

CIO VIEW

Ausgabe 06 · Mai 2026 · CIO Investment Office

Die **fiskale** Dominanz.

Wie **Staatsschulden** und **Inflation** die Spielregeln für Investoren neu schreiben.

Robert C. Koch · Chief Investment Officer

USA · EUROPA · JAPAN

Ein neues Regime, das die Spielregeln neu schreibt.

Die Kapitalmärkte senden derzeit auf den ersten Blick widersprüchliche Signale. Trotz geopolitischer Fragmentierung, Handelskonflikten und eines zeitweise wieder über 100 US-Dollar gestiegenen Ölpreises notieren viele Aktienmärkte nahe ihren Allzeithochs. Gleichzeitig bleiben auch die Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen bemerkenswert stabil. Für zahlreiche Investoren hinterlässt dieses Umfeld dennoch ein ungutes Gefühl.

Bei genauerem Hinsehen verhalten sich die Märkte jedoch keineswegs irrational. Vielmehr beginnen sie ein **neues Regime** einzupreisen. Ein Umfeld, in dem hohe Staatsschulden, steigender Refinanzierungsdruck und strukturell höhere Inflation die Freiheitsgrade der Geldpolitik zunehmend einschränken. Genau hier beginnt sich das Verhältnis zwischen Fiskalpolitik, Zentralbanken und Kapitalmärkten fundamental zu verändern.

Über Jahrzehnte bewegten sich Investoren in einem disinflationären Umfeld. Fallende Zinsen wurden beinahe zur Normalität. Staatsanleihen stabilisierten Portfolios, Liquidität war reichlich vorhanden und höhere Verschuldung schien kaum reale Kosten zu verursachen. Genau dieses Umfeld beginnt nun zu kippen.

In dieser Ausgabe leiten wir ab, weshalb Investoren **Zinsrisiken künftig wieder deutlich aktiver steuern müssen** und warum traditionelle Vorstellungen von Sicherheit im Anleihemarkt zunehmend hinterfragt werden sollten.

1 · REGIMWECHSEL

Vierzig Jahre Disinflation gehen zu Ende.

Um das neue Regime zu verstehen, lohnt sich zunächst ein Blick zurück. Abbildung 1 zeigt die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen, vereinfacht jenen Zinssatz, zu dem sich ein Staat wie die USA langfristig am Kapitalmarkt finanziert. Entscheidend ist weniger das kurzfristige Auf und Ab, sondern der strukturelle Trend: über beinahe vier Jahrzehnte hinweg sind die Renditen nahezu ununterbrochen gefallen.

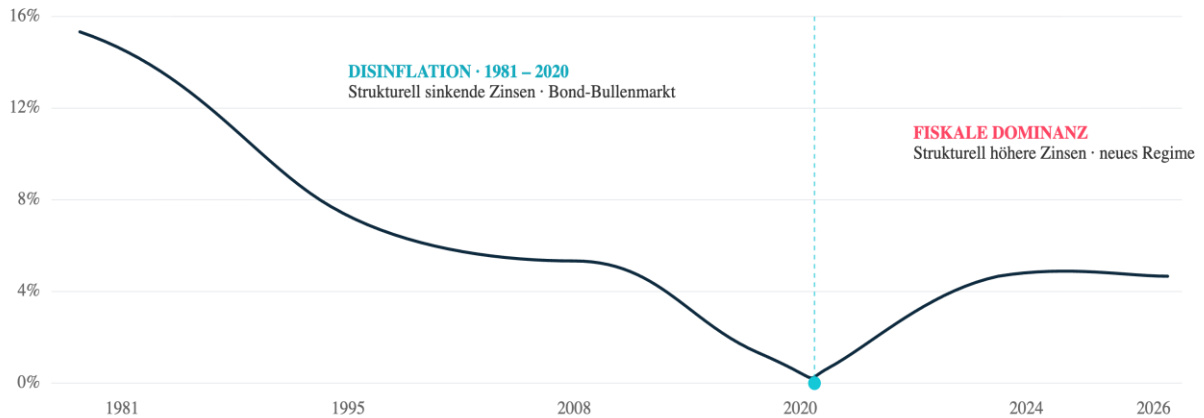


ABBILDUNG 1 · Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen, 1953–2026. Türkis: Phase struktureller Disinflation. Quelle: ESG-AM & St. Louis Fed.

Hinter dieser Entwicklung stand eine außergewöhnlich günstige Kombination makroökonomischer Kräfte. Globalisierung, technologische Effizienzgewinne und eine immer feinere internationale Arbeitsteilung sorgten über Jahrzehnte für sinkenden Inflationsdruck. Fallende Zinsen wurden zur Normalität.

Die Auswirkungen auf die Kapitalmärkte waren enorm. Staatsanleihen profitierten von kontinuierlich sinkenden Renditen, Aktienbewertungen wurden durch tiefere Diskontierungssätze gestützt und beinahe jede Form von Duration entwickelte sich über Jahre hinweg zum strukturellen Rückenwind. Zinsrisiken wurden über eine ganze Investorengeneration hinweg kaum noch als tatsächliches Risiko wahrgenommen.

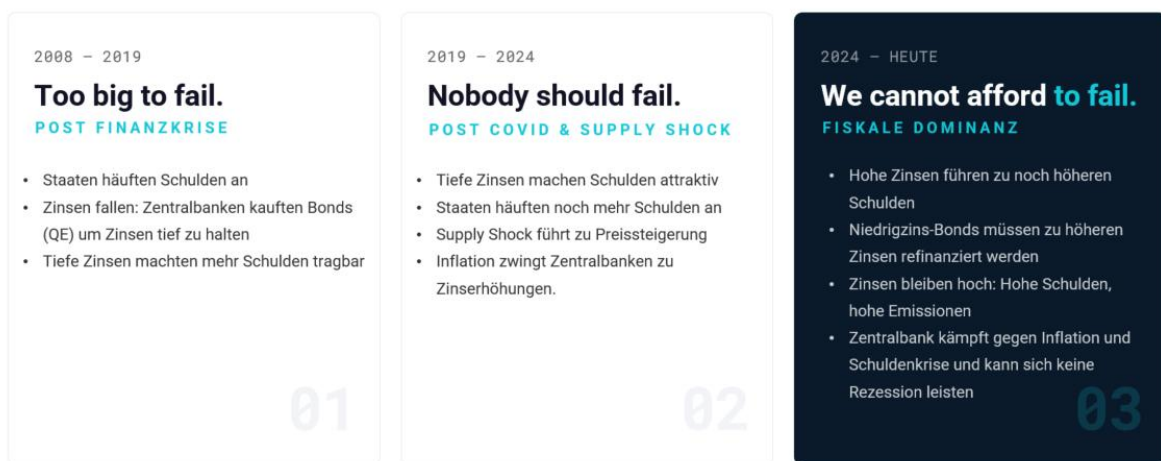
„ Investoren bewegen sich möglicherweise nicht in Richtung eines „New Normal“, sondern vielmehr zurück in ein „Old Normal“ — in dem Zins- und Inflationsrisiken wieder aktiv gemanagt werden müssen.

— ROBERT C. KOCH, CIO

Vieles spricht dafür, dass der Zinsanstieg seit 2020 nicht lediglich ein temporärer Ausreißer ist, sondern Ausdruck eines deutlich tiefergehenden Regimewechsels. Die vergangenen vierzig Jahre könnten rückblickend weniger der Normalzustand gewesen sein, sondern vielmehr eine historische Ausnahmephase.

Von der Finanzkrise zur fiskalen Dominanz.

Der eigentliche Grundstein des heutigen Regimes wurde bereits während der Finanzkrise gelegt. Rückblickend lässt sich die Entwicklung beinahe als schleichende Verschiebung der geld- und fiskalpolitischen Prioritäten beschreiben. Jede Phase stabilisierte kurzfristig das System, machte es langfristig jedoch gleichzeitig abhängiger von tiefen Zinsen und steigender Verschuldung.



Phase 1 · 2008–2019 · Too big to fail.

Nach dem Kollaps des globalen Finanzsystems stabilisierten Staaten Banken und Finanzmärkte mit massiven Rettungspaketen, während Zentralbanken Staatsanleihen in historischem Ausmaß kauften und die Zinsen künstlich tief hielten. Tiefe Finanzierungskosten machten hohe Schulden tragbar und verhinderten eine Deflationsspirale. Solange Inflation kein Thema war, funktionierte dieses Umfeld erstaunlich stabil. Gleichzeitig gewöhnten sich die Märkte zunehmend daran, dass Liquidität und tiefe Zinsen im Zweifel jederzeit verfügbar waren.

Phase 2 · 2019–2024 · Nobody should fail.

Mit der Pandemie begann jedoch eine zweite Phase, in der sich das System nochmals fundamental veränderte. Tiefe Zinsen waren plötzlich nicht mehr nur Kriseninstrument, sondern zunehmend Voraussetzung wirtschaftlicher Stabilität selbst. Staaten stützten Unternehmen, Haushalte und ganze Volkswirtschaften gleichzeitig. Fiskal- und Geldpolitik begannen zunehmend miteinander zu verschmelzen. Selbst direkte Transferzahlungen und Formen von Helikoptergeld wurden Realität.

Das Problem entstand erst später. Der massive Nachfrageimpuls traf auf ein durch Lieferkettenprobleme, geopolitische Spannungen und steigende Energiepreise begrenztes Angebot. Die Inflation kehrte zurück und zwang Zentralbanken zu aggressiven Zinserhöhungen. Genau in diesem Moment wurde sichtbar, wie abhängig das gesamte System inzwischen von tiefen Finanzierungskosten geworden war.

Phase 3 · 2024–heute · We cannot afford to fail.

Die hohen Zinsen, mit denen Zentralbanken heute Inflation bekämpfen, treffen auf einen globalen Schuldenberg, der über Jahre hinweg zu Niedrigzins-Konditionen aufgebaut wurde. Jede auslaufende Anleihe muss nun zu deutlich höheren Finanzierungskosten refinanziert werden. **Dadurch steigen Defizite nicht nur trotz höherer Zinsen, sondern zunehmend auch wegen ihnen.**

3 · REFINANZIERUNG

Der Refinanzierungsschock kommt erst noch.

Welches Ausmaß die gestiegenen Zinsen auf die Staatsfinanzen entfalten können, zeigt Abbildung 2 besonders eindrücklich. Dargestellt ist die zusätzliche jährliche Zinslast in Prozent des Bruttoinlandsprodukts, falls die gesamte bestehende Staatsschuld zum heutigen Zinsniveau refinanziert werden müsste. Vereinfacht gesagt also jener zusätzliche Anteil der Wirtschaftsleistung, den ein Staat künftig allein für den Schuldendienst aufbringen müsste.

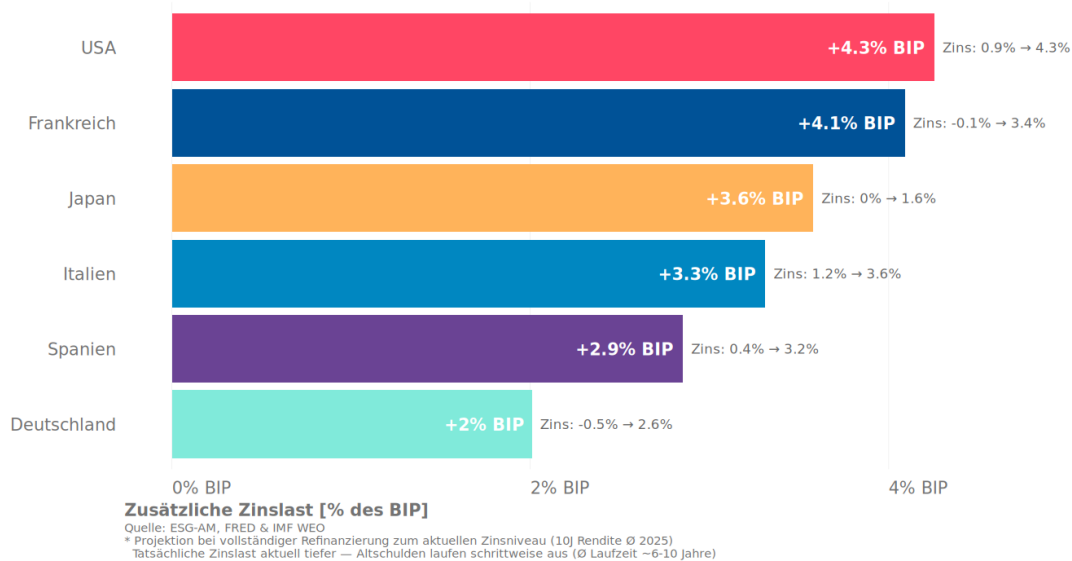


ABBILDUNG 2 · Zusätzliche jährliche Zinslast in % des BIP bei vollständiger Refinanzierung. Quelle: ESG-AM, FRED & IMF WEO.

USA · ZUSATZLAST

+4.3 % BIP

Mehr als die gesamten
Verteidigungsausgaben.

FRANKREICH

+4.1 % BIP

In etwa die jährlichen
Bildungsausgaben.

ITALIEN

+3.3 % BIP

Politisch kaum kompensierbar.

Die Größenordnung dahinter ist bemerkenswert. In vielen Industrieländern sprechen wir von zusätzlichen Zinsbelastungen zwischen zwei und vier Prozent des BIP pro Jahr und allein durch die Refinanzierung bestehender Schulden. Es geht um Summen, die politisch entweder eingespart, zusätzlich finanziert oder erneut über neue Schulden aufgenommen werden müssen.

Genau hier beginnt sich die Dynamik innerhalb des Systems zu verändern. Denn höhere Zinsen stabilisieren zwar theoretisch die Inflation, gleichzeitig verschlechtern sie zunehmend die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen. Dadurch entsteht ein Spannungsfeld, das in dieser Form über Jahrzehnte kaum relevant war. Wichtig ist dabei die richtige Lesart der Grafik: Sie zeigt nicht die heutige Zinsbelastung, sondern den theoretischen Endzustand vollständiger Refinanzierung.

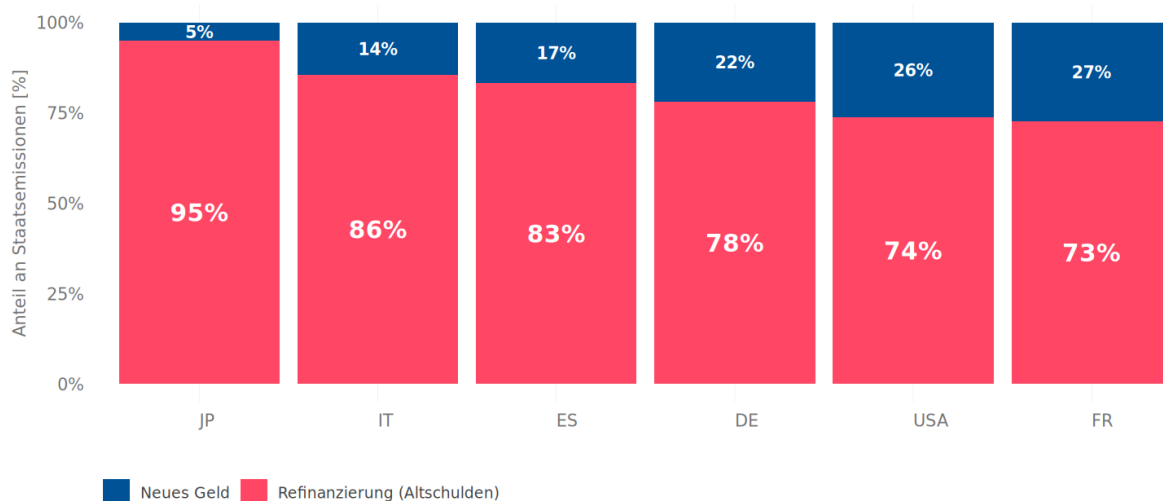
In der Realität läuft dieser Prozess deutlich langsamer ab. Ein Großteil der bestehenden Schulden wurde über längere Laufzeiten finanziert und läuft erst schrittweise aus. Genau deshalb entsteht der Refinanzierungsdruck nicht abrupt, sondern baut sich Jahr für Jahr weiter auf. Und genau das macht die Situation aus Investorensicht so relevant.

„ *Der eigentliche Refinanzierungsschock liegt
möglicherweise nicht hinter uns, sondern erst noch vor uns.*

4 · SELBSTVERSTÄRKUNG

Ohne neue Schulden kein Wachstum.

Damit wird sichtbar, weshalb das System zunehmend in eine strukturelle Abhängigkeit von neuen Schulden gerät. Abbildung 3 zeigt, welcher Anteil der jährlichen Staatsemissionen tatsächlich noch für neue Investitionen verwendet wird und welcher Anteil inzwischen primär der Refinanzierung bestehender Schulden dient.



Quelle: ESG-AM & IMF WEO (2025)
 Methodik: Refinanzierungsanteil = $(\text{Schuldenstand} \div \text{Ø-Restlaufzeit}) \div (\text{Schuldenstand} \div \text{Ø-Restlaufzeit} + \text{Haushaltsdefizit})$
 Interpretation: Anteil der jährlichen Staatsemissionen der ausschliesslich zur Ablösung fälliger Altschulden dient — nicht für neue Ausgaben

ABBILDUNG 3 · Anteil der jährlichen Staatsemissionen für Refinanzierung gegenüber neuem Geld. Methodik: Refinanzierungsanteil = $(\text{Schuldenstand} \div \text{Ø-Restlaufzeit}) \div (\text{Schuldenstand} \div \text{Ø-Restlaufzeit} + \text{Haushaltsdefizit})$. Quelle: ESG-AM & IMF WEO (2025).

In Japan dienen inzwischen rund **95 Prozent** der jährlichen Emissionen primär der Refinanzierung, in Italien **86 Prozent** und in Spanien **83 Prozent**. Selbst Deutschland, Frankreich und die USA bewegen sich im Bereich von rund drei Vierteln.

Mit anderen Worten: Ein immer größerer Teil neuer Schulden fließt nicht mehr primär in zusätzliches Wachstum, Infrastruktur oder geopolitische Investitionen, sondern in die Stabilisierung des bestehenden Systems. Genau hier beginnt sich die Dynamik zu verändern. Denn Schulden erzeugen zunehmend neue Schulden. Höhere Defizite führen zu höheren Emissionen. Höhere Emissionen erhöhen den Refinanzierungsdruck. Und höherer Refinanzierungsdruck macht das System wiederum empfindlicher gegenüber steigenden Zinsen.

Dadurch entsteht ein Mechanismus, der sich zunehmend selbst verstärkt. Besonders in einem Umfeld höherer Finanzierungskosten wird diese Entwicklung problematisch. Denn je stärker die Zinsen steigen, desto größer wird jener Anteil neuer Schulden, der unmittelbar wieder in die Bedienung bestehender Verpflichtungen zurückfließt. Dadurch verändert sich schleichend auch die Qualität staatlicher Verschuldung. Neue Schulden finanzieren immer weniger zukünftiges Wachstum und zunehmend bestehende Verpflichtungen.

Genau hier beginnt Fiskale Dominanz von einem theoretischen Konzept zu einer realen Marktgröße zu werden.

Schulden beginnen systemisch zu wachsen.

Lag die globale Verschuldung Anfang der 1980er Jahre noch unter zwei Billionen US-Dollar, wurde rund um das Jahr 2020 bereits die Schwelle von 80 Billionen überschritten.

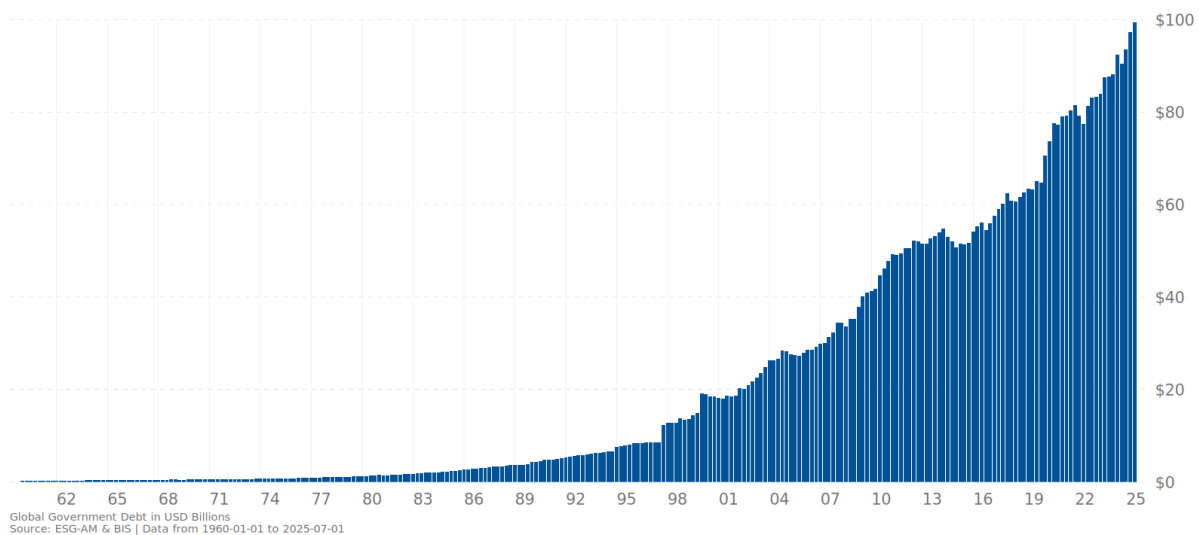
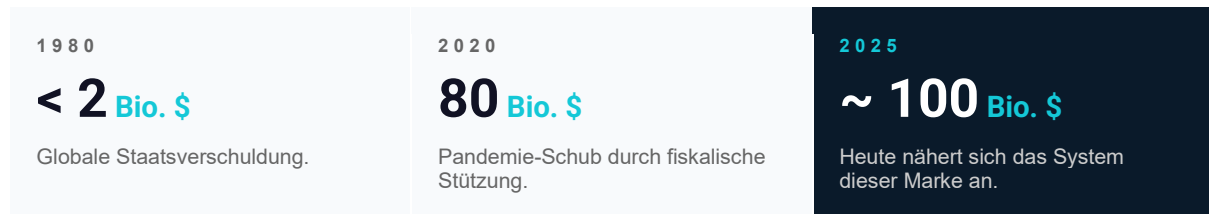


ABBILDUNG 4 · Globale Staatsverschuldung in US-Dollar-Billionen, 1962–2025. Quelle: ESG-AM & BIS.

Entscheidend ist dabei weniger die absolute Höhe der Schulden als die Dynamik dahinter. Ein wachsender Teil neuer Verschuldung dient inzwischen nicht mehr primär zusätzlichem Wachstum, sondern zunehmend der Refinanzierung bestehender Verpflichtungen.

„ Der Kern der fiskalen Dominanz: nicht weil Zentralbanken ihre Unabhängigkeit offiziell verlieren, sondern weil aggressive Zinserhöhungen in einem hoch verschuldeten System selbst zum Risiko für Wachstum, Staatsfinanzen und Finanzmarktstabilität werden.

Das neue Regime: vier Treiber, ein Ergebnis.

Woran erkennt man, dass sich die Spielregeln der Kapitalmärkte strukturell verändern? Fiskale Dominanz verdichtet sich vor allem in vier Entwicklungen, die alle in dieselbe Richtung wirken: strukturell höherer Zinsdruck.

- Die Schuldenlast beginnt die Geldpolitik einzuschränken. Je höher die Verschuldung steigt, desto empfindlicher reagiert das System auf höhere Zinsen.
- Die Emissionen wachsen schneller als die natürliche Nachfrage. Staaten refinanzieren immer größere Volumina, während Zentralbanken ihre Bilanzen reduzieren.
- Die Inflation bleibt strukturell hartnäckiger. Deglobalisierung, geopolitische Spannungen und steigende Fiskalausgaben erzeugen anhaltenden Preisdruck.
- Rezessionen werden zunehmend schwierig tragbar. Wirtschaftliche Abschwünge führen automatisch zu höheren Defiziten und zusätzlichem fiskalem Druck.

1 · Schuldenlast dominiert die Geldpolitik.

Wie stark die Schuldenlast die Geldpolitik bereits heute beeinflusst, zeigt Abbildung 5, unsere Landkarte der Fiskalen Dominanz. Auf der horizontalen Achse stehen die Haushaltsdefizite des Jahres 2024, auf der vertikalen Achse die gesamte Staatsverschuldung in Prozent des BIP. Besonders relevant ist dabei der rot markierte Bereich oben rechts: hohe Defizite, hohe Verschuldung und damit ein zunehmend steigender Refinanzierungsdruck.

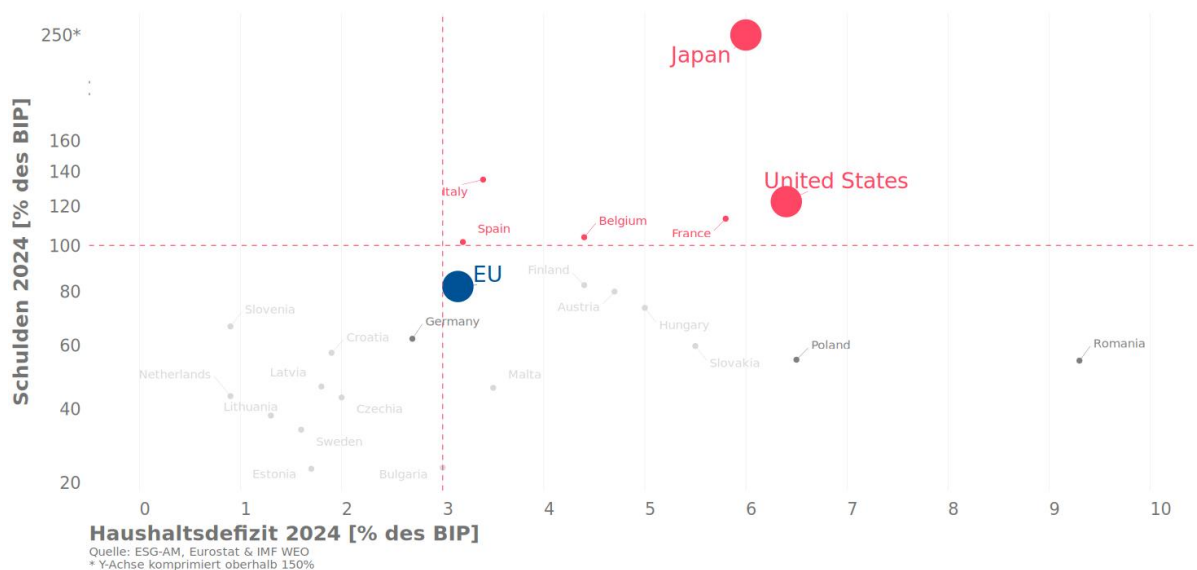


ABBILDUNG 5 · Staatsverschuldung gegenüber Haushaltsdefizit 2024 (% des BIP). Rot: Umfeld fiskaler Dominanz. Quelle: ESG-AM, Eurostat & IMF WEO.

Bemerkenswert ist weniger die Position einzelner Länder als die Größenordnung insgesamt. **Rund 43 Prozent des globalen BIP** bewegen sich mittlerweile in einem Umfeld fiskaler Dominanz. Damit sprechen wir längst nicht mehr über isolierte Problemstaaten.

2 · Emissionen übersteigen die Nachfrage.

Über viele Jahre existierte an den Anleihemärkten ein praktisch unbegrenzter Käufer: die Zentralbanken. Vor allem nach der Finanzkrise und während der Pandemie kauften Fed, EZB und Bank of Japan Staatsanleihen in historischem Ausmaß. Genau dieses Umfeld beginnt sich nun zu drehen.

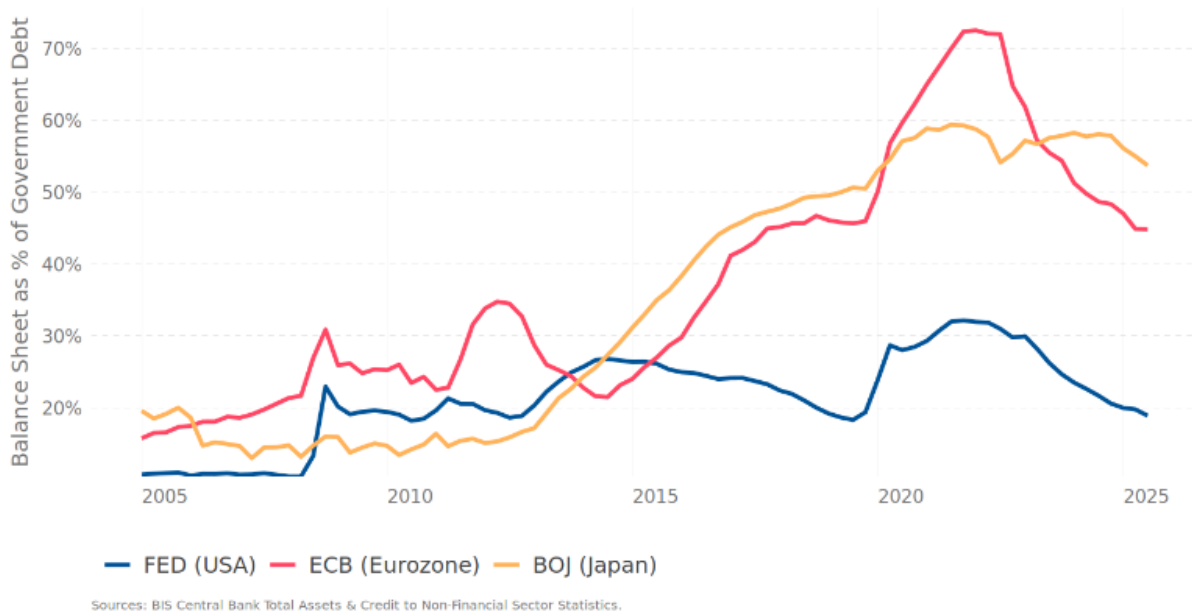


ABBILDUNG 6 · Bilanzsummen Fed, EZB, BoJ in % der jeweiligen Staatsverschuldung, 2005–2025. Quelle: BIS.

<p>OECD BIS 2026</p> <p>~ 45%</p> <p>Anteil bestehender Schulden, die refinanziert werden müssen.</p>	<p>REFI-VOLUMEN</p> <p>~ 18 Bio. \$</p> <p>Bis 2026 fällig — in ein dünneres Käuferumfeld.</p>	<p>USA · EMISSIONEN 2025</p> <p>9,2 Bio. \$</p> <p>Großteil davon kurzfristig zu refinanzieren.</p>
--	---	--

Während Staaten immer größere Volumen refinanzieren, versuchen Zentralbanken gleichzeitig ihre Bilanzen zu reduzieren. Dadurch entsteht erstmals seit vielen Jahren wieder ein strukturelles Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage. In einem hoch verschuldeten System werden höhere Inflationsraten deshalb tendenziell eher toleriert als dauerhaft sehr hohe Finanzierungskosten.

3 · Inflation bleibt strukturell über dem Ziel.

Sowohl in den USA als auch in der Eurozone ist die Inflation zwar von ihren Hochpunkten zurückgekommen, bleibt jedoch deutlich hartnäckiger als im alten Regime und lässt sich nur schwer nachhaltig zurück in Richtung des Zwei-Prozent-Ziels führen.

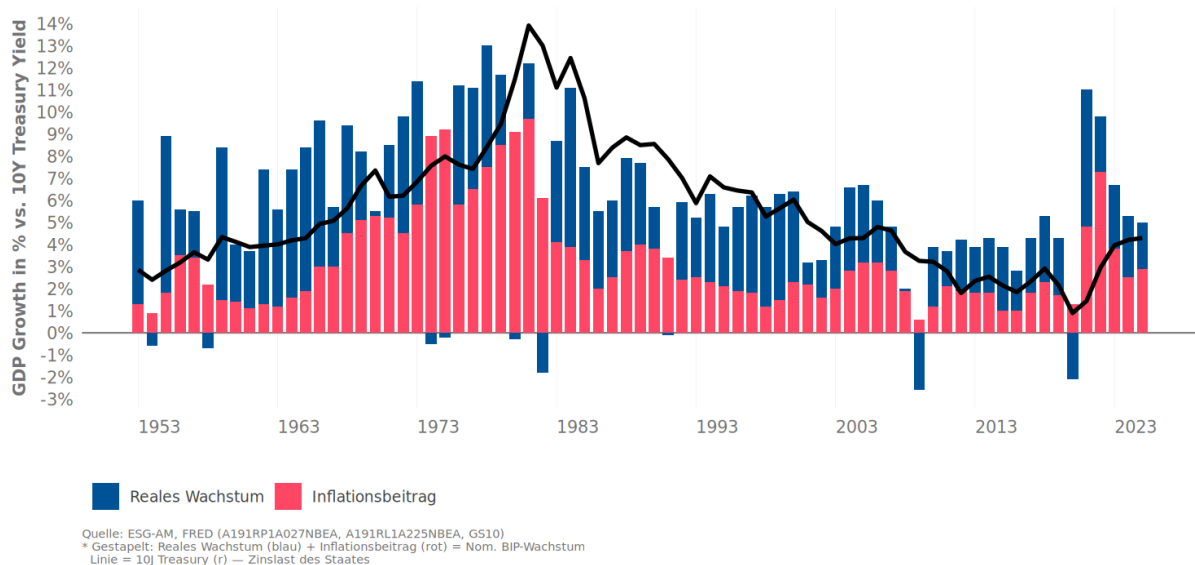


ABBILDUNG 7 · Nominales US-BIP zerlegt in reales Wachstum (blau) und Inflationsbeitrag (rot), gegen 10J-Treasury (Linie). Quelle: ESG-AM, FRED.

Inflation dürfte im neuen Regime strukturell höher bleiben, ganz im Sinne von "higher for longer". Besonders relevant: ein wachsender Teil des nominalen Wirtschaftswachstums entsteht heute nicht mehr allein aus realem Wachstum, sondern zunehmend aus Inflation selbst. Dadurch entsteht schleichend eine strukturelle Abhängigkeit von etwas höherer Inflation.

4 · Schwere Rezessionen werden fiskalisch schwer tragbar.

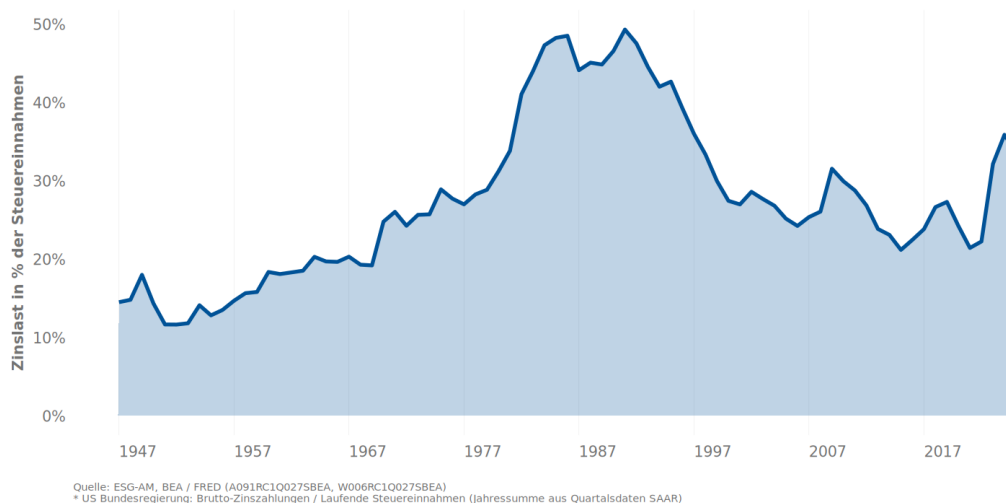


ABBILDUNG 8 · US-Zinslast in % der laufenden Steuereinnahmen. Brutto-Zinszahlungen ÷ laufende Steuereinnahmen. Quelle: ESG-AM, BEA / FRED.

Bereits heute fließt **rund ein Drittel der US-Steuereinnahmen** allein in die Bedienung der Staatsschulden. Dadurch werden stärkere Rezessionen zunehmend problematisch — ein Abschwung würde Steuereinnahmen senken, während Defizite und Emissionen weiter ansteigen würden.

Im Zweifel erscheint etwas höhere Inflation kurzfristig tragbarer als eine Rezession mit steigenden Defiziten und zusätzlichem Stress im Finanzsystem.

7 · AUSWEGE

Auswege aus dem Schuldendilemma.

Wie kommen Staaten aus einem solchen Schuldensystem wieder heraus? Die historische Antwort darauf ist ernüchternd: Hohe Staatsschulden wurden praktisch nie schmerzfrei abgebaut. So unterschiedlich die Instrumente wirken mögen, sie haben letztlich denselben Nebeneffekt: Die Kosten werden schrittweise auf Sparer, Anleger oder die Realwirtschaft übertragen.

METHODE	Impakt	WIRKUNG	AUSWIRKUNG	EINSATZ
Inflation	AKTIV	Kaufkraftverlust	Staat entschuldet real	USA / EU seit 2021
Währungsabwertung	AKTIV	Importinflation	Verbessert Exportwettbewerb	Japan seit 2013
Financial Repression	AUFKOMMEND	Zwangsanlage in Staatspapieren	Tiefe Zinsen trotz Inflation	Nähe zu Yield-Curve-Control
Transfer	AUFKOMMEND	Höhere Steuern	Entlastet Schuldnerstaat sofort	EU NextGen Fund 2021–26
Sparen	AUFKOMMEND	Weniger Leistung / höhere Steuern	Kann Rezession auslösen	UK 2010, Griechenland 2012
Schuldenschnitt	EXTREM	Verlust für Gläubiger	Massiver Vertrauensverlust	Griechenland 2012, Argentinien
Wachstum	STRUKTURELL	Mischung, wenn gut kalibriert	Nenner-Effekt: Schulden/BIP sinkt	KI-Boom als Hoffnungsträger
Beautiful Deleveraging	AKTIV	Mischung aller Belastungen	Wachstum über Zinszahlungen	Global beobachtbar

Tabelle 1: Übersicht der historischen Entschuldungswege. Quelle: ESG-AM.

Der wahrscheinlichste Weg dürfte nicht in einer einzelnen Maßnahme liegen, sondern in einer Kombination mehrerer Instrumente, einem sogenannten "Beautiful Deleveraging": ein langsamer, schleichender Schuldenabbau über etwas höhere Inflation, nominales Wachstum und finanzielle Repression.

„ Staaten gehen selten bankrott. Sie entwerten vorher in der Regel das Geld ihrer Gläubiger.“

8 · IMPLIKATIONEN

Zinsrisiken müssen neu gedacht werden.

Für Investoren hat dieses Regime unmittelbare Konsequenzen. Der strukturelle Zinsdruck bleibt erhöht — und genau darin liegt das Problem klassischer, konzentrierter AAA-Portfolios mit langen Laufzeiten. Was über Jahrzehnte als besonders konservativ galt, entwickelt sich zu einem einseitigen Exposure gegenüber genau jenem Risiko, das strukturell zunimmt.

Klassische Staatsanleihen-Portfolios:

- bieten nur begrenzte Ertragspuffer gegen Zinsschocks,
- reagieren empfindlich auf dauerhaft höhere Renditen,
- binden Kapital oft über lange Erholungsphasen,
- und bleiben besonders anfällig für finanzielle Repression.

Ein konzentriertes Staatsanleihen-Portfolio ist damit heute nicht automatisch defensiv. Die naheliegende Antwort lautet Diversifikation — nicht als akademische Optimierungsübung, sondern als strategische Notwendigkeit.

Kredit als Diversifikator zum Zinsrisiko.

Während langlaufende Staatsanleihen ihre Sensitivität fast ausschließlich aus dem Zinsrisiko beziehen, weisen Unternehmensanleihen insbesondere im Cross-over- und High-Yield-Bereich eine deutlich höhere Kreditkomponente bei gleichzeitig kürzerer Duration auf.

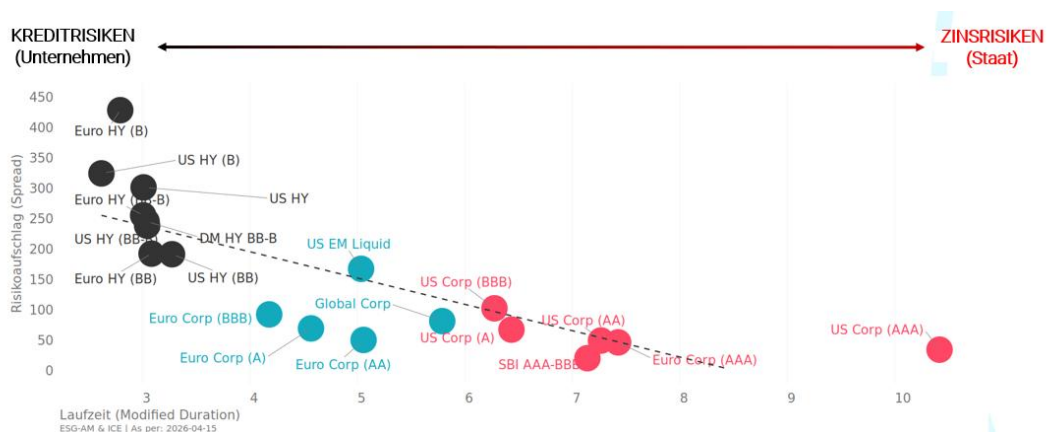


ABBILDUNG 9 · Spread gegenüber Modified Duration ausgewählter Anleihesegmente. Quelle: ESG-AM & ICE, per 15.04.2026.

„ *Das nächste Jahrzehnt dürfte weniger vom Kreditrisiko als vielmehr vom Zinsrisiko geprägt sein.*

— DIE ENTSCHEIDENDE SCHLUSSFOLGERUNG

Wer Anleiheportfolios bislang primär über Bonität und Laufzeit gesteuert hat, wird künftig stärker über die zugrunde liegenden Risikofaktoren denken müssen, also über Duration, Spread und Währung.

FAZIT

Das alte Normal ist zurück.

Die fiskale Dominanz ist aus unserer Sicht kein vorübergehendes Phänomen, sondern Ausdruck eines strukturellen Regimewechsels. Hohe Staatsschulden, steigender Refinanzierungsdruck und strukturell höhere Inflation beginnen die Freiheitsgrade der Geldpolitik zunehmend einzuschränken.

Für Investoren bedeutet das vor allem eines: **Zinsrisiken müssen wieder aktiv gemanagt werden**, statt sie wie in den vergangenen Jahrzehnten als verlässlichen Rückenwind vorauszusetzen. Gerade klassische Staatsanleihen-Portfolios dürften in diesem Umfeld zunehmend an ihre Grenzen stoßen. Entscheidend wird deshalb eine breitere Diversifikation über Risikofaktoren, Segmente und Regionen hinweg.

In einem Regime strukturell höherer Inflation und Zinsen erscheint insbesondere ein breit diversifizierter, faktorbasierter Kreditansatz zunehmend attraktiv. Denn das nächste Jahrzehnt dürfte weniger von fehlender Liquidität oder zu tiefen Zinsen geprägt sein, sondern vielmehr von der **Rückkehr struktureller Finanzierungskosten**.



CIO VIEW · AUSGABE 06

Mai 2026 · CIO Investment Office

Autor: Robert C. Koch, Chief Investment Officer

Diese Publikation dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung noch ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Quellen wie angegeben. © 2026 ESG-AM.