



Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE

GESELLSCHAFT & FINANZEN 01/10/2026

Mr. Bond ist zurück

von THOMAS MAYER

Zusammenfassung

Der jahrzehntelange Bullenmarkt für Staatsanleihen ist vorbei. Mit der Rückkehr der Inflation und höherer Renditen gewinnen auch die „Bond Vigilantes“ wieder an Einfluss. Noch wird der fiskalische Druck durch die niedrigen Zinsen früher emittierter Schulden gedämpft. Mit deren Refinanzierung zu höheren Zinsen steigt jedoch die Belastung der Staatshaushalte. Eine Analyse wichtiger G7-Länder zeigt zudem, dass die gegenwärtige Fiskalpolitik ihre Schuldenquoten langfristig nicht stabilisiert. Für Anleger bieten die höheren Renditen zwar wieder einen gewissen Puffer gegen Kursverluste. Dieser dürfte jedoch nur begrenzt schützen, besonders wenn fiskalische Dominanz die Zentralbanken erneut zu monetärer Finanzierung und finanzieller Repression zwingt.

Abstract

The decades-long bull market in government bonds is over. With the return of inflation and higher yields, the “bond vigilantes” are regaining influence. For now, fiscal pressures are cushioned by debt issued at the low interest rates of previous years. As this debt is refinanced at higher rates, however, the burden on government budgets will rise. An analysis of major G7 countries also suggests that current fiscal policies will not stabilize debt ratios over the longer term. For investors, higher yields once again provide some protection against capital losses. Yet this buffer may give only limited protection, especially if fiscal dominance forces central banks back towards monetary financing and financial repression.



Der Bär ist an den Bondmarkt zurückgekehrt – und mit ihm sind die „Bond Vigilantes“ wieder da. Das trifft die meisten Regierungen der G7-Länder unvorbereitet. Niedrigzinsen und serielle Krisen haben sie zu einem Schuldenaufbau animiert, wie er früher nur in Kriegszeiten zu sehen war. Nun erzeugen höhere Renditen am Bondmarkt Stress für die Fiskalpolitik.

Der US-Ökonom Ed Yardeni warnte Anfang der 1980er-Jahre vor den „Bond Vigilantes“, eine Art Finanzpolizei, die spendierfreudige Regierungen durch Zinserhöhungen abstrafen würden. Und Anfang der 1990er-Jahre wollte James Carville, Chefstrategie von US-Präsident Bill Clinton, als Bondmarkt wiedergeboren werden, weil man dann „jeden einschüchtern“ kann, der über seine Verhältnisse lebt. Seit Beginn des neuen Jahrhunderts schienen die „Bond Vigilantes“ jedoch abgedankt zu haben und der Bondmarkt niemand mehr Angst machen zu können.¹ Das erlaubte es der Politik, die Staatsverschuldung zur Bekämpfung der Finanzkrise 2007/08, der Eurokrise 2010/12 und der Coronakrise 2020/22 auf in Friedenszeiten noch nie gesehene Höhen zu schrauben. Denn wenn keine Zinsen mehr anfallen, werden Schulden in jeder beliebigen Höhe tragbar.

Von der breiten Öffentlichkeit unbemerkt gewann der Bondmarkt seit Anfang 2022 jedoch neue Macht. Der über vier Jahrzehnte anhaltende Bullenmarkt für Anleihen (mit fallenden Renditen und steigenden Preisen) ist mit der Rückkehr der Inflation Ende 2021 gestorben. Ein neuer Bärenmarkt wurde geboren, mit dem die „Bond Vigilantes“ zurückkehren können und der Bondmarkt seine frühere Macht wiedergewinnen kann. Das wirft drei Fragen auf: Was treibt den Bärenmarkt, wie lange können die Regierungen ihre Schuldenpolitik noch fortsetzen, und wann werden Bonds für Anleger aufgrund ihrer höheren Rendite wieder attraktiv?

Der Bär regiert

Grafik 1 zeigt die Rückkehr des Bären an den Bondmarkt seit Ende 2021 anhand der Renditen in den wichtigsten G7-Ländern. Am eindrucksvollsten dürfte der Anstieg in Japan sein, wo die Bondrendite zuletzt vor 30 Jahren so hoch lag wie heute. Denn auch in Japan ist, wie anderswo, die Inflation nach einem jahrzehntelangen Tief-schlaf wiedergekommen. Verantwortlich für das Comeback der Inflation war vor allem die enorme Ausweitung der Geldmengen durch die meisten Zentralbanken, die während der Coronapandemie mit einer monetär finanzierten Expansion der Fiskalpolitik kombiniert wurde. Zum Ankauf von Staatsschulden durch die Zentralbanken („Quantitative Lockerung“) gesellten sich allerlei staatlich finanzierte Konjunkturpakete zur „Rettung“ der Wirtschaft. In diesem Jahr kam der Anstieg der Energiepreise durch den Irankrieg dazu. Wie Grafik 2 zeigt, ist der Ölpreis mit der

¹ Ein wesentlicher Grund dafür war der vermeintliche Tod der Inflation und eine Zentralbankpolitik, die in Deflation das größere Risiko sah.



realen Rendite auf US-Staatsanleihen seit der Coronapandemie recht stark korreliert.

Abbildung 1: Rendite 10-jähriger Staatsanleihen

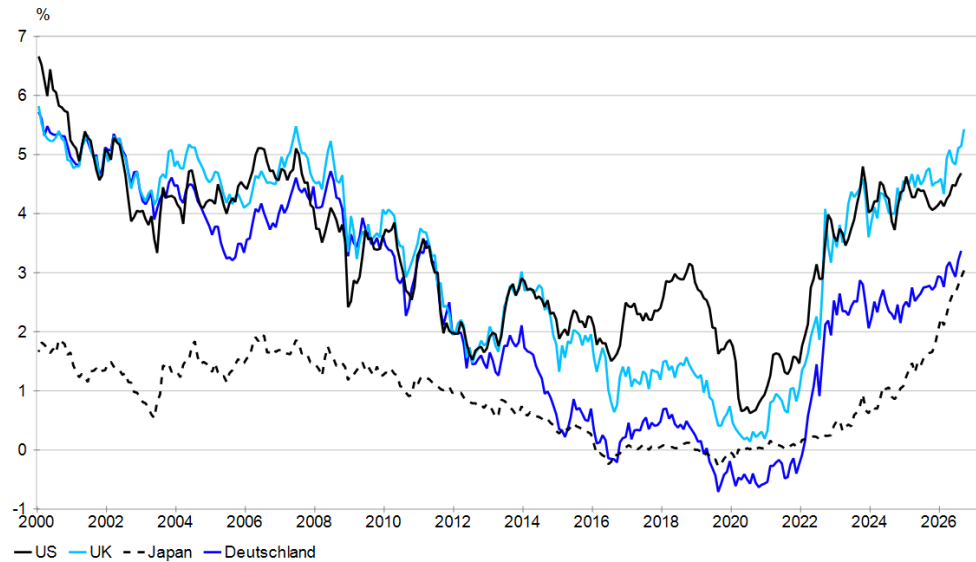
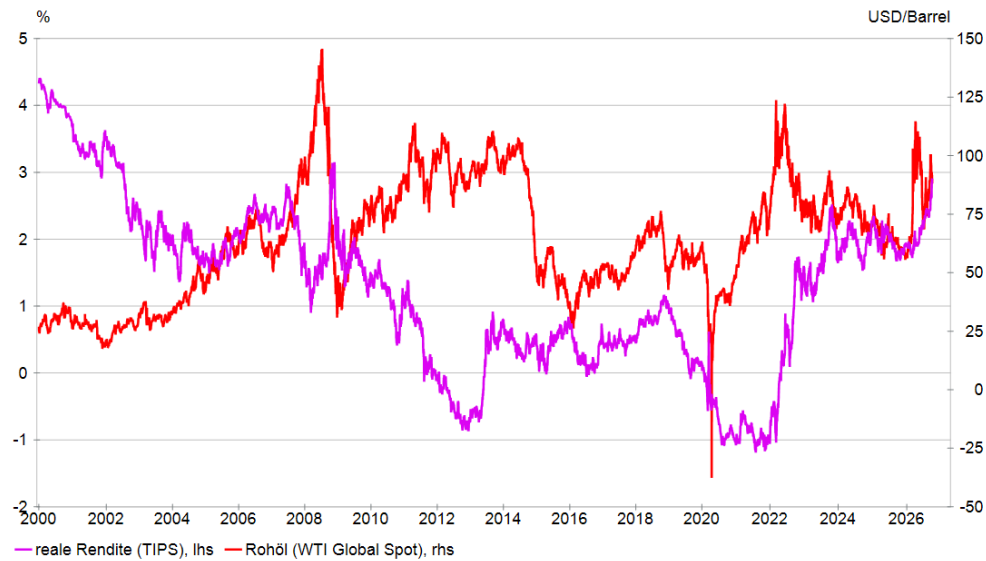


Abbildung 2: Reale Rendite auf 10-jährige US-Staatsanleihen und Ölpreis

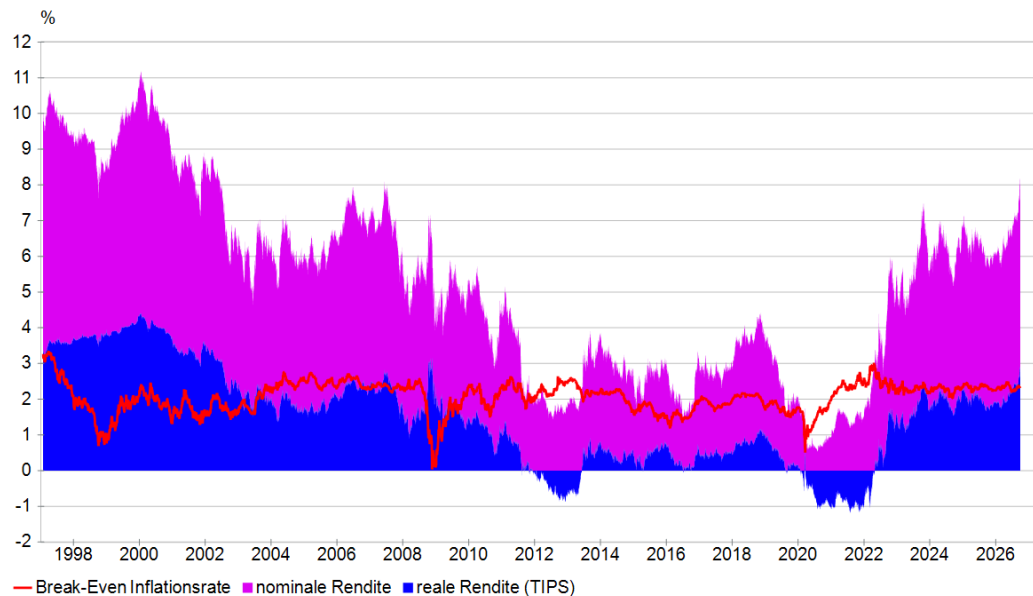


Der Verdacht liegt nahe, dass der Anstieg der Renditen höhere Inflationserwartungen für die Zukunft reflektiert. Doch dem ist bisher nicht so. Wie Grafik 3 am Beispiel der USA zeigt, sind vor allem die realen Renditen gestiegen. Die im Markt erwartete Inflationsrate, die sogenannte „Break-Even-Rate“ (Differenz zwischen nominalen und realen Renditen), ist erstaunlich stabil in der Nähe von zwei Prozent geblieben. Die Marktteilnehmer scheinen darauf zu vertrauen, dass die Zentralbanken die Inflation erfolgreich bekämpfen werden. Vor allem in den USA könnten deutlich höhere Realzinsen zur Abkühlung der Wirtschaft nötig sein, da dort das



Wachstum von Hoffnungen auf Steigerungen der Produktivität durch die Künstliche Intelligenz angetrieben wird. Fraglich ist jedoch, ob die Zentralbanken angesichts der hohen Staatsverschuldung die nötige Handlungsfreiheit zur Bekämpfung der Inflation haben werden.

Abbildung 3: 10-jährige US-Staatsanleihen



Quelle: Macrobond.

Staatsschuldenberge und die Politik

Je höher die Verschuldung und je höher der Zins, desto höher sind die Zinsausgaben des Staates und desto geringer ist sein fiskalpolitischer Gestaltungsraum. Aus Analysen des Internationalen Währungsfonds kann man als erste Faustregel für den aus den Zinsausgaben des Staates resultierenden fiskalpolitischen Stress die in Tabelle 1 zusammengefasste Klassifikation ableiten.²

Tabelle 1: Faustregel I für die Schuldentragfähigkeit

Zinsausgaben / Staatseinnahmen	Fiskalische Belastung
< 10 %	gering
10–15 %	moderat
15–20 %	erhöht
20–30 %	hoch
> 30 %	sehr hoch

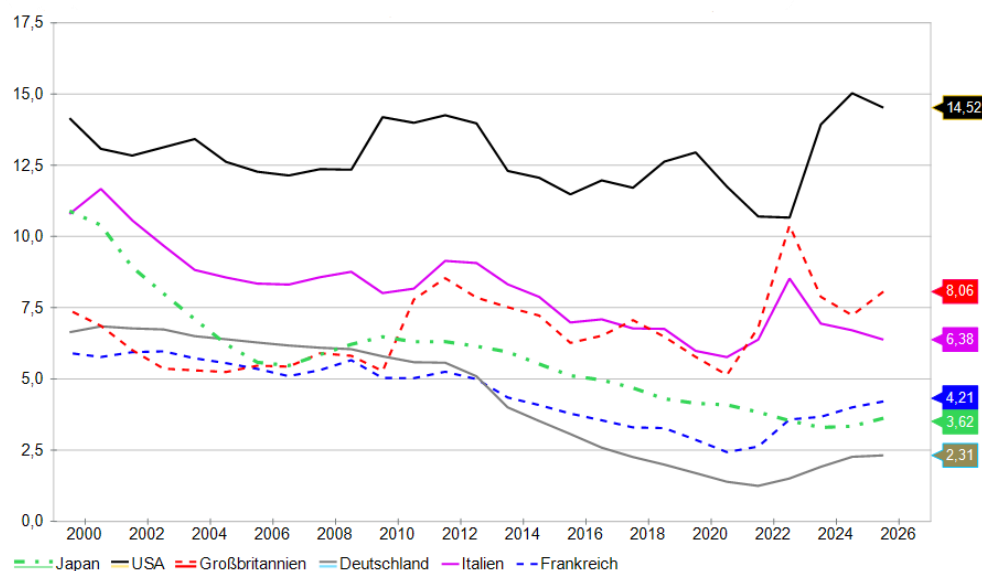
Quelle: Eigene Einordnung nach Comelli et al. (2023).

² Die Studie bezieht sich auf Sub-Sahara Afrika, wo die Varianz des Stressindikators genügend groß ist. Für Industrieländer kann sie daher nur Anhaltspunkte liefern, die der IWF allerdings auch in anderen Kontexten nutzt.



Betrachtet man die Lage in den wichtigsten G7-Ländern mit dieser Faustregel, scheint es keinen unmittelbaren Anlass zur Besorgnis zu geben (Grafik 4). In den meisten Ländern erscheint die fiskalische Belastung gering. Nur in den USA nähert sie sich einem erhöhten Niveau.

Abbildung 4: Staatliche Zinsausgaben in % der Gesamteinnahmen (G7)



Quelle: Macrobond.

Allerdings ist dies eine auf die Gegenwart bezogene, statische Betrachtung. Noch profitieren die Staatshaushalte von den in den vergangenen Jahren zu niedrigen Zinsen emittierten Schuldtitel. Doch mit dem Auslaufen der Altschulden und der Notwendigkeit, diese zu höheren Zinsen zu refinanzieren, steigt die Belastung. Daher ist es nötig, die Status-quo-Betrachtung durch eine Vorausschau zu ergänzen.

Eine Möglichkeit, nach vorn zu schauen, ist, die Zinsbelastung auf der Grundlage heutiger Zinsen zu berechnen. Das Ergebnis ist in Tabelle 2 wiedergegeben. Die Zinsbelastung steigt nun drastisch, bleibt bei den meisten Ländern jedoch in den Kategorien „gering“ bis „moderat“. In Japan ist sie „erhöht“, und in den USA „hoch“. Insbesondere in Japan und den USA schlagen aufgrund relativ kurzer Restlaufzeiten der Staatsschuld Zinserhöhungen relativ schnell auf die Zinsbelastung durch. Zum einen wurde die Duration der Neuemission verkürzt. Zum anderen wurde durch die Geldpolitik der „Quantitativen Lockerung“ in allen Ländern die effektive Laufzeit der Anleihen verringert, indem diese auf der Bilanz der Zentralbank mit täglich fälligem Reservegeld finanziert wurden.³

³ Die Aussage gilt, wenn man die Verpflichtungen des Staates mit denen seiner Zentralbank konsolidiert, wie es die Bank von England macht. Dadurch wird die Laufzeitverkürzung der Schuld gegenüber dem Privatsektor durch die Politik der Anleihekäufe der Zentralbanken erfasst.

**Tabelle 2: Faustregel I für die Schuldentragfähigkeit zu heutigen Zinsen**

Land	10J-Rendite aktuell	Zinsausgaben/ Einnahmen bei voller Refinanzierung	Restlaufzeit (QE-bereinigt)*
Deutschland	3,6%	4,9%	5,9 Jahre
Frankreich	4,8%	10,8%	7,2 Jahre
Italien	4,6%	13,3%	5,9 Jahre
Großbritannien	5,4%	13,5%	11,6 Jahre
USA	5,3%	21,7%	5,0 Jahre
Japan	3,1%	17,7%	4,5 Jahre

* Duration von Anleihen im Zentralbankbestand wurde auf null gesetzt.

Quelle: Eigene Berechnungen

Langfristig sind die Schulden jedoch nur tragbar, wenn die Staatsschuldenquote nicht in den Himmel wächst. In der Arithmetik dieser Quote spielen drei Variablen eine besondere Rolle: der erwartete Realzins r , das reale Wachstum der Staatseinnahmen g (bei konstanter Staatsquote gleich dem realen Wachstum der Wirtschaft), und der Primärsaldo (Saldo vor Zinsausgaben) des Staatshaushalts pb (relativ zum BIP).⁴ Ist $r=g$, bleibt die Schuldenquote b konstant, auch wenn $pb=0$. Ist jedoch $r>g$, muss pb positiv sein (also ein Primärüberschuss im Staatshaushalt erwirtschaftet werden), damit die Schuldenquote nicht im Trend steigt. Da auch diese Betrachtungsweise nur Näherungswerte für die Schuldentragfähigkeit liefert, nenne ich sie „Faustregel II“.

Tabelle 3 gibt für die betrachteten G7-Länder Schätzwerte für die relevanten Variablen. Dabei reflektiert g das geschätzte Potenzialwachstum der Wirtschaft und r dieses Wachstums zuzüglich einer grob veranschlagten Risikoprämie.⁵ Auch wenn r und g nur grobe Schätzwerte sind, wird aus der Rechnung klar, dass die Schuldenquote bei einer Fortführung der gegenwärtigen Fiskalpolitik (wie sie sich im erwarteten Primärsaldo für 2026 niederschlägt) in allen Ländern tendenziell weiter steigen wird. Zur Stabilisierung der Schuldenquote müssten überall höhere Primärüberschüsse erzeugt werden (siehe letzte Spalte von Tabelle 3). Der Anpassungsbedarf ist in den USA am größten und in Italien am kleinsten.

⁴ In Gleichungsform: $\Delta b_t \approx (r - g)b_{t-1} - pb_t$

⁵ Insbesondere für Frankreich, Großbritannien und Italien scheint es im Markt Risikoaufschläge zu geben. Das dürfte mit der Höhe und Struktur der Staatsverschuldung und (besonders im Falle Frankreichs) mit politischen Risiken zusammenhängen. Dagegen profitiert Deutschland von der (noch) niedrigen Schuldenquote, die USA von ihrer Stellung als Emittent des globalen „Safe Asset“ und Japan von der Dominanz heimischer Gläubiger.



Tabelle 3: Faustregel II für die Schuldentragfähigkeit

Land	Schuldenquote 2026 (% des BIP)	r real	g real	r – g	Stabilisierender Primärsaldo (% des BIP))	Primärsaldo 2026 (% des BIP)	notwendige Verbesserung (% des BIP)
Deutschland	63,9%	1,0%	1,0%	0,0%	0,0%	-2,2 %	2,2%
Frankreich	118,5%	1,6%	1,0%	0,6%	0,7%	-2,7 %	3,4%
Italien	138,2%	2,0%	0,7%	1,3%	1,8%	1,2%	0,6%
Großbritannien	102,2%	3,0%	1,2%	1,8%	1,8%	-0,9 %	2,7%
USA	125,8%	2,2%	2,0%	0,2%	0,3%	-3,6 %	3,9%
Japan	202,9%	0,5%	0,5%	0,0%	0,0%	-1,5%	1,5%

Quelle: Berechnung auf der Grundlage eigener Schätzungen.

Aber auch wenn die Regierungen dieser Länder die notwendige Anpassung des Primärsaldos nicht erreichen, droht ihnen nicht die Zahlungsunfähigkeit. Denn sie haben sich in ihrer eigenen Währung verschuldet und können auf ihre jeweilige Zentralbank als Kreditgeber der letzten Instanz bauen. Der Europäischen Zentralbank wurde diese Funktion zwar vertraglich verwehrt, aber die Erfahrung während der Eurokrise 2010/12 hat gezeigt, dass die entsprechenden Bestimmungen in den europäischen Verträgen praktisch keine Bedeutung haben.

Die entscheidende Frage für den Bondmarkt ist daher, ob die Regierungen die politische Kraft zur nötigen Wiederherstellung der Schuldentragfähigkeit aufbringen, oder ihre Zentralbanken zur monetären Finanzierung der Schulden zwingen werden. Die Wahrscheinlichkeit, dass sie den zweiten Weg wählen, ist recht groß. Denn durch die monetäre Finanzierung der Staatsverschuldung entsteht Inflation, mit der der Realzins unter das reale Wachstum der Wirtschaft (und damit der Staatseinnahmen) gedrückt werden kann. Gilt $r < g$, sinkt die Staatsschuldenquote im Trend, und die Schuldentragfähigkeit wird auch ohne schmerzhaftes Haushaltsanpassungen wieder hergestellt. Auf diese Weise drückte die US-Regierung nach dem Zweiten Weltkrieg die Kriegsschuld wieder auf eine tragbare Größe (Reinhart und Sbrancia, 2011). Da später eine Reihe von hoch verschuldeten Entwicklungsländern diesem Beispiel folgten, entstand in der Entwicklungsökonomie der Begriff der finanziellen Repression.

Sind Bonds für Anleger dennoch attraktiv?

Steigende Renditen und daher fallende Preise bedeuten nicht automatisch, dass Bonds als Anlagen unattraktiv sein müssen. Zum einen können Anleger von steigenden Renditen profitieren, wenn sie die Duration ihres Anleiheportfolios verkürzen oder in Bonds mit variablen Zinsen investieren. Zum anderen können höhere Renditen niedrigere Preise bis zu einem gewissen Grad kompensieren. Im Folgenden schätze ich ab, inwieweit die höheren Renditen eine Absicherung gegen Verluste bei der Anlage von Anleihen mit längerer Duration darstellen.

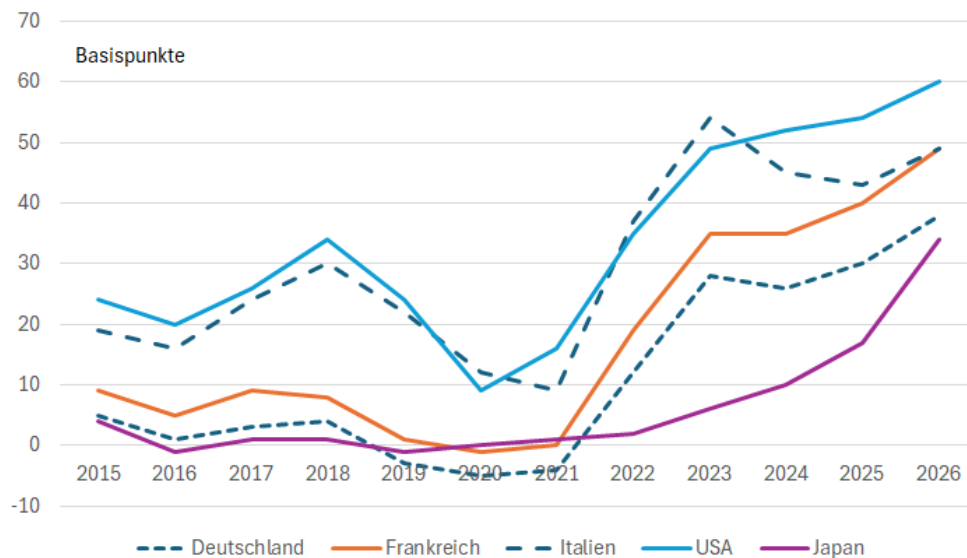
Der gesamte Ertrag aus einer Anlage ergibt sich als Summe aus Rendite und Preisveränderung. Je höher die Rendite, desto größer der Puffer für einen möglichen Preisrückgang. Indem man die Preisveränderung mit Hilfe der Duration in eine Zinsveränderung übersetzt, kann man (in vereinfachter Form) abschätzen, welche



weitere Erhöhung der Rendite von ihrem Ausgangspunkt möglich ist, ohne dass der gesamte Ertrag aus der Anlage negativ wird.⁶ Ich nenne diese Erhöhung der Rendite den „Break-Even-Renditeanstieg“.

Grafik 5 zeigt diese Variable für die ausgewählten G7-Länder. Bei einer Ausgangsrendite von null Prozent bleibt der gesamte Ertrag aus der Anlage nur gleich, wenn sich der Preis nicht ändert. Ist die Ausgangsrendite negativ, muss der Preis steigen (und die Rendite fallen), damit der Gesamtertrag konstant bleibt. Steigen jedoch die Ausgangsrenditen, wird auch der Betrag größer, um den die Rendite steigen kann, ohne dass der Gesamtertrag negativ wird.

Abbildung 5: Break-Even-Renditeanstieg für 10-jährige Staatsanleihen



Quelle: Eigene Berechnungen.

Wie die Grafik zeigt, lassen sich inzwischen Renditeanstiege zwischen 30 und 60 Basispunkten verkraften. Ob diese Puffer jedoch ausreichen werden, um tatsächliche künftige Renditeanstiege abzufedern, ist fraglich. Denn sollten die Zentralbanken die gegenwärtige Erwartung einer strikt auf Preisstabilität ausgerichteten Geldpolitik enttäuschen, dürfte ein Anstieg der Break-Even-Inflation die nominalen Renditen weiter in die Höhe treiben.

Und sollten die Zentralbanken die nominalen Zinsen durch eigene Anleihekäufe deckeln, würde der reale Zinsertrag aus nominalen Anlagen fallen. Käme es dann zu einer Umschichtung in inflationsgeschützte Anleihen, würde der Preis auf diese Anleihen steigen und der reale Ertrag fallen. Inhaber inflationsgeschützter Anleihen hätten dann einen Kapitalgewinn und bekämen Ausgleichszahlungen für die höhere Inflation. Anlagen in Bonds mit längerer Duration ergeben daher nur dann Sinn,

⁶ Ich definiere: y =Rendite, m =Duration, dp =Preisveränderung und di =Renditeveränderung. Nun setze ich den Gesamtertrag auf null, also $y-dp=0$. Da $dp=m \cdot di$ ist, folgen $y-m \cdot di=0$ und $y=m \cdot di$. Und daraus folgt $di = y/m$.



wenn man mit einer Rezession oder gar Krise rechnet, die reale Renditen und die Break-Even-Inflation nach unten treiben, ohne dass die Zentralbanken die Wirtschaft mit neuer Liquidität fluten.

Fazit

Der Bär ist an den Bondmarkt zurückgekehrt – und mit ihm die „Bond Vigilantes“. Das trifft die meisten Regierungen der G7-Länder unvorbereitet. Niedrigzinsen und serielle Krisen haben sie zu einem Schuldenaufbau animiert, wie er früher nur in Kriegszeiten zu sehen war. Nun erzeugen höhere Renditen am Bondmarkt Stress für die Fiskalpolitik.

Allerdings baut sich der Stress langsam auf. Noch zehren die Regierungen von Schulden, die zu niedrigen Zinsen emittiert wurden. Doch mit der Zeit fressen sich die Renditeanstiege in die Zinsbelastung der Staatshaushalte hinein. Zudem zeigt die langfristige Vorausschau, dass keiner der betrachteten G7-Staaten eine Fiskalpolitik verfolgt, die weitere Anstiege der Staatsschuldenquote verhindern würde.

Aus der Sicht der Anleger sind die höheren Renditen ein Puffer, mit dem sich Preisabschläge auf Anleihen auffangen lassen. Allerdings sind die Puffer überschaubar und das Risiko erheblich, dass sie weitere Renditeanstiege nicht abfedern. Sollten die Renditeanstiege zu hohem fiskalpolitischem Stress führen – oder die Wirtschaft in die Rezession fallen –, ist es wahrscheinlich, dass die Regierungen ihre Zentralbanken anweisen werden, die Renditen zu deckeln und die Liquiditätsschleusen wieder zu öffnen. Die Risiken von fiskalischer Dominanz der Geldpolitik und finanzieller Repression lassen Anleihen mit längerer Duration trotz höherer Puffer immer noch als ziemlich riskant erscheinen.

Referenzen

Comelli, Fabio / David, Antonio / Eyraud, Luc / Kovacs, Peter / Montoya, Jimena / Sode, Arthur (2023): *Navigating Fiscal Challenges in Sub-Saharan Africa: Resilient Strategies and Credible Anchors in Turbulent Waters*. IMF Departmental Paper 2023/007. International Monetary Fund, Washington, D.C.

Reinhart, Carmen M. / Sbrancia, M. Belen (2011): *The Liquidation of Government Debt*. NBER Working Paper 16893.



RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch SE dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch SE selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch SE. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch SE nicht gestattet.

Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch SE

© 2026 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch SE, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *geschäftsführende Direktoren* Dr. Bert Flossbach, Dr. Tobias Hirsch, Dr. Tobias Schafföner, Christian Schlosser, Dr. Till Schmidt, Marcus Stollenwerk; *Vorsitzender des Verwaltungsrats* Kurt von Storch; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 120 796 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autor* Thomas Mayer *Redaktionsschluss* 30. September 2026