the market NZZ

MEINUNG

Der grosse Knall bei Staatsanleihen wird kommen, aber wo?

Der Zinsanstieg macht Pause, doch das ist nur die Ruhe vor dem Sturm, der Länder mit hohen Schulden in die Knie zwingen wird. Wir zeigen, auf welche Währungen und Indikatoren Sie achten müssen, damit Sie sich gegen Turbulenzen wappnen können.

Jürg Lutz 17.11.2026, 04.20

Die Zinsen sinken wieder, die Luft scheint raus aus der Zinshausse, die 2020 begonnen und die Renditen noch im Spätsommer auf neue Höchst geführt hat. Nach übereinstimmender Meinung der Marktstrategen waren es die steigenden Leitzinserwartungen, die für höhere Renditen auch bei längeren Laufzeiten gesorgt haben, und keineswegs Bonitätsfragen, wie da und dort diskutiert wurde.

Diese **Bonitätsfrage** wird nun aber zunehmend **wichtiger**. Und sie wird die Zinsdiskussion in den kommenden Jahren zuerst verändern und dann **dominieren**. Zumindest ist das meine Erwartung für die globalen Zinsen. Stimmt das Szenario, ist die Anlagetaktik einerseits glasklar und einfach, andererseits aber nur mit enormem Gegenwind und Rückschlägen durchziehbar.

Im ersten Teil dieser Artikelreihe geht es um das **Warum** und **Wo**.

Der erste Impuls kommt nicht von den «Bond Vigilantes», sondern von der Strasse. *«Die Schülerproteste sind erst ein Vorgeschmack, Frankreichs*

Jugendliche fordern bessere Schulen. Doch der Staat lebt seit langem über seine Verhältnisse und kann den sozialen Frieden nicht länger mit immer neuen Ausgaben erkaufen. Die Proteste lassen erahnen, welche Verteilungskämpfe noch bevorstehen», schrieb Daniel Steinvorth im Oktober in der «NZZ». Brennende Strassen, ausgeraubte Geschäfte, Verletzte und vielleicht bald Tote sind keine Ausnahmen mehr, sondern werden zur Normalität eines aggressiv ausgetragenen Verteilungskampfes, der Massnahmen der Politik zur Folge haben wird, die jetzt noch undenkbar sind.

In die Ecke gedrängt von der Strasse, in einem eigenartigen Umfeld sich ausbreitender Akzeptanz von sozialistischen Ideen, Revanchegelüsten einer sich (zurecht?) übervorteilt fühlenden Jugend und vom Geschrei nach «Gerechtigkeit» und «Konfiskation», wird die Politik reagieren und die Reissleine ziehen.

Aber wo ist der Leidensdruck am höchsten?

Der Finanzmarkt wird es uns zeigen. Der Verteilungskampf der nächsten Jahre wird dort, wo er am verbissensten geführt wird, die Zinsen für Staatsanleihen steigen lassen – wie ein Fieberthermometer, das anzeigt, dass der Körper eine Infektion zu bereinigen beginnt. Tumult auf der Strasse und Druck aus dem Zinsmarkt werden den Eindruck erzeugen, dass die herrschenden Trends in eine Sackgasse führen und so die Voraussetzung für die Zerschlagung des gordischen Knotens schaffen. Der letzte ordoliberale Widerstand gegen die ultimative Lösung wird geradezu implodieren und die Länder weg vom Irrweg der Schuldenperpetuierung hin zu extremer Finanzrepression bis zu Zinskurvenkontrollen führen. Doch was sind die Konsequenzen für den Anleger?

Es ist grotesk: Noch nie waren die Steuereinkommen der Länder nominal so hoch, in vielen Ländern auch im Verhältnis zum Bruttoinlandprodukt (BIP), und trotzdem steigt der Druck auf dem Kessel. Um herauszufinden, **in welchen Ländern und Währungen** es zum grossen Ausverkauf kommen wird, bauen wir gemeinsam einen **Misery-Index**, der den **Leidensdruck** der wichtigsten Staaten abbildet, den gordischen Schuldenknoten zu zerschlagen.

Vielleicht erinnern Sie sich an den Leitfaden zur Beurteilung von Unternehmensschulden, den ich in meinem letzten Beitrag für The Market vorgestellt habe? Das dort gebräuchlichste Mass (Nettoschulden zum Ebitda) habe ich als untauglich erklärt, und das gleiche gilt auch für das Verhältnis aus **Staatsschulden zum BIP** (Englisch: Debt/GDP), das bei der Analyse der Staatsverschuldung äusserst beliebt ist.

Diese Metrik, auch wenn sie immer und überall verwendet wird, ist **unvollständig und oft irreführend**.

Warum das so ist, wird klar, wenn wir schauen, was wirklich zählt:

1. Modellbaustein: Schuldendienst (definiert als Brutto-Schuldzinszahlungen dividiert durch Staatseinnahmen)

Die Staaten müssen einen immer grösseren Teil ihrer verfügbaren Mittel in den Schuldendienst stecken. Wie kein anderes Mass verdeutlicht dieser Quotient den zunehmenden Verteilungskampf. Je höher der Indikator, desto grösser der Verteilungskampf und desto höher der Misery-Index.

2. Modellbaustein: Schuldenlast (definiert als Schulden dividiert durch Staatseinnahmen)

Stellt man die Schulden ins Verhältnis zu den Steuereinnahmen, ergibt sich ein deutlich plastischeres Bild als beim Verhältnis der Schulden zum BIP, die Unterschiede zwischen den Ländern werden markanter. Ein gutes Beispiel sind die USA und das Vereinigte Königreich: ähnliche Verschuldung gemäss Debt/GDP, aber komplett unterschiedliche Hebelwirkung (Leverage 4x vs. 2,7x).

Diese zwei Metriken wende ich für alle Länder an (Gewichtungen siehe P.S. 1). Die Zahlen stammen von den Statistikbehörden der Staaten, vom Internationalen Währungsfonds und von Bloomberg. Für Länder ohne weitere Probleme wäre die Analyse damit bereits abgeschlossen.

Hat das Land nun aber **zusätzliche Probleme**, bekommt es einen zusätzlichen Baustein auf die zwei genannten obendrauf, das heisst der Misery-Index erhöht sich entsprechend. Ich sehe neben dem Schuldendienst und der Schuldenlast vier weitere Problemfelder:

3. Modellbaustein: Ratingdruck

Fällt das Schuldenrating unter eine gewisse Schwelle, müssen viele Investoren verkaufen, weshalb einige Länder jedes Mal zittern, wenn die Agenturen sich über ihre Bilanzen beugen. Länder mit tiefem und/oder fallendem Rating bekommen diesen zusätzlichen Malus obendrauf.

4. Modellbaustein: Staatsquote

Länder mit hohen Steuern und trotzdem hoher Schuldenlast haben ein fatales Problem: Sie können kaum noch mehr Steuern einfordern (sparen kann/will kein einziger Staat, nicht einmal die Schweiz), ohne gravierende Kollateralschäden zu riskieren: Tumult, Abzug des Steuersubstrats, Konjunktureinbruch, Abwahl.

Zudem verbessert eine hohe Staatsquote die ersten zwei Bausteine, weil der Nenner grösser wird. Wir wollen Länder mit hoher Staatsquote aber definitiv nicht belohnen! Somit wird dort, wo die Staatsquote hoch ist und/oder steigt, zu den bisherigen Bausteinen der Staatsquotenmalus addiert.

5. Modellbaustein: Schuldzinstrend

Den Schuldzins eines Staates sollte man nicht mit den derzeit herrschenden Kapitalmarktzinsen verwechseln. Er ist der gewichtete Coupon der noch nicht zurückbezahlten Staatsanleihen. Das Niveau der Verschuldung steckt bereits in den ersten zwei Bausteinen, hier zählt der **Trend**: ist er negativ, zieht der Schuldzins also an, verschärft sich das Problem mit jeder Refinanzierung. Umso schlimmer wird es, wenn der Schuldzins über das Wachstum steigt. Dies ist bei einigen Ländern derzeit leider der Fall.

6. Modellbaustein: Wachstumsschwäche

Der Königsweg der (konfliktfreien) Schuldenbewältigung ist das Herauswachsen aus der Krise. Ist das (Brutto-)Wachstum einer Volkswirtschaft hoch und vor allem höher als der Schuldzins, entschärft sich die Lage jedes Jahr ein wenig. Deshalb gilt: je langsamer das Wachstum und je schlechter der Trend, desto ungünstiger. Deshalb bekommen gewisse europäische Länder einen weiteren Malus verpasst.

Nun verstehen Sie auch, warum das Verhältnis aus **Schulden zum BIP problematisch** ist als Fieberthermometer. Die Metrik sagt nichts über Schuldendienst, Schuldzinstrend, Staatsquote und den Handlungsspielraum einer Regierung aus und korreliert interessanterweise kaum mit dem Rating.

Fragt sich, welches Land mit welchem Problem konfrontiert ist. Hier eine Übersicht:

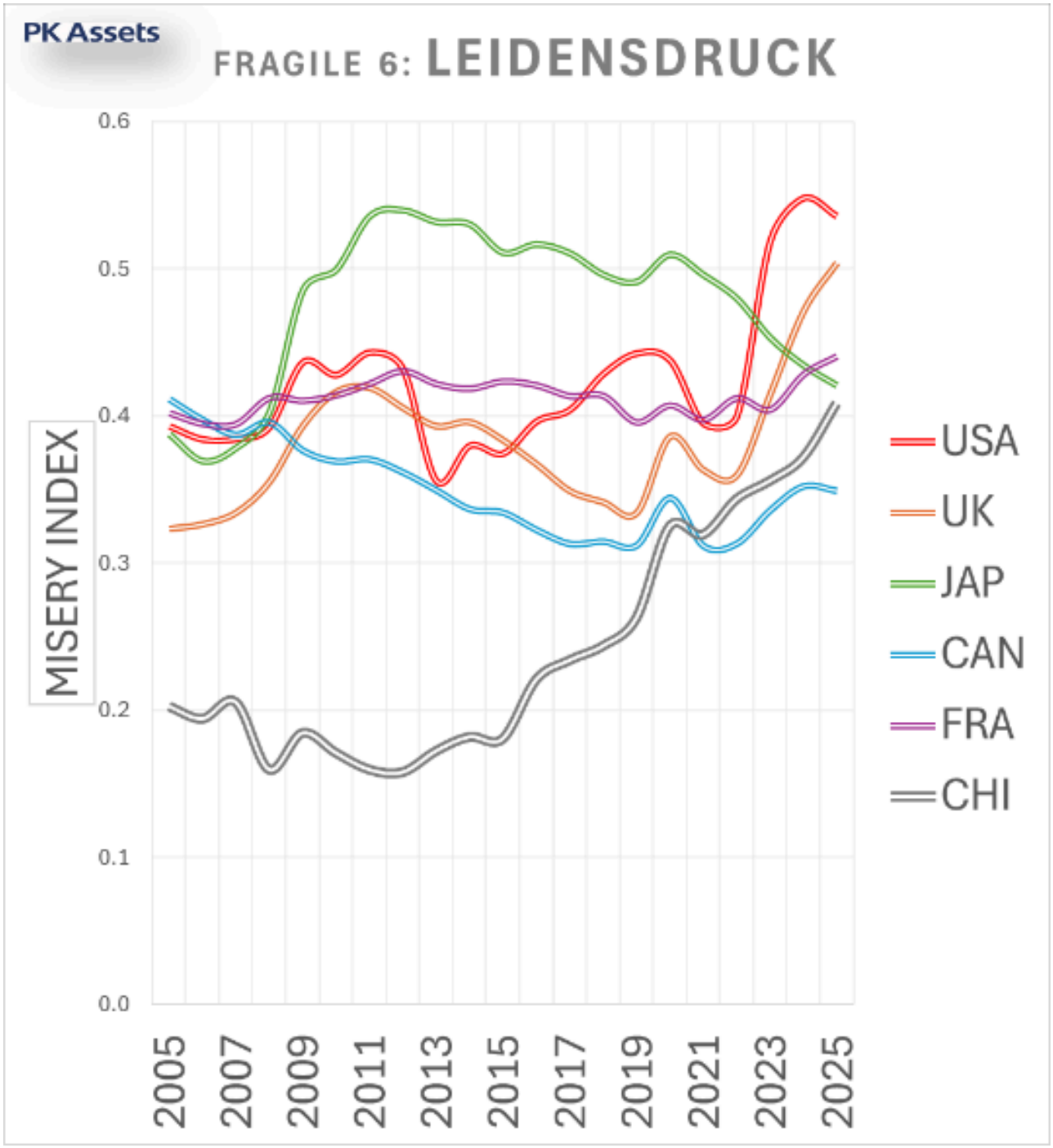
Bausteine des Misery-Index

	USA	Grossbritannien	Japan	Kanada	China	Fra
Obligatorisch						
Schuldendienst	X	X	X	X	X	X
Schuldenlast	X	X	X	X	X	X
Zusätzlich						
Ratingdruck		X	X			X
Staatsquote		X	X	X		X
Schuldzinsen	X	X		X		X
Wachstum			X			X

Tabelle: themarket.ch • Quelle: PK Assets

Der **Index des Leidensdrucks** ist der Brennstoff für das Problem, die Proteste auf der Strasse sind der Funken, der Verteilkampf der Grund, warum der Funken genau jetzt zu sprühen beginnt. Wo der Index bereits hoch ist und steigt, wird die Horde der «Bond Vigilantes» zuschlagen, so meine Wette. Und wo die Verteilungsproblematik gepaart ist mit steigendem sozialem Druck, wird sie zur Reaktion der Politik führen.

Wir kommen zur Auswertung und fangen an mit den **«Fragilen sechs»,** wie ich sie nenne, und sie ist hochinteressant:



Quelle: PK Assets

Die USA steuern auf eine Katastrophe zu. Der Schuldendienst (siehe P.S. 2) ist hier mit Abstand der höchste. Gemäss den Zahlen des Internationalen Währungsfonds beträgt er über 13% der Einnahmen und dürfte stark steigen. Trumpfkarte der USA ist die tiefe Staatsquote und das gute

Bruttowachstum, aber trotzdem: ein hoher Schuldendienst und enorm hoher Leverage sprechen eine klare Sprache.

Der Trend im Vereinigten Königreich ist besorgniserregend. Das Land verschlechtert sich massiv beim Schuldendienst, während Schuldzins und Staatsquote stark wachsen.

Der Fall Japan ist besonders gut geeignet, die Fragwürdigkeit des Verhältnisses aus Schulden zum BIP zu illustrieren. Trotz doppelt so hoher Bruttoverschuldung zum BIP als anderswo fällt der Leidensdruck hier markant. Grund hierfür ist die Tatsache, dass das Land bereits durchgeführt hat, was anderen Ländern in den kommenden Jahren erst blüht: die Zinskurvenkontrolle. Sie hat das Wachstum im Leidensdruck zuerst gestoppt und dann den Supertanker gedreht. Allerdings waren die Kosten dafür enorm, wurde doch der Aussenwert der Währung geopfert.

Interessant: Die USA sind jetzt auf dem Niveau Japans vor Einführung der Zinskurvenkontrolle.

Frankreich ist ein Supertanker, der mit kaputter Bremse auf einen Eisberg zusteuert. Im Schatten der Europäischen Zentralbank und der europäischen Tiefzinsen konnte das Land über die eigenen Verhältnisse leben. Mit der Zinswende ist das Schicksal des Landes besiegelt. Unfähig zu sparen, mit bereits rekordhoher Staatsquote und steigendem Schuldzinstrend, riskiert das Land, unter Kuratel gestellt zu werden oder im Chaos zu versinken. Wie hoch ist die Krisenschwelle? So hoch wie im Falle Griechenlands? Wir wissen es nicht, aber die Grösse Frankreichs macht das Problem sicher dringlicher.

China ist ein Spezialfall, allerdings ein trauriger. Leverage und Schuldendienst steigen stark, doch immerhin hat das Land kein Problem mit dem Trend der Schuldzinsen, und die Staatsquote ist gering, mindestens in der Version meiner hier angewendeten Berechnung. Der Leverage ist für ein Schwellenland wie China phänomenal hoch.

Kanada zieht sich vergleichbar elegant aus der Affäre.

Schauen wir auf den **«Club Med»**, auch hier sind die Ergebnisse interessant:

Quelle: PK Assets

Portugal und Spanien sind saniert, und zwar in überzeugender Manier. Das grösste Problem stellt weiterhin Italien dar: hohe Staatsquote, hoher Leverage, hoher Schuldendienst, aber das Land befindet sich immerhin auf dem Weg der Besserung. Gleiches gilt für Griechenland. Das Problemland der Eurokrise 2012 droht demnächst sogar von Frankreich unterboten zu werden, das als einziges Land einen schlechten Trend aufweist.

Frankreich bald schlechter als Griechenland? Wer hätte das gedacht.

Summa summarum sehe ich vier Länder mit einem hohen und tendenziell steigenden Leidensdruck: USA, Grossbritannien, Frankreich und China. Jeder Fall ist speziell, in jedem sind die Umstände anders. Mein Epizentrum sind aber die USA, ausgerechnet der globale Leitmarkt.

Was können die einzelnen Länder tun? Welchen Handlungsspielraum haben sie noch? Und wie sollte sich der Investor verhalten? Das ist Stoff für den nächsten Artikel.

P.S. 1: Zu den Gewichtungen: Die Kennziffer mit der höchsten Gewichtung ist der Schuldendienst, er erreicht bei allen Währungen rund 60% und die Schuldenlast rund 40%. Der Ratingdruck ist mit 2 bis 5% niedrig gewichtet. Die Staatsquote ist mit einer Gewichtung von 5 bis 13%, wo sie hoch ist und/oder steigt, der wichtigste Zusatzbaustein. Steigende Schuldzinsen schlagen mit 2 bis 10% zu Buche, fehlendes Wirtschaftswachstum mit 2 bis 8%. Diese Gewichtungen sind zwar komplett subjektiv, allerdings bleibt die Modellaussage auch bei einer Veränderung der Gewichte robust.

P.S. 2: Ich arbeite mit Bruttoschulden und Bruttozinsdienst. Der Erlös von Staatsanleihen im Eigentum der Notenbanken, der zurück an den Fiskus fliesst, bleibt dabei unberücksichtigt. Der Einwand, dass bei einer

Nettobetrachtung Staaten wie die USA besser dastehen, stimmt. Allerdings glaube ich, dass «Quantitative Easing» (Aufkauf von eigenen Staatsanleihen durch die Notenbank) bereits ein Symptom des Problems darstellt und keineswegs die Lösung, weil es zusätzliche Probleme schafft wie Inflation und Währungsabwertung. Deshalb bin ich ein Fan der Bruttobetrachtung.

P.S. 3: Ich habe eine lohnende Hausaufgabe für Sie: Lesen Sie den frei auf der Homepage verfügbaren Research-Artikel «An Invidious Choice Toward Bond Market Crisis or Yield Curve Control» von AllianceBernstein. Erstens ist das hervorragendes Research, und zweitens sind Sie dann bestens vorbereitet für den zweiten Teil dieser kurzen Artikelserie.

Jürg Lutz

Jürg Lutz ist Anleihenspezialist beim Schweizer Vermögensverwalter PK Assets, der auf die Anlage von Pensionskassengeldern spezialisiert ist. Er bezeichnet sich selbst als alten Hasen im Bondmarkt, was angesichts seiner mehr als dreissigjährigen Erfahrung in der Verwaltung von Anleihenportfolios nicht ganz abwegig ist. Vor geraumer Zeit hat er – gemäss eigenen Worten – nach einem dreijährigen Martyrium den CFA-Charterholder erworben. Der Bündner ist verheiratet und Vater von zwei Kindern. Er ist beseelt von der Vorstellung, bis zu seinem Ableben die Via Spluga, die entlang des alten Säumerpfades von Thusis ins italienische Chiavenna führt, mindestens hundert Mal zu wandern. Viel fehlt ihm bis zu diesem Ziel nicht mehr.