

# teleskop

Investmentmagazin  
Nr. 11 06/2025



## Gute Schulden, schlechte Schulden

Die steigende Staatsverschuldung verringert den Spielraum.

## Gute und schlechte Schulden

3 | Europa will mehr in Rüstung investieren. Die USA verteilen Steuergeschenke. Am Ende steigen die Defizite und die Verschuldung. Denn die Meinungen darüber, was gute und was schlechte Schulden sind, gehen weit auseinander.

## Fünf Behauptungen zu Staatsschulden

16 | Lassen sich Schulden weginflationieren? Kann die Notenbank unendlich viele Staatsanleihen kaufen? Und ist eine hohe Verschuldung schlecht für die Währung? Wir überprüfen fünf Behauptungen auf ihren Wahrheitsgehalt.

## «Schuldenbremse sollte möglichst umfassend sein»

8 | Die Staatsfinanzen in den Griff zu kriegen, ist keine leichte Sache. Eine Schuldenbremse wie sie die Schweiz und Deutschland kennen, kann helfen, aber es braucht Disziplin, sagt Christoph Schaltegger, Professor für politische Ökonomie im Experteninterview.

## Warum zahlt Japan nicht höhere Zinsen?

10 | Für Private und Unternehmen ist der Zusammenhang klar: Je grösser die Verschuldung, desto höher der Zinssatz. Warum das bei Staaten anders ist.

## Ideen für Anleger

20 | (Staats-)Anleihen sind Teil von jedem gemischten Portfolio. Was es bei der Selektion zu beachten gilt. Zudem: Vier Aktien von Unternehmen, die von steigenden Staatsausgaben profitieren.

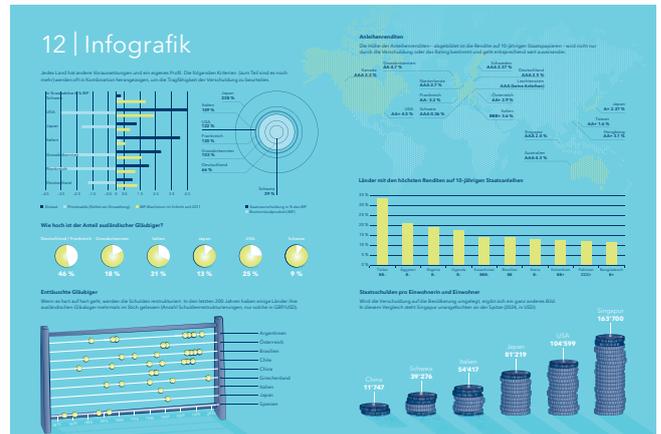
**Mein bestes und mein schlechtestes Investment**  
14 | Golferin Chiara Tamburlini über Konzentration und Tricks, um auf dem Platz cool zu bleiben.

**Werkstattbericht**  
7 | Der Multiplikatoreffekt kann dazu führen, dass Staatsausgaben mehr bewirken, als sie kosten.

**Die Person: Michael Milken**  
19 | Aufstieg und Fall des Junk-Bond-King.

**Ein bisschen besser**  
22 | Im Unternehmenssektor leidet die Bilanzqualität unter der im Schnitt höheren Schuldenlast.

**Einblicke**  
23 | Golf: Vorfreude auf das VP Bank Swiss Ladies Open.





## Bis es nicht mehr geht

### Liebe Leserin, lieber Leser

Wer hat es noch nie getan: einem Freund oder einer Freundin Geld ausgeliehen? Einmal ist keinmal. Wenn sich diese Person aber immer mehr leiht, und öfter mit Versprechungen bezahlt als mit Banknoten, dann braucht es eine Lösung. Entweder kommt mehr Geld rein, oder es geht weniger raus.

Bei Staaten ist es dasselbe. Nur sind die meisten Politiker nach ein paar Jahren wieder weg, die Generation, die Schulden macht, überlässt das Problem den Kindern. Beide geben sie die Verantwortung weiter. Ob und wann der Finanzmarkt zu neuen Anleihen «Danke, aber nein danke!» sagt, lässt sich nicht vorhersagen. Klar ist: Wenn das passiert, tut es weh.

Wir malen hier nicht den Teufel an die Wand. Es geht uns allen besser, wenn die USA ihre Fiskalposition stabilisieren können. Aber wir wollen in dieser Ausgabe zeigen, welche Faktoren wie zusammenspielen, damit eine höhere Staatsverschuldung tragbar ist (Seiten 3 und 10). Wir untersuchen vielgehörte Behauptungen rund ums Thema Schulden auf ihren Wahrheitsgehalt (Seite 16) und werfen auch einen Blick auf den Unternehmenssektor.

Andere Aspekte haben auch Platz: Wir porträtieren die Person, die vor rund 50 Jahren den Markt für US-Unternehmensanleihen aufgemischt hat. Ferner verrät die beste Schweizer Golfspielerin, Chiara Tamburlini, ihr bestes Investment.

Ich hoffe, Sie erleben beim Lesen viele Aha-Momente.

A stylized, handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Felix Brill'.

**Dr. Felix Brill**

Chief Investment Officer VP Bank



# Gute Schulden, schlechte Schulden

Europa will mehr investieren, ist aber hoch verschuldet. Die USA kürzen Steuern aber kaum die Ausgaben. Einfach sind Schulden nie, ebenso wenig neutral.

Felix Brill

Die Staatsverschuldung wird mindestens einmal im Jahr zum Thema, wenn das Parlament über das Haushaltsbudget berät. Dann wird gestritten, verhandelt, gedroht – und am Schluss eine Einigung gefunden. Das Budget sieht ein Defizit vor? Kein Problem, nehmen wir doch einfach neue Schulden auf. Die Parteilinien spielen bei dieser Entscheidung immer weniger eine Rolle.

Sich neu zu verschulden, geht so lange gut, bis es nicht mehr gut geht. Wann das der Fall ist, lässt sich schwer voraussagen. Ratingagenturen versuchen dieses Risiko zu bewerten. Sie prüfen die Schuldenfähigkeit und verteilen Noten. So hat zum Beispiel Moody's, die dritte der drei weltweit grössten Ratingagenturen, im Mai die Finanzkraft der USA herabgestuft. Damit sind die Vereinigten Staaten definitiv kein Triple-A-Land mehr, denn die anderen beiden Ratingagenturen hatten diesen Schritt schon früher vollzogen. Bleiben noch elf Länder, die von allen drei Agenturen mit der Top-Note ausgezeichnet sind. Vor der Finanzkrise, die 2007 begann, waren es noch 15.

## Ein grosses Minus

Im Spotlight der Finanzmärkte sind derzeit vor allem die Vereinigten Staaten. Regierung um Regierung erhöht die Verschuldung. Derzeit fehlen jährlich zwei Billionen Dollar in der Staatskasse, mehr als 7 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Und das ist erst der Anfang. Moody's warnt: Ohne Anpassungen könnten es in zehn Jahren 9 % sein. Ausser natürlich, die Einnahmen werden erhöht oder die Ausgaben gesenkt.

Donald Trump ist seine zweite Präsidentschaft mit dem Versprechen angetreten, das Defizit zu senken. Er berief

den Tesla-Milliardär Elon Musk als Kostensenker. Heraus kam ausser Chaos kaum etwas. Sicher, es wurden viele Staatsangestellte gefeuert. Aber unter dem Strich entlastet das den Staatshaushalt wenig. Das Ausgaben- und Steuersenkungspaket mit dem Namen «One Big Beautiful Bill Act» könnte die Verschuldung weiter dramatisch erhöhen, die Meinungen darüber gehen aber auseinander. So viel ist klar: Die Schuldenuhr tickt. Und mit fortschreitender Zeit steigt der Preis für neue Schulden.

## Globales Phänomen

Die USA stehen keineswegs allein da. Weltweit steigt die Verschuldung der Staaten und zu einem geringeren Teil auch die von Unternehmen (siehe Seite 22). Das zeigen Zahlen der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) mit ihren 38 Teilnehmerstaaten. Im Schnitt wiesen diese Staaten bereits 2011 eine Schuldenlast von 100 % des BIP aus, Ende 2024 waren es 113 %. In dieser Periode, geprägt erst durch die Eurokrise, dann die Niedrigzinsphase und zuletzt die weltweite Corona-Pandemie, haben nur 13 Länder die Schuldenlast verringern können. Auffallend gross war der Zuwachs in Griechenland, Japan, Spanien, Italien, Finnland und Australien. Und eben auch in den USA. Spitzenreiter unter den am meisten verschuldeten Ländern ist nach wie vor Japan (siehe Grafik Seite 4).

Der Anstieg der Verschuldung im Verhältnis zum BIP muss allein nichts bedeuten (siehe Seite 10). Für die Beurteilung der Verschuldung spielen zahlreiche Faktoren eine Rolle, darunter Zinsniveau, Wirtschaftswachstum, das Defizit vor Zinszahlungen, der Anteil der Gläubiger im Ausland und die Währung, in der sich ein Land verschul-

det. Aber es zählt eben noch mehr: Vertrauen in politische Prozesse, Vertrauen in die Währung. Würden diese Faktoren nicht irgendwie zusammenstimmen, hätte Japan schon längst ein Problem.

Darum hatten die USA bislang einen Sonderstatus. Denn der US-Dollar ist die globale Leitwährung. Solange Anleger weltweit auf ihn vertrauen, in Dollar denominierte Anlagen kaufen oder im Dollar handeln, kann sich die US-Regierung Spielräume leisten, die anderen verwehrt bleiben. Doch genau dieses Vertrauen steht auf dem Spiel. Seit Trump im Januar 2025 als Präsident zurückgekehrt ist, hat der Dollar spürbar an Wert verloren. Besonders deutlich wurde diese Entwicklung nach der Ankündigung neuer Importzölle Anfang April. Die Finanzmärkte reagierten mit Abverkäufen. Der Dollar geriet unter Druck. Die Aktienmärkte haben sich schnell wieder erholt. Der Dollar nicht. Die flapsige Handelspolitik - und möglicherweise auch die Finanzpolitik der Administration Trump - riskiert das wichtigste Kapital der USA: ihr weltweites Vertrauen. Wenn der Dollar an Strahlkraft verliert, wird auch Amerikas Schuldenmodell brüchig. Die Folgen wären global spürbar, auch in den Portfolios der Anleger. Denn Schulden abbauen, das zeigt die Geschichte, ist weder leicht, noch ohne Nebenwirkungen.

## Theorie trifft Wirklichkeit

Ökonomen lassen sich in puncto Beurteilung der Staatsschulden in verschiedene Lager einteilen. Die Anhänger der klassischen Theorie warnen: Staaten, die Schulden machen, verdrängen private Investitionen. Der Staat zieht als Top-Schuldner Kapital an, das nicht mehr für Private zur Verfügung steht. Es entsteht ein Verdrängungseffekt - das sogenannte Crowding-out. Für die klassische Lehre ist der Staat besser beraten, sich zurückzuhalten und der Marktlogik zu folgen (siehe Interview Seite 8). Die keynesianische Schule sieht es anders. Für sie sind Staatsschulden ein legitimes, sogar notwendiges Mittel. In konjunkturellen Abschwüngen wie zum Beispiel während der Corona-Pandemie soll der Staat einspringen, um die Nachfrage

« Ausnahmen werden zur Regel. Sparrunden sind politisch unbeliebt. »

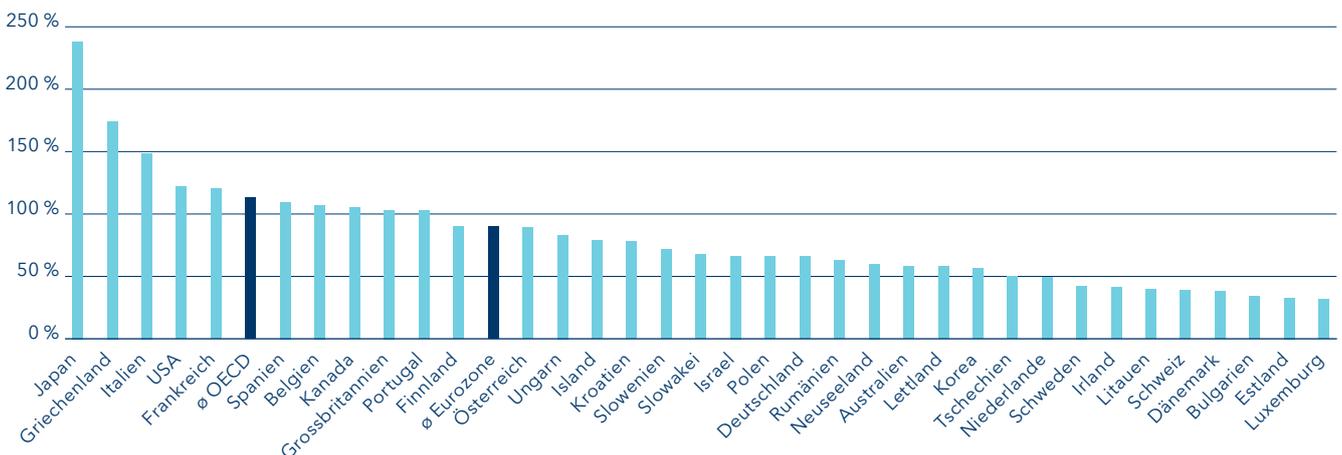
anzukurbeln und so die Arbeitslosigkeit zu begrenzen. Voraussetzung: In guten Zeiten wird gespart. Nur sieht die Realität meist anders aus. Ausnahmen werden zur Regel, denn Sparrunden sind politisch unbeliebt.

Die Modern Monetary Theory (MMT) geht noch weiter. Staaten mit eigener Währung müssen sich nicht verschulden wie private Haushalte, sagen ihre Vertreter. Sie können dank ihrer Notenbank Geld drucken, um Verpflichtungen zu bedienen. Die Grenze ist nicht die Schuldenquote, sondern die Inflation. Solange die Preise stabil bleiben, ist auch die Verschuldung kein Problem (siehe Seite 16). Das klingt bequem. Kritiker sehen darin eine Einladung zur Masslosigkeit und fragen: Was, wenn das Vertrauen in die Währung schwindet? Die Abwertung des US-Dollar im laufenden Jahr lässt grüssen.

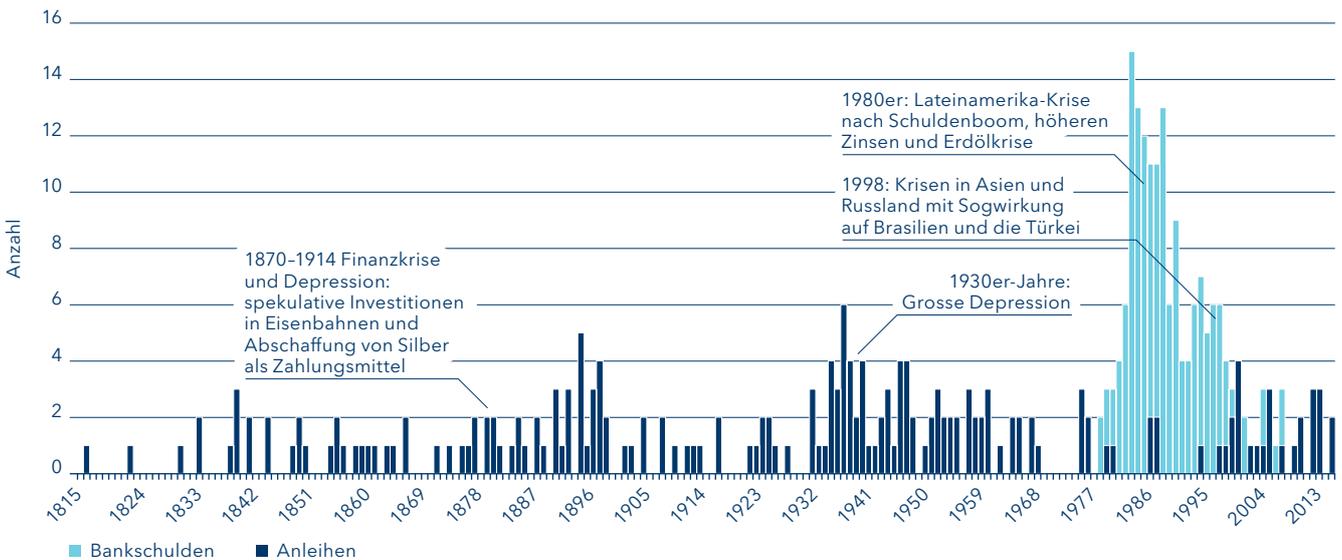
## Was wirkt, was schadet?

Die Theorie liefert Begriffe, zeigt Zusammenhänge auf. Die Praxis fragt: Was bringt's? Antwort: Zum Beispiel Multiplikatoreffekte (siehe Seite 7). Gibt der Staat mehr Geld aus, kann dies über Investitionen und Konsum zu zusätzlichem Wachstum führen, wobei der Umfang ein Mehrfaches beträgt. Aber nicht alle Ausgaben wirken gleich. Subventionen ohne Lenkungswirkung verpuffen. Projekte ohne Planung binden mehr Personal als sie Nutzen stiften. Und private Haushalte legen einen Teil der zusätzlichen Einkommen auf die Seite, weil sie wissen: Am Ende sind sie diejenigen, die dafür zahlen müssen.

Riesige Unterschiede bei der Verschuldung von OECD-Ländern (Staatsschulden in % Bruttoinlandprodukt)



## Umschuldungen staatlicher Schuldner (zulasten ausländischer Gläubiger, 1815 bis 2016)



«Gute Schulden» gestalten Zukunft. So die gängige Argumentation. Mit ihnen lassen sich Brücken, Strassen, Kommunikationsnetze sowie Schulen bauen und sie helfen dem Klimaschutz. Sie bringen Rendite, nicht nur in harter Währung, sondern in Form von Resilienz, Bildung, Wettbewerbsfähigkeit. Sie helfen, Krisen besser zu überstehen, neue Märkte zu erschliessen, Regionen zu verbinden. Dabei ist längst nicht jede Investition sinnvoll. Entscheidend sind Ziel, Planung und Kontrolle. Ein durchdachtes Infrastrukturprojekt kann Jahrzehnte tragen. Ein unkoordiniertes Förderprogramm kann binnen Monaten versickern. Gute Schulden brauchen Augenmass und eine Vorstellung davon, welche Rendite sie abwerfen. Eine Herausforderung in der politischen Realität.

### Oder alles gleich lassen

«Schlechte Schulden» dienen oft dazu, den Status quo aufrechtzuerhalten. Sie finanzieren Strukturen, die überholt sind. Oder sie erkaufen kurzfristige sozialen Frieden, ohne strukturelle Ursachen zu lösen. Klientelpolitik statt Transformation. Die Rechnung kommt später und fällt umso höher aus.

Bis dahin verschlingen Schuldzinsen einen immer grösseren Teil des Budgets. Die USA zahlen inzwischen fast 5 % des BIP pro Jahr, oder 13 % der Staatsausgaben, nur für ihre Schulden. Frankreich muss dagegen trotz vergleichbarer Schuldenquote bislang nur knapp 2 % des BIP aufwenden. In der gesamten OECD waren es im vergangenen Jahr etwas mehr als 2 %. Wer so viel für gestern zahlt, hat weniger für morgen übrig. Und ist verwundbarer, wenn die Zinsen steigen.

Besonders riskant sind schlechte Schulden in alternden Gesellschaften. Wenn eine schrumpfende Erwerbsbevölkerung wachsende Schulden bedienen soll, wird der

Handlungsspielraum bei den Staatsausgaben immer kleiner. Dann hilft irgendwann kein Reformversprechen mehr. Dann hilft nur noch ein Schnitt. Oder ein Verzicht.

### Geschichte ist voll von Selbstüberschätzung

Spanien, Frankreich, Venezuela, Mexiko, Argentinien: Die Liste der Schuldensünder ist lang. Gemeinsam ist ihnen: Die Schulden dienen nicht dem Fortschritt, sondern politischem Machterhalt (siehe Grafik oben). Griechenland wurde zum europäischen Mahnmal. Die Eurokrise ab 2010 legte offen, wie Schulden, falsche Anreize und schwache Kontrollen eine Volkswirtschaft aus dem Gleichgewicht bringen. Die Staatsschulden erreichten 239 % der Wirtschaftsleistung. Es folgten Umschuldung und ein Spardiktat. Renten wurden gekürzt, der öffentliche Dienst geschrumpft, Staatsvermögen verkauft.

Die Roskur war hart, Griechinnen und Griechen bezahlten mit einer Anpassung ihres Lebensstandards, ihren Arbeitsplätzen und enttäuschten Zukunftshoffnungen. Doch sie wirkte: Griechenland ist zurück am Kapitalmarkt. Die Schuldenquote ist 2024 auf 174 % gesunken, Tendenz fallend, wie die OECD prognostiziert, denn das Wachstum zieht an, die Arbeitslosigkeit sinkt. Das Land hat Vertrauen zurückgewonnen. Der Weg war schmerzhaft, aber das Beispiel zeigt, wie erdrückend Schuldenberge sind und wie sie, ob man es will oder nicht, zur Belastung werden.

### Rüstung ist wieder wichtig

Es gibt keine eindeutige Antwort auf die Frage, was gute und was schlechte Schulden sind. Aber wann immer eine Situation eintritt, die der Zeitgeist als aussergewöhnlich empfindet, werden auch aussergewöhnliche Mittel einge-

setzt. Das war während der Corona-Pandemie, während der Eurokrise und während der Finanzkrise 2007/08 so.

In Europa sind momentan Ausgaben für die äussere Sicherheit hoch im Kurs: In Deutschland beispielsweise wurde nach dem russischen Angriff auf die Ukraine 2022 ein Sondervermögen von 100 Milliarden Euro beschlossen. Ausserhalb der Schuldenbremse, die seit ihrer Einführung die Verschuldung verringerte. 2025 wurde nachgelegt mit geplanten, noch höheren Ausgaben für Militär und Infrastruktur von geschätzten rund 1'000 Milliarden Euro. Das gelang mittels eines politischen Manövers.

Die Friedensdividende nach dem Kalten Krieg führte zu niedrigeren Verteidigungsetats. Rüstungsausgaben waren politisch unpopulär, moralisch umstritten, hässlicher zweitrangig. Nun hat sich das Blatt gewendet. Sicherheitspolitik ist zurück im Zentrum. Waffenlieferungen, Aufrüstung, höhere Ausgaben für die Länder der Nordatlantischen Verteidigungsallianz (Nato) - alles kein Tabu mehr, weder gesellschaftlich noch fiskalpolitisch. Nicht nur Deutschland hat diesen Pfad eingeschlagen, auch die EU schafft Sondervermögen für neue Verteidigungsausgaben. Das Beispiel Deutschland zeigt, wie schwer die Abwägung in der Politik ist. Für Altersvorsorge, Bildung oder Gesundheit gelten weiter die alten Regeln. Dort wird gerechnet, gestrichen, gestritten. Die Frage ist eine politische: Ist äussere Sicherheit mehr wert als gesellschaftliche und fiskalpolitische Resilienz? Oder ist sie nur politisch einfacher zu vermitteln?

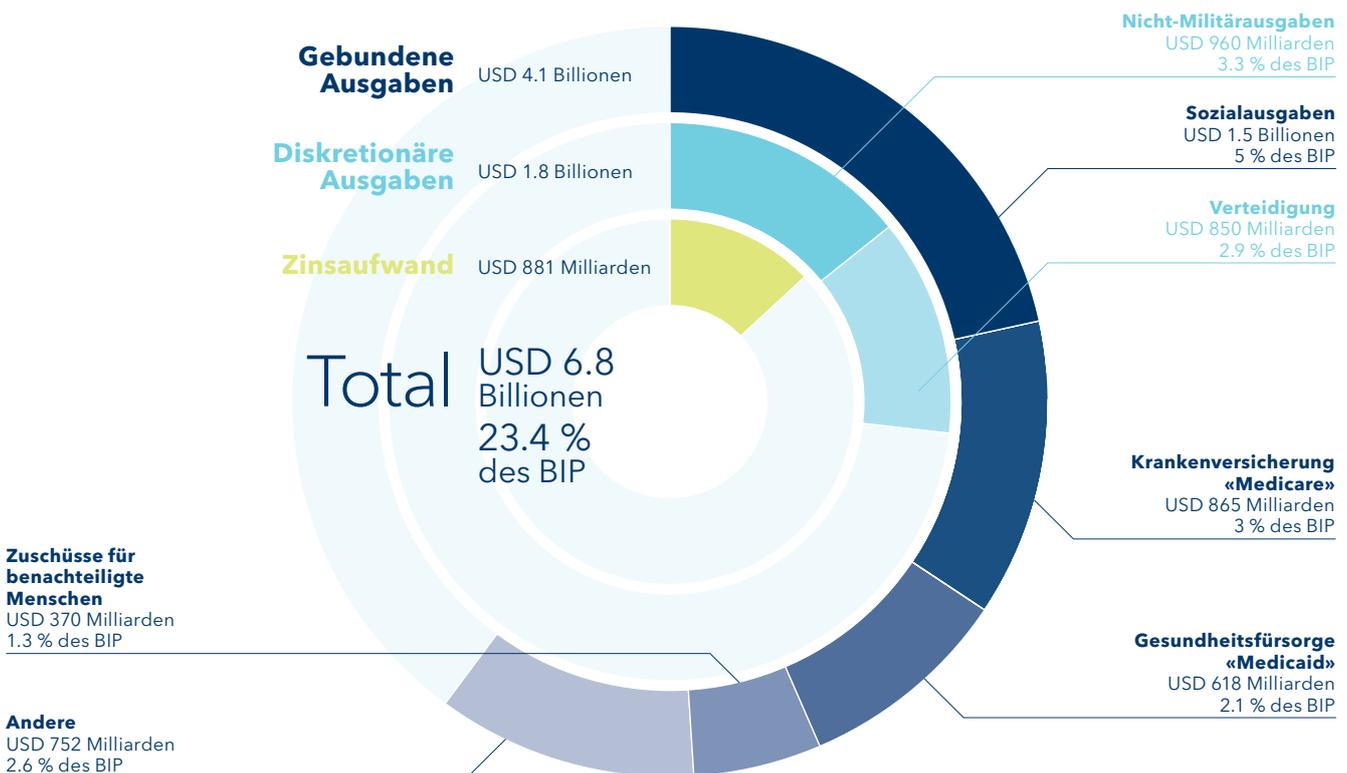
« Die Schulden machten und machen andere, die Vor- und Vorgänger. »

### Schulden sind nie neutral

Staatsschulden sind keine Rechenfehler. Sie sind Folge von politischen Entscheidungen und Ausdruck der Mehrheitsverhältnisse. Die USA zeigen, wohin fehlende Fiskaldisziplin führt. Moody's hat nur den Stempel aufgesetzt. Die Schulden machten und machen andere, die Vor- und Vorgänger. Und jetzt Trump.

Die Geschichte führt uns vor Augen: Schulden können nützlich sein - oder ruinös. Griechenland hat es erlebt. Die USA und mit ihnen die meisten Industrieländer stehen vor der Wahl. Die Welt schaut derzeit nach Washington. Doch wer dorthin schaut, sollte auch nach innen schauen und fragen: Welche Zukunft schulden wir uns?

### US-Haushaltsausgaben 2024



# Der Multiplikatoreffekt

Thomas Gitzel

Mit Fiskalpolitik lässt sich die Wirtschaft ankurbeln. Das wissen Politiker allzu gut. Nur über das Wie und das Wieviel gibt es Streit.

Das Repertoire der Fiskalpolitik umfasst Steuer- und Gebührensenkungen oder zusätzliche Ausgaben. Höhere Staatsausgaben haben einen direkten positiven rechnerischen Effekt auf das Bruttoinlandprodukt. Darüber hinaus zeigen sie auch im privaten Sektor Wirkung. Denn öffentliche Investitionen führen bei den beauftragten Unternehmen zu einer Produktionserhöhung. Werden indes Steuern gesenkt, resultieren Einkommenserhöhungen, die den privaten Konsum stimulieren. Beide Varianten haben also eine multiplikative Wirkung in der Privatwirtschaft.

Es war François Quesnay, der 1758 den sogenannten Tableau Economique entwarf und darin die Grundidee des Multiplikatorprinzips skizzierte: Zusätzliche Ausgaben des Staates münden in neue Jobs und höhere Einkommen, was zusätzlichen Konsum generiert. Der britische Ökonom John Maynard Keynes verhalf in den 1930er-Jahren, geprägt von der Weltwirtschaftskrise, dieser Idee zu grosser Popularität. Er argumentierte, dass staatliche Eingriffe notwendig seien, um die Wirtschaft in einer Rezession anzukurbeln.

Doch wie gross ist dieser Multiplikatoreffekt? In Lehrbüchern wird häufig auf Modelle verwiesen, die eine Vervier- bis Verfünffachung der öffentlich eingesetzten Gelder in der Privatwirtschaft vorsehen. Träfe dies zu, wären Staatsausgaben zur Ankurbelung der Wirtschaft ein äusserst wirksames Mittel. Doch ist der theoretisch errechnete Multipli-

katoreffekt zu hoch. Die Modelle unterschlagen nämlich Verdrängungseffekte. Höhere Staatsausgaben können sich zum Beispiel in steigenden Zinsen niederschlagen, die wiederum private Investitionen dämpfen. Die privaten Haushalte ihrerseits antizipieren, dass aufgrund der höheren Ausgaben zu einem späteren Zeitpunkt Steuererhöhungen auf sie zukommen. Sie werden daher zusätzliche Einkommen nicht vollständig ausgeben.

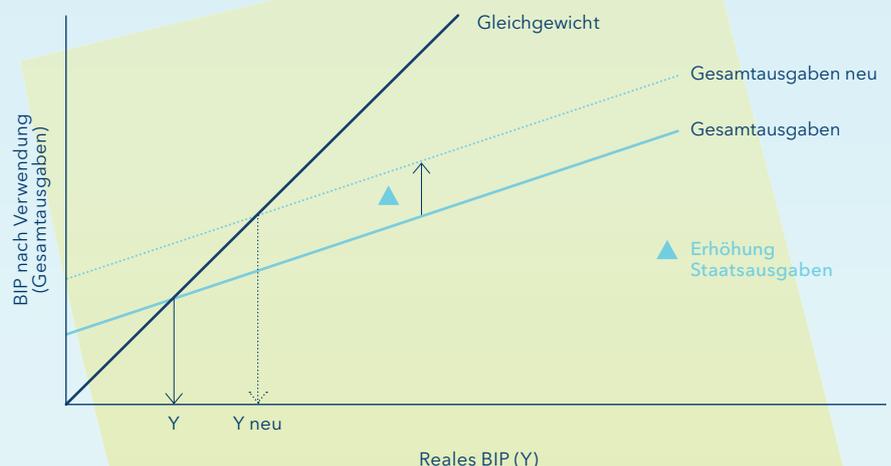
Werden diese Sekundärwirkungen berücksichtigt, fällt der Multiplikatoreffekt viel geringer aus und nähert sich 1 an. Im Extremfall sinkt der Multiplikator unter 1, dann sind die staatlichen Gelder schlecht angelegt.

Weitgehende Einigkeit herrscht in der Wissenschaft darüber, dass öffentliche Investitionen besonders wirksam sind. Werden beispielsweise Strassen neu gebaut oder saniert, erhöht dies den Auftragsbestand bei den Tiefbauunternehmen. In der Folge steigen die gesamtwirtschaft-

lichen Einkommen der Beschäftigten und somit auch der private Konsum. Wissenschaftliche Untersuchungen kommen zu dem Ergebnis, dass öffentliche Investitionen einen Multiplikatoreffekt von 1.3 bis 1.8 haben. Auf besonders fruchtbaren Boden fallen sie, wenn die Konjunktur lahm.

Die Wissenschaft bekommt jetzt ein konkretes Anschauungsobjekt geliefert. In Deutschland ist ein Sondervermögen für Infrastrukturausgaben in Höhe von 500 Mrd. Euro beschlossene Sache. Dort treffen nun also öffentliche Investitionen auf eine schwache Wirtschaft. Das Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung (DIW) wagte sich bereits aus der Deckung und rechnet in diesem Fall mit einem Multiplikator von ungefähr 2. Laut den Berechnungen des DIW werden die Investitionen die Wirtschaftsleistung in den kommenden zehn Jahren um durchschnittlich mehr als zwei Prozent pro Jahr erhöhen. Interessanter kann es aus wissenschaftlicher Sicht also kaum werden.

## Mehr Nutzen als Kosten



# «Finanzpolitik wird nicht überflüssig wegen einer Schuldenbremse»

Die Staatsverschuldung in den Griff zu bekommen, ist nicht einfach. Welche Massnahmen helfen und wie der Staat trotzdem investieren kann, weiss Christoph Schaltegger, Professor für politische Ökonomie.

Interview: Clifford Padevit

## Herr Schaltegger, gibt es gute oder schlechte Schulden?

Wenn man diese Frage aufwirft, ist die Antwort meistens, Schulden für Konsum seien schlecht und Ausgaben für Investitionen seien gut. In der Politik ist es aber so, dass alle sagen, die von ihnen unterstützten Ausgaben werfen Renditen ab und seien deshalb Investitionen. Die ganze Diskussion führt nicht zu einer Antwort, ob es gute oder schlechte Schulden gibt.

## Was sagt der Ökonom?

Kredite haben die Funktion, über den Konjunkturzyklus hinweg die Steuerbelastung zu glätten. So muss der Staat nicht mitten in der Rezession Steuern erhöhen und im Boom senken. So lassen sich Konjunkturdellen überbrücken – eine sinnvolle Funktion. Es ist ein grosses Privileg der Staaten, dieses Instrument nutzen zu können, und sie tun es eben auch gern.

## Das lässt sich an der Verschuldung von Staaten ablesen, die weltweit steigt. Wie riskant ist diese Entwicklung?

Sehr riskant. Die Politik und vielleicht generell der Mensch haben die Tendenz, die aktuelle Befindlichkeit als ausserordentlich zu taxieren. Dann muss sie auch ausserordentliche Instrumente haben, um diese Sonder-situation zu adressieren. Es heisst immer: «Ja es ist wichtig, langfristig einen ausgeglichenen Haushalt zu haben, aber jetzt ist es eben gerade anders.»

## Wie hat das in der Vergangenheit geendet?

Im Buch «Dieses Mal ist alles anders» werden die Verschuldungszyklen der letzten 800 Jahre analysiert. Die Autoren, Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff, beweisen, dass die Ausreden so lange funktionieren, bis die exzessive Überschuldung der Staaten, oft in Kombination mit einem Aufbau von Schulden im Privatsektor, namentlich Immobilien, in eine Krise führt. Die Mixtur aus Staatsschulden, hoher Zinsbelastung, hohen Belehnungen von Immobilien und kapitalschwachen Banken kann zu enormen Finanzkrisen führen.

## Trotzdem steigt die Verschuldung weiter.

Der Internationale Währungsfonds mahnte die Staaten jetzt im Frühling, die Konsolidierung der Haushalte anzugehen. Die Gefahren sollte man wirklich ernst nehmen. Wenn jemand kommt und sagt, diesmal ist alles anders, sollte man sehr vorsichtig sein. Jetzt wollen viele Staaten Ausgaben in Verteidigung umlenken, aber sie sind schon derart verschuldet, dass sie das kaum stemmen können, auch Deutschland, wo das im Prinzip negiert und die Schuldenbremse umgangen wird.

## Was sind die Gründe für den Anstieg der Verschuldung: aussergewöhnliche Ereignisse wie die Corona-Pandemie oder die Finanzkrise oder strukturelle Trends wie Alterung, Klimawandel und steigende Sozialausgaben?

Beides. In einer Krise sieht man einen Sperrklinken-Effekt. Die Ausgaben werden erhöht, weil das nachvollziehbar ist. Danach ist es schwierig, was man einer Interessengruppe zugestanden hat, wieder wegzunehmen.

## Und bei strukturellen Themen?

Sie führen dazu, dass in den Sozialversicherungen, vor allem in unterfinanzierten strukturell unausgeglichenen Rentensystemen, der Druck zunimmt. Krisen und strukturelle Themen überlagern sich, beides drückt in die gleiche Richtung. Es gibt die Tendenz zum Defizit, gepaart mit einer Überalterung des Elektorats. In der Schweiz sind die Personen, die regelmässig zur Urne gehen, im Schnitt 57 Jahre alt. Also ist es nicht ganz einfach, in den Rentensystemen Anpassungen vorzunehmen.

## Ab welcher Höhe ist die Staatsverschuldung kritisch?

Es gibt keinen Schwellenwert. Entscheidend ist, dass sich ein Staat langfristig kein Primärdefizit, also ein Defizit vor Zinszahlungen, erlauben kann, solange die Zinslast gleich oder grösser ist als das Wirtschaftswachstum. Über Schwellenwerte gibt es viel Literatur. Sie zeigt, dass Märkte eine Risikointoleranz einpreisen, wenn sie das Gefühl haben, bei einer bestimmten Verschuldungshöhe sei das Risiko eines Zahlungsausfalls gross oder höher als

bei einem anderen Land. Bei jedem Land ist das anders. Die Literatur ist nicht einheitlich, aber es gibt Hinweise, dass bei Schulden von rund 90 % der Wirtschaftsleistung ein Wachstumsmalus eingepreist wird.

### **Was sind erfolgreiche Mittel, um den Staatshaushalt ins Lot zu bringen und die Verschuldung zu senken?**

Das Problem der Verschuldung entsteht meist, weil der politische Prozess anderen Gesetzmässigkeiten folgt, als Bürger für richtig empfinden. Insofern haben alle direktdemokratischen Volksrechte wie in der Schweiz eine dämpfende Wirkung. Insgesamt gibt es zahlreiche Regeln im politischen Prozess, die helfen. Zum Beispiel qualifizierte Mehrheiten für Ausgabenbeschlüsse oder eine Hierarchie im Kabinett, dass die Person mit Finanzverantwortung eine gewisse Richtlinienkompetenz hat. Umfassende Wirkung hat vor allem die Schuldenbremse.

### **Ein Instrument, das viel diskutiert wird im Zusammenhang mit Ausgaben für Infrastruktur und Verteidigung, wie sie in Deutschland beschlossen wurden. Wie hilft sie?**

Eine Schuldenbremse wirkt auf der Stufe des Gesamthaushalts möglichst umfassend und macht dem politischen Prozess ganz klare Vorgaben hinsichtlich des Budgets. Und nachher kontrolliert sie bei der Rechnung, ob es funktioniert hat.

### **Die Schweiz kennt eine Schuldenbremse, in Deutschland ist sie in Verruf geraten, weil sie Investitionen verhindert. Stimmt das?**

In Deutschland ist es etwas anders als in der Schweiz. Hier gibt es überhaupt keine Hinweise, dass Investitionen keinen Platz haben. Ähnlich wie Deutschland Sondervermögen kennt, hat die Schweiz Fonds, wie den Nationalstrassenfonds oder den Bahninfrastrukturfonds. Diese Fonds sind ausserhalb des ordentlichen Budgets finanziert, mit Zweckbindungen geäufnet und nicht ausserhalb der Schuldenbremse, und sind daher nicht wie in Deutschland Kreditermächtigungen.

### **In beiden Ländern sind Ausgaben für Verteidigung das grosse Thema.**

Wir haben in Europa die Friedensdividende verfrüht, indem wir die Ausgaben für die Verteidigung inflationsbereinigt praktisch stabil behalten haben. Und das Geld, das vom Wirtschaftswachstum dazukam, wurde in den Sozialstaat gesteckt. In der Schweiz waren Verteidigungs- und Sozialausgaben 1990 fast identisch, heute gehen sie massiv auseinander. Das war der politische Wille. Aber die Evidenz deutet nicht drauf hin, dass wir ein Investitionsproblem haben.

### **Sind Schuldenbremsen kopierbar?**

Sie muss zur kulturellen und institutionellen Gegebenheit passen. In der Schweiz ist die Schuldenbremse so

wirksam, weil sie dank eines eindrücklichen Volksvotums eingeführt wurde und Politiker wollen sie einhalten, weil sie sonst abgestraft werden. In Deutschland ist es mehr eine rechtsstaatliche Frage. Beides kann wirken.

### **In der Schweiz ist die Amortisation von Schulden, die während der Corona-Pandemie entstanden sind, bis 2035 aufgeschoben worden. Ist das nicht ein Eingeständnis, dass der Schuldenabbau sehr schwer ist?**

Die Verlängerung der Amortisationszeit ist eine weitere Flexibilisierung von der Schuldenbremse, die nicht vorgesehen war. Streng genommen stimmt es. Man hat begonnen, die Regeln zu relativieren, wenn sie bindend werden. Allerdings ist es kein unwesentlicher Erfolg, dass der allgemeine Mechanismus und die Wirkung aufs Budget nicht infrage gestellt worden sind. In Deutschland hat man die Regeln eingehalten, solange sie keine bindende Wirkung entfalteteten, und sobald sie bindend wurden, setzte man sie ausser Kraft.

### **Ist eine Schuldenbremse flexibel genug, um strukturelle Aufgaben zu lösen?**

Das ist nicht ihre Funktion. Sie wirkt, indem sie für die jährliche Rechnung und das Budget eine klare Regel vorgibt. Es ist ein Instrument, das kurzfristig wirken sollte. Das heisst nicht, dass die Finanzpolitik in der Diskussion der Finanzpläne über drei oder mehr Jahre keine Aufgabe hätte. Langfristige Themen wie Verteidigung, Alterung oder Infrastruktur muss man dort klären. Finanzpolitik wird nicht überflüssig wegen einer Schuldenbremse.

#### Zur Person



Der 53-jährige **Christoph Schaltegger** ist Professor für politische Ökonomie an der Universität Luzern sowie an der Universität St. Gallen, wo er 2009 habilitierte. Er ist zudem Direktor des Instituts für Schweizer Wirtschaftspolitik. Studiert hat der liberale Ökonom an der Universität Basel. Dort erwarb er auch sein Doktorat. 2024 war er Teil einer fünfköpfigen Expertengruppe, die für die Schweizer Regierung Sparvorschläge ausarbeitete. Schaltegger forscht zu Fragen der öffentlichen Finanzen.

**Anmerkung:** Die Ansichten und Meinungen, die im Experteninterview geäussert werden, können von der Meinung der VP Bank abweichen.

# Warum höhere Schulden nicht immer mehr Zins bedeuten

Das Wachstum der Verschuldung Japans oder der USA hat bislang nicht zu höheren Renditen geführt. Es wird einfach zu viel gespart.

Bernd Hartmann

Je grösser die Verschuldung, desto höher der Zinssatz für die Schulden. Für Privatpersonen und Unternehmen mag dieser Zusammenhang unbestritten sein, schliesslich wollen die Gläubiger für das höhere Risiko entschädigt werden. Doch gilt dies gleichermaßen auch für Staaten?

Sowohl Staaten als auch grosse Unternehmen finanzieren sich am gleichen (Anleihe-)Markt und buhlen um dieselben Investoren. Bei Schuldnern aus dem nichtöffentlichen Sektor spielt die Kreditwürdigkeit eine wesentliche Rolle. Der Verschuldungsgrad ist bei der Beurteilung der Kreditwürdigkeit eine zentrale Grösse, wenn auch nicht die einzige. Anleger achten bei der Beurteilung des Kreditrisikos vor allem auf das Urteil der Ratingagenturen. Folglich gilt grundsätzlich, je schlechter das Kreditrating, desto höher der Zinssatz.

## Nicht eindeutig

Auch bei Staatsschuldnern erlaubt ein Blick auf die Verschuldung eine erste Beurteilung der Kreditwürdigkeit. Allerdings ist der Zusammenhang zwischen Schuldenquote und Kreditzins weniger eindeutig als bei Unternehmen. Im Gegenteil, sie entwickeln sich gemessen am Trend sogar konträr (siehe Grafik), das heisst, je höher die Schulden desto günstiger der Zins.

Das spiegelt sich im Fall der USA wider. Mit 32 % des Bruttoinlandprodukts (BIP) erreichte die Verschuldung dort in den 1970er-Jahren ihren tiefsten Stand in der Nachkriegszeit. Seither hat sie sich sukzessive und zuletzt sogar besonders rasch auf über 120 % des BIP erhöht. Dennoch sind die Renditen auf 10-jährigen Staatsanleihen in diesem Zeitraum real (nach Abzug der Inflation) als auch nominal stark gesunken. Nominal ging die Rendite von 16 % auf 0.5 % im Jahr 2020 (siehe Grafik Seite 11). Die USA sind keineswegs ein Einzelfall. In Japan hat sich seit den 1990ern die öffentliche Verschuldung im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung auf 238 % fast verfünffacht,

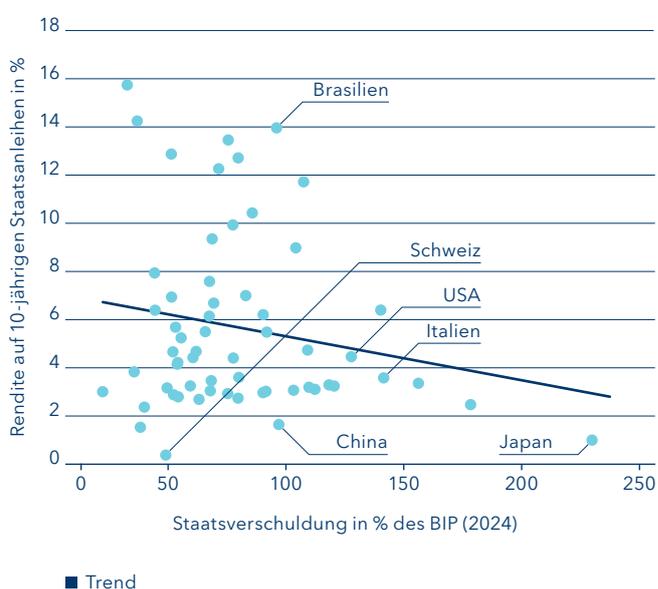
die Renditen lagen jedoch in den letzten zehn Jahren meist nahe null. Die chinesische Verschuldung hat sich in den letzten zehn Jahren mehr als verdoppelt, die Rendite halbiert. Warum sind in all diesen Beispielen trotz steigender Schuldenstände die Renditen gesunken?

## Mehrere Faktoren im Spiel

Während das kurzfristige Zinsniveau in einer Währung mittels Leitzinsen durch die jeweilige Notenbank gesteuert wird, bestimmt der Anleihemarkt das langfristige Niveau. Als Einflussgrössen gelten primär makroökonomische Grössen wie das langfristige Potenzialwachstum einer Volkswirtschaft und die langfristigen Inflationserwartungen.

Auch die politische und wirtschaftliche Stabilität haben Einfluss. Ist diese Stabilität gefährdet, reagiert der

### Kontraintuitiv



Anleihemarkt bisweilen sehr nervös. Als die britische Premierministerin Liz Truss im September 2022 ihre Pläne für Steuersenkungen präsentierte, verdoppelte sich die Rendite 10-jähriger britischer Staatsanleihen innerhalb eines Monats, denn die Steuererleichterung hätte durch neue Schulden finanziert werden sollen. Nach der Revolte des Anleihemarkts wurden die Pläne verworfen, Truss trat nach nur 45 Tagen im Amt zurück. Ein ähnliches Muster zeigte sich im vergangenen Frühling. Nach Ankündigung von hohen US-Zöllen Anfang April stiegen die US-Anleihenrenditen empfindlich an und der US-Präsident setzte die angekündigten Strafzölle für 90 Tage aus.

Solche politischen Ausreisser sind eher selten. Für Industriestaaten sind die Erwartungen in der Regel fest verankert und verändern sich nur träge. Das vom Haushaltsbüro des US-Kongresses geschätzte Potenzialwachstum der USA hat sich in den vergangenen 20 Jahren zwischen 1.4 % und 2.5 % bewegt, was angesichts der Rückschläge wie der Finanzkrise oder der Corona-Pandemie als recht stabil gelten kann. Nicht nur die Wachstumsaussichten, auch die Teuerung sowie die Inflationserwartungen des Marktes liegen nahe am Niveau von vor 20 Jahren.

## Ignoranter Anleihemarkt?

Angesichts weitestgehend stabiler Rahmenbedingungen und trotz steigender Verschuldung ist das Zinsniveau nicht angestiegen: warum? Der Anleihemarkt gilt als äusserst effizient. Wie an jedem Markt kommen auch hier Preise und somit auch die Renditen durch Angebot und Nachfrage zustande. Im Vordergrund der öffentlichen Diskussion steht dabei das Angebot, das sich durch die angestiegene Verschuldung deutlich ausgeweitet hat.

Der Nachfrage wird meist weniger Beachtung geschenkt. Sie nährt sich aus der Sparquote, denn Ersparnisse werden am Finanzmarkt angelegt. Entscheidend ist aber, wie sich die Ersparnisse im Verhältnis zu den Investitionen entwickeln, also Immobilienkäufe oder Ausgaben der Unternehmen für neue Anlagen und Lagerbestände. Spart der private Sektor mehr als er investiert, entstehen überschüssige Ersparnisse. Diese Situation führt zu einer hohen Anleihennachfrage und sinkenden Renditen. Wieviel gespart und investiert wird, hängt auch von der Konjunkturphase ab. In einer Rezession steigt die Sparneigung, die Investitionen sinken. Dies hat eine geringere Nachfrage zur Folge; um sie anzukurbeln und die Auswirkungen der Rezession abzumildern, springt oft der Staat ein und weitet sein Defizit aus. In diesem Fall entwickeln sich Staatsdefizit und Ersparnisse des Privatsektors parallel.

Eine hohe Sparquote kann zu einem dauerhaften Phänomen werden. In Japan sind die überschüssigen Ersparnisse im Verhältnis zum BIP seit den 1990er-Jahren angestiegen und stagnieren nun seit Jahren auf einem hohen Niveau. Gleiches gilt für die Eurozone in den letzten 20 Jahren.

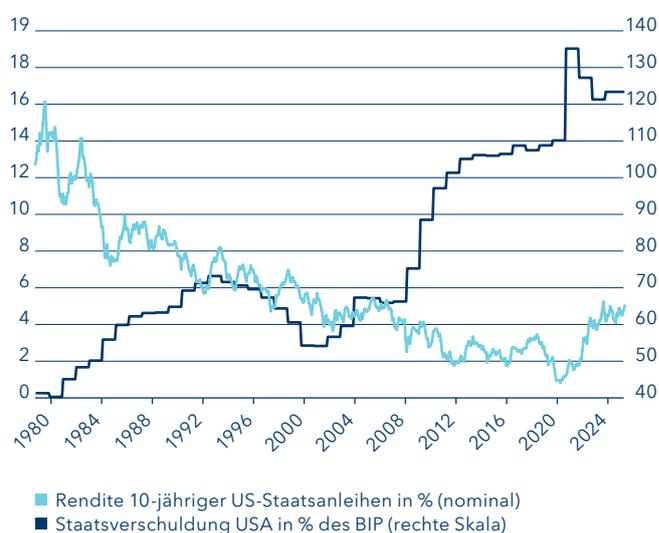
Zuletzt gab es dies auch in China. Diese drei Volkswirtschaften leiden alle unter einer gedämpften Investitionstätigkeit des privaten Sektors. Eine weitere Gemeinsamkeit ist, dass sie zwar ein Haushaltsdefizit erwirtschafteten, dieses aber zusammen mit den privaten Investitionen unterhalb der Sparquote lag. Ein anderes Bild zeigt sich in den USA. Hier ist die Sparneigung tief und die Investitionsbereitschaft hoch. Und trotz solider Wachstumsraten hat der Staat nicht gespart, sondern eine expansive Fiskalpolitik verfolgt. Entsprechend benötigen die USA Kapital aus dem Ausland, um das Defizit zu finanzieren.

## Globaler Ausgleich

Ein Missverhältnis zwischen Spar- und Investitionstätigkeit einer Volkswirtschaft wird durch Kapitalflüsse vom und ins Ausland ausgeglichen – Japan und China sind beispielsweise die grössten ausländischen Gläubiger der USA. Allerdings werden Anleihemärkte von einheimischen Investorinnen und Investoren dominiert. Neben der Präferenz, lokal zu investieren, halten Währungsschwankungen Anleger davon ab, im Ausland zu investieren. Doch selbst innerhalb der Eurozone gibt es einen starken Hang zum Heimatland. Beispielsweise werden 69 % der italienischen Staatsschulden von Inländern gehalten. Beim Ausgleich von globaler Nachfrage nach Anleihen und dem Angebot kommt deshalb dem Zinssatz eine wichtige Funktion zu.

Die Höhe der Anleiherenditen gibt somit nicht verlässlich Aufschluss über die Kreditwürdigkeit eines Staates. Wenn die makroökonomischen Erwartungen der Anleger stabil sind, ist es vielmehr das Verhältnis von Spareinlagen zu Investitionen, das die Renditen am Markt bestimmt.

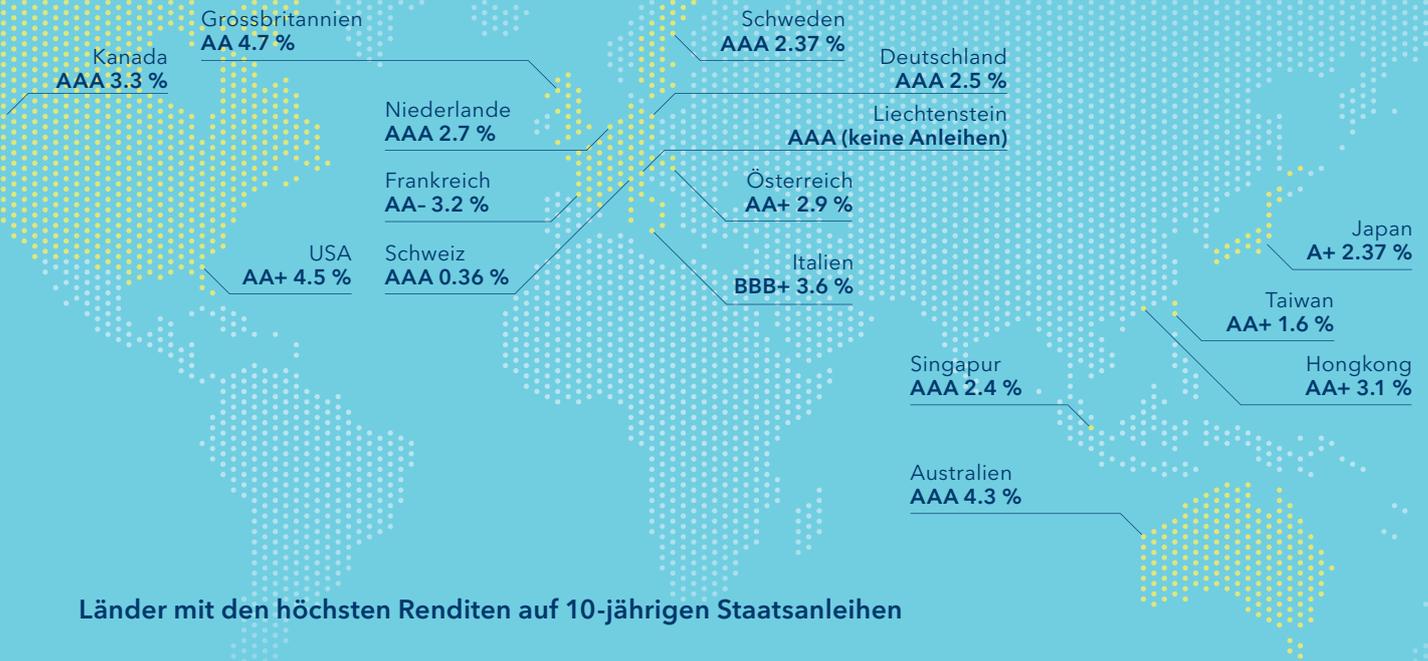
US-Renditen noch wenig beeindruckt



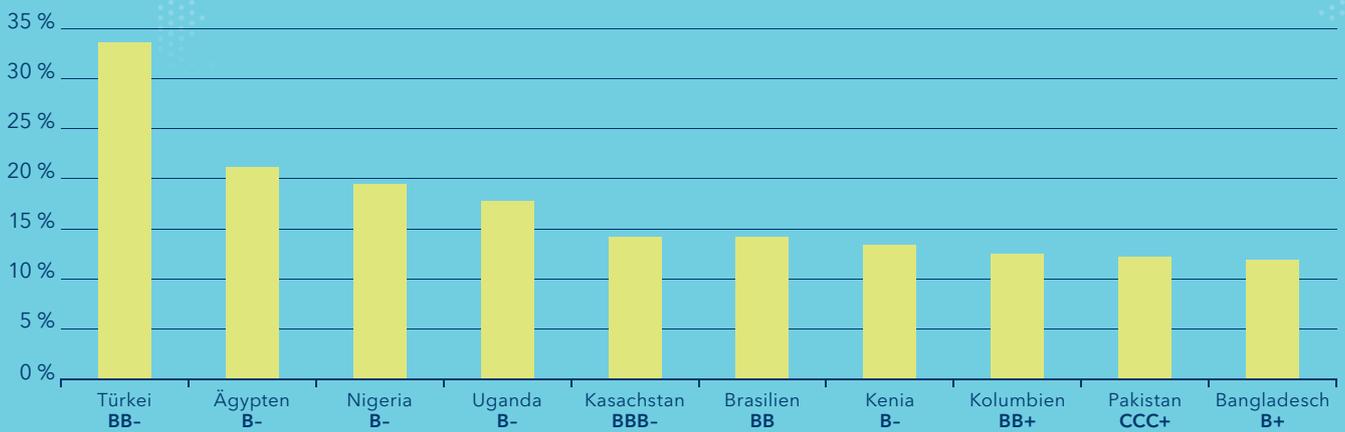


## Anleihenrenditen

Die Höhe der Anleihenrenditen – abgebildet ist die Rendite auf 10-jährigen Staatspapieren – wird nicht nur durch die Verschuldung oder das Rating bestimmt und geht entsprechend weit auseinander.



## Länder mit den höchsten Renditen auf 10-jährigen Staatsanleihen



## Staatsschulden pro Einwohnerin und Einwohner

Wird die Verschuldung auf die Bevölkerung umgelegt, ergibt sich ein ganz anderes Bild. In diesem Vergleich steht Singapur unangefochten an der Spitze (2024, in USD).



## «Mir tut es gut, zu reden.»

Gleich im ersten Profijahr hat sie die europäische Tour gewonnen. Jetzt fasst die Schweizer Golferin Chiara Tamburlini höhere Ziele ins Auge.

Clifford Padevit



« Ich zähle beim Putten  
einfach bis zehn, um mich  
abzulenken. »

Gewinnen  
Sie einen Golftag mit  
Chiara Tamburlini!

Machen Sie mit beim  
Wettbewerb auf  
Seite 23.

Drei Turniere als Neueinsteigerin des Jahres 2024 zu gewinnen und sich gleich den Sieg der Ladies European Golf Tour (LET) zu sichern, das ist aussergewöhnlich. Nur vergessen die meisten, wie lange die 25-jährige Schweizerin Chiara Tamburlini auf diesen Erfolg hingearbeitet hat.

Für sie geht es im Golfclub Niederbüren in der Ostschweiz los, im Alter von acht Jahren. Mit zwölf spielt sie besser als ihre Eltern und entscheidet sich mit 14 für das Sportgymnasium im Tessin, wo der Trainingsaufwand für Nachwuchstalente im Stundenplan berücksichtigt wird. «Damals war es noch nicht mein Ziel, Profi zu werden», sagt Tamburlini im Gespräch, «aber ohne diesen Schritt wäre ich nicht da, wo ich jetzt bin». Darum sei der Wechsel ans Sportgymnasium ihr bestes Investment gewesen (siehe unten). Sie gehört zum ersten Jahrgang an dieser Schule überhaupt, dazu zählen auch fünf Golferinnen und Golfer. Danach geht es in die USA, wo sie dank eines Stipendiums von der University Mississippi im College-Team mitspielt und 2021 die Nationale US-Meisterschaft, ein Teamwettbewerb, gewinnt. Ende 2023 wagt sie den Schritt auf die Profitour in Europa.

Da fing die Arbeit erst richtig an, denn der Golfsport ist in den letzten 15 Jahren viel athletischer geworden. «Wenn ich über die Driving Range laufe, dann sind da nur Athletinnen», sagt Tamburlini. Auch sie ist viel im Fitness-Studio, trainiert den ganzen Körper, Beweglichkeit, Balance,

Koordination, Stabilität, denn «wir brauchen jeden Muskel in unserem Körper». Selbst Hanteltraining ist dabei, was in ihrer Zeit in den USA mitgeholfen hat, ihre Abschlagweite um 30 bis 40 Meter zu verlängern. Mit ihrer vergleichsweise geringen Körpergrösse von 1.59 Meter ist diese Steigerung mit viel Kraft und Technik verbunden. Inzwischen sind ihre Abschläge im Schnitt rund 240 Meter weit.

Die Trainings dauern täglich vier bis fünf Stunden, genau wie die Runden im Turnier. Da zählt die Fitness, aber eben auch der Kopf. «Man kann nicht fünf Stunden fokussiert sein, sonst dreht man durch. Viel eher muss man den Fokus ein- und ausstellen können, on, off», sagt Tamburlini, die zu den 80 besten des Rolex-World-Rankings gehört. Es sei wichtig, nach frustrierenden Rückschlägen locker zu bleiben und sich auf den nächsten Schlag zu konzentrieren.

Wie das geht, hat Tamburlini, die aus St. Gallen stammt, meisterhaft am French Open 2024 gezeigt. Nach 16 Löchern in der letzten Runde hatte sie einen Schlag Rückstand auf die Führende und wusste, auf der 17. Bahn musste ein Birdie (ein Schlag besser als die Vorgabe) her, sonst wäre die Chance auf den Sieg dahin gewesen. «Da war ich richtig nervös, fast mehr als nachher im Stechen.» Das letztere entschied sie für sich und holte den Turniersieg. «Wenn man nervös ist, wird man häufig schneller und verkrampft», sagt sie. Beim Putten zähle sie in solchen

Situationen einfach bis zehn, «um mich abzulenken, denn der Körper weiss, wie der Schlag geht». Sie hat noch ein Rezept, um auf dem Platz cool zu bleiben: «Mir tut es gut, mit anderen auf der Runde zu reden.» Wenn sie es nicht tue, gerate sie ins Grübeln. «Manchmal muss ich mir einen Schubs geben, denn selbst kurze Konversationen geben mir eine gewisse Lockerheit.» Die Atmosphäre unter den Spielerinnen sei gut, man kennt sich, teilt auch mal eine Unterkunft während des Turniers oder geht zusammen essen.

Als Golferin hat man nicht automatisch finanziell ausgesorgt. Das Preisgeld liegt bei den meisten Turnieren mit 300'000 bis 450'000 Euro meilenweit unterhalb der Summe von Männerturnieren. Die Gewinnerin erhält davon rund 15 %. Allein um die laufenden Kosten von Flügen, Unterkunft sowie Trainer und Coaches bezahlen zu können, sind also zahlreiche Top-Platzierungen nötig - und Sponsoren.

Sich über die geringeren Preisgelder zu beklagen, ist aber nicht die Art von Tamburlini. Sie nimmt lieber neue Ziele ins Visier: In einem Major-Turnier den Cut und es in die Top 20 zu schaffen, die Karte für die US-Tour zu erspielen, sich für die olympischen Spiele zu qualifizieren und einmal beim Solheimcup für Europa gegen die USA spielen zu können. Wer so erfolgreich in die Profikarriere einsteigt, will eben mehr. Chiara Tamburlini hat alles, was es dazu braucht.



### Mein bestes Investment

«Gleich zwei: Die Entscheidung, mit 14 ans Sportgymnasium im entfernten Tessin zu wechseln und danach zum Studium in die USA zu gehen.»



### Mein schlechtestes Investment

«Mit 18 habe ich ein für mich teures Nagelset gekauft und wollte meine Fingernägel richtig schön machen. Nur war ich auf diese Lacke allergisch.»

# Fünf Behauptungen zu Staats-schulden auf dem Prüfstand

Rund um die Verschuldung gibt es zahlreiche Missverständnisse. Wir überprüfen oft gehörte Aussagen auf ihren Tatsachengehalt.

Thomas Gitzel

«Schulden sind kein Problem, sie lassen sich einfach weginflationieren.»

Es stimmt: Schulden lassen sich tatsächlich weginflationieren. Allerdings wird dieser Effekt in Europa häufig mit einer Phase von Hyperinflation in Zusammenhang gebracht. Doch das ist falsch. Das zeigt zum Beispiel die Schuldenentwicklung in den USA in der Nachkriegszeit. Damals hatte eine Zeit mit leicht erhöhter Inflationsrate bei gleichzeitig vergleichsweise niedrigen Zinsen die Schuldenquote regelrecht schmelzen lassen. Man spricht in diesem Zusammenhang auch von finanzieller Repression. Die öffentliche Gesamtverschuldung lag in den USA am Ende des Zweiten Weltkriegs bei 121 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Mitte der 1970er-Jahre waren es nur noch 32 % des BIPs - seither zieht die Quote wieder steil an (siehe Grafik). Der Name sagt es schon. Auch diese Art von Entschuldung fordert ihre Opfer. Mittels finanzieller Repression werden nämlich Anlegerinnen und Anleger,

insbesondere institutionelle wie Versicherungen und Pensionskassen, durch entsprechende Regulierung mehr oder weniger sanft dazu gezwungen, heimische Staatstitel zu kaufen. Dabei werden die nominellen Zinsen unterhalb der Inflationsrate belassen, entweder in einem Zusammenspiel von Finanzministerium und Notenbank oder mit direkten Eingriffen im Markt respektive per Gesetz, um die Rendite der Staatsanleihen zu steuern.

Zum Hintergrund: Die USA waren nach dem Zweiten Weltkrieg die einzige grosse Industrienation, deren Produktionskapazitäten nicht von der kriegerischen Zerstörung betroffen war. Sie versorgte vor allem Europa mit allen Arten von Gütern, was sich in einem immensen Handelsbilanzüberschuss niederschlug. Ein solcher Überschuss korrespondiert immer mit einem Kapitalbilanzdefizit, das heisst, es floss Kapital aus den USA ab. Dies waren vor allem Militär- und Entwicklungshilfen sowie Kredite im Rahmen des Wiederaufbauplans für

USA schaffte einen Abbau der Verschuldung nach dem zweiten Weltkrieg



Europa, dem Marshall-Plan. Dieser Kapitalabfluss gefährdete aber das damalige Bretton-Woods-System fester Wechselkurse.

Die USA führten deshalb eine Zinsausgleichssteuer ein, eine Quellensteuer auf ausländische Zinserträge. Somit verloren ausländische Investments relativ an Attraktivität, was Amerikaner gewissermassen zwang, inländische Schuldverschreibungen zu kaufen. Diese grössere Nachfrage nach Staatstiteln führte zu Renditen, die unterhalb der Inflationsrate lagen. Die reale Verzinsung war somit negativ, der Staat konnte so zulasten von Sparern Zinszahlungen einsparen. Das führte dazu, dass die Schulden gemessen am BIP sanken. Die Ölpreisschocks der 1970er- und 1980er-Jahre gingen ebenfalls mit einer negativen Realverzinsung einher, sodass die Verschuldung deutlich sank. Weginflationieren ist also durchaus möglich. Leidtragende sind die Sparer.

### «Europa hat immer noch ein Schuldenproblem.»

Europa, oder konkret die Länder der Eurozone, hat wie viele andere Währungsräume ein Schuldenproblem. Aber im Gegensatz zur europäischen Staatsschuldenkrise, die in den Jahren 2011 und 2012 für grosse Verunsicherung sorgte, ist die Lage nicht mehr akut. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat mit ihren Staatsanleihekäufen und ihren Notfall-Liquiditätsprogrammen einen Schutzschirm aufgespannt, den es zuvor nicht gab. Zudem wurde der Stabilitätsmechanismus (ESM) eingeführt, der überschuldete Eurostaaten unterstützen kann.

Das besonders hart von der Schuldenkrise getroffene Griechenland durchlebte aufgrund der Auflagen von Kreditgebern, hauptsächlich vom Internationalen Währungsfonds (IWF) und dem ESM, eine wirtschaftliche Rossskur. Der Ägäis-Staat mauserte sich aufgrund harter Reformen zu einem Musterkandidaten. Die Wachstumsraten gehören derzeit zu den höchsten in der Eurozone. Die Arbeitslosenquote sank von knapp 30 % im Jahr 2013 auf unter 10 %. Das Budgetdefizit gehört zu den niedrigsten in Europa.

Zu den Sorgenkindern zählt mittlerweile Frankreich, die zweitgrösste Volkswirtschaft der Eurozone. Das Land verbucht seit 2020 Budgetdefizite, die weit über den Bestimmungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts der EU liegen (Maastricht-Richtlinie). 2024 lag der Negativsaldo des staatlichen Haushalts bei knapp über 6 % des BIP, der Schuldenstand ist auf 120 % des BIP gestiegen. Frankreich muss für seine Staatstitel einen höheren Zins bezahlen als Spanien und liegt mit seinen Verschuldungskonditionen nur knapp unter Griechenland.

Italien hat zwar eine noch höhere Verschuldung, weist aber anders als Frankreich einen positiven Primärüberschuss aus, die Einnahmen reichen also, um die Kernauf-

gaben zu finanzieren. Zu Stress an den Finanzmärkten hat die Situation in Frankreich trotz schwieriger politischer Mehrheitsverhältnisse nach der Parlamentswahl 2024 noch nicht geführt – zu mächtig sind die Programme der EZB, die im Notfall zum Einsatz kommen können.

### «Zentralbanken können unlimitiert Staatsanleihen kaufen, also gibt es kein Problem bei der Schuldenaufnahme.»

Ein Staat kann sich direkt bei einer Bank verschulden. Dies geschieht häufig auf kommunaler Ebene. Gemeinden und Städte nehmen Kredite in den allermeisten Fällen bei Banken auf, sofern diese der Finanzierung auch zustimmen. Die Kreditaufnahme ähnelt also derjenigen von Privatpersonen. Übergeordnete Gebietskörperschaften, Länder oder Kantone sowie der Bund emittieren hingegen überwiegend Anleihen, um den Kreditbedarf zu decken. Solche Staatstitel werden an den Finanzmärkten gehandelt und es steht allen offen, sie zu kaufen, also auch Notenbanken. Kaufen Zentralbanken Staatstitel, haben die Regierungen tatsächlich kein Absatzproblem, das heisst kein Problem bei der Schuldenaufnahme.

Während der Corona-Pandemie etwa kauften die grossen Notenbanken rings um den Globus im grossen Stil Staatstitel. Diese Art von Geldpolitik wird Quantitative Easing (deutsch: Quantitative Lockerung) genannt. Einerseits verschafften die Notenbanken den Staaten damit eine günstigere Finanzierung, andererseits beugten sie auf diese Weise Deflationsgefahren vor. Letztere gingen von dem kurzzeitigen Stillstand der Wirtschaft aus, der eine Folge der strengen Eindämmungsmassnahmen war.

Kauft eine Notenbank Staatsanleihen, schafft sie neues Geld, vergrössert also die Geldmenge, und verringert dadurch die Zinsen. Landläufig heisst es, dass die Notenbank Geld druckt. Somit hat der Staat also kein Finanzierungsproblem, das stimmt. Doch mit dem neugeschaffenen Geld steigt die Inflationsgefahr. Dies manifestierte sich 2021, als das viele Geld im Umlauf auf Güterknappheit und eine hohe Nachfrage, auch bedingt durch die grosszügigen staatlichen Corona-Hilfen, traf. Die Inflation stieg sowohl in den USA als auch in der Eurozone zwischenzeitlich auf rund 10 %. Die Folge waren immense Kaufkraftverluste der privaten Haushalte und politischer Verdross, der in mehreren Ländern zu einem Wandel der politischen Landschaft führte. Es ist also keineswegs so, dass eine durch die Notenbanken finanzierte Schuldenaufnahme ohne Kosten einhergehen würde.

### «Eine hohe Staatsverschuldung ist schlecht für die Währung.»

Um es vorwegzunehmen: Eine hohe Verschuldung steht einer Währungsaufwertung nicht im Weg – zumindest nicht kurz- bis mittelfristig. Bestes Beispiel hierfür ist

Japan. Das Land türmt seit Jahrzehnten Staatsschulden auf - mittlerweile liegt die Verschuldung bei 238 % des BIP. Das hinderte die japanische Währung, den Yen, aber keineswegs dran, über lange Strecken kräftig aufzuwerten, so etwa nach der Finanzmarktkrise zwischen 2008 und 2011 oder auch zwischen 2015 und 2021. Erst als mit der Corona-Pandemie die Inflationsraten stiegen, wertete der Yen ab. Auch der US-Dollar kann als Beispiel herangezogen werden. Die US-Staatsverschuldung stieg mit den grosszügigen staatlichen Corona-Hilfen massiv an, gleichzeitig wertete der Dollar kräftig auf. Auf lange Sicht zeigt sich allerdings, dass Währungen von Ländern mit einer auf Stabilität ausgelegten Finanzpolitik aufwerten, wie etwa der Schweizer Franken. Die eidgenössische Währung glänzt mit einem Aufwertungstrend, der nun seit mehr als einem halben Jahrhundert anhält, was nicht heisst, dass der Franken keine Schwächeperioden kennt.

Finanzielle Integrität führt also zu einer starken Währung. Das lässt sich damit erklären, dass Länder mit einer hohen Staatsverschuldung in der langen Historie tendenziell eine höhere Inflation ausweisen, was wiederum in eine Abwertung mündet. Etwas anders verhält es sich bei Ländern mit einer hohen Fremdwährungsverschuldung, wie es häufig in Schwellenländern der Fall ist. Eine zusätzliche Kreditaufnahme in Form von auf Dollar oder Euro lautenden Staatstiteln schlägt sich nicht selten auch in einer raschen Abwertung der Landeswährung nieder. Investoren bekommen besonders dann kalte Füsse, wenn die Fremdwährungsverbindlichkeiten die Devisenreserven übersteigen. Hinter der Rückzahlung der Staatstitel steht dann ein Fragezeichen. Investoren ziehen in solchen Fällen oft ihr Kapital ab, was die Währungsabwertung noch beschleunigt. Dies löst einen Teufelskreis aus: Mit der Abwertung wird nämlich die Bedienung der Fremdwährungsverbindlichkeiten noch schwerer. Nicht selten enden solche Abwertungen mit einem Zahlungsausfall der Fremdwährungsanleihen (siehe Infografik Seite 12).

## «Die Einstufungen der Ratingagenturen zeigen, wie riskant Staatsanleihen sind.»

Ratingagenturen bewerten die Bonität eines Landes anhand von verschiedenen Kriterien. Das daraus resultierende Länderrating zeigt, wie hoch das Ausfallrisiko eines Landes ist. Zu den bekanntesten Ratingagenturen zählen Moody's, S&P und Fitch. Diese Bonitätsprüfer analysieren aktuelle Wirtschaftszahlen wie das Wachstum oder auch die Inflationsentwicklung. Sie bewerten aber auch die politischen und unternehmerischen Rahmenbedingungen. Zudem wird die volkswirtschaftliche, politische und finanzielle Situation des Staates betrachtet. Allzu tief lassen sich die Ratingagenturen allerdings nicht in die Karten schauen. Wie die Bonitätsnoten im Detail berechnet werden, bleibt ein Firmengeheimnis. Grundsätzlich geben die Bonitätsnoten der Ratingagenturen, wie zum Beispiel die Top-Note AAA für die Schweiz oder Deutschland, einen ersten Anhaltspunkt über die Kreditwürdigkeit eines Landes.

Volkswirtschaftliche und politische Rahmenbedingungen können sich jedoch rasch ändern, und Ratingagenturen reagieren darauf meist verzögert. Wesentlich rascher bilden sich die Finanzmärkte ein Urteil. Auf schlechte Wirtschaftsmeldungen wird binnen Sekunden reagiert. So lässt sich etwa aus sogenannten Credit Default Swaps (CDS) - das sind gehandelte Kreditausfallversicherungen für Gläubiger - ein implizites Rating berechnen. Oder, um es anders zu formulieren: Aus den Marktpreisen für Kreditausfallversicherungen lässt sich ein tagesaktuelles Rating berechnen.

Wie sich empirisch zeigen lässt, weisen die aus den Preisen der Kreditausfallversicherungen berechneten Bonitätsnoten gute Vorlaufeigenschaften auf Neueinstufungen durch die Ratingagenturen auf. Die Ratingagenturen verfügen also keineswegs über ein exklusives Alleinwissen. Vielmehr zeigen die Marktpreise, wie riskant Staatsanleihen sind.

### Kein Widerspruch - Steigende Staatsverschuldung und steigender Dollar



# Junk Bond King

Michael Milken öffnet den Kapitalmarkt für Unternehmen mit schlechteren Bilanzen. Er lotet Grenzen aus, und landet im Gefängnis.

Clifford Padevit

Rund 50 Jahre nach seinem Karrierehöhepunkt ist der Investmentbanker Michael Milken noch immer berühmt – und berüchtigt. Selbst für einen, der in den 1970er- und 80er-Jahren das Finanzestablishment in den USA aufgemischt hat, ist das eine Leistung. Angefangen hat er seine Karriere als Händler von Anleihen von Unternehmen, die in Schieflage geraten waren. Weil institutionelle Anleger diese Papiere nicht halten wollten, konnte er sie, nach sorgfältiger Bilanzanalyse, zu einem Bruchteil des Nominalwerts kaufen. Er machte Riesengewinne, die bei der kleinen Investmentbank Drexel Burnham Lambert, wo er nach dem Uniabschluss angeheuert hatte, auffielen. Die Wall-Street-Bank gewährte ihm auch darum 1978 den ungewöhnlichen Wunsch, nach Los Angeles umzuziehen.

Der Markt für Unternehmensanleihen wurde damals von Versicherungen und Pensionskassen dominiert, die sichere Bonds (Investment Grade) liebten und sich beim Kauf vor allem auf Ratings stützten. Milken aber wollte mit Fondsmanagern arbeiten, die sich anhand der Performance messen liessen, nicht anhand der «Conformance» (Konformität), wie er einmal sagte. Und er begann ein Netzwerk aus finanzhungrigen Unternehmen mit schlechter Bonität und willigen Investoren zu spinnen. Er argumentierte, seine High-Yield Bonds – von Konkurrenten als Junk (Müll) Bonds verspottet – würden höhere Renditen einbringen. Überhaupt sollten Investoren Ratingagen-

turen ignorieren, weil sie nur in den Rückspiegel schauten und sich zu wenig am Cashflow orientierten.

Einmal im Jahr lud er zur «High-Yield Bond Conference», wo er Stars wie Frank Sinatra auftreten liess. Bald war die Konferenz als «Predators' Ball» (Ball der Raubtiere) verschrien. Der Bezug zu Raubtieren war eine Folge des neuen Geschäftsmodells von Milken. Denn High-Yield Bonds wurden vermehrt für fremdfinanzierte Firmenübernahmen eingesetzt, auch für unfreundliche. Beispiel dafür ist die schuldfinanzierte Übernahme des Konglomerats RJR Nabisco durch das Private Equity Haus KKR im Jahr 1989.

1978 betrug das US High-Yield Finanzierungsvolumen 1 Mrd., 1986 waren es bereits 125 Mrd. US-Dollar. Gemäss «LA Times» zählte der Markt damals mehr Emittenten als der Investment-Grade-Markt. Milken und Drexel Burnham verdienten unverschämt viel Geld. Milkens Vermögen wurde 1985 auf zwischen 500 Mio. und 1 Mrd. US-Dollar geschätzt, was ihn zu einem der 100 reichsten Amerikaner machte. Er war einer der grössten Aktionäre seiner Bank und soll 1986 100 Mio. US-Dollar Bonus erhalten haben (heutiger Wert 292 Mio. US-Dollar).

Die Konkurrenten von der Wall Street waren längst auf die Gewinne aufmerksam geworden. Und auch die US-Wertschriftenaufsicht SEC begann zu ermitteln. Es wurde



zunehmend in Frage gestellt, welche Hüte Milken bei den Transaktionen trug. Er kannte die Käufer, die Verkäufer, war der dominante Marktmacher und Partner der Investmentbank.

Sein Niedergang begann mit einer belastenden Aussage eines Wall-Street Arbitrageurs in einem SEC-Verfahren. Milken gab schliesslich 1990 sechs Verstösse gegen das Wertschriften- und Steuerrecht zu, wurde zu zehn Jahren Gefängnis verurteilt und musste 200 Mio. US-Dollar Strafe zahlen. Zudem wurde er lebenslang von der Finanzbranche verbannt. Er kam früher raus, hielt sich nicht an die Auflage, willigte 1995 in einen gerichtlichen Vergleich ein und wurde 2020 von Donald Trump begnadigt.

Milken tat sich nach seiner Finanzkarriere als grosszügiger Philanthrop hervor, der vor allem Krebsforschung unterstützt. Sein Milken Institute hielt im Mai die 28. Konferenz ab, wo sich einflussreiche Köpfe trafen, um die wirtschaftliche Lage und die gesellschaftlichen Probleme wie den Klimawandel zu diskutieren. Milken, im Juli 79 Jahre alt, will also immer noch irgendwie mitmischen.

# Lohnenswerte Schulden

Staatsanleihen sind ein zentraler Baustein in Portfolios. Wir erklären die Rolle von Anleihen bei Vermögensanlagen und stellen Unternehmen vor, die von steigenden Staatsausgaben profitieren.

Clifford Padevit und Jérôme Mäser (Aktientexte)

Bei der Zusammenstellung eines ausgewogenen Portfolios mit Finanzanlagen ist die Frage nicht, ob Anleihen dazugehören, sondern zu wie viel Prozent. Denn Anleihen haben in gemischten Portfolios, bei denen das Geld auf verschiedene Anlageklassen verteilt wird, ihren Platz.

«Wir überprüfen jährlich die strategischen Quoten der Assetklassen», sagt Dennis Huber. Er leitet bei der VP Bank die Abteilung Investment Management, die auf Mandatsbasis Kundenportfolios verwaltet. So werden die Bandbreiten pro Risikoprofil festgesetzt, mit einer Mischung aus «Mathematik und Erfahrung». Für ein ausgewogenes Portfolio in Schweizer Franken liegt die Zielquote derzeit bei 33 % Anleihen, in Dollar und Euro bei 35 %.

Dieser Anleihen-Anteil stabilisiert das Portfolio. Erstens sind die Kursschwankungen im Schnitt nicht so gross wie bei Aktien. Mischt man also diese zwei Anlageklassen, resultiert ein Portfolio, dessen Wert über die Zeit weniger schwankt. Es gibt aber Ausnahmen, wenn auch selten: 2022 korrigierten in einem schlechten Anlagejahr der Aktien- und der Anleihenmarkt gleichzeitig. Auslöser war der überraschend starke Anstieg der Inflation gepaart mit höheren Zinsen, was festverzinsten Anleihen nicht gut bekam. Zweitens spielen Staatsanleihen eine spezielle Rolle, weil sich ihr Kurs nur in einem geringen Mass in die gleiche Richtung bewegt wie Aktien oder gar entgegengesetzt. Dieses Ausmass der Beziehung von zwei Anlageklassen, die Korrelation, ist aber nicht fix, sondern verändert sich im Verlauf der Zeit.

Die im Mandat enthaltenen Anleihenpositionen bestehen aber nicht nur aus Staatsanleihen. Vielmehr werden auch innerhalb der Anlageklasse verschiedene Segmente berücksichtigt. Es werden zusätzlich staatsnahe Anleihen und Unternehmens- sowie Schwellenländeranleihen beigemischt. Die Referenzwährung gibt vor, welcher Währungsraum am stärksten abgebildet wird. Jeder Markt hat seine Eigenheiten, wie etwa seine Grösse. Dies ist zum Teil auch in der Liquidität der enthaltenen Anleihen spürbar. Der Markt in US-Dollar ist am umfangreichsten, gefolgt vom Euro. Der Franken-Anleihenmarkt ist relativ eng.

Für die Auswahl zählt zudem die Bonität der Schuldner (Kreditwürdigkeit), abzulesen an den Kreditratings, die zum Teil auseinandergehen. «Wir nehmen immer das niedrigste», sagt Huber, das sei der konservativste Ansatz hinsichtlich der Risikobeurteilung. Bei Unternehmensanleihen werden weitere Selektionskriterien angewandt, da sie sehr unterschiedlich ausgestaltet sein können. Hochverzinsliche Anleihen von Unternehmen tragen etwa ein erhöhtes Zahlungsausfallrisiko. «Indem wir hier auf Kollektivanlagen setzen, die zahlreiche Anleihen halten, können wir das unternehmensspezifische Risiko verkleinern.»

Das zeigt, dass der Fokus beim Verwalten der Anleihenposition immer auf dem Risiko liegt. «Bei Aktien schauen Analysten auf die potenziellen Gewinne, bei Anleihen steht eher das Emittentenrisiko im Vordergrund», sagt Huber.



### Sicherheit an erster Stelle

**Rheinmetall** aus Deutschland ist einer der grössten Rüstungskonzerne in Europa, weshalb der Erfolg stark von den Militärausgaben einzelner Staaten abhängt. Nachdem die Rüstungsausgaben innerhalb des Militärbündnisses Nato jahrelang verfehlt wurden, müssen die Mitglieder in den kommenden Jahren deutlich tiefer in die Staatskasse greifen. Aufgrund der breiten Produktpalette von Fahrzeugen, Waffen und Munition sowie lokalen Partnerschaften dürfte Rheinmetall von steigenden Verteidigungsausgaben stark profitieren.

### Steckdose gesucht

Der Schweizer Stromversorger **BKW** setzt auf nachhaltige Energiequellen wie Wind, Wasser und Photovoltaik. Das Unternehmen bietet integrierte Gesamtlösungen für Energie, Gebäude und Infrastruktur in Europa an. Um die steigende Energienachfrage bedienen zu können, bedarf es staatlicher Programme zum Ausbau und zur Verbindung der europäischen Stromnetze. Zusätzlich treiben regulatorische Anreize und ambitionierte Klimaziele die Nachfrage nach innovativen Energielösungen an.

### Architekt der Zukunft

Das Geschäftsmodell von **MasTec** aus den USA ist unter anderem, Regierungsbehörden bei der Umsetzung von Infrastrukturprojekten zu unterstützen. Neben Aktivitäten in den Bereichen Kommunikation und fossile Brennstoffe gelang es dem Unternehmen, auch ein Angebot für erneuerbare Energien aufzubauen. Als zweitgrösster US-Anbieter von Spezialinfrastrukturdienstleistungen gilt MasTec somit als Profiteur von staatlichen Programmen zur Modernisierung von Energie-, Kommunikations- und Versorgungsinfrastrukturen.

### Digitale Behörden

Der IT-Dienstleister **Netcompany** erzielt knapp zwei Drittel seines Umsatzes mit Institutionen des öffentlichen Sektors. Mit der Übernahme von Intrasoft haben sich die Dänen als Schlüsselunternehmen in der digitalen Transformation von nationalen und EU-weiten Institutionen etabliert. Neben individuellen Lösungen vertreibt das Unternehmen auch standardisierte Produkte für Zoll-, Steuer- und Sozialbehörden.

### Staatschulden als Antrieb für Aktien?

Nimmt ein Staat für wirtschaftliche Massnahmen ein Defizit oder gar neue Schulden in Kauf, können diese zusätzlichen Ausgaben je nach Ausgestaltung die Konjunktur und damit auch die Aktienmärkte stimulieren (siehe Seite 7). Zu den Profiteuren gehören in erster Linie Unternehmen, die einen hohen Umsatzanteil mit Aufträgen vom Staat erzielen. Sie sind meistens in den Bereichen Infrastruktur oder Verteidigung tätig. Bleiben die staatlichen Massnahmen allerdings wirkungslos, steigen die Kreditkosten aufgrund der Risiken, was wiederum das Investitionsklima für die gesamte Volkswirtschaft bremst.

# Ein bisschen besser

Der weltweite Schuldenaufbau geht nicht nur auf Staaten zurück. Auch die Risiken im Unternehmenssektor sind gestiegen.

Clifford Padevit

Weltweit wird der Schuldenberg immer grösser. Haupttreiber sind staatliche Schuldner, die von Gläubigern meist als vertrauenswürdig angesehen werden. Mittlerweile haben Staaten Unternehmen ausserhalb des Finanzsektors als grösste Schuldnergruppe abgelöst, wie der Global Debt Monitor des International Institute of Finance (IIF), einem globalen Verband von Finanzunternehmen, zeigt (siehe Grafik).

Doch Unternehmen haben ihre Verschuldung ebenfalls erhöht. Allerdings in deutlich geringerem Umfang. Weltweit stehen Unternehmen ausserhalb des Finanzsektors mit 93.9 Billionen US-Dollar in der Kreide. Dieser Betrag hat sich seit der Finanzkrise, die 2007 begann, ungefähr verdoppelt und entspricht aktuell 91 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Das klingt zwar nach viel. Nur werden bei dieser globalen Betrachtung die Entwicklungen pro Region verwischt. Zum Beispiel halten chinesische Nicht-Finanzunternehmen Schulden im Umfang von 142 % des BIPs, das sind rund doppelt so viel wie in den USA und deutlich mehr als in der Eurozone (105 %).

## Aktionäre lieben Kredite

Kredite sind etwas Wunderbares, solange man sich Schulden leisten kann. Fremdfinanzierung für Unternehmen gehört zum Einmaleins aller Finanzchefs. Es gibt zahlreiche Möglichkeiten, sich von der Bank, privaten Investoren oder vom Anleihenmarkt Geld zu sichern. Eine der häufigsten Verwendungen von

Fremdkapital dürften Investitionen sein, zum Bau einer Lagerhalle oder für den Kauf einer Maschine. Nützlich, solange die goldene Bilanzregel nicht verletzt wird, also langlebige Anlagen mit langfristigen Krediten finanziert werden. Für Aktionäre sind Schulden attraktiv. Denn mit Fremdkapital lässt sich die Eigenkapitalrendite steigern, solange die erzielte Kapitalrendite höher ist als der Kreditzins. Auch aus steuerlicher Sicht gibt es einen Vorteil. Schuldzinsen lassen sich vom Gewinn abziehen und verringern so die Steuerrechnung.

Nur übertreiben sollten es Unternehmen nicht. Gläubiger haben die Verschuldungskennzahlen im Blick. Auch Aktienanalysten interessieren sich für die Bilanzqualität und schauen sich die Tragbarkeit der Schulden an, etwa anhand der Nettoverschuldung im Verhältnis zum Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen (Ebitda).

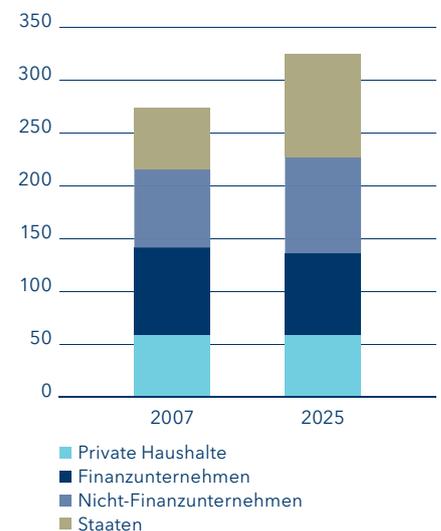
## Bilanzqualität leidet

Für Geldgeber zählen letztlich die Bilanzqualität und die Tragbarkeit. Es gibt Indizien, dass die Qualität der Unternehmensschuldner insgesamt abgenommen hat. Gemäss der Organisation für Entwicklung und Zusammenarbeit (OECD) war seit 2014 die Hälfte der Anleihenemissionen von Nicht-Finanzunternehmen mit einem Kreditrating von BBB ausgestattet, der tiefsten Bonitätsnote im Bereich der Investment-Grade-Anleihen. Das deutet auf insgesamt schlechtere Bilanzen hin. Entsprechend rapide ging die Emissions-

tätigkeit zurück, als die Zinsen weltweit ab 2022 zu steigen begannen. Die höheren Zinsen machen den Schuldnern zu schaffen, so auch den US-Unternehmen. Im Index, der Investment Grade Anleihen abgedeckt, ist der Zinsdeckungsgrad auf das Niveau von 2020 gefallen, als die Rezession rund um die globale Corona-Pandemie die Einnahmen schrumpfen liess.

Global gesehen empfiehlt es sich daher bei Staaten und bei Unternehmen genauer hinzusehen, wie sich die Verschuldungssituation entwickelt. Bei längerfristigen Schulden sind die höheren Zinsen noch nicht überall angekommen. Und das Risiko steigt, dass die US-Handelspolitik Löcher in die Gewinnrechnungen reissen könnte. Anleger sind gewarnt, auch wenn sich der Kreditmarkt bisher noch entspannt zeigt.

Höhere Schuldenlast  
(weltweit in % des BIP)



# VP Bank Swiss Ladies Open 2025

Das internationale Top-Event bringt die besten Golferinnen der Welt in die Schweiz.

Tamara Spiegel

Im September ist es wieder so weit. Die Ladies European Golf Tour (LET) kommt in die Schweiz, genauer gesagt nach Holzhausen (Kanton Zug). Vom 11. bis 13. September findet dort das VP Bank Swiss Ladies Open 2025 statt. Seit der Erstaussage im Jahr 2020 hat sich das Turnier zu einem Highlight im internationalen Golfsport entwickelt und zieht jährlich zahlreiche Zuschauerinnen und Zuschauer an.

Die VP Bank, als Mitinitiatorin und Naming Partnerin des Turniers, zählt zu den grössten Förderinnen des Frauengolfsports in der Schweiz. Die Bank engagiert sich langfristig, um das Turnier kontinuierlich weiterzuentwickeln. Das VP Bank Swiss Ladies Open bietet nicht nur den Profigolferinnen eine Plattform, sondern auch den Zuschauerinnen und Zuschauern viele unvergessliche Erlebnisse rund um den Golfsport.

## Verlosung eines Golftags mit Chiara Tamburlini

Ein besonderes Highlight des diesjährigen Turniers ist das Gewinnspiel, bei dem es einen exklusiven Tag mit der Schweizer Top-Golferin Chiara Tamburlini (siehe Porträt Seite 14) zu gewinnen gibt. Die Gewinnerin bzw. der Gewinner wird im Herbst mit ihr einen Tag auf dem Golfplatz verbringen, inklusive professionellem Aufwärmprogramm und Technik-Feinschliff. Abgerundet wird der Tag mit einem gemütlichen Apéro und kulinarischen Köstlichkeiten.

Nehmen Sie am Wettbewerb teil und besuchen Sie am 12. September das VP Bank Swiss Ladies Open. Nur dann haben Sie die Chance, einen unvergesslichen Tag mit der Schweizer Nummer 1 zu gewinnen.



# Gewinnen Sie einen Golftag mit mir.

Jetzt scannen:



[vpbank.com/chiara](https://vpbank.com/chiara)

Chiara Tamburlini ist die aktuelle Nummer 1 Golfspielerin der Schweiz. 2024 belegte sie den 1. Platz in der Jahreswertung der Ladies European Tour (LET) und erhielt die Auszeichnung «Rookie of the Year 2024».

## IMPRESSUM

CIO-Office · VP Bank AG  
Aeulestrasse 6 · 9490 Vaduz  
T +423 235 61 73  
cio-office@vpbank.com

### Redaktionsteam

Dr. Felix Brill, Chief Investment Officer  
Felipe Gomez de Luis, Head of Group Marketing & Client Experience  
Dr. Thomas Gitzel, Chief Economist  
Bernd Hartmann, Head of CIO Office / Chief Strategist  
Simon Hartmann, Junior Investment Strategist  
Jérôme Mäser, Senior Equity Analyst  
Clifford Padevit, Head of Investment Communication (Magazin-Verantwortung)  
Tamara Spiegel, Corporate Communications Manager  
Christina Strutz, Investment Communication Manager

### Gestaltung und Illustrationen

Katja Schädler, Senior Visual Designer

### Erscheinungshäufigkeit

Halbjährlich

### Redaktionsschluss

27. Mai 2025

### Quellen für die Grafiken

Seite 4: OECD, VP Bank  
Seite 5: Sovereign Bonds since Waterloo, Josefin Meyer, Carmen M. Reinhart, Christoph Trebesch, Policy Research Working Paper, World Bank, VP Bank  
Seite 6: US Congressional Budget Office (CBO), VP Bank  
Seite 7: Corporate Finance Institute (CFI), VP Bank  
Seite 10: OECD, worldgovernmentbonds.com, VP Bank  
Seite 11: IWF, Bloomberg Finance L.P., VP Bank  
Seiten 12 und 13: Infografik

- OECD
- World Bank
- IWF
- Sovereign Bonds since Waterloo, Josefin Meyer, Carmen M. Reinhart, Christoph Trebesch, Policy Research Working Paper, World Bank
- tradingeconomics.com
- worldgovernmentbonds.com
- S&P Global
- Reuters
- countryeconomy.com

Seite 16: IWF, VP Bank  
Seite 18: IWF, Bloomberg Finance L.P., VP Bank  
Seite 22: Institute of International Finance (IIF), VP Bank

### Fotos

Seite 2: © shutterstock  
Seite 9: Zur Verfügung gestellt  
Seite 14: © unnorm.al.studio  
Seite 23: © Roland Korner  
Seite 24: © Unsplash, Erica Steeves

### Druck

BVD Druck+Verlag AG, Schaan



# Kontakt und Feedback

Sie mögen, was Sie in unserem Investmentmagazin lesen oder haben Verbesserungsvorschläge? Oder haben Sie eine spezifische Frage? Wir sind für Sie da, scannen Sie einfach den untenstehenden QR-Code.

Frühere Teleskop-Ausgaben finden Sie unter [vpbank.com/teleskop](https://vpbank.com/teleskop)



[vpbank.com/kontaktformular](https://vpbank.com/kontaktformular)

## Wichtige rechtliche Hinweise

Diese Dokumentation wurde von der VP Bank AG (nachfolgend Bank) erstellt und durch die Gesellschaften der VP Bank Gruppe vertrieben. Diese Dokumentation stellt kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Die darin enthaltenen Empfehlungen, Schätzungen und Aussagen geben die persönliche Auffassung des betreffenden Analysten der VP Bank AG im Zeitpunkt des auf der Dokumentation genannten Datums wieder und können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Dokumentation basiert auf Informationen, welche als zuverlässig eingestuft werden. Diese Dokumentation und die darin abgegebenen Einschätzungen oder Bewertungen werden mit äußerster Sorgfalt erstellt, doch kann ihre Richtigkeit, Vollständigkeit und Genauigkeit nicht zugesichert oder gewährleistet werden. Insbesondere umfassen die Informationen in dieser Dokumentation möglicherweise nicht alle wesentlichen Angaben zu den darin behandelten Finanzinstrumenten oder deren Emittenten. Weitere wichtige Informationen zu den Risiken, welche mit den Finanzinstrumenten in dieser Dokumentation verbunden sind, zu den Eigengeschäften der VP Bank Gruppe bzw. zur Behandlung von Interessenkonflikten in Bezug auf diese Finanzinstrumente sowie zum Vertrieb dieser Dokumentation finden Sie unter [https://www.vpbank.com/de/rechtliche\\_hinweise](https://www.vpbank.com/de/rechtliche_hinweise).



# Chancen oder Sicherheit

Warum  
nicht  
**beides?**

Mit einem klugen Portfolioaufbau fangen wir Marktturbulenzen besser auf. Gleichzeitig profitieren Sie langfristig von Investitionschancen.



[vpbank.com/chancen](https://vpbank.com/chancen)



