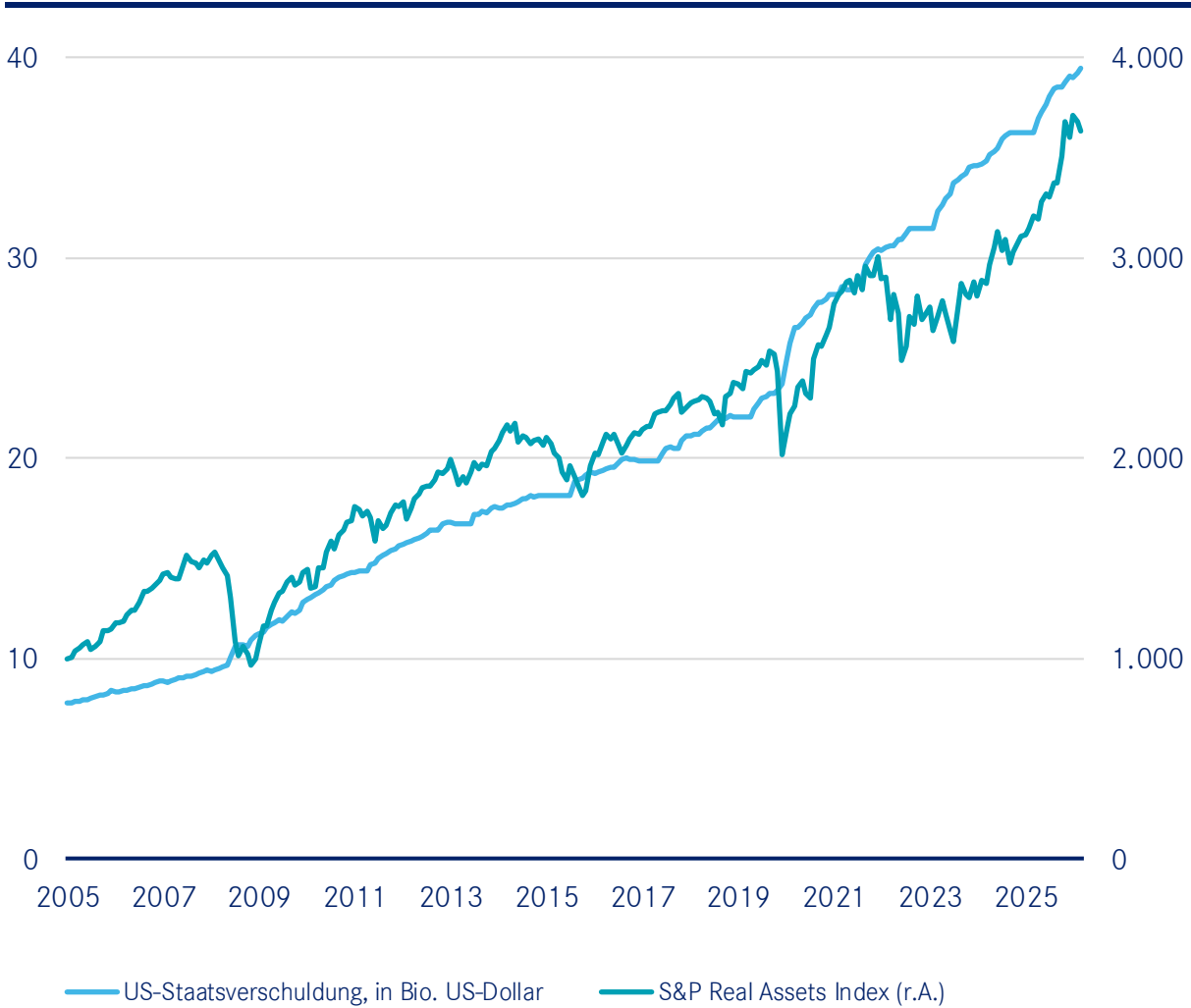
Staatsanleihemärkte spielen eine zentrale Rolle bei der internationalen Allokation von Kapital. Renditedifferenzen zwischen Ländern beeinflussen maßgeblich, wo Investoren ihr Kapital anlegen und welche Märkte sie bevorzugen. Bieten die Staatsanleihen eines Landes im internationalen Vergleich höhere Renditen, steigt häufig deren Attraktivität für globale Anleger. Dies kann zu Kapitalzuflüssen führen, während niedrigere Renditen oder eine sinkende Attraktivität Kapitalabflüsse begünstigen. Auf diese Weise lenken Staatsanleihemärkte internationale Investitionsströme und beeinflussen die globale Verteilung von Kapital.

Eng damit verknüpft sind die Devisenmärkte. Internationale Investitionen erfordern den Tausch einer Währung in eine andere, wodurch Renditeunterschiede häufig auch Wechselkursbewegungen auslösen. Steigen die Renditen von Staatsanleihen eines Landes relativ zu denen anderer Regionen, erhöht sich oftmals die Nachfrage nach der entsprechenden Währung. Umgekehrt können sinkende Renditen oder ein relativer Zinsnachteil die Währung belasten. Besonders deutlich zeigt sich dieser Zusammenhang in den USA, deren Staatsanleihemarkt als globaler Referenzmarkt gilt.

Veränderungen der Renditen von US-Staatsanleihen beeinflussen häufig Kapitalströme weit über die Landesgrenzen hinaus und wirken sich damit auch auf Wechselkurse und Finanzierungsbedingungen in anderen Volkswirtschaften aus. Da viele internationale Transaktionen in US-Dollar abgewickelt werden, strahlen Veränderungen am US-Anleihemarkt häufig auf das gesamte globale Finanzsystem aus.

Die Auswirkungen internationaler Kapitalströme beschränken sich jedoch nicht auf die Finanzmärkte. Wechselkursbewegungen beeinflussen die Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen, die Entwicklung des Außenhandels sowie die Inflationsdynamik einer Volkswirtschaft. Eine Aufwertung der eigenen Währung verbilligt Importe, gleichzeitig aber verschlechtern sich die Exportchancen heimischer Unternehmen. Umgekehrt kann eine Abwertung die preisliche Wettbewerbsfähigkeit stärken, jedoch importierte Güter verteuern. Über diesen Kanal wirken Veränderungen an den Staatsanleihemärkten letztlich auch auf Wachstum, Inflation und die geldpolitischen Entscheidungen der Zentralbanken.

US-Staatsverschuldung und Wertentwicklung von Sachwerten



Quelle: LSEG Datastream, apoBank

Inflationserwartungen und reale Anlagealternativen

- Steigende Staatsschulden fördern die Nachfrage nach Sachwerten.
- Niedrigere Realrenditen machen Gold attraktiver.
- Inflationserwartungen beeinflussen die Wahl zwischen nominalen und realen Anlagen.

Die langfristige Entwicklung staatlicher Verschuldung beeinflusst nicht nur Anleihe-, Aktien- und Devisenmärkte, sondern auch die Inflationserwartungen und insbesondere die Nachfrage nach realen Vermögenswerten. Historische Erfahrungen zeigen, dass Phasen stark steigender Staatsschulden häufig mit einer zunehmenden Bedeutung realer Anlagealternativen einhergehen. Neben klassischen Sachwerten wie Gold, Immobilien oder Rohstoffen zählen hierzu auch Aktien und andere Unternehmensbeteiligungen. Diese stellen ebenfalls Sachwerte dar, da sie Eigentumsanteile an realen Unternehmen und damit Ansprüche auf deren Vermögenswerte und künftige Erträge verkörpern. Mit steigender Verschuldung wächst die Unsicherheit über die langfristige Preisstabilität und die künftige Kaufkraft des Geldes. Investoren reagieren darauf, indem sie ihre Portfolios breiter diversifizieren und verstärkt Vermögenswerte nachfragen, deren Wert weniger von festen, also nominalen Zahlungsansprüchen abhängt.

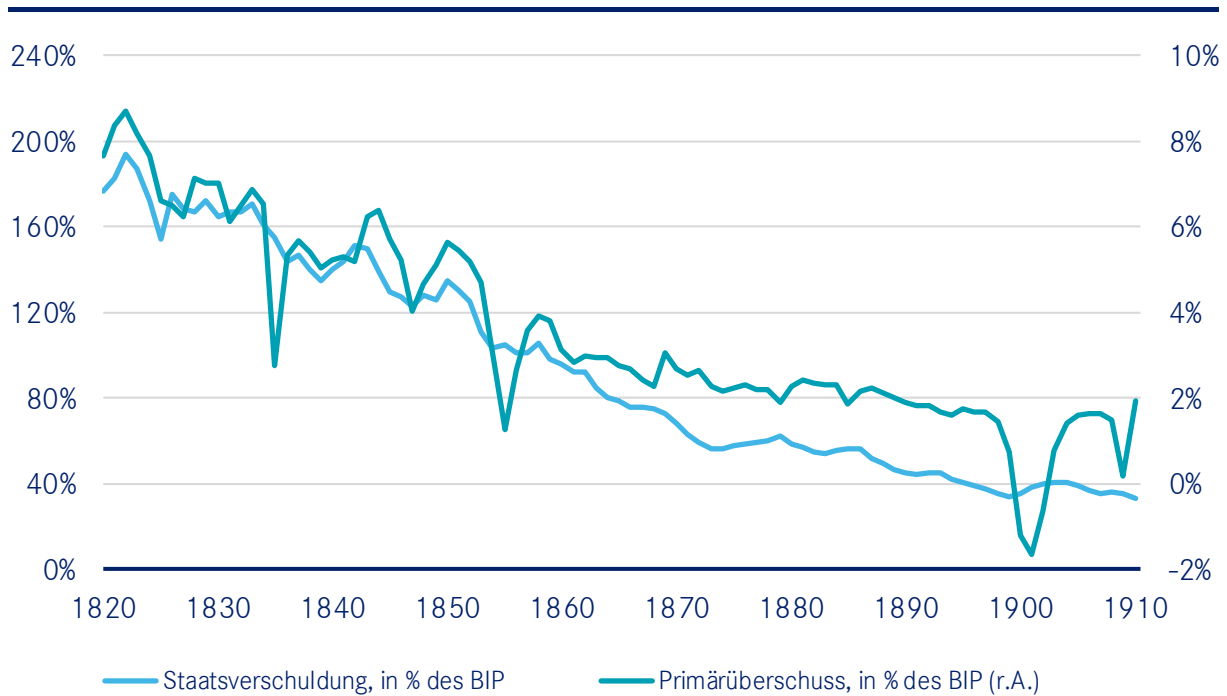
Eine zentrale Rolle spielen dabei die realen Renditen von Staatsanleihen, also die um die Inflation bereinigten Erträge. Sinken diese oder fallen sie sogar in den

negativen Bereich, werden reale Anlagealternativen relativ attraktiver. Besonders deutlich zeigt sich dies bei Gold: Da das Edelmetall keine laufenden Erträge abwirft, hängen die Opportunitätskosten einer Goldanlage wesentlich vom Renditeniveau sicherer Anleihen ab. Je niedriger die realen Anleiherenditen ausfallen, desto geringer ist der Ertragsverzicht und desto attraktiver wird Gold als Wertaufbewahrungsmittel. Ähnliche Überlegungen gelten auch für andere reale Vermögenswerte, die häufig als potenzieller Schutz vor Kaufkraftverlusten wahrgenommen werden.

Auf diese Weise beeinflussen Staatsanleihemärkte die Vermögensallokation weit über die Finanzmärkte hinaus. Veränderungen der Inflationserwartungen und der realen Renditen bestimmen maßgeblich, ob Kapital in nominale Forderungen wie Staats- und Unternehmensanleihen fließt oder verstärkt in reale Vermögenswerte umgeschichtet wird. Die Nachfrage nach diesen Anlagen liefert zugleich wertvolle Hinweise darauf, wie Investoren die langfristige Stabilität von Geldwert, Inflation und öffentlichen Finanzen einschätzen.

3. Strategien der staatlichen Schuldenpolitik

Großbritanniens Staatsverschuldung und Primärüberschuss



Quelle: Bank of England, apoBank

Die Grenzen der Austerität

- Historische Schuldensanierungen gründeten auf langjährigen Primärüberschüssen.
- Erfolgreiche Haushaltskonsolidierungen waren in der jüngeren Vergangenheit selten.
- Politische Anreize sprechen heute gegen eine konsequente Austeritätspolitik.

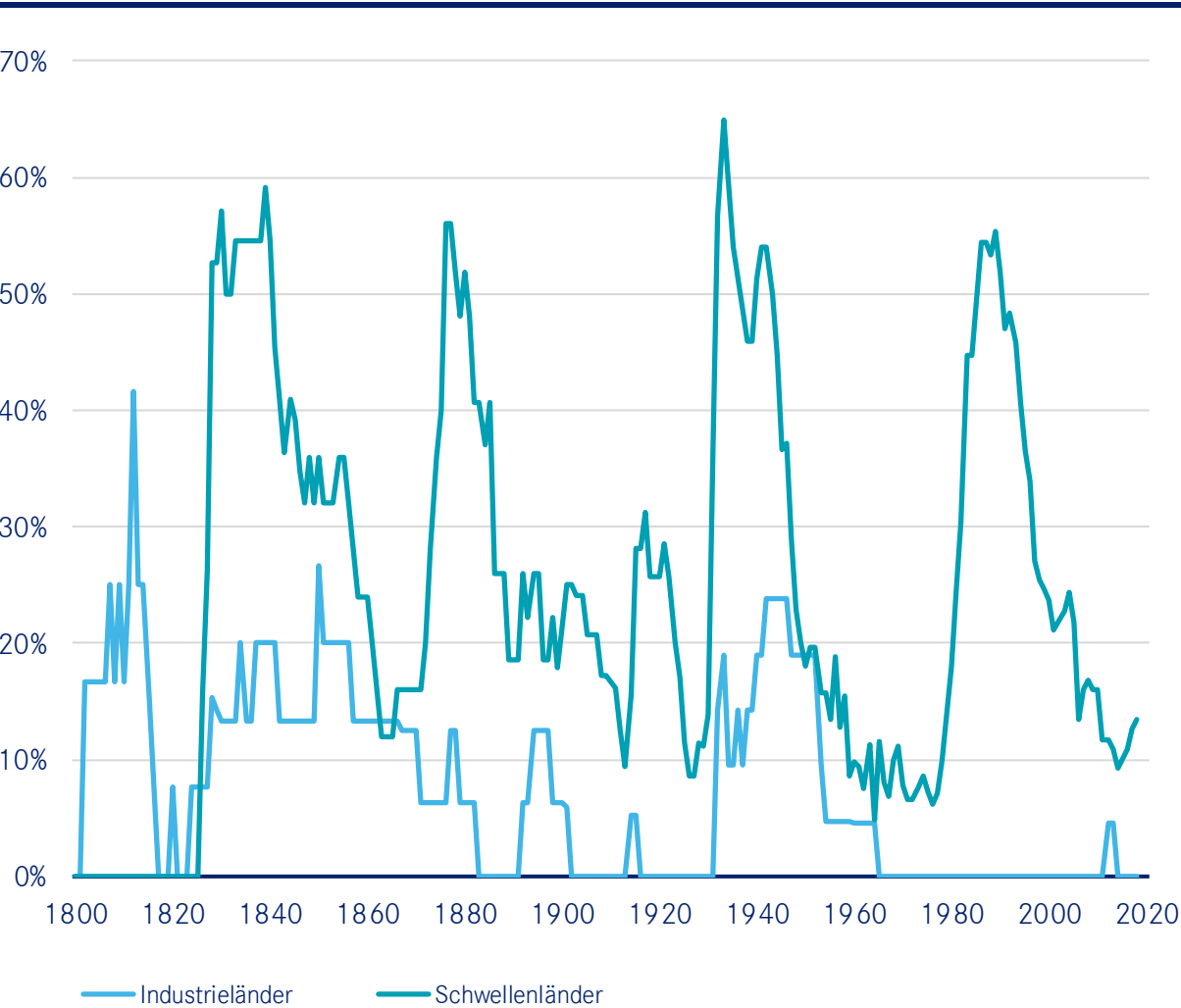
Um die ausufernde Schuldendynamik wieder unter Kontrolle zu bringen, stehen den betroffenen Staaten nur wenige Strategien zur Verfügung. Eine davon besteht in einer konsequenten Haushaltskonsolidierung durch Ausgabenkürzungen und Einnahmesteigerungen, die häufig unter dem Begriff Austerität zusammengefasst wird. Historische Beispiele erfolgreicher Haushalts- und Schuldenkonsolidierungen finden sich bereits im 19. Jahrhundert. So gelang es Großbritannien nach den Napoleonischen Kriegen, den USA nach dem Bürgerkrieg sowie Frankreich nach dem Deutsch-Französischen Krieg von 1870/71, ihre öffentlichen Finanzen wieder zu konsolidieren. Ausschlaggebend war in allen Fällen die über mehrere Jahre hinweg erzielte Erwirtschaftung von Primärüberschüssen, also von Haushaltsüberschüssen vor Berücksichtigung der Zinszahlungen.

Besonders beeindruckend war der britische Konsolidierungskurs. Über einen Zeitraum von mehr als 90 Jahren konnten kontinuierlich hohe Primärüberschüsse erzielt

werden, wodurch die Staatsverschuldung zwischen 1822 und 1914 von 194 % auf 28 % des BIP sank. Aber auch die USA erwirtschafteten über vier Jahrzehnte hinweg Primärüberschüsse, Frankreich über rund zwei Jahrzehnte.

Zwar finden sich auch in jüngerer Zeit einzelne Beispiele erfolgreicher Haushalts- und Schuldenkonsolidierungen, etwa in Belgien, Kanada und Schweden während der 1990er-Jahre. Dennoch blieben solche Fälle selten und waren häufig an besondere politische und wirtschaftliche Rahmenbedingungen gebunden. Eine Rückkehr zu einer ausgeprägten Austeritätspolitik in den Industrieländern erscheint daher wenig wahrscheinlich. Für politische Entscheidungsträger bestehen oft nur geringe Anreize, staatliche Ausgaben zu kürzen oder Steuern zu erhöhen, wenn solche Maßnahmen die Wiederwahlchancen beeinträchtigen können und die Finanzierung über zusätzliche Staatsverschuldung kurzfristig politisch leichter durchsetzbar erscheint.

Anteil der Industrie- und Schwellenländer in Default



Quelle: Mitchener, Trebesch (2021), apoBank

Die Staatsinsolvenz als letzter Ausweg

- Staatliche Defaults sind historisch vor allem ein Phänomen der Schwellenländer.
- Auch Industrieländer reduzierten ihre Staatsschulden teils zulasten der Gläubiger.
- Künftige Staatspleiten hochverschuldeter Industrieländer erscheinen unwahrscheinlich.

Immer dann, wenn ein Staat seine vertraglich vereinbarten Zins- und Tilgungszahlungen nicht vollständig oder fristgerecht leistet, spricht man von einem Default, also einer Nichterfüllung seiner Schuldenverpflichtungen. Zu den bekanntesten und aufsehenerregendsten Fällen der jüngeren Finanzmarktgeschichte zählt der Default Griechenlands im Jahr 2012. Im Zuge der damaligen Schuldenrestrukturierung wurden griechische Staatsanleihen im Umfang von rund 200 Mrd. Euro umgeschuldet. Gemessen am Umfang der betroffenen Verbindlichkeiten handelte es sich um den größten staatlichen Schuldenschnitt der letzten zwei Jahrhunderte.

Der Fall Griechenlands ist auch deshalb bemerkenswert, weil es sich um ein Industrieland und Mitglied des Euroraums handelte. Abgesehen von dieser Ausnahme kam es seit 1960 in den Industrieländern zu keinem größeren staatlichen Default. Anders verhielt es sich in zahlreichen Schwellenländern, die seit den 1980er-Jahren wiederholt von Schulden- und Währungskrisen betroffen waren. In vielen Fällen führte eine überhöhte Staatsverschuldung zu einer Restrukturierung der öffentlichen Schulden oder sogar zu einem Zahlungsausfall. Langfristige historische Daten zeigen, dass

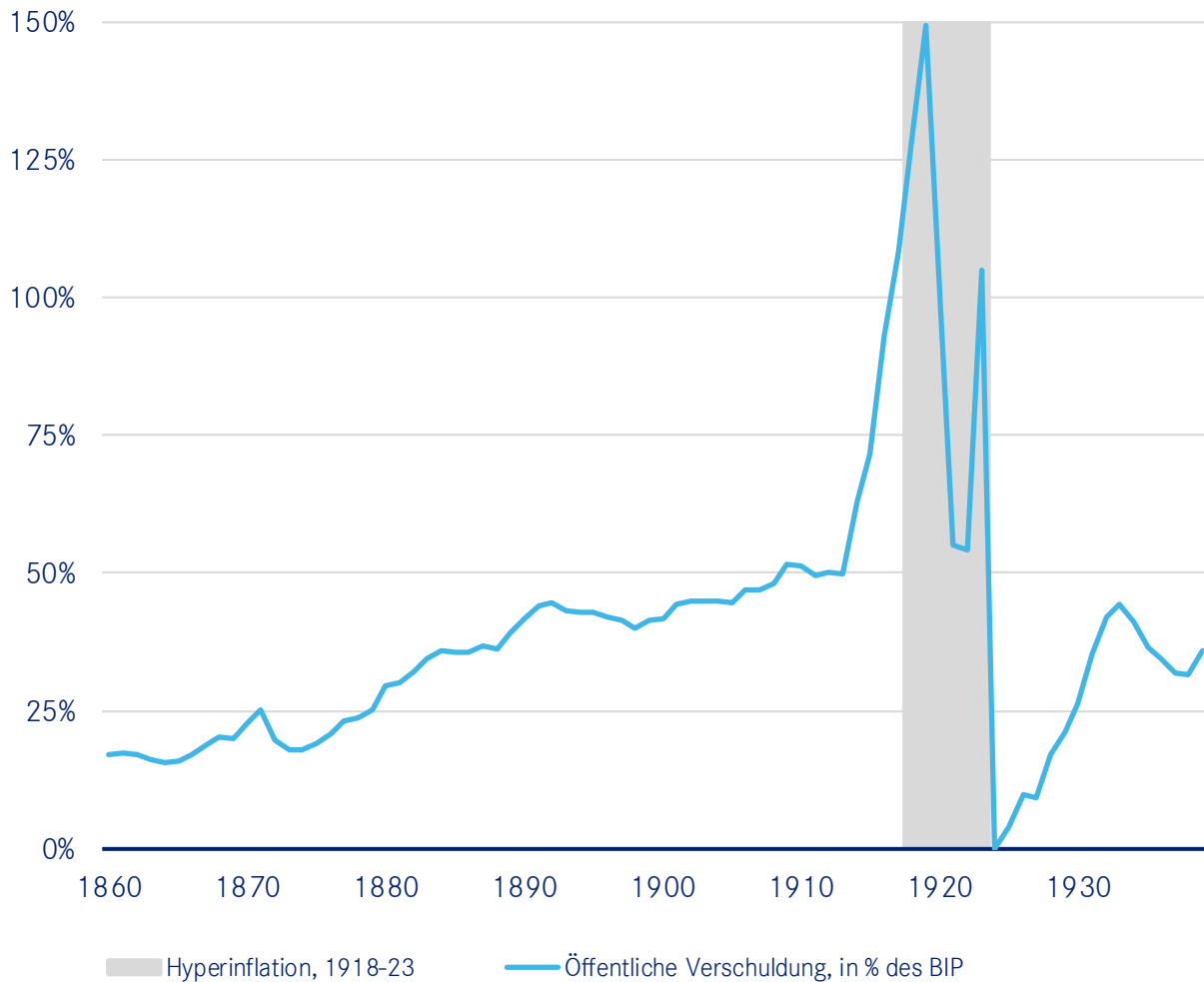
Staatspleiten seit 1800 in Schwellenländern deutlich häufiger auftraten als in Industrieländern.

Gleichzeitig sollte die weitgehend Default-freie Zeit seit 1960 nicht darüber hinwegtäuschen, dass auch Industrieländer in der Vergangenheit wiederholt mit staatlichen Schuldenkrisen konfrontiert waren.

Insbesondere zwischen 1930 und 1960 kam es in mehreren fortgeschrittenen Volkswirtschaften zu Defaults, Schuldenrestrukturierungen oder anderen Maßnahmen, die zu Verlusten für Gläubiger führten. Zu den bekanntesten Beispielen zählen Deutschland und Japan, in abgeschwächter Form auch Frankreich, Großbritannien und die USA.

Die wichtigsten Gründe, weshalb Staatsinsolvenzen in den Industrieländern heute dennoch unwahrscheinlich erscheinen, sind ihre geldpolitische Souveränität, die hohe Glaubwürdigkeit ihrer Institutionen, tiefe und liquide Kapitalmärkte sowie die stabilisierende Rolle der Zentralbanken. Daher ist es wahrscheinlicher, dass hochverschuldete Industrieländer ihre Schuldenlast künftig durch nominales Wirtschaftswachstum, höhere Inflation und finanzielle Repression abbauen, als dass sie einen Zahlungsausfall auf ihre Staatsanleihen riskieren.

Deutsche Hyperinflation und Staatsverschuldung



Quelle: Burret, Feld, Köhler (2013), apoBank

Entschuldung durch Inflation und Hyperinflation

- Inflation hat in vielen Industrieländern zum Abbau hoher Staatsschulden beigetragen.
- Historisch erfolgte die Entschuldung meist durch Inflation, nicht durch Hyperinflation.
- Hyperinflation kann Schulden beseitigen, zerstört aber das Vertrauen in Geld und Staat.

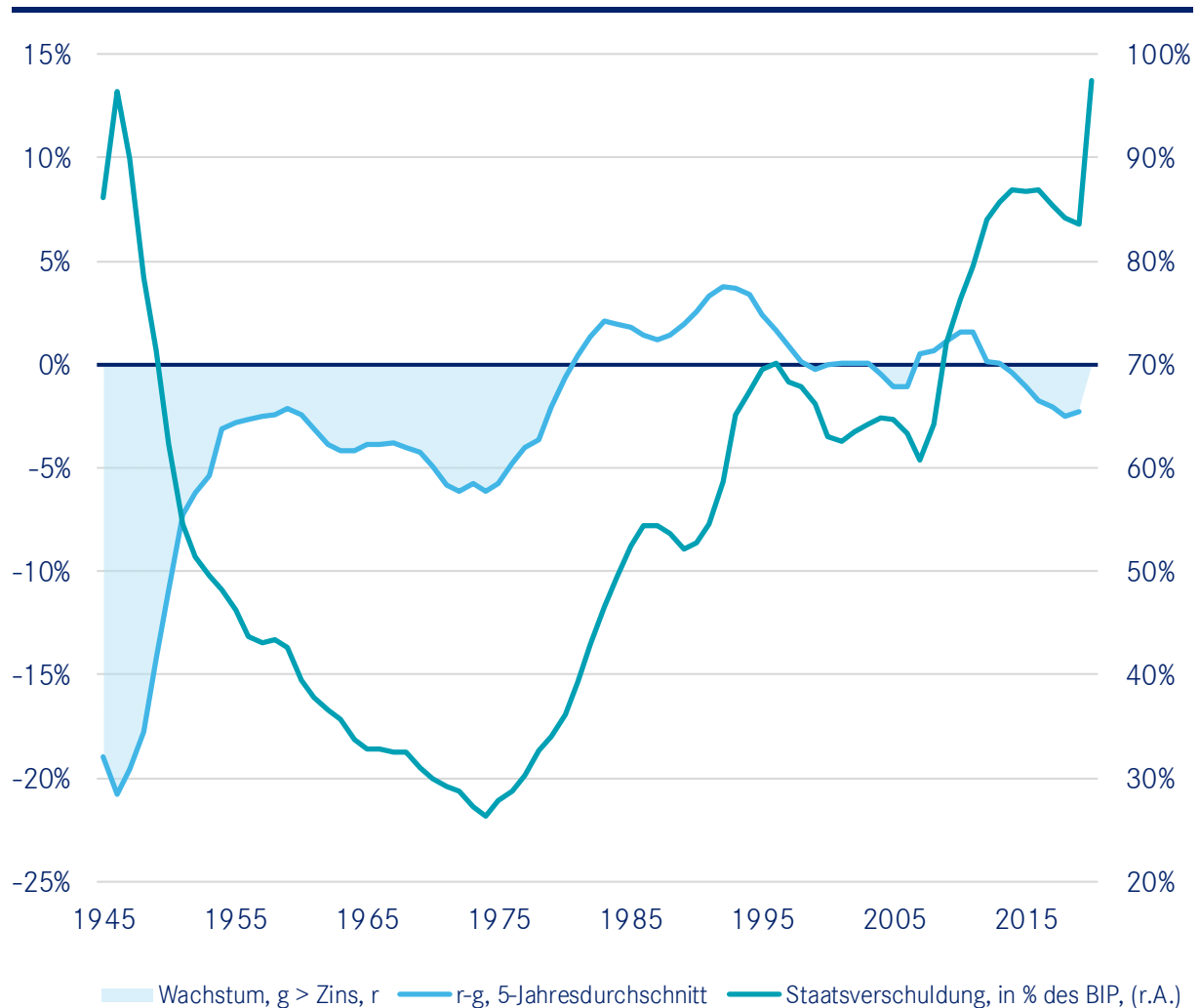
Da die Staatsschulden der Industrieländer nahezu ausnahmslos nominal verzinst werden und somit nicht an die Inflationsentwicklung gekoppelt sind, reduziert eine anhaltend höhere Inflation ihre reale Last erheblich. Eine Hyperinflation kann inländische Staatsschulden sogar weitgehend vernichten, zerstört jedoch häufig zugleich das Geldsystem, die privaten Ersparnisse und die staatliche Kreditwürdigkeit.

Die Hyperinflationen in Deutschland 1923 und Ungarn 1945/46 zählen zu den spektakulärsten Fällen einer faktischen Entschuldung des Staates. In Deutschland führte der Verfall der Mark dazu, dass große Teile der Staatsschulden und Kriegsanleihen real nahezu wertlos wurden. Gläubiger und Sparer verloren einen Großteil ihres Vermögens. Noch extremer war die Entwicklung in Ungarn nach dem Zweiten Weltkrieg. Die Pengő-Hyperinflation gilt als die schwerste der Wirtschaftsgeschichte. Mit dem Zusammenbruch der Währung wurden auch die in Pengő denominierten Staatsschulden praktisch ausgelöscht. Beide Fälle zeigen, dass eine

Hyperinflation Schulden vernichten kann, allerdings um den Preis erheblicher gesellschaftlicher und wirtschaftlicher Verwerfungen.

Die historischen Erfahrungen zeigen jedoch, dass die meisten Industrieländer ihre Staatsschulden nicht durch Hyperinflation, sondern durch längere Phasen moderater Inflation und niedriger Realzinsen abbauten. Das bekannteste Beispiel ist Großbritannien nach dem Zweiten Weltkrieg. Die Staatsverschuldung erreichte damals zwischen 250 % und 270 % des BIP und sank in den folgenden Jahrzehnten auf etwa 50 % bis 60 % des BIP. Entscheidend waren dabei Inflationsraten oberhalb der Zinsen auf Staatsanleihen sowie ein kräftiges nominales Wirtschaftswachstum. In ähnlicher Weise bauten auch die USA ihre hohe Kriegverschuldung nach 1945 deutlich ab. Frankreich wiederum nutzte nach beiden Weltkriegen Phasen erhöhter Inflation, um die reale Last seiner öffentlichen Verbindlichkeiten erheblich zu reduzieren. Ähnliche Mechanismen wirkten in Italien und Belgien in den Nachkriegsjahrzehnten.

Staatsverschuldung, Wachstum und Zinslast der Industrieländer



Quelle: Mitchener, Trebesch (2021), apoBank

Die Nachkriegsjahrzehnte als Wegweiser

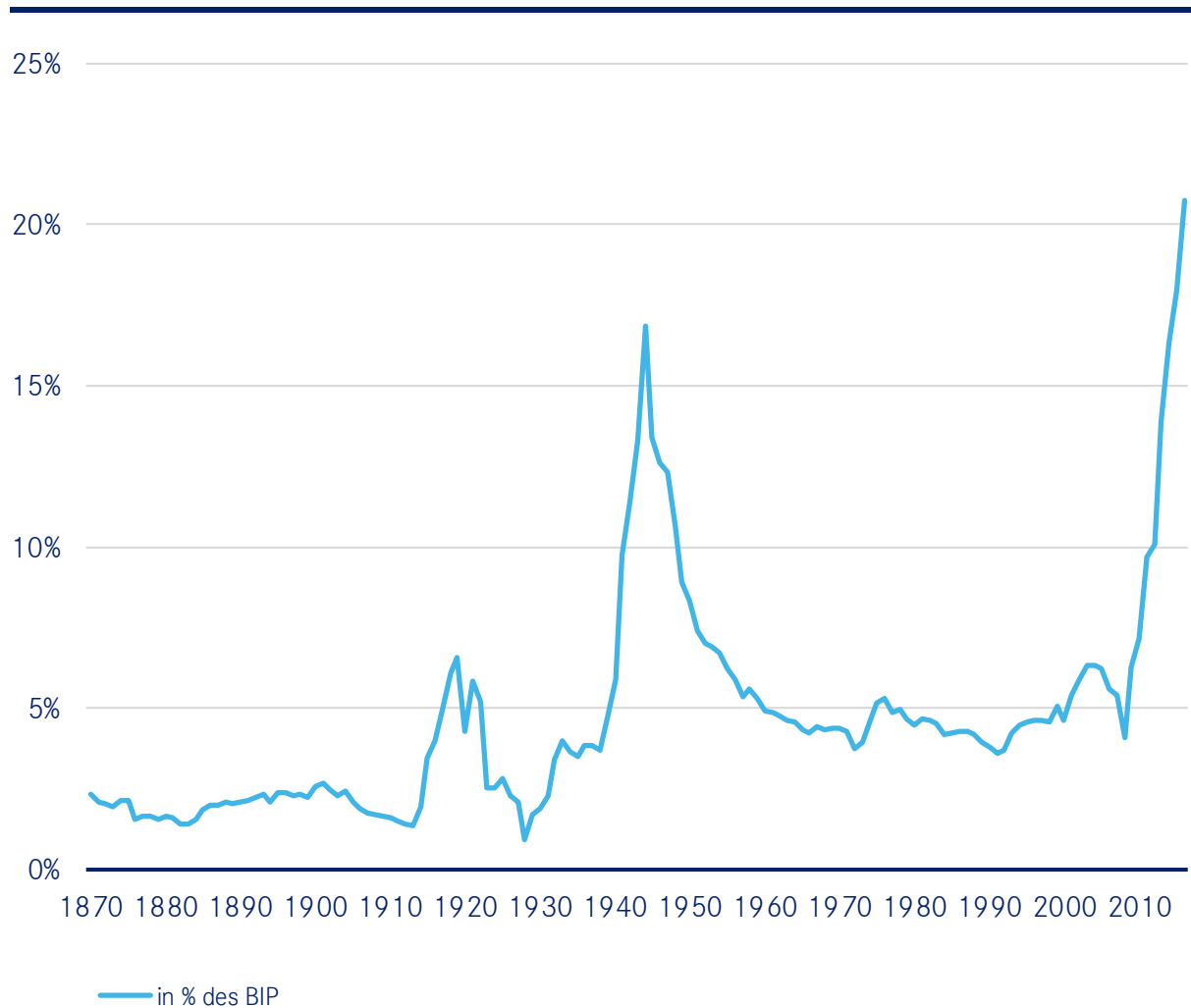
- Hyperinflation, Staatsinsolvenz und Austerität sind wenig realistische Optionen.
- Staatsschuldenquoten sinken, wenn das nominale Wachstum den Zins übersteigt.
- Wachstum, Inflation und niedrige Zinsen erleichtern den Schuldenabbau.

Mit Blick auf die künftige Entwicklung der Staatsverschuldung erscheinen die drei zuvor dargestellten Strategien des Schuldenabbaus nur eingeschränkt realistisch. Hyperinflation und Staatsinsolvenz würden erhebliche wirtschaftliche und gesellschaftliche Verwerfungen verursachen, während eine konsequente Austeritätspolitik angesichts des steigenden Ausgaben-drucks politisch wie ökonomisch kaum durchsetzbar ist. Wahrscheinlicher erscheint daher ein historisch bewährter Ansatz: eine Kombination aus nominalem Wachstum oberhalb des nominalen Zinsniveaus, moderat höherer Inflation und Maßnahmen zur Begrenzung der staatlichen Finanzierungskosten. Als Wegweiser dienen dabei die drei Jahrzehnte nach dem Zweiten Weltkrieg, in denen zahlreiche Industrieländer hohe Schuldenstände abbauten, ohne dabei auf Hyperinflation, drastische Sparprogramme oder Zahlungsausfälle zurückzugreifen.

Eine zentrale Rolle spielt die Differenz zwischen nominalem Wirtschaftswachstum und nominalem Zins. Übersteigt das Wachstum den Zins, wächst die Wirtschaftsleistung schneller als der Schuldenstand.

Dadurch sinkt die Schuldenquote selbst dann, wenn keine Haushaltsüberschüsse erzielt werden. Ein Blick auf die Nachkriegsjahrzehnte zeigt, dass die Staatsverschuldung in den Industrieländern über einen langen Zeitraum deutlich zurückging, während das nominale Wachstum bis 1980 ohne Unterbrechung über dem nominalen Zins lag. Der größte Teil dieses Schuldenabbaus beruhte auf dem Wachstumsvorsprung gegenüber dem Zins. Primärüberschüsse spielten dagegen nur eine untergeordnete Rolle, und negative Realzinsen traten lediglich zeitweise auf. Betrachtet man die Staatsschuldenquote, war Großbritannien unter den großen Industrieländern der Nachkriegszeit der Spitzenreiter beim Schuldenabbau. Innerhalb von drei Jahrzehnten fiel die britische Staatsverschuldung von 270 % auf 50 % des BIP. Auch die USA reduzierten ihre Schuldenquote bis Mitte der 1970er Jahre deutlich von 106 % auf 23 %. Die historischen Erfahrungen der Nachkriegszeit legen daher nahe, dass auch künftig eine Kombination aus Wachstum, moderater Inflation und niedrigen Finanzierungskosten den politisch gangbarsten Weg zum Abbau hoher Schuldenquoten darstellen dürfte.

Staatsanleihen der Industrieländer im Besitz der Zentralbanken



Quelle: Mitchener, Trebesch (2021), apoBank

Finanzielle Repression und Zentralbanken

- Hohe Staatsschulden sprechen für eine engere Koordination von Fiskal- und Geldpolitik.
- Eine höhere Inflationstoleranz kann die Schuldentragfähigkeit verbessern.
- Finanzielle Repression bleibt ein relevantes Instrument der Schuldenbewältigung.

Eine Reduzierung der Staatsverschuldung durch höheres Wachstum, niedrigere Zinsen und erhöhte Inflation spricht für eine stärkere Koordination von Fiskal- und Geldpolitik. Den Zentralbanken und ihrer Geldpolitik kommt dabei eine wichtige unterstützende Rolle zu. Bereits heute lassen sich Anzeichen eines wirtschaftspolitischen Paradigmenwechsels erkennen: von weitgehend unabhängigen Zentralbanken hin zu einer stärkeren fiskalischen Dominanz, bei der geldpolitische Entscheidungen zunehmend auch die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen berücksichtigen.

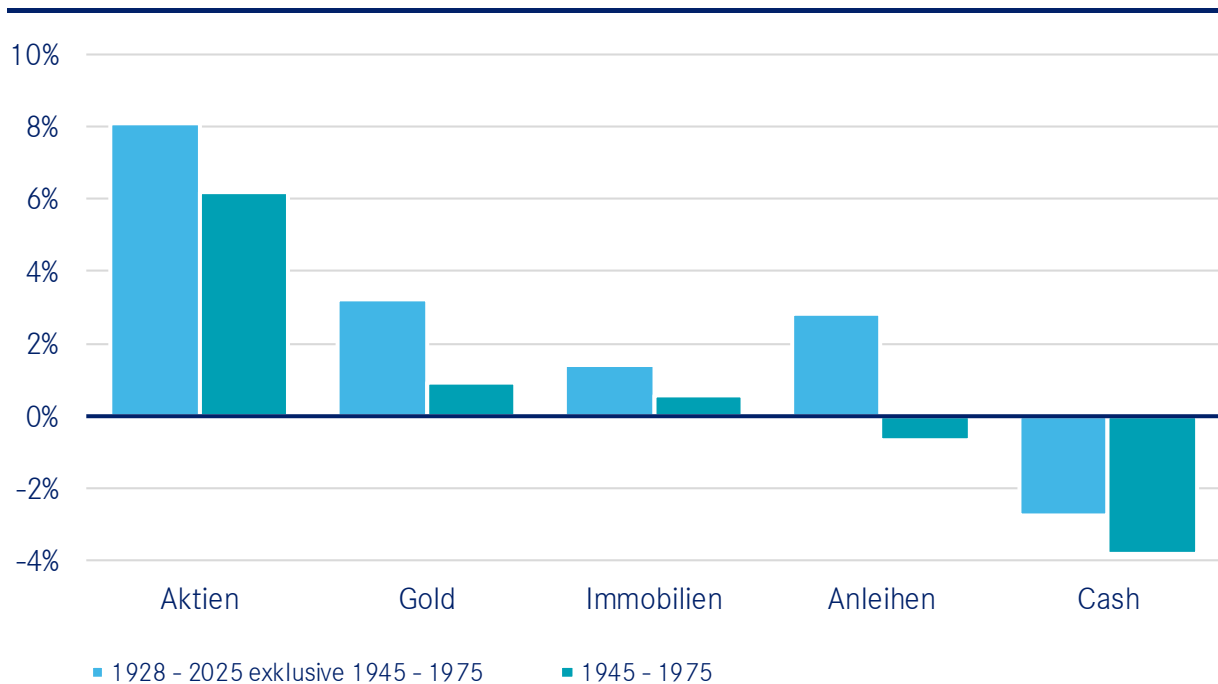
Eine höhere Inflation als die in vielen Industrieländern geltende Zielmarke von 2 % ließe sich auf zwei Wegen erreichen. Erstens könnte das Inflationsziel angehoben werden. Die Debatte über eine Anhebung des Inflationsziels der US-Notenbank Fed auf 3 % liegt erst wenige Jahre zurück. Zweitens könnten Zentralbanken ein vorübergehendes Überschießen der Zielinflation stärker tolerieren, insbesondere wenn Angebotschocks die Wirksamkeit der Geldpolitik begrenzen. Die langsame Rückkehr der US-Inflation zur Zielmarke

wird von manchen Beobachtern als Hinweis auf eine höhere Inflationstoleranz gewertet. Gemessen am von der Fed bevorzugten PCE-Preisindex liegt die US-Inflation seit März 2021 durchgehend über der Zielmarke von 2 %.

Neben der Inflation spielt auch das Zinsniveau eine zentrale Rolle für die Schuldentragfähigkeit. Um sicherzustellen, dass die nominalen Zinsen unter dem Wachstum und der Inflation liegen, kommen verschiedene Maßnahmen der finanziellen Repression in Betracht. Dazu zählen umfangreiche Wertpapierkäufe der Zentralbanken, Zinsobergrenzen sowie regulatorische Vorgaben, die die Nachfrage nach Staatsanleihen erhöhen. Historische Beispiele finden sich in den USA nach dem Zweiten Weltkrieg und in Japan seit 2016. Dass dauerhaft niedrige Zinsen kein unrealistisches Szenario darstellen, zeigt auch der Federal Reserve Act, der neben Preisstabilität und Vollbeschäftigung ausdrücklich moderate langfristige Zinsen als Ziel der US-Notenbank nennt.

4. Chancen und Risiken für Anleger

Durchschnittliche reale Wertentwicklung von US-Assetklassen und Gold in US-Dollar



Quelle: New York University, Datenbank Damodaran, apoBank

Attraktivität realer gegenüber nominalen Anlagen

- Hohe Staatsschulden begünstigen dauerhaft niedrige Realrenditen.
- Reale Anlagen bieten in einem solchen Umfeld langfristig bessere Ertragschancen.
- Eine breite Diversifikation sichert den Vermögenserhalt.

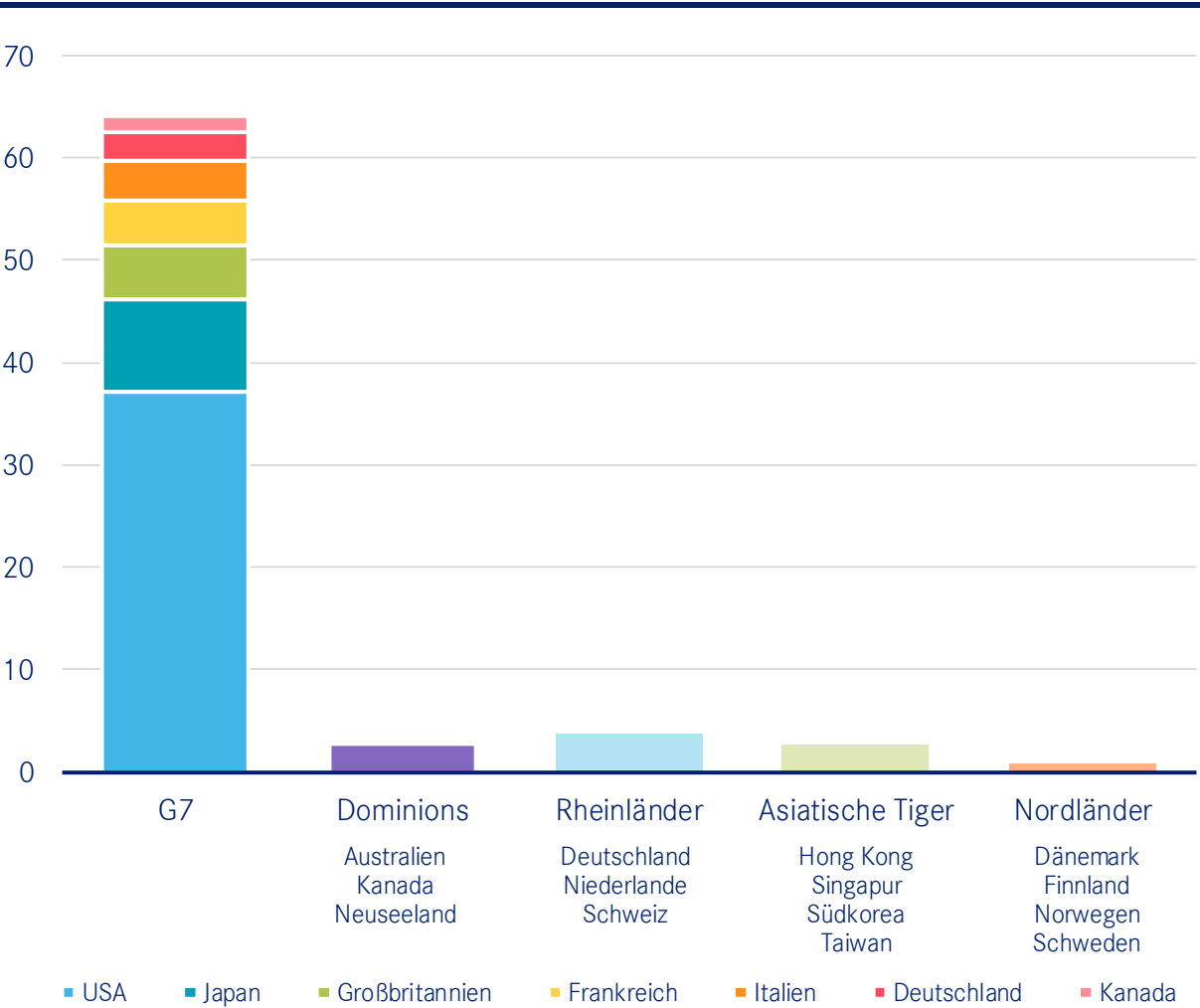
Eine hohe Staatsverschuldung verändert die Rahmenbedingungen für Anleger nachhaltig. Historisch wurden übermäßige Staatsschulden nur selten durch konsequente Sparprogramme oder Schuldenschnitte reduziert. Häufiger erfolgte der Schuldenabbau über längere Phasen moderater Inflation, begrenzter Zinsen und damit niedriger oder sogar negativer Realrenditen. Ein prägnantes Beispiel ist die Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg von 1945 bis 1975. Das nominale Wirtschaftswachstum lag über den Finanzierungskosten der Staaten, wodurch die Schuldenquoten allmählich sanken. Für Anleger bedeutete dies jedoch, dass viele nominale Anlagen wegen der höheren Inflation real an Wert verloren. Vor diesem Hintergrund gewinnt die Unterscheidung zwischen nominalen und realen Anlagen an Bedeutung. Nominale Vermögenswerte wie Bankeinlagen, Tagesgeld oder klassische Anleihen bieten zwar hohe Planungssicherheit und bleiben wichtige Bausteine eines ausgewogenen Portfolios. Liegt die Inflationsrate jedoch dauerhaft über der erzielten Verzinsung, schwindet die Kaufkraft des angelegten Vermögens trotz positiver Nominalerträge.

Reale Anlagen besitzen dagegen das Potenzial, von wirtschaftlichem Wachstum und Preissteigerungen zu

profitieren. Insbesondere Aktien gelten langfristig als die bedeutendste Quelle realen Vermögensaufbaus. Unternehmen können steigende Kosten oftmals über höhere Preise an ihre Kunden weitergeben und so ihre Ertragskraft erhalten. Vor allem große, marktbeherrschende Unternehmen mit hoher Preissetzungsmacht sind in einem solchen Umfeld gut positioniert. Auch andere Sachwerte wie Immobilien oder Gold können zur Stabilisierung eines Portfolios beitragen. Immobilien profitieren häufig von steigenden Mieten, während Gold traditionell als Wertaufbewahrungsmittel in Phasen erhöhter Unsicherheit gefragt ist. Beide Anlageformen können jedoch produktive Unternehmensbeteiligungen in Form von Aktien nicht ersetzen.

Für Anleger ergibt sich daraus eine zentrale Erkenntnis. Langfristiger Kaufkrafterhalt erfordert Investitionen in reale Ertragsquellen. In einem Umfeld hoher Staatsverschuldung ist daher nicht die Vermeidung von Risiken entscheidend, sondern eine breit diversifizierte Vermögensstruktur mit Fokus auf reale Renditen und nachhaltigen Vermögensaufbau.

Staatsanleihemärkte, in Bio. US-Dollar



Quelle: Bloomberg, apoBank

Die Rolle von Anleihen in der Diversifikation

- Staatsanleihen verbinden Liquidität mit laufenden Erträgen.
- Solide Schuldner können die großen Anleihemärkte nicht ersetzen.
- Anleihen bleiben unverzichtbar für Stabilität und Diversifikation.

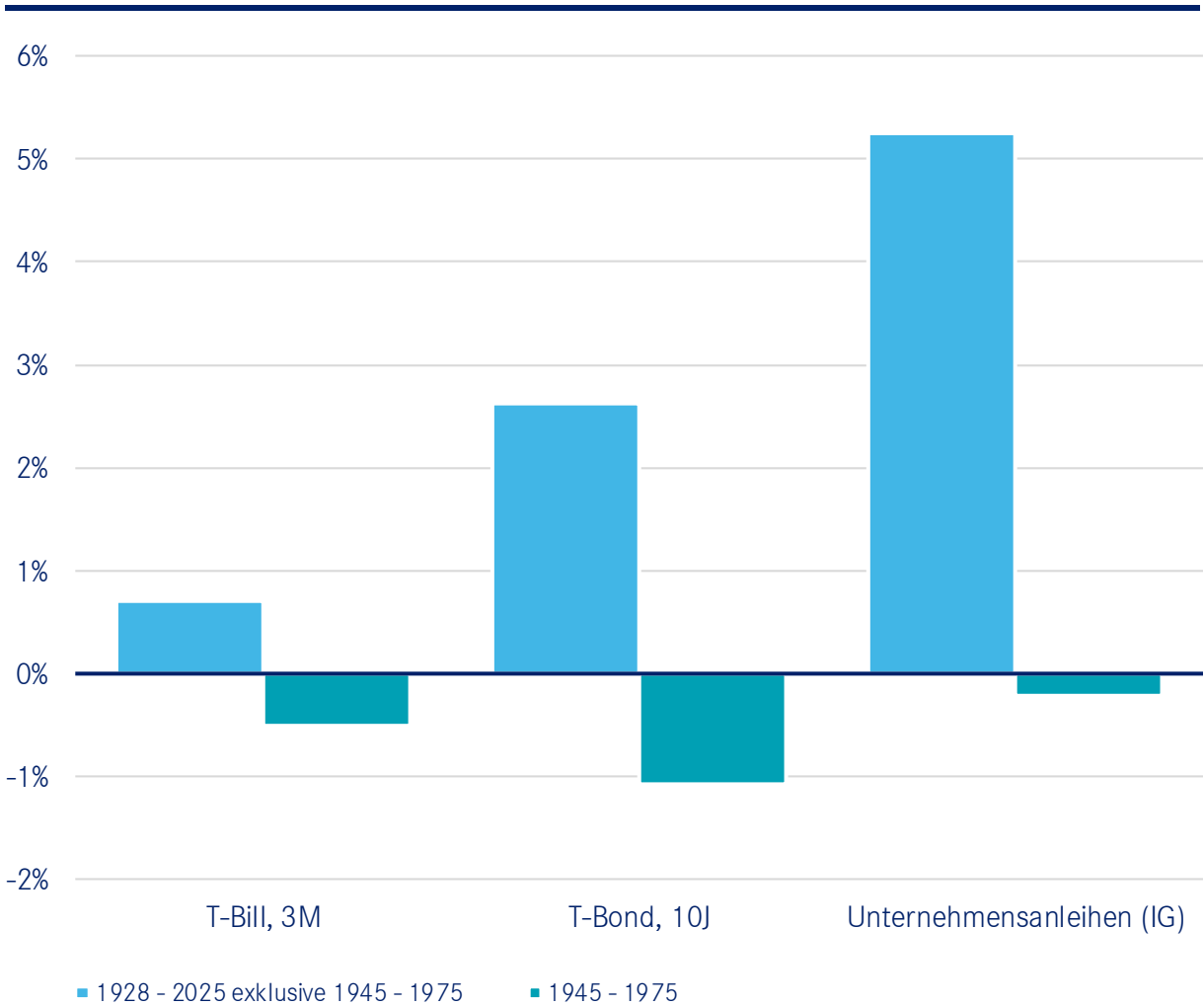
Anleihen bleiben trotz hoher Staatsverschuldung und eines herausfordernden Inflationsumfelds ein unverzichtbarer Bestandteil der strategischen Vermögensallokation. Während liquide Mittel wie Bargeld oder Sichteinlagen kurzfristig Sicherheit und Flexibilität bieten, verlieren sie über längere Zeiträume häufig an Kaufkraft, wenn die Inflation über der erzielten Verzinsung liegt. Für Anleger erfüllen Anleihen daher eine wichtige Funktion als Bindeglied zwischen Liquidität und renditestärkeren Anlageklassen. Insbesondere Staats- und Unternehmensanleihen zählen zu den größten und liquidesten Segmenten der globalen Kapitalmärkte. Sie leisten einen wesentlichen Beitrag zur Stabilisierung von Portfolios, da ihre durchschnittliche Wertentwicklung in vielen Marktphasen weniger stark schwankt als die von Aktien. Gleichzeitig bieten sie regelmäßige Zinserträge und können in wirtschaftlichen Abschwüngen oder Zeiten erhöhter Unsicherheit als wichtiger Diversifikationsbaustein wirken.

Eine besondere Rolle spielen dabei Staatsanleihen der großen Industrieländer. Vor allem US-Staatsanleihen bilden den globalen Referenzmarkt für die Bewertung

zahlreicher Finanzanlagen und sind tief im internationalen Finanzsystem verankert. Aufgrund ihrer Größe, Liquidität und Marktbedeutung sind sie aus breit diversifizierten Portfolios kaum wegzudenken. Selbst wenn hohe Schuldenstände langfristig Fragen zur Schuldentragfähigkeit aufwerfen, bleiben diese Märkte vorerst ein zentraler Pfeiler der globalen Kapitalanlage. Zwar existieren alternative Anleihemärkte in Ländern mit vergleichsweise soliden Staatsfinanzen, etwa in Nordeuropa, ausgewählten asiatischen Staaten oder rohstoffreichen Industrieländern. Deren Marktvolumen ist jedoch deutlich kleiner, sodass sie die Funktion der großen Staatsanleihemärkte nur teilweise übernehmen können.

Für Anleger ergibt sich daraus eine klare Schlussfolgerung. Anleihen sind nicht primär Instrumente für einen hohen realen Vermögenszuwachs, sondern wichtige Bausteine zur Risikosteuerung und Diversifikation. Gerade in einem Umfeld hoher Unsicherheit tragen sie dazu bei, Schwankungen zu reduzieren, Liquidität bereitzustellen und die Stabilität eines ausgewogenen Portfolios zu erhöhen.

Durchschnittliche reale Wertentwicklung von US-Anleihen in US-Dollar



Quelle: New York University, Datenbank Damodaran, apoBank

Anlagechancen im Anleihemarkt

- Historisch konnten Unternehmensanleihen Inflation besser ausgleichen.
- Kurz- und Langläufer helfen beim Erreichen unterschiedlicher Anlageziele.
- Die richtige Mischung von Anleihen schafft attraktive Anlagechancen.

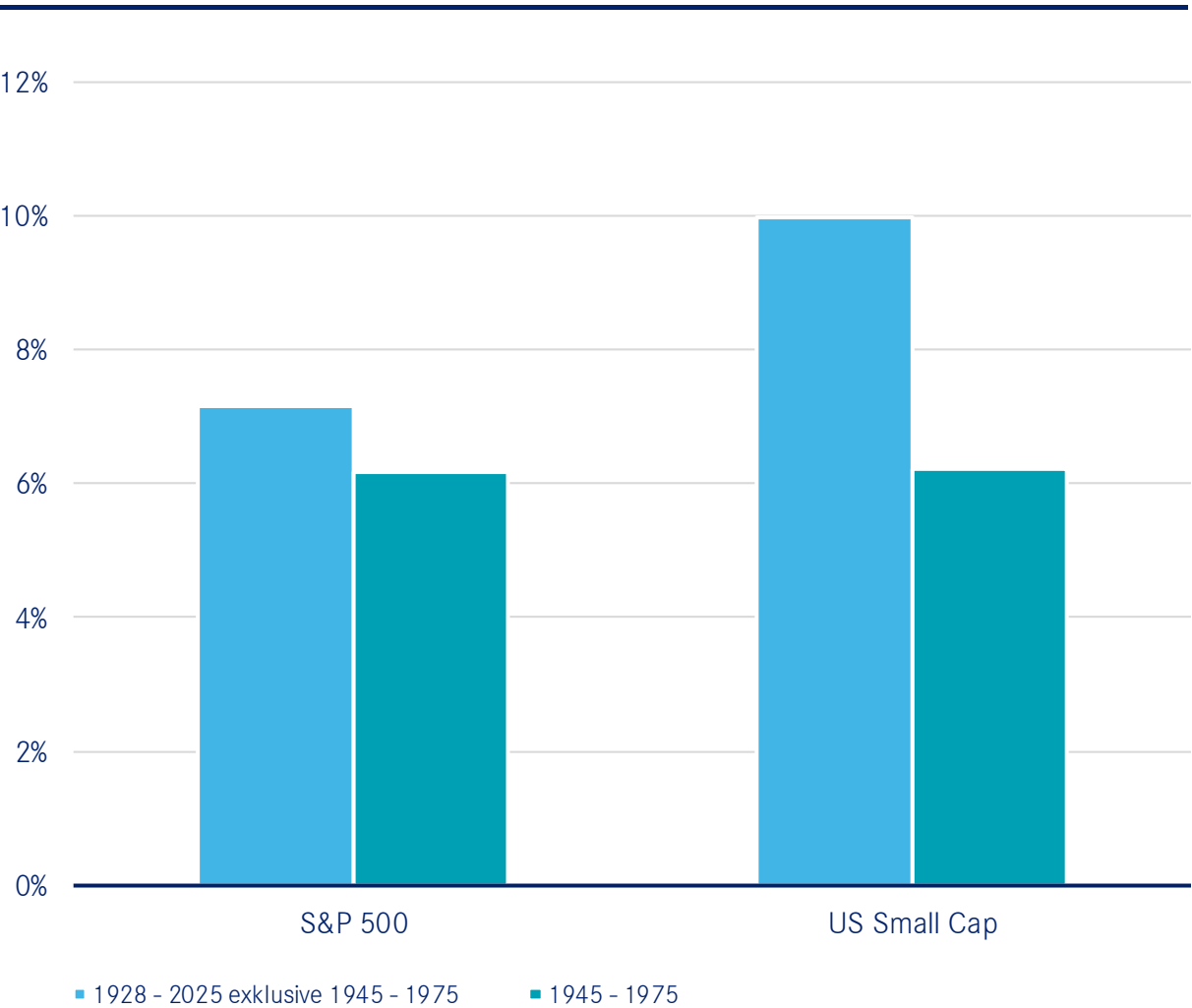
Anleihen werden in Phasen hoher Inflation häufig pauschal als unattraktiv angesehen. Ein Blick auf die historische Entwicklung zeigt jedoch ein differenzierteres Bild. Zwar erzielten sowohl kurz- als auch langfristige Staatsanleihen in vielen Perioden hoher Staatsverschuldung und steigender Preise nur begrenzte reale Erträge. Dennoch entwickelten sie sich deutlich besser als liquide Mittel, da laufende Zinszahlungen einen Teil des Kaufkraftverlusts ausgleichen konnten. Besonders interessant ist dabei die unterschiedliche Entwicklung einzelner Anleihesegmente. Kurzlaufende Staatsanleihen passen sich schneller an veränderte Zinsniveaus an und weisen meist geringere Kursschwankungen auf. Sie bieten daher vor allem in unsicheren Marktphasen hohe Stabilität. Langfristige Staatsanleihen erzielen häufig höhere laufende Erträge, reagieren aber empfindlicher auf Inflation und Zinsänderungen.

Unternehmensanleihen konnten historisch oft die höchsten Renditen innerhalb des Anleihemarktes erzielen. Die zusätzlichen Risikoaufschläge gegenüber Staatsanleihen ermöglichten es insbesondere Anleihen bonitätsstarker Unternehmen, einen Großteil der Inflation

auszugleichen und teilweise sogar reale Wertzuwächse zu erzielen. Zudem können viele Unternehmen steigende Kosten zumindest teilweise an ihre Kunden weitergeben, was ihre Ertragskraft unterstützt. Auch die Erfahrungen der Nachkriegszeit zwischen 1945 und 1975 zeigen, dass Unternehmensanleihen in einem Umfeld sinkender Schuldenquoten und gleichzeitig erhöhter Inflation häufig besser abschnitten als Staatsanleihen. Höhere Kupons und Risikoprämien wirkten dabei als wichtiger Puffer gegen Kaufkraftverluste.

Für Anleger ergeben sich daraus vielfältige Gestaltungsmöglichkeiten innerhalb der Anlageklasse selbst. Während hochwertige Staatsanleihen Stabilität, Liquidität und Schutz in Stressphasen bieten, können Unternehmensanleihen das Ertragspotenzial eines Portfolios erhöhen. Die zentrale Schlussfolgerung lautet daher nicht „Anleihen oder keine Anleihen“, sondern die ausgewogene Kombination verschiedener Anleihesegmente. Eine breite Diversifikation über Laufzeiten, Emittenten und Bonitätsklassen verbessert das Verhältnis von Risiko und Ertrag und eröffnet auch in einem Umfeld hoher Staatsverschuldung attraktive Anlagechancen.

Durchschnittliche reale Wertentwicklung von US-Aktien in US-Dollar



Quelle: New York University, Datenbank Damodaran, apoBank

Inflationsschutz und Renditeplus mit Aktien

- Aktien bieten langfristig den besten Schutz vor Inflation.
- Preissetzungsmacht stärkt die Ertragskraft großer Unternehmen.
- Qualitätsaktien bleiben ein wichtiger Baustein des Vermögensaufbaus.

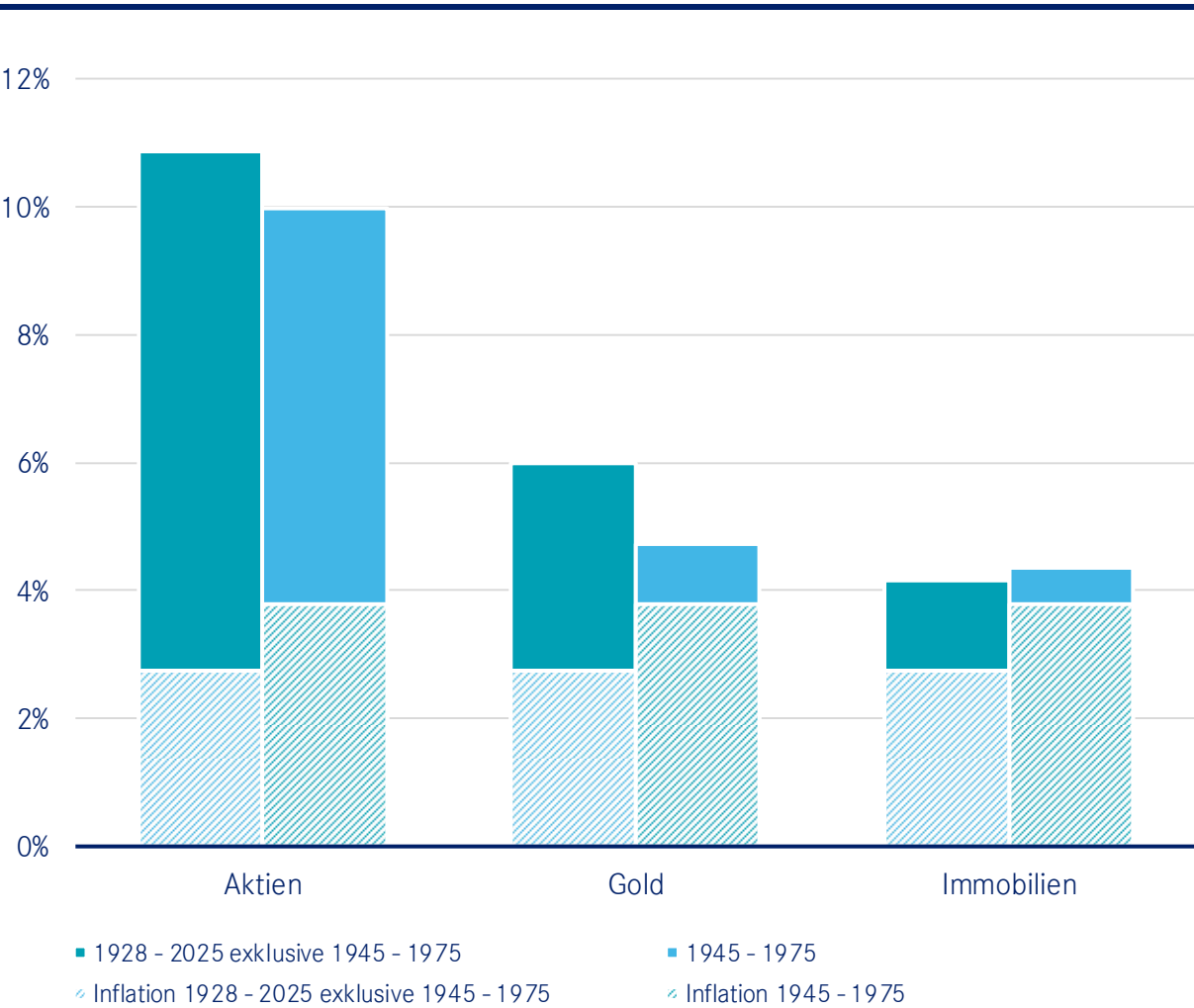
Aktien zählen historisch zu den widerstandsfähigsten Anlageklassen in Phasen hoher Inflation und steigender Staatsverschuldung. Zwar lagen ihre realen Erträge während der Nachkriegszeit unter ihren langfristigen Durchschnittswerten, sie blieben jedoch positiv und übertrafen damit die Ergebnisse nominal verzinsten Anlagen wie Staats- oder Unternehmensanleihen deutlich. Für Anleger bedeutet dies, dass Aktien langfristig einen wichtigen Beitrag zum Erhalt und Ausbau der Kaufkraft leisten können. Der wesentliche Grund hierfür liegt im Geschäftsmodell der Unternehmen. Anders als nominale Forderungen verkörpern Aktien Beteiligungen an realen Vermögenswerten, Produktionskapazitäten, Technologien und Marken. Unternehmen haben grundsätzlich die Möglichkeit, steigende Kosten zumindest teilweise über höhere Verkaufspreise an ihre Kunden weiterzugeben. Dadurch können Umsätze und Gewinne langfristig mit dem allgemeinen Preisniveau wachsen, was sich positiv auf den Unternehmenswert auswirkt.

Gleichzeitig zeigt die historische Erfahrung, dass nicht alle Unternehmen gleichermaßen von diesem Mechanismus

profitieren. In inflationären Phasen verschwand der üblicherweise beobachtete Renditevorteil kleinerer Unternehmen weitgehend. Während kleinere Gesellschaften stärker unter steigenden Finanzierungskosten und hohen Inputpreisen leiden können, verfügen große Unternehmen häufig über stabilere Geschäftsmodelle, stärkere Marken und einen besseren Zugang zu Kapital. Vor allem ihre höhere Preissetzungsmacht ermöglicht es ihnen, Kostensteigerungen effektiver an Kunden weiterzugeben.

Für Anleger rücken damit unternehmensspezifische Merkmale stärker in den Vordergrund. Unternehmen mit soliden Bilanzen, nachhaltigen Wettbewerbsvorteilen und einer starken Marktstellung sind häufig besser in der Lage, ihre Ertragskraft auch in einem anspruchsvollen Inflationsumfeld zu sichern. Die historische Erfahrung legt daher nahe, dass Aktien ein zentraler Baustein für den langfristigen realen Vermögensaufbau bleiben. Besonders Beteiligungen an etablierten, wirtschaftlich starken Unternehmen können in Zeiten hoher Inflation dazu beitragen, Kaufkraftverluste auszugleichen und langfristig attraktive reale Renditen zu erzielen.

US-Inflation und nominale Wertentwicklung von US-Sachwerten und Gold in US-Dollar



Quelle: New York University, Datenbank Damodaran, apoBank

Die Rolle alternativer Sachwerte

- Sachwerte stärken die Diversifikation und den Inflationsschutz.
- Regulatorische Eingriffe und fehlende Erträge begrenzen das Potenzial von Sachwerten.
- Alternative Sachwerte schützen vor Inflation, ersetzen aber keine Produktivanlagen.

Alternative Sachwerte wie Immobilien, Gold und Rohstoffe können in einem Umfeld hoher Staatsverschuldung und steigender Inflation einen wichtigen Beitrag zur Vermögensstruktur leisten. Ihre Bedeutung liegt jedoch weniger in der Erzielung hoher Erträge als vielmehr in ihrer Fähigkeit, Kaufkraft zu stabilisieren und ein Portfolio breiter aufzustellen.

Immobilien profitieren in der historischen Betrachtung von ihrem Charakter als realer Vermögenswert. Steigende Baukosten, Grundstückspreise und Mieteinnahmen wirken über längere Zeiträume grundsätzlich wertstabilisierend und ermöglichen leicht positive reale Erträge. Dennoch bleiben die langfristigen Renditen in der Regel hinter jenen von Aktien zurück. Ein wesentlicher Grund dafür ist die stärkere Abhängigkeit von politischen und regulatorischen Rahmenbedingungen. In Phasen hoher Inflation und wachsender sozialer Spannungen nehmen staatliche Eingriffe, etwa durch Mietpreisregulierungen oder steuerliche Maßnahmen, häufig zu. Zudem sind viele Mietverträge zumindest zeitweise nominal ausgestaltet, sodass Erträge nicht zwangsläufig mit der Inflation stei-

gen. Immobilien eignen sich daher vor allem als ergänzender Diversifikationsbaustein, nicht jedoch als alleinige Quelle langfristigen realen Vermögenswachstums.

Auch Gold und andere Rohstoffe werden häufig als Schutz vor Inflation betrachtet. Historisch konnte Gold seinen realen Wert über längere Zeiträume weitgehend erhalten und erwies sich insbesondere in Krisen- und Unsicherheitsphasen als stabilisierender Portfoliobestandteil. Breite Rohstoffanlagen entwickelten sich dagegen deutlich schwankungsanfälliger und erzielten langfristig häufig geringere reale Erträge als produktive Kapitalanlagen. Der zentrale Unterschied zu Aktien und Anleihen liegt darin, dass Gold und andere Rohstoffe keine laufenden Erträge erwirtschaften. Die Rendite entsteht ausschließlich durch Preissteigerungen, die oftmals erheblichen Schwankungen unterliegen.

Für Anleger ergibt sich daraus eine klare Rolle alternativer Sachwerte. Sie können zur Absicherung gegen Inflation, geopolitische Risiken und Marktstress beitragen. Langfristigen Vermögensaufbau tragen jedoch vor allem produktive Anlagen wie Aktien, während alternative Sachwerte primär der Stabilisierung und Diversifikation dienen.

Fazit



Wie die Zukunft der Staatsschulden aussieht ...



Worauf sich Anleger einstellen können ...

-
- ... Die Staatsverschuldung in den Industrieländern wird in den nächsten Jahren weiter steigen.
 - ... Unter den großen Volkswirtschaften weisen die USA eine besonders hohe Schuldendynamik auf.
 - ... Austerität, Hyperinflation und Staatsinsolvenz sind wenig realistische Strategien der Schuldenpolitik.
 - ... Eine Mischung aus höherer Inflation und nominalem Wachstum sowie niedrigen Zinsen ist am wahrscheinlichsten.
 - ... Den Zentralbanken kommt bei der finanziellen Repression eine wichtige Rolle zu.

-
- ... Reale Anlagen wie Aktien, Gold und Immobilien gewinnen in einem Umfeld hoher Staatsverschuldung und niedriger Realrenditen an Bedeutung.
 - ... Anleihen bleiben trotz Inflationsrisiken ein unverzichtbarer Baustein für Diversifikation, Stabilität und Liquidität im Portfolio.
 - ... Unternehmensanleihen bieten langfristig bessere Chancen auf realen Kapitalerhalt als viele Staatsanleihen.
 - ... Qualitätsaktien großer, preissetzungstarker Unternehmen sind besonders gut geeignet, Kaufkraftverluste durch Inflation auszugleichen.
 - ... Eine breite Mischung aus Aktien, weiteren Sachwerten und Anleihen bleibt der beste Schutz vor Unsicherheit und Kaufkraftverlusten.

Herausgeber:

Deutsche Apotheker- und Ärztebank eG

Investment Strategie

Richard-Oskar-Mattern-Straße 6 | 40547 Düsseldorf

T 0211 5998 0 | **F** 0211 5938 77

M info@apobank.de | www.apobank.de

V.i.S.d.P.: Reinhard Pfingsten

Layout und Produktion: Institutionelle & Asset Management

Druck: Tannhäuser Media GmbH, 40549 Düsseldorf

Stand: 21. August 2026