



Fiskaldominanz

Das Ereignis

Am Mittwoch, dem 19. August, kündigte US-Finanzminister Scott Bessent an, die Rückkäufe von Staatsanleihen mit 10 bis 30 Jahren Laufzeit mindestens zu verdoppeln. Die Obergrenze pro Rückkauftermin steigt von 2 auf 4 Milliarden Dollar. Da bis zum 4. November sieben solcher Termine anstehen, entspricht das über die gesamte Programmdauer einer zusätzlichen Rückkaufkapazität von rund 14 Milliarden.

Diese Zahl verdient einen Moment Aufmerksamkeit. Nicht die gesamte US-Staatsschuld ist handelbar: Von den 40 Billionen Dollar Bruttoverschuldung entfallen 7 bis 8 Billionen auf Papiere, die der Staat bei seinen eigenen Sozialversicherungsfonds hält. Diese werden nicht gehandelt und kommen für einen Rückkauf nicht in Frage. Es bleiben rund 32 Billionen in privaten Händen, davon etwa 5.3 Billionen im langen Laufzeitbereich, den Bessent adressiert. Die Aufstockung beträgt damit gut ein Viertelprozent des relevanten Segments.

Das Instrument selbst ist zudem weder neu noch eine Erfindung dieser Regierung. Janet Yellen richtete das Rückkaufprogramm 2024 ein und legte dabei die Obergrenzen fest, die bis vergangene Woche galten: 4 Milliarden pro Termin für Laufzeiten bis zehn Jahre, 2 Milliarden für alles darüber. Bessent hat diese Architektur übernommen und nun lediglich die tiefere der beiden Grenzen an die höhere angeglichen. Das lange Ende erhält damit, was der Rest der Zinskurve seit zwei Jahren hat. Auch der Terminplan folgt keiner kurzfristigen Eingebung: Die sieben Rückkauftermine zwischen dem 9. September und dem 4. November stehen seit Jahren im Kalender.

Wer also nach einer geldpolitischen Zeitenwende sucht, findet sie hier nicht. Und trotzdem hat diese Ankündigung

eine Woche lang die Märkte beschäftigt. Das ist der eigentlich interessante Befund: Die Wirkung liegt nicht im Betrag, sondern im Signal.

Die Marktreaktion und ihre Halbwertszeit

Auslöser war die Rendite der 30-jährigen US-Staatsanleihe. Sie hält sich seit Wochen über 5.2 Prozent, kletterte am Montag, dem 17. August, auf über 5.3 Prozent und tendierte weiter nach oben. Das ist der höchste Stand seit 2007. Zwei Handelstage später griff Bessent ein.

Die Sofortreaktion fiel deutlich aus. Die 30-jährige Rendite fiel um rund 10 Basispunkte, der Dollar gab gegen sämtliche G10-Währungen nach, der Dollarindex verlor 0.8 Prozent, Gold stieg über 4 Prozent, die Aktienmärkte zogen an. Am Folgetag war die Bewegung am Anleihenmarkt vollständig zurückgedreht. Die 30-jährige Rendite stand wieder bei rund 5.26 Prozent, praktisch auf dem Ausgangsniveau, die zehnjährige zurück bei etwa 4.7 Prozent.

Wenn eine Behörde in einen Markt eingreift, wird sie getestet. Solche Eingriffe bleiben selten Einzelfälle, weil sie eine Dynamik erzeugen, in der die Behörde ihre Position immer wieder verteidigen muss. Der Test kam hier innerhalb von 24 Stunden, und das Ergebnis war eindeutig. Bemerkenswert ist, was nicht zurückgedreht wurde. Der Dollar behielt seine Abwertung, gegenüber dem Franken minus 1.8 Prozent. Gold hielt seinen Anstieg. Anders gesagt: Der Anleihenmarkt hat die Intervention verworfen, der Devisenmarkt und die Edelmetalle haben sie akzeptiert. Wenn Interventionen die Renditen nicht dauerhaft drücken können, verlagert sich der Anpassungsdruck in die Währung und in Realwerte.

Warum eine Intervention dieser Grössenordnung überhaupt nötig wurde, und warum sie so wenig bewirkte, erklärt sich erst mit Blick auf die Bilanz dahinter.

Der Haushalt hinter den Anleihen

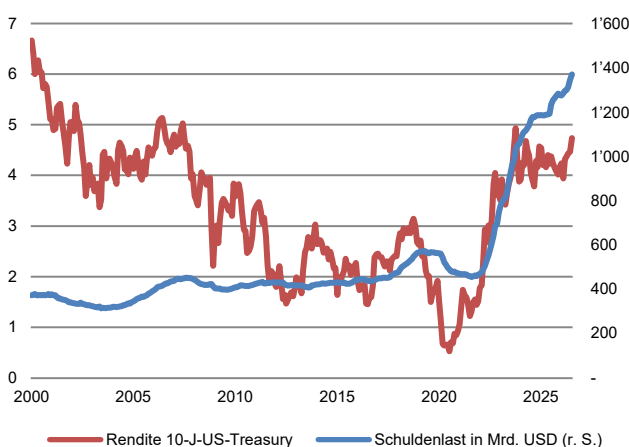
Am 18. August überschreitet die US-Bruttostaatsverschuldung 40 Billionen Dollar, rund 123 Prozent der jährlichen Wirtschaftsleistung und etwa 117'000 Dollar je Einwohner. Vor zehn Jahren waren es 19.4 Billionen.

Aussagekräftiger als das Niveau ist das Tempo. Für die Strecke von 39 auf 40 Billionen brauchte der Staat 154 Tage. Für die Strecke von 19 auf 20 Billionen, also einen prozentual grösseren Schritt, brauchte er 588. Das jährliche Defizit liegt bei rund 2 Billionen, oder 5.8 Prozent der Wirtschaftsleistung, und allein im Juli fehlten 432 Milliarden, der höchste Monatswert seit über fünf Jahren. Eine Konsolidierung ist nicht in Sicht: Die Regierung weitet die Ausgaben aus, will die Steuern nicht erhöhen, und der Krieg im Nahen Osten kostet zusätzlich. Hinzu kommt eine Belastung, mit der niemand gerechnet hatte. Nachdem der Supreme Court im Februar die Zölle für rechtswidrig erklärte, muss Washington schätzungsweise 165 bis 175 Milliarden an Zolleinnahmen zurückzahlen.

Die eigentliche Zahl ist der Zinsaufwand

Wer verstehen will, warum das lange Ende der Zinskurve plötzlich politisch relevant geworden ist, sollte nicht auf den Schuldenstand blicken, sondern auf die Kosten seiner Bedienung.

Der Bruttozinsaufwand des US-Staates liegt derzeit bei rund 1'370 Milliarden Dollar pro Jahr. Im Jahr 2021 waren es 450 Milliarden. Umgerechnet zahlen die USA rund 3.7 Milliarden Dollar Zinsen pro Tag. Der Posten übersteigt inzwischen das gesamte Verteidigungsbudget, und er wächst weiter: In den ersten zehn Monaten des laufenden Fiskaljahres stieg er um 10.6 Prozent gegenüber der Vorjahresperiode.



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Der Chart macht deutlich, warum das erst jetzt sichtbar wird. Zwischen 2000 und 2021 wuchs die Schuld kräftig, doch die Zinslast blieb nahezu flach. Der Grund liegt in der roten Linie: Solange die Renditen fielen, wurden fällige Anleihen laufend zu tieferen Sätzen ersetzt. Sinkende Zinsen kompensierten steigende Volumen. Seit 2022 wirken beide Kräfte in dieselbe Richtung, und die blaue Linie steigt fast senkrecht.

Das ist der Kern des Problems, und er ist frappierend simpel. Rund ein Drittel der handelbaren Schuld wird innerhalb von zwölf Monaten fällig. Zusätzlich laufen 2027 und 2028 rund 6.1 Billionen aus, überwiegend zu Sätzen begeben, die deutlich unter den heutigen liegen. Jede dieser Refinanzierungen verteuert den Schuldendienst. Und je kurzfristiger der Staat sich finanziert, desto schneller schlägt jede Zinsbewegung durch.

Warum sich das selbst verstärkt

Damit entsteht eine Rückkopplung, die man einmal ausgesprochen haben muss. Höhere Renditen erhöhen den Zinsaufwand. Ein höherer Zinsaufwand vergrössert das Defizit. Ein grösseres Defizit erzwingt zusätzliche Anleiheemissionen. Und mehr Emissionen bedeuten, dass private Investoren noch mehr Laufzeitrisiko übernehmen müssen, wofür sie eine höhere Entschädigung verlangen. Damit schliesst sich der Kreis.

Verschärft wird das durch die Struktur der Ausgaben. Sozialversicherung und Gesundheitsprogramme, Zinsen und Veteranenleistungen zusammen beanspruchen bereits rund 105 Prozent der Staatseinnahmen, und das bei Einnahmen nahe ihrem Allzeithoch. Diese Verpflichtungen wachsen mit etwa 7.5 Prozent pro Jahr, die Einnahmen mit 4. Es handelt sich zudem nicht um Verpflichtungen, die sich wegdiskutieren lassen: Renten, medizinische Leistungen und Veteranenansprüche sind gesetzlich zugesagt, demografisch determiniert und politisch unantastbar. Rund die Hälfte der Staatseinnahmen stammt aus der Besteuerung von Arbeit, was die Einnahmenseite konjunkturanfällig macht.

Es ist kein rein amerikanisches Problem

Was in Washington passiert, passiert überall. Die langfristigen Renditen erreichten vergangene Woche gleichzeitig in Deutschland, Grossbritannien, Frankreich und Japan Mehrdekadenhochs. Frankreich zahlt für zehnjährige Anleihen 4.12 Prozent, den höchsten Satz seit Oktober 2008, und wendet 2026 rund 77 Milliarden Euro für den Schuldendienst auf nach 66 Milliarden im Vorjahr. Zehnjährige Bundesanleihen rentieren bei 3.25 Prozent, dem höchsten Stand seit 2011.

Das Muster ist überall dasselbe. Die Staatshaushalte geraten in Schieflage, die Schuldenmengen wachsen, und weil das Zinsniveau gestiegen ist, wächst die Zinslast schneller als die Schuld. Gleichzeitig verlangen die Märkte eine höhere Laufzeitprämie, also einen Aufschlag dafür, Geld über lange Zeiträume zu binden. Die Zinskurven werden steiler. Die Schweiz bildet weiterhin die Ausnahme. Hohe Stabilität, tiefe Inflation, wenig Schulden, kein Ausbruch der langfristigen Zinsen. Näher an ein kontrolliertes Experiment kommen Finanzmärkte selten heran.

Unsere Lesart

Wir halten die Rückkäufe nicht für ein isoliertes Ereignis, sondern für einen Baustein in einer engeren Zusammenarbeit zwischen Finanzministerium und Notenbank. Für diese Konstellation gibt es einen Begriff: Fiskaldominanz.

Gemeint ist damit eine Verschiebung der Prioritäten. Eine unabhängige Notenbank richtet ihre Politik am Preisniveau aus. Unter Fiskaldominanz richtet sie sich faktisch daran aus, dass der Staat seine Schulden bedienen kann. Formal bleibt die Unabhängigkeit bestehen, praktisch schrumpft der Spielraum: Zinsen hoch genug anzuheben, um die Inflation entschlossen zu brechen, würde den Haushalt überfordern. Die USA sind dabei der grösste, aber nicht der einzige Fall.

Eine Schuldenlast lässt sich auf vier Wegen abbauen. Man kann sparen, was politisch kaum durchsetzbar ist. Man kann Steuern erhöhen, was ebenfalls unpopulär ist. Man kann die Zahlung einstellen, was ein Staat mit Schulden in eigener Währung nicht nötig hat, weil er sie im Zweifel selbst drucken kann. Oder man kann sie über die Zeit entwerten, indem man die Zinsen unter der Inflationsrate hält. Der Fachbegriff dafür lautet finanzielle Repression, und sie ist der einzige der vier Wege, der ohne Parlamentsbeschluss auskommt und den Betroffenen kaum auffällt. Die USA haben ihn zwischen 1942 und 1951 bereits einmal beschritten, damals mit einer Deckelung der zehnjährigen Rendite bei 2.5 Prozent. Anleiheinvestoren erlitten in der Folge über Jahre negative Realrenditen.

Wer die Rückkäufe verstehen will, sollte deshalb nicht bei ihnen anfangen, sondern bei der Frage, was Washington überhaupt anstrebt. Die Antwort liegt weniger im Handeln des Finanzministeriums als in den Äusserungen der Notenbank. Fed-Chef Warsh wurde nach seiner letzten Pressekonferenz von vielen Kommentatoren als unklar beschrieben. Wir halten seine Botschaft für gut lesbar, wenn man zwei Aussagen nebeneinanderlegt.

Erstens: Er akzeptiert steigende Renditen am langen Ende. Die Wirtschaft wächst kräftig, und der Anleihemarkt soll sich daran anpassen. In seinen Worten sollen die Märkte einen Teil der Straffungsarbeit übernehmen, die sonst die Notenbank leisten müsste. Steigende Langfristzinsen bremsen Bautätigkeit, Investitionen und Konsum, ohne dass die Fed den Leitzins anheben und damit den Schuldendienst des Staates verteuern muss.

Zweitens, und das wird meist überhört: Er hält gleichzeitig ausdrücklich an einem reichlichen Liquiditätsangebot fest. Wer wirklich straffen will, entzieht dem Geldmarkt Liquidität. Genau das geschieht nicht.

Der Einwand liegt auf der Hand, und er ist berechtigt: Das Protokoll der Juli-Sitzung liest sich restriktiv. Drei Mitglieder stimmten für eine Erhöhung, weitere befürworteten eine Straffung, falls die Inflation nicht sinkt, und Warsh hat das Zwei-Prozent-Ziel unmissverständlich bekräftigt. Wir halten diesen Widerspruch für auflösbar. Die Rhetorik richtet sich an das kurze Ende und an die Inflationserwartungen, die Bilanzentscheidungen betreffen das lange.

Wenn das lange Ende steigen darf und das kurze Ende durch reichliche Liquidität verankert bleibt, dann ist das Resultat eine steilere Zinskurve. Sie bremst die Wirtschaft dort, wo Bremsen wirkt, nämlich bei langfristigen Finanzierungen. Sie hält gleichzeitig die kurzfristigen Zinsen tief, über die sich der Staat inzwischen überwiegend finanziert. Und genau hier fügt sich der Rückkauf ein.

Operation Twist (again)

Der Staat kauft lange Papiere zurück und finanziert das über kurzfristige Emissionen. Danach hat er gleich viel Schulden, aber eine andere Fälligkeitsstruktur. Das Risiko wird entlang der Kurve umverteilt, nicht reduziert. Wer seine Hypothek von zehn auf zwei Jahre umstellt, hat nicht weniger Schulden. Er hat nur früher wieder ein Gespräch mit der Bank. Notiz am Rande: Bessent kritisierte genau dieses Instrument im Jahr 2024 scharf, als Yellen es einsetzte. Wir werten das nicht moralisch. Wer ein Instrument übernimmt, das er selbst verurteilt hat, tut das selten aus Überzeugung.

Die Zinspolitik ist nur die eine Hälfte. Die andere ist die Ausgabenseite, und sie folgt einer erkennbaren Logik. Bessent hat sie selbst formuliert: Nachdem die Wall Street ihren Tag hatte, sei nun die Main Street an der Reihe. Übersetzt heisst das: gezielte Fiskalausgaben statt breiter Stimulierung. Verteidigungsbeschaffung, strategische Allianzen, kritische Rohstoffe, Energieinfrastruktur. Das sind Programme, die im Inland Aufträge erzeugen, Ar-

beitsplätze schaffen und die industrielle Basis stärken sollen. Man mag über die Zielgenauigkeit streiten. Über die Grössenordnung nicht. Ein Defizit von rund 6 Prozent der Wirtschaftsleistung ist ein erheblicher Konjunkturimpuls, und zwar in einer Phase, in der die Wirtschaft ohnehin wächst und die Arbeitslosigkeit tief ist. Das erklärt einen Teil der Stärke, die viele Beobachter an der US-Konjunktur aktuell bewundern, und es erklärt zugleich, warum die Inflation nicht auf 2 Prozent zurückkehrt.

Geht Amerika bankrott?

Die Frage liegt nahe, und sie lässt sich präziser beantworten, als die Debatte vermuten lässt. Die Schuldenquote allein taugt dafür nicht. Russland scheiterte 1998 bei einer Quote deutlich unter 100 Prozent, Argentinien 2001 ebenfalls. Japan lebt seit Jahren mit über 200 Prozent. Es gibt keine Schwelle, ab der ein Staat kippt, und wer eine sucht, wird enttäuscht.

Was Staatsschuldenkrisen tatsächlich vorhersagt, ist das Verhältnis des realen Zinses gegenüber dem realen Wirtschaftswachstum. Solange eine Volkswirtschaft schneller wächst, als sie real Zinsen zahlt, sinkt die Schuldenquote selbst dann, wenn der Staat seinen Haushalt vor Zinsen nur ausgleicht. Kehrt sich das Verhältnis um, beginnt die Selbstverstärkung, die wir oben beschrieben haben. Alle grossen Staatsausfälle der jüngeren Geschichte, Griechenland, Argentinien, Russland, Venezuela, Sri Lanka, hatten dieses Merkmal gemeinsam, und zwar unabhängig von ihrer Schuldenquote.

Wo stehen die USA? Der gewichtete Durchschnittszins auf die ausstehende Schuld liegt bei rund 3.4 Prozent, die Jahresteuern bei etwa 3.4 Prozent. Real zahlt Washington also derzeit praktisch nichts. Dem steht ein reales Trendwachstum gegenüber, das Congressional Budget Office (CBO) und Notenbank übereinstimmend bei rund 1.8 Prozent verorten. Nach diesem Massstab ist die Situation noch nicht alarmierend. Entscheidend ist, dass diese Differenz sich nicht dauerhaft umkehrt. Sie ist ein wichtiger Grund, warum die Schuldenlast heute tragbar bleibt, und sie ist es nur, solange die realen Finanzierungskosten unter dem realen Wachstum liegen.

Von den 5.8 Prozent Defizit entfallen 3.2 Prozentpunkte auf Zinsen, es bleibt ein Primärdefizit von rund 2.6 Prozent. Ohne Primärüberschuss steigt die Quote weiter, und jedes Jahr mit höheren Zinsen schmälert den Spielraum für alles andere. Das CBO erwartet für 2036 einen Schuldenberg von rund 136 Prozent der Wirtschaftsleistung, und einen Anstieg der Zinskosten im selben Zeitraum von 19 auf 26 Prozent der Staatseinnahmen.

Die Analystin Lyn Alden hat dafür den treffenden Ausdruck geprägt, dass nichts diesen Zug aufhält («nothing stops this train»). Sie nennt sechs Treiber: die unterfinanzierte Sozialversicherung, hohe Gesundheitskosten, hohe Verteidigungsausgaben, den wachsenden Zinsaufwand, die politische Polarisierung und die Abhängigkeit der Steuereinnahmen von den Finanzmärkten. Vier davon sind politischer Natur und lassen sich nicht verwalten, sondern nur entscheiden. Diese Entscheidungen fallen nicht, und sie werden auch in der nächsten Legislaturperiode nicht fallen.

Was wir also beobachten, ist kein unmittelbar bevorstehender Bankrott, sondern ein Zustand, in dem die Schuldenlast nicht mehr von selbst schrumpft, sondern aktiv bewirtschaftet werden muss, um die reale Zinslast tief, wenn möglich gar negativ zu halten, notfalls mit der brachialen Zinskurvenkontrolle. Anhand der jüngsten Ereignisse hat diese Bewirtschaftung bereits begonnen.

Warum der Dollar nicht kollabiert

Wenn also Einfluss auf die Zinsen genommen wird, verlagert sich der Druck auf die Währung. Weltweit bestehen Billionen Dollar an Schulden ausserhalb der USA. Wer Dollar schuldet, braucht Dollar, unabhängig davon, was er von der amerikanischen Fiskalpolitik hält. Diese Nachfrage ist vertraglich fixiert und lässt sich nicht kurzfristig umgehen. Sie ist der Grund, warum sich die Dollar-Geldmenge erheblich ausweiten lässt, ohne dass die Währung ihre Funktion verliert.

Hinzu kommt das relative Argument. Wechselkurse messen keine absolute Kaufkraft, sondern das Verhältnis zweier Währungen zueinander. Wenn Japan, Grossbritannien, Frankreich und die Eurozone dieselben Probleme haben und mit denselben Mitteln reagieren, zeigt der Wechselkurs davon weniger als man denken mag.

Sichtbar wird die Entwertung folglich nicht im Devisenmarkt, mit Ausnahme des strukturell starken Schweizer Frankens, sondern gegenüber Massstäben, die sich nicht beliebig vermehren lassen, wie dem Gold.

Ein Thermometer ohne bekannten Siedepunkt

Wie also lässt sich diese Lage einordnen? Am ehesten wie ein Thermometer und ein Siedepunkt, den niemand genau kennt. Die Temperatur steigt messbar: Die Verschuldung wächst, die Zinslast wächst schneller. Das alles lässt sich beobachten. Was sich nicht beobachten lässt, ist die Marke, bei der das System in einen anderen Zustand übergeht. Unsere Erwartung ist, dass es zum

Siedepunkt gar nicht kommt. Vorher wird die Politik eingreifen. Die Ankündigung der vergangenen Woche lesen wir als erneuten Schritt in diese Richtung.

Eine steilere Zinskurve wird derzeit in Kauf genommen, aber bereits mit Interventionen «massiert». Steigen die langen Renditen künftig jedoch zu stark an, halten wir eine Form von Zinskurvenkontrolle für den wahrscheinlichsten nächsten Schritt: erst inoffiziell über intensivere Rückkäufe, Emissionssteuerung und Interventionen, dann, falls nötig, auch explizit: Bis X Prozent und nicht weiter.

Den nächsten Prüfstein liefert Jackson Hole vom 27. bis 29. August. Das Symposium ist keine Zinssitzung, aber die erste zusammenhängende Gelegenheit, die Reaktionsfunktion dieser Fed zu lesen. Äusserungen zur Inflationsstoleranz, zur Bilanzpolitik oder zum Verzicht auf Vorabsteuerung können die Laufzeitprämie unmittelbar bewegen.

Im Westen nichts Neues

Für Anleger ist die Konsequenz wichtiger als der Mechanismus. Eine Politik, die die Nominalzinsen deckelt, während die Inflation darüber liegt, erzeugt negative Realrenditen. Genau das ist der Punkt, denn nur so lässt sich eine Schuldenlast abtragen, ohne zu sparen und ohne Steuern zu erhöhen.

Daraus folgt unsere Positionierung, und sie ist keine neue. Realwerte profitieren in diesem Umfeld, weil sie nicht beliebig vermehrbar sind. Gold steht dabei an erster Stelle. Die Notenbanken der Schwellenländer haben das längst verstanden und kaufen seit Jahren zu, auch um ihre Dollar-Reserven zu diversifizieren.

Unsere Realwertstrategie bleibt deshalb auch nach mehreren Jahren intakt. Sie war nie eine Wette auf einen Zusammenbruch. Sie ist eine Wette darauf, dass Staaten ihre Schuldenlast über die Entwertung der Währung bewirtschaften, weil alle anderen Wege politisch zu teuer sind. Die vergangenen Wochen haben deshalb nichts geliefert, was unsere Positionierung in Frage stellt.

Woran würden wir merken, dass wir falschliegen? Wenn die zehnjährige Rendite nachhaltig und deutlich steigt, ohne dass Washington abermals reagiert, ist unsere These beschädigt. Dann wäre die Bereitschaft, höhere Finanzisierungskosten zu tragen, grösser als von uns unterstellt.

Disclaimer: Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Ansichten beruhen auf Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Dennoch können wir weder für die Zuverlässigkeit noch für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Quellen garantieren. Sämtliche Informationen werden ohne Mängelgewähr und ohne ausdrückliche oder stillschweigende Zusicherungen oder Gewährleistungen zur Verfügung gestellt. Diese Informationen und Ansichten dienen rein zu Informationszwecken und begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zur Tätigung sonstiger Transaktionen. Interessierten Investoren empfehlen wir dringend, ihren persönlichen Anlageberater zu konsultieren, bevor sie auf der Basis dieses Dokumentes Entscheidungen fällen, damit persönliche Anlageziele, finanzielle Situation, individuelle Bedürfnisse und Risikoprofil sowie weitere Informationen im Rahmen einer umfassenden Beratung gebührend berücksichtigt werden können. Wir übernehmen keine Haftung für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der bereitgestellten Informationen und Ansichten. Soweit gesetzlich zulässig schliessen wir jede Haftung für direkte, indirekte oder Folgeschäden aus, einschliesslich entgangenen Gewinns, die aufgrund der publizierten Informationen entstehen.

Kontakt

Silvano Marchesi
Chief Investment Officer
+41 58 680 60 40

Christoph Sieger
Portfolio Manager
+41 58 680 60 56