

In **Gold** We Trust<sup>®</sup>  
Report

# Nuggets

Den gesamten *In Gold We Trust*-Report können Sie gratis herunterladen unter: [www.ingoldwetrust.report](http://www.ingoldwetrust.report)

Wir bedanken uns herzlich bei unseren  
**Premium-Partnern** für die Unterstützung des  
*In Gold We Trust-Reports 2025*





incrementum

In **Gold** We Trust<sup>®</sup>  
Report

## Begleiten Sie uns auf unserer goldenen Reise!



### *In Gold We Trust-Report 2025*

[ingoldwetrust.report/download/46283](http://ingoldwetrust.report/download/46283)

### *In Gold We Trust-Report 2025 Compact Version*

[ingoldwetrust.report/download/46284](http://ingoldwetrust.report/download/46284)



### *In Gold We Trust-Chartbook*

[ingoldwetrust.report/download/47140/?tmstv=1744727118](http://ingoldwetrust.report/download/47140/?tmstv=1744727118)



### *Monthly-Gold-Kompass*

[ingoldwetrust.report/download/igwt-gold-compass](http://ingoldwetrust.report/download/igwt-gold-compass)

### *In Gold We Trust-Nuggets*

[ingoldwetrust.report/igwt-nuggets](http://ingoldwetrust.report/igwt-nuggets)

### *In Gold We Trust-Classics*

[ingoldwetrust.report/igwt-classics](http://ingoldwetrust.report/igwt-classics)



### *In Gold We Trust-Archiv*

[ingoldwetrust.report/archiv](http://ingoldwetrust.report/archiv)



LinkedIn

[linkedin.com/showcase/ingoldwetrust-report](https://www.linkedin.com/showcase/ingoldwetrust-report)



Youtube

[youtube.com/c/InGoldWeTrust](https://www.youtube.com/c/InGoldWeTrust)



X

[x.com/igwtreport](https://x.com/igwtreport)



Newsletter

[incrementum.li/newsletter](https://www.incrementum.li/newsletter)

DE EN ES 中文 日本語

Der Goldstandard aller Goldstudien

# Status quo der Verschuldungsdynamik

*The safest road to hell is the gradual one - the gentle slope, soft underfoot, without sudden turnings.*

C.S. Lewis

- Rollentausch zwischen den USA und Deutschland: Während die neue US-Regierung mit DOGE den Sparstift ansetzt, hat Deutschland die Spendierhosen angezogen.
- Dennoch ist das US-Defizit auf einem negativen Rekordkurs. Zum ersten Mal könnte es drei Jahre in Folge ein Defizit von mehr als 6% geben.
- Die USA haben das Ferguson-Limit überschritten, da im Fiskaljahr 2024 zum ersten Mal die Zinsausgaben höher als die Verteidigungsausgaben waren. Frühere Großmächte gingen unter, als sie das Ferguson-Limit überschritten.
- Das Thema Schuldenrestrukturierung ist mit den Vorschlägen von Stephen Miran und Zoltan Pozsar endgültig von der Peripherie ins Zentrum gerückt.
- In den Schwellen- und Entwicklungsländern war im Schnitt eine Ausweitung der Verschuldung um 2 Prozentpunkte nötig, um das BIP um 1 Prozentpunkt zu erhöhen. In den OECD-Ländern lag das Verhältnis hingegen bei 5:1.
- Speziell in der EU, in der ein Produktivitätswunder zur nachhaltigen Lösung der hohen Staatsschulden nahezu ausgeschlossen scheint, wird die finanzielle Repression zurückkehren. Ebenso wird weiterhin von einigen Seiten die Zentralisierung der EU-Schulden versucht werden.

*Titanic was warned six times about icebergs. It didn't change course.*

**Historische Aufzeichnung der Titanic-Katastrophe**

*When the ship has sunk, everyone knows how she could have been saved.*

**Italienisches Sprichwort**

*Either the nation must destroy public credit, or public credit will destroy the nation.*

**David Hume**

*In view of the threats to our freedom and peace on our continent, the rule for our defence now has to be 'whatever it takes'.*

**Friedrich Merz**

*We are not swimming in money, we're drowning in debts.*

**Wolfgang Schäuble**

**Für gewöhnlich ist die Analyse der Staatsschuldendaten eine eher unspektakuläre Aufgabe.** Die Ausgabensteigerungen während der Corona-Pandemie und die anschließende Inflationskrise haben bereits für etwas Abwechslung gesorgt, wenn auch aus zwei äußerst unangenehmen Anlässen. Doch in den vergangenen Wochen ist so richtig Bewegung in die Staatsschuldenthematik gekommen.

**Nicht nur eine leichte Kurskorrektur, sondern eine echte Kehrtwende vollzog sich Ende Februar in Deutschland.** Mit einem einzigen Satz leitete Friedrich Merz (CDU) eine 180-Grad-Wende just in jenem Land ein, das bislang dank der **verfassungsrechtlich verankerten Schuldenbremse** seine Staatsschuldenquote unter Kontrolle hatte. Diese zwang die Regierungen auf Bundes-, Landes- und Gemeindeebene fortlaufend zur Konsolidierung. Eine Staatsschuldenquote nur leicht über der 60%-Maastricht-Grenze war die Folge.

**Der Satz, den Friedrich Merz aussprach, ist altbekannt: „Whatever it takes!“ – Koste es, was es wolle.** Mit diesem einen Satz erhöhte Merz die deutsche Staatsverschuldung um zumindest zusätzliche 900 Mrd. EUR oder um mehr als ein Drittel der aktuellen deutschen Staatsverschuldung. Insgesamt dürfte damit das Ausgabevolumen mehr als dem Doppelten des **Aufbau Ost**, d. h. den Investitionen in den neuen Bundesländern nach der Wiedervereinigung im Umfang von 1% des BIP, entsprechen.

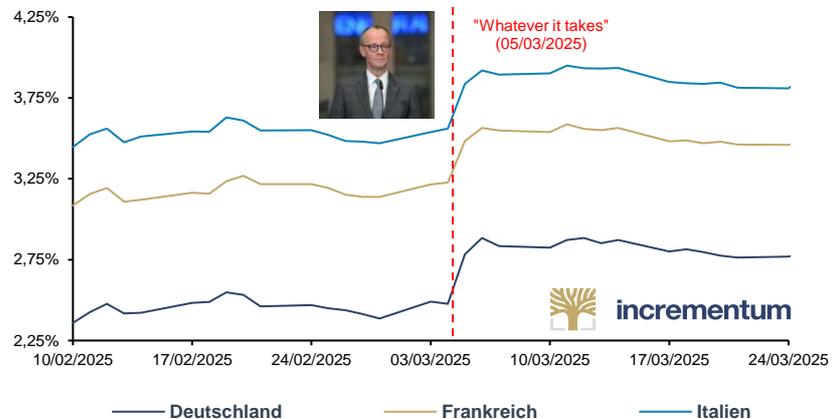
Zum einen wird ein **Sondervermögen** für Infrastruktur aufgelegt, wobei besser von **Sonderschulden** die Rede sein sollte: 500 Mrd. EUR sollen in die Infrastruktur und den Klimaschutz fließen. **Damit hat sich das Verschuldungspotenzial aller nun insgesamt 30 Sondervermögen fast verdoppelt.**

**Mario Draghi hatte 2012 zur Beruhigung der Finanzmärkte noch die wichtige, meist unterschlagene Beschränkung „within our mandate“ vorangestellt.** Merz scheint sich hingegen keine wirkliche Beschränkung auferlegen zu wollen, außer dass er für dieses Vorhaben die notwendigen Mehrheiten im Deutschen Bundestag benötigt. Dass er mit seinem Vorpreschen die Büchse der Schuldenpandora geöffnet hat, zeigte sich nur wenig später. Da CDU/CSU und SPD für eine Verabschiedung die Unterstützung der Grünen bedurften, verlangten die Grünen für ihre Zustimmung die Zweckwidmung von 100 Mrd. EUR für Klimaschutzmaßnahmen und die Festschreibung, dass diese Investitionen die Klimaneutralität Deutschlands bereits 2045 sicherstellen sollen. Die EU hat sich 2050 als – ohnehin völlig unrealistisches – Ziel gesetzt.

**Die Märkte quittierten die Ankündigung der Ausweitung der deutschen Staatsverschuldung mit dem stärksten Anstieg der deutschen Anleihenrendite seit 1990.** Am Tag der Verkündung, am 5. März, legte die 10-jährige deutsche Bundesanleihe um fast 30 Basispunkte oder knapp 12% auf etwas mehr als 2,80% zu. In ihrem Sog stiegen auch die Yields vieler Staaten, und nicht einmal die Schwergewichte USA und Japan konnten sich diesem Schock entziehen. Das bestätigt zumindest, dass die deutschen Bundesanleihen durch diese Ankündigung noch nicht den Status des Goldstandards am Anleihenmarkt

verloren haben. Für die meist deutlich stärker verschuldeten Staaten ist das jedoch eine schlechte Nachricht, da auch deren Finanzierungskosten deutlich anstiegen.

### 10-jährige Staatsanleihenrenditen, 10/02/2025–24/03/2025



Quelle: Berliner Morgenpost, LSEG, Incrementum AG

Für die Welt stellt sich nun die Frage: Wenn deutsche Bundesanleihen ihre Ankerfunktion im Finanzsystem, insbesondere im europäischen Finanzsystem, verlieren oder auch nur teilweise einbüßen, welcher Vermögenswert wird an ihre Stelle treten?

*We shouldn't elect a President.  
We should elect a magician.*

**Will Rogers**

**Die zweite 180-Grad-Wende – nur dieses Mal in die andere Richtung – deutet sich in den USA an.** Wenige Monate vor seinem ersten Wahltriumph hatte sich Donald Trump 2016 noch als „King of Debt“ bezeichnet. Am 6. März – also nur einen Tag nach der Kehrtwende von Merz – ließ der US-Finanzminister Scott Bessent im Rahmen einer Veranstaltung des *NY Economy Club* mit folgender **Bemerkung** aufhorchen:

*„The first time I went to see President Trump he looked at me and said ‘how do we get this debt and deficit down without killing the economy?’ ... I’ve been thinking about this for 18 months and [the way to do it is] the transition from a public sector to private sector [driven economy]... 25 percent of GDP goes through [Washington DC] Area code 202.“*

*History shows that once an enormous debt has been incurred by a nation, there are only two ways to solve it: one is simply to declare bankruptcy – repudiate the debt. The other is to inflate the currency and thus to destroy the wealth of the ordinary citizen.*

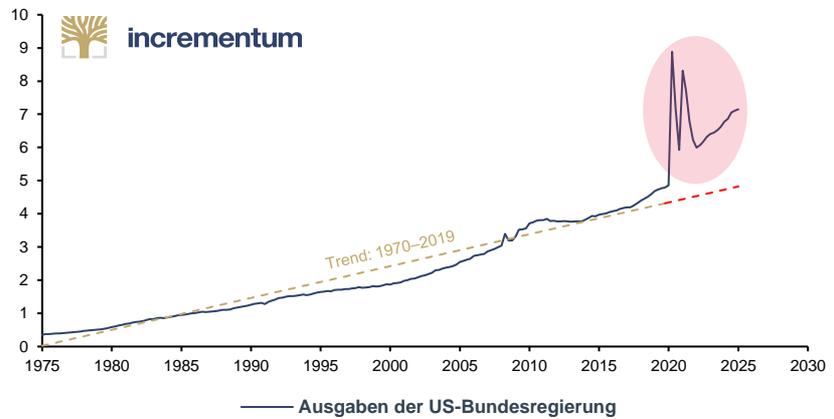
**Adam Smith**

Nun müssen den Worten auch Taten folgen und angesichts dessen, dass die USA im Dauerwahlkampf sind – in 1 ½ Jahren stehen bereits die Mid-Terms wieder an, in 3 ½ die nächsten Präsidentschaftswahlen –, wird sich zeigen, ob es der Trump-Administration gelingen wird, das Schuldenruder herumzureißen. Dies hätte aufgrund der enormen Bedeutung des US-Dollars für die Weltwirtschaft gravierende Auswirkungen. **Bereits im Wahlkampf hatte Scott Bessent im Rahmen des 3–3–3-Plans die Reduktion des US-Budgetdefizits auf 3% bis zum Ende der Amtszeit Donald Trumps als Ziel ausgegeben. Das wäre mehr als eine Halbierung vom aktuellen Niveau.**

Ursache für die deutliche Abkehr vom langfristigen Trendwachstum der nominellen Staatsausgaben in den USA war die Corona-Maßnahmenpolitik zunächst unter Donald Trump, danach unter Joe Biden. Die Corona-Ausgaben

haben die fiskalischen Schleusen geöffnet und diese Schleusen konnten bis heute nicht geschlossen werden.

**Ausgaben der US-Bundesregierung, in Bill. USD, Q1/1970–Q1/2025**



Quelle: BofA, Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

*Safe debt is rapidly becoming an oxymoron.*

**Willem Buiter**

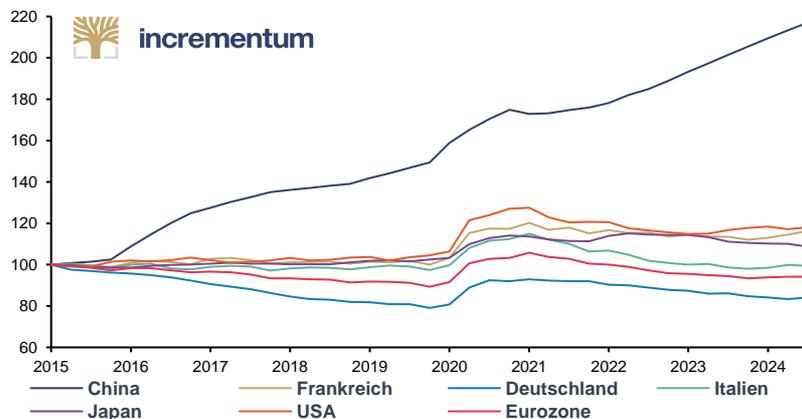
*Auf der Grundlage der wachsenden Schuldenspirale gedeiht bloß quantitatives, nicht qualitatives Wachstum.*

**Rahim Taghizadegan**

Verbal zumindest wollen die USA in jene Liga – im positiven Sinne – absteigen, in der sich aktuell Deutschland befindet, während Deutschland – im negativen Sinn aufsteigen will in jene Liga, in der sich die USA aktuell befinden. Und in dieser Liga bekommen die Märkte langsam, aber sicher erste fundamentale Bedenken hinsichtlich der Staatsschuldenentwicklung in den Industriestaaten. **Fest steht: Das Thema Überschuldung bewegt sich immer stärker von der Peripherie ins Zentrum.**

Schließlich kehrte 2024 bei den Staatsschulden wieder der Alltag ein und in den allermeisten Ländern handelt es sich dabei um einen ernüchternden Alltag. Die durch die Inflationswelle hervorgerufene Minderung der Staatsschuldenquote ist nicht nur an ihr Ende gelangt, sondern die Aufwärtsdynamik ist wieder zurückgekehrt. **Wie wir im In Gold We Trust-Report 2023 im Kapitel „Status Quo der Verschuldungsdynamik“ betonten, wird der schuldenmindernde Effekt der Inflation überschätzt, weil die Staatsausgaben mit einer geringen Zeitverzögerung durch die Inflation ebenfalls stärker zu steigen beginnen.**

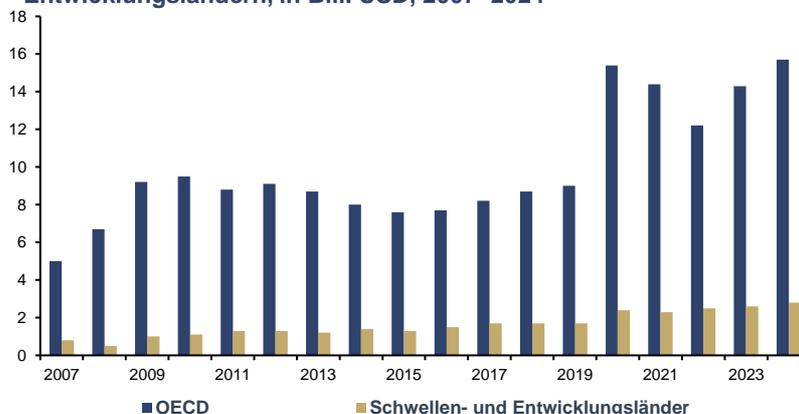
**Staatsverschuldung, in % des BIP, 100 = Q1/2015, Q1/2015–Q3/2024**



Quelle: BIZ, Incrementum AG

**Wenig überraschend ist daher der Umstand, dass sich laut *OECD Global Debt Report 2025* das Emissionsvolumen von Staatsanleihen in den OECD-Ländern in den letzten 10 Jahren fast verdoppelt hat, von 8 Bill. USD im Jahr 2014 auf 15,7 Bill. USD im Jahr 2024.** Für 2025 erwartet die OECD einen weiteren Anstieg auf 17 Bill. USD. Die Emerging Markets verdoppelten in diesem Zeitraum ihre Schuldenemission von 1,4 auf 2,8 Bill. USD. Allerdings wuchs deren Wirtschaftsleistung in diesen 10 Jahren um über 50%, während das BIP-Wachstum in den OECD-Ländern nur um 19,7% zulegte. Anders gesagt: In den Schwellen- und Entwicklungsländern war im Schnitt eine Ausweitung der Verschuldung um 2 Prozentpunkte nötig, um das BIP um 1 Prozentpunkt zu erhöhen. In den OECD-Ländern lag das Verhältnis hingegen bei 5:1, in den USA sogar bei 5,8:1. Ein derartiges Wachstum ist genauso nachhaltig wie ein mit Strom aus Braunkohle aufgeladenes E-Auto.

**Emission von Staatsanleihen in OECD Ländern und Schwellen- und Entwicklungsländern, in Bill. USD, 2007–2024**



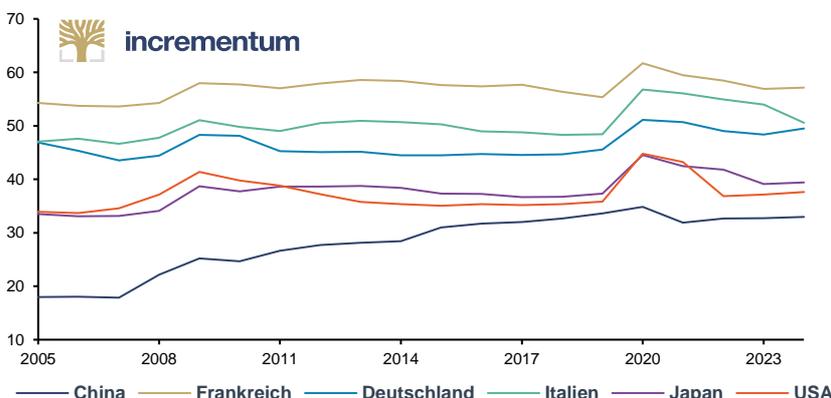
Quelle: OECD, Incrementum AG

*What the debt does is it's death by slow strangulation. It just grinds the economy down. The extreme over-indebtedness is pulling the trend rate of growth below the historical average.*

**Henry Hazlitt**

Die Corona-Pandemie und die Energiekrise haben es wieder einmal bestätigt. Nach Krisen ist die Staatsausgabenquote höher als vor der Krise. Anders gesagt: **Krisen stärken den Staat und schwächen die Privatwirtschaft.**

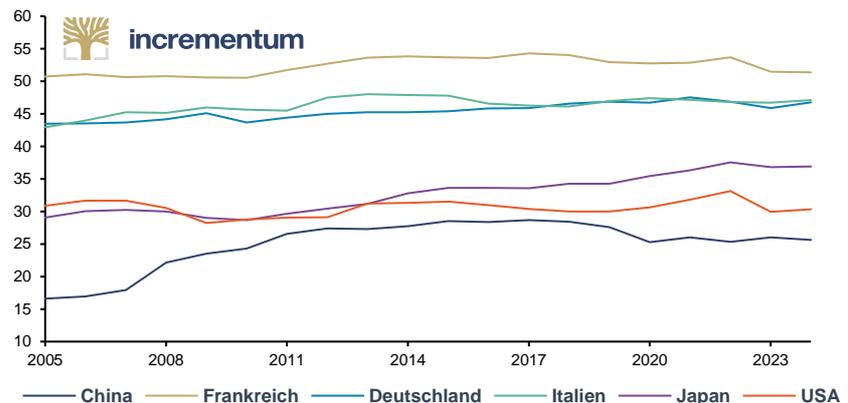
**Staatsausgaben, in % des BIP, 2000–2024**



Quelle: IWF, Incrementum AG

Einnahmenseitig sind Abgabenquoten deutlich jenseits der 40% in den führenden Volkswirtschaften Europas mittlerweile Alltag.

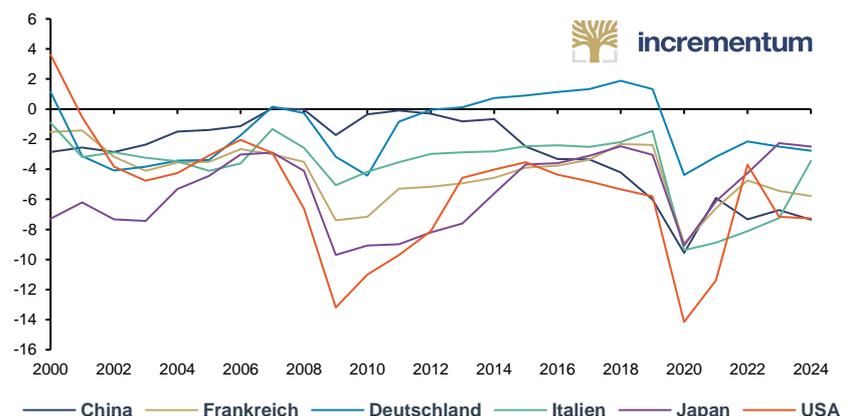
### Staatseinnahmen, in % des BIP, 2000–2024



Quelle: IWF, Incrementum AG

**Und trotz historisch hoher Abgabenquoten weisen die Staatshaushalte weiterhin deutlich rote Zahlen auf.** Der Bruch in der Corona-Pandemie ist deutlich zu erkennen, mit Deutschland als Ausnahme, dank der Schuldenbremse.

### Budgetsaldo, in % des BIP, 2000–2024



Quelle: IWF, Incrementum AG

*If the practice persists of covering government deficits with the issue of notes, then the day will come without fail, sooner or later, when the monetary systems of those nations pursuing this course will break down completely.*

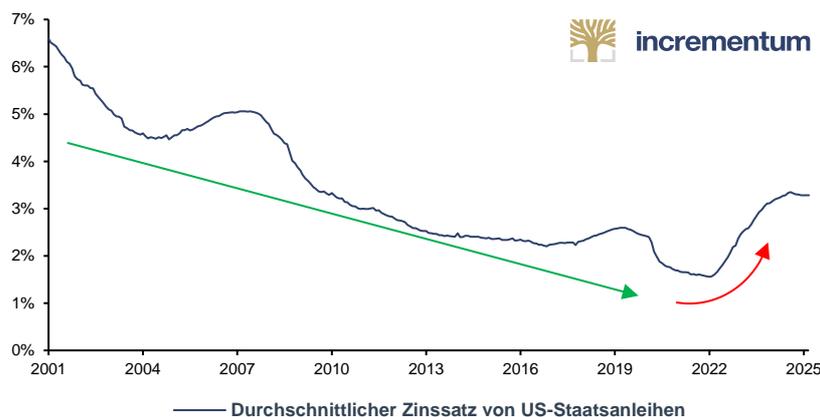
**Ludwig von Mises**

**Schließlich sind die großen Ausgabentreiber struktureller Natur.** Allen voran fordert der demographische Wandel immer stärker seinen Tribut. Das sich verschlechternde Verhältnis zwischen Berufstätigen und Pensionisten führt nicht nur zu höheren Pensions- und Gesundheitsausgaben, sondern infolge des Arbeitskräftemangels auch zu einem sich verlangsamenden Wirtschaftswachstum und damit für den Staat zu geringeren Einnahmen. Ebenso schlagen sich die mitunter weiterhin sehr hohen Einwanderungszahlen in strukturell höheren Staatsausgaben nieder. Das ist insbesondere in Staaten mit einer ausgeprägten Sozialstaatskultur der Fall. In den USA erfolgte – die unter Trump mittlerweile massiv reduzierte – illegale Einwanderung in den Arbeitsmarkt. Und schließlich belastet seit dem Ende der Null- und Niedrigzinsphase der steigende Aufwand für den Zinsendienst zusätzlich die Staatshaushalte, verstärkt durch den Anstieg bei den Staatsschulden.

**So ist die Rendite der auslaufenden Staatsanleihen meist niedriger als die Kapitalmarktzinsen für neu zu emittierende Staatsanleihen.** In den USA liegt per Ende April die gesamte Yield-Curve über 3,7%. Zum Vergleich: Per

Ende März lag die durchschnittliche Verzinsung der US-Staatsverschuldung bei **3,35%** und damit auf einem Niveau wie seit Ende 2009 nicht mehr. **Zusätzlich zum horrenden Haushaltsdefizit von voraussichtlich fast 2 Bill. USD müssen die USA dieses Jahr mehr als 7 Bill. USD oder mehr als 25% ihrer Staatsschulden refinanzieren.** Jeder Basispunkt Differenz bei der Emission summiert sich auf eine bedeutende Summe. Würden die mehr als 9 Bill. USD zur Gänze als 10-jährige US-Treasuries emittiert werden, würde jeder Rückgang der Anleiherendite um 1 Basispunkt die Zinslast um rund 1 Mrd. USD pro Jahr reduzieren. Ein Rückgang um 0,5 Prozentpunkte würde Washington über die gesamte Laufzeit Zinsen in Höhe von 500 Mrd. USD ersparen.

**Durchschnittlicher Zinssatz von US-Staatsanleihen, 01/2001–03/2025**



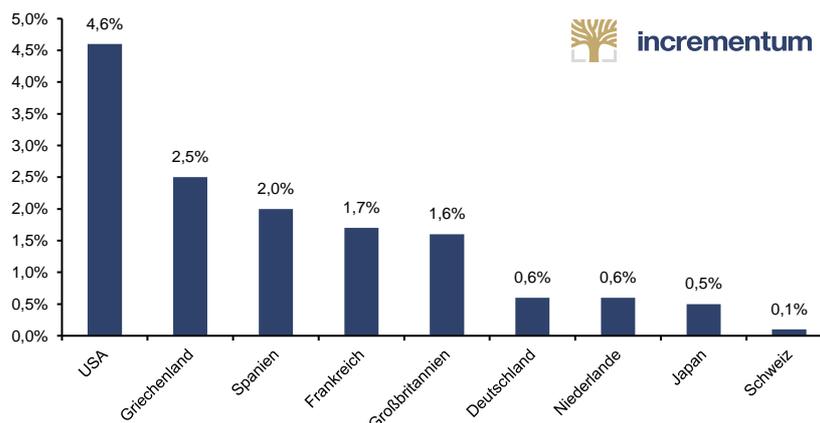
Quelle: US Treasury, Incrementum AG

*The burden of the national debt consists not in its being so many millions, or so many hundred millions, but in the quantity of taxes collected every year to pay the interest.*

**Thomas Paine**

**Hinsichtlich der Höhe des Zinsaufwands sind die USA einsamer Spitzenreiter unter den führenden Volkswirtschaften.** Das im Vergleich zur Eurozone, Japan und der Schweiz – zum Teil deutlich – höhere Zinsniveau in den USA schlägt sich in Kombination mit der hohen Staatsverschuldung zu Buche.

**OECD-Prognosen für Nettozinsaufwand, in % des BIP, 2025**

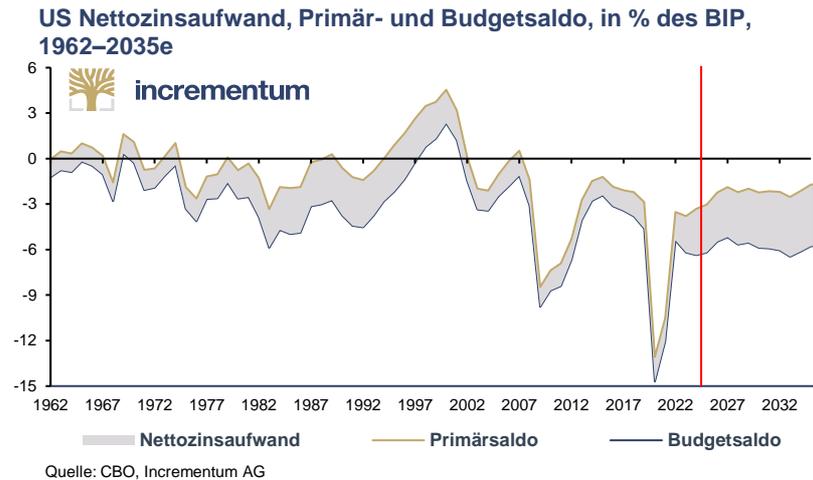


Quelle: OECD, Crescat Capital, Incrementum AG

*He who goes borrowing, goes sorrowing.*

**Benjamin Franklin**

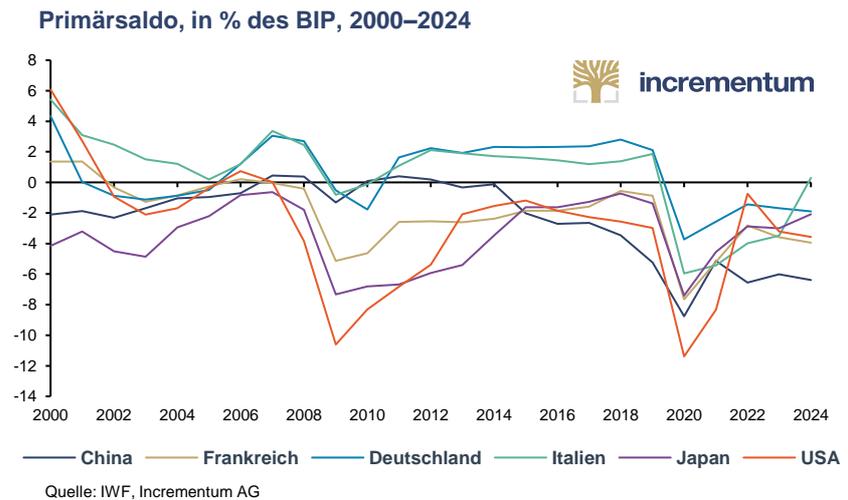
Wie sehr der Zinsaufwand mittlerweile den Staatshaushalt belastet, zeigt der folgende Chart am Beispiel der USA. **Die Schere zwischen dem Primärsaldo und dem Budgetsaldo öffnet sich immer weiter.** Die Fläche zwischen den beiden Werten entspricht dem Zinsaufwand. Und laut der Langfristprognose des CBO stehen die USA – als pars pro toto – erst am Anfang dieser Entwicklung.



*...sooner or later, too much credit always turns into a giant debit as borrowers crumple under the burden of escalating interest payments.*

**Melchior Palyi**

**Wie bedenklich die Haushaltslage in vielen Länder ist, zeigt sich an der Entwicklung des Primärsaldos.** Selbst unter Ausblendung des Zinsaufwands für die alten Schulden würden die allermeisten Staaten ein deutliches Defizit aufweisen. Entgegen der öffentlichen Wahrnehmung hatte Italien vor der Coronapandemie seine Staatsfinanzen auf Basis des Primärsaldos gut in Griff.



*The methylamine keeps flowing no matter what. We are not ramping down. We are just getting started. Nothing stops this train. Nothing.*

**Walter White, Breaking Bad**

## Vertiefung USA

### Das US-Haushaltsdefizit ist weiter tiefrot

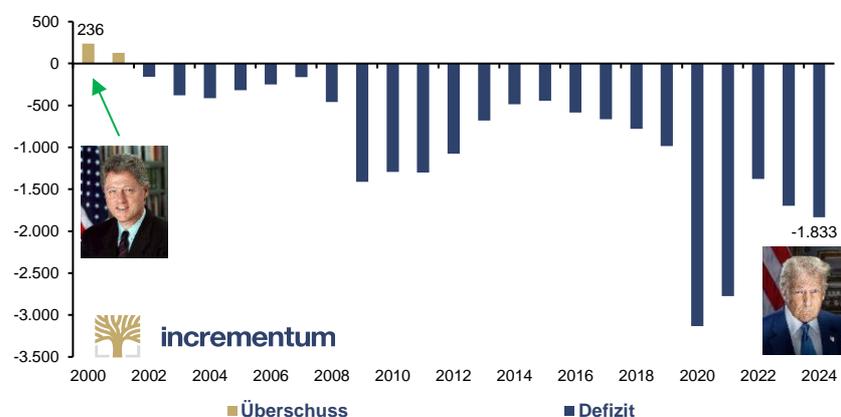
**2023 und 2024 passierte es erst zum dritten Mal nach dem Zweiten Weltkrieg, dass die USA in zwei aufeinander folgenden Jahren ein Defizit von mehr als 6% verzeichneten.** Doch es besteht ein gravierender Unterschied zu den ersten beiden Malen: 2023 und 2024 verzeichneten die USA ein BIP-Wachstum von jeweils knapp 3%, während 2009/2010 die Nachwirkungen der Weltfinanzkrise und der anschließenden Rezession bzw. 2020/2021 die Maßnahmen zur Bekämpfung der Corona-Pandemie das Budget deutlich belasteten. **Und man riskiert nicht viel, wenn man vorhersagt, dass es 2025 das erste Mal seit dem Zweiten Weltkrieg ein drittes Jahr in Folge mit einem Defizit von mehr als 6% geben wird.**

*The Budget should be balanced, the Treasury should be refilled, public debt should be reduced, the arrogance of officialdom should be tempered and controlled, and the assistance of foreign lands should be curtailed lest the Republic become bankrupt. People must again learn to work, instead of living on public assistance.*

**Cicero, 55 v. Chr.**

Denn im ersten Halbjahr des neuen Fiskaljahrs (10/2024–03/2025) lag das US-Budget wieder in tiefstem Terrain. **Das Defizit betrug 1,3 Bill. USD und war damit um mehr als 20% höher als im Jahr zuvor, insbesondere weil die Ausgaben um fast 10% zulegten.** Abgesehen von den beiden Corona-Jahren 2020 und 2021 könnten die USA zum ersten Mal ein Budgetdefizit von mehr als 2 Bill. USD aufweisen. Die aktuelle Prognose des CBO liegt mit einem prognostizierten Defizit mit **1,9 Bill. USD oder 6,2% des BIP** nur leicht unter diesem negativen Schwellenwert. Zum Vergleich: In den vergangenen 50 Jahren betrug das US-Bundesbudget im Schnitt– ebenfalls beachtliche – **-3,8%**. Bezeichnend: Im Februar fiel das Defizit mit 306 Mrd. USD höher aus als die Einnahmen Washingtons von 296 Mrd. USD. **Anders gesagt: 51% aller Ausgaben im Februar waren schuldenfinanziert.**

**Budgetsaldo der US-Bundesregierung, in Mrd. USD, FJ2000–FJ2024**



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Wikimedia, Incrementum AG

*We don't have a trillion-dollar debt because we haven't taxed enough; we have a trillion-dollar debt because we spend too much.*

**Ronald Reagan**

**Die USA leiden also wie sehr viele andere Staaten an einem Ausgabenproblem.** Im 10-Jahres-Zeitraum 2015–2024 stiegen die Steuereinnahmen auf Bundesebene um 58%, die Ausgaben Washingtons jedoch um 93%. Folglich verdoppelte sich die Staatsverschuldung in diesem Zeitraum. **Die Spendierhose ist nun einmal das beliebteste Kleidungsstück vieler Politiker.**

### Die USA und Ferguson's Law

In einem vor wenigen Monaten erschienen Artikel mit dem bezeichnenden Titel „Ferguson's Law: Debt Service, Military Spending, and the Fiscal Limits of Power“ vertieft der Historiker Niall Ferguson seine Argumentation hinsichtlich des durch fiskalische Maßlosigkeit ausgelösten Falls von Großmächten. Die Hauptthese von Ferguson's Law lautet: **Sobald eine Großmacht mehr für den Zinsendienst als für die Verteidigung ausgibt, droht diesem Staat der Abstieg als Großmacht.** Das Überschreiten des Ferguson Limits, d. h. der Zinsendienst darf maximal den Verteidigungsausgaben entsprechen, sei ein verlässlicher Prädiktor für den Verlust des Großmachtstatus.

*Wir haben Kriegsfinanzen, aber noch keinen Krieg.*

**Niall Ferguson**

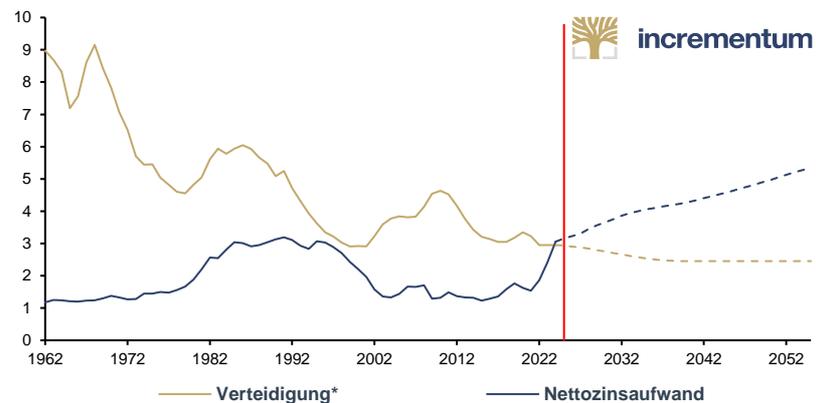
2024 war es nun für die USA so weit. Die USA durchbrachen das Ferguson Limit. **Im Fiskaljahr 2024 wendeten die USA 881 Mrd. USD für Zinsen auf und damit etwas mehr als für das Militär mit 855 Mrd. USD.**

*The U.S. isn't fighting a war, a crisis or a recession. Yet the federal government is borrowing as if it were.*

**Wall Street Journal**

**Die Überschreitung im vergangenen Fiskaljahr war jedoch kein einmaliger Ausreißer.** Für das laufende Fiskaljahr prognostiziert das CBO den Zinsaufwand auf **952 Mrd. USD**, was einem Anstieg von 8% gegenüber dem Vorjahr entspricht. In den beiden Jahren davor betrug der Anstieg sogar 30 bzw. 32%. Der noch von Joe Biden und dem alten Kongress verabschiedete Verteidigungsetat sieht dagegen Ausgaben in der Höhe von lediglich rund 850 Milliarden USD vor. Auch die weiteren Aussichten sprechen eine eindeutige Sprache. *Fergusons Limit* wird nicht nur fortlaufend überschritten, sondern die Differenz zwischen Zinsaufwand und Verteidigungsausgaben wird auf Grundlage aktueller Ausgabenprofile im Laufe der Zeit immer größer.

### US-Staatsausgaben nach Kategorie, in % des BIP, 1962–2055e



Quelle: CBO, Incrementum AG

\*Verteidigungsausgaben für 2025–2055 = 48% der diskretionären Ausgaben (Durchschnitt von 2014–2024)



Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Vor dem Hintergrund von *Ferguson's Limit* erscheinen die Ankündigungen Trumps zur Budgetsanierung in einem neuen Licht, nämlich als Versuch, dem Schicksal vergangener Großmächte wie dem Spanien der Habsburger, dem Frankreich des Ancien Régime, dem Osmanische Reich und dem britischen Empire zu entinnen.

### Das Einsparungspotenzial im US-Bundeshaushalt ist begrenzt – die DOGE-Illusion

**Um 500 Mrd. bis 2 Bill. USD will DOGE die Bundesausgaben bis 2026 kürzen – ein ambitioniertes, um nicht zu sagen hochtrabendes Ziel.**

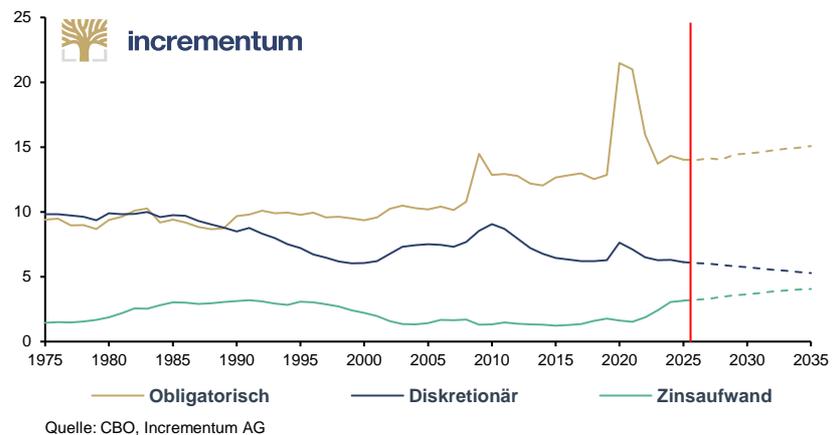
Schließlich betragen 2024 die gesamten Ausgaben auf Bundesebene knapp 7 Bill. USD.

*The market and the economy have become hooked, become addicted, to excessive government spending, and there's going to be a detox period.*

**Scott Bessent**

**Um die Einsparungsziele von Musk & Co. zu erreichen, müssten die Ausgaben also um 7 bis knapp 30% reduziert werden.** Allerdings setzt sich der überwiegende Großteil der Ausgaben auf Bundesebene aus gesetzlich vorgeschriebenen Sozialausgaben (ca. zwei Drittel), aus den von den Märkten vorgegebenen Zinsausgaben (ca. 13%) und den kurzfristig nicht reduzierbaren Verteidigungsausgaben (ebenfalls ca. 13%), insgesamt mehr als 80%, zusammen. Ein erster Budgetentwurf von Anfang Mai sah dann auch nur Einsparungen von **rund 160 Bill. USD** oder etwas mehr als 2% der Ausgaben für das nächste Fiskaljahr vor. Entgegen ersten Ankündigungen sollen die Verteidigungsausgaben kräftig um 13% erhöht werden.

### US-Staatsausgaben nach Kategorie, in % des BIP, 1975–2035e



*Inflation consists of subsidizing expenditures that give no returns with money that does not exist.*

**Jacques Rueff**

*The system of duties which has been already adopted, is in its principle, a system of revenue; and it is to be hoped, that by a due attention to the interests of trade, it may be made to produce all the revenue which the public exigencies may require, without any material inconvenience to the community.*

**Alexander Hamilton**

*We're going to take in hundreds of billions of dollars in tariffs, and we're going to become so rich, you're not going to know where to spend all that money. We're going to have jobs. We're going to have open factories.*

**Donald Trump**

**Bei einer scharfen Kürzung der Sozialausgaben dürfte es erheblichen Widerstand aus den eigenen Reihen geben.** Der Anteil der Ausgaben der Gesundheitsprogramme wie Medicare und Medicaid am US-BIP erhöhte sich von 2004 bis 2024 von 3,7 auf 5,6%. Das ist ein Anstieg um mehr als 50%. Die Pensionsausgaben erhöhten sich von 4,1 auf 5,0% und damit um fast 25%. Das liegt schon allein daran, dass bereits Anfang November 2026, also in weniger als 2 Jahren, sämtliche Abgeordnete des Repräsentantenhauses sowie rund ein Drittel des Senats zur Wahl stehen. In den USA herrscht auf Bundesebene fortlaufend Wahlkampf. Zudem profitieren auch viele republikanisch regierte Bundesstaaten von den Subventionen aus Washington.

### Zölle als zusätzliche Einnahmequelle?

**Das wirtschaftspolitische Lieblingsinstrument von Donald Trump sind Zölle.** Mit diesen will Trump eine Einnahmequelle für Washington wiederbeleben, die bis zur Einführung der Einkommenssteuer 1913 in den ersten knapp 150 Jahren der US-Geschichte eine wichtige Rolle zur Finanzierung Washingtons gespielt hat. Schließlich war es der US-Bundesregierung unter den **Konföderationsartikeln** verboten, Steuern direkt einzuhoben. Washington musste die finanziellen Mittel von den damals 13 Bundesstaaten erbitten. Eine Situation, die stark der aktuellen in der EU ähnelt. So wie heute die EU die Zolleinnahmen steigern möchte, um weniger abhängig von den Mitgliedsstaaten zu werden, musste Washington bis zur Einführung der Einkommenssteuer auf Bundesebene auf Zölle als Einnahmequelle zurückgreifen. Zölle waren im Unterschied zu einer bundesweiten Einkommenssteuer, die Washington nach Verabschiedung der US-Verfassung 1789 hätte einheben dürfen, mit vergleichsweise geringem bürokratischem Aufwand einzutreiben.

**In seiner ersten Amtszeit hatten die neu eingeführten Zölle zu einer Verdoppelung der Zolleinnahmen geführt.** Der Anstieg um rund 40 Mrd. USD war jedoch nur ein Tropfen auf dem heißen Defizitstein. In den ersten 3 Jahren der ersten Amtszeit von Donald Trump (den 3 Jahren ohne den Ausnahmezustand Corona-Pandemie), erhöhte sich das Defizit von 665 Mrd. USD auf 984 Mrd. USD bzw. von 3,4 auf 4,6 % der Wirtschaftsleistung. Die Mehreinnahmen aus den höheren Zöllen fielen damals nicht ins Gewicht. Das soll nun anders werden.

Schätzungen sind im aktuellen dynamischen Umfeld des Zollkonflikts schwierig, ja eigentlich fast unmöglich. **Eine Schätzung von Capital Economics beläuft sich auf rund 700 Mrd. USD. Das entspräche rund 10% der Einnahmen Washingtons und wäre damit in einer relevanten Größenordnung.** Im April haben sich die Zolleinnahmen mit knapp 18 Mrd. USD gegenüber dem März fast verdoppelt, gegenüber der Zeit vor Trumps erster Amtszeit mehr als vervierfacht. Dieselbe Schätzung erwartet jedoch auch eine deutlich höhere Inflation und höhere Zinsen, was andererseits höhere Sozialausgaben und einen höheren Zinsendienst zur Folge hätte.

## Vertiefung Eurozone

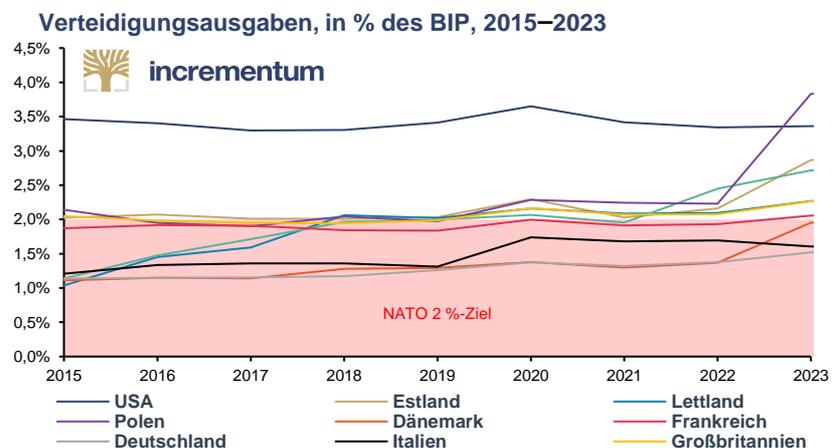
### Gemeinsame EU-Schulden für die Aufrüstung? – Wenn Schulden keine Schulden sein sollen

**Ganz anders sieht die Situation in Europa aus.** Führende Nato-Staaten und jene, die sich durch Russland besonders bedroht sehen, haben ihre Verteidigungsausgaben in den vergangenen Jahren bereits spürbar erhöht. Die mehrfache Infragestellung der Nato-Mitgliedschaft der USA durch Trump hat zum Teil zu panischen Reaktionen der europäischen Bündnispartner geführt. Die Rufe nach einer zusätzlichen Ausweitung der Verteidigungsausgaben wurden in den ersten Wochen der zweiten Amtszeit von Donald Trump immer lauter.

*A country always has an army in its territory. Either its own, or that of the country next door.*

#### Finnisches Sprichwort

**Unmissverständlich hat Donald Trump den Europäern klar gemacht, dass er keinesfalls gewillt ist, das Trittbrettfahrertum weiter hinzunehmen.** Die Nato-interne Vorgabe, bis 2024 die Militärausgaben auf zumindest 2% anzuheben, **haben 2024 rund zwei Drittel der Staaten erreicht.** Mit Polen hat allerdings nur ein bedeutender Nato-Staat seit dem Ausbruch des Ukraine-Krieges seine Verteidigungsausgaben signifikant erhöht und wird im laufenden Jahr voraussichtlich 4,7% des BIP für Verteidigung ausgeben. Der neue US-Verteidigungsminister Pete Hegseth hat bereits in den ersten Tagen seiner Amtszeit die europäischen Nato-Staaten dazu aufgerufen, die Verteidigungsausgaben **auf 5% zu erhöhen.** Schließlich sollen die Europäer, so die Trump-Administration, in Hinkunft die Hauptlast des Ukraine-Krieges und dessen Folgen für die europäische Sicherheitsarchitektur tragen.



Letztlich ist es einerlei, ob Ausgabensteigerungen für das Militär durch Einsparungen in anderen Bereichen, durch höhere Steuern oder durch die Aufnahme zusätzlicher Schulden finanziert werden. Alle drei Vorgehensweisen mindern das verfügbare Realeinkommen. Im Fall von Einsparungen ist der Einkommensverlust offensichtlich, da Transferleistungen reduziert werden, ebenso im zweiten Fall einer höheren Abgabenquote. Im Gegensatz dazu erscheint die Schuldenfinanzierung auf den ersten Blick schmerzlos, da sie keine sofortigen Kürzungen von Transferleistungen oder Steuererhöhungen erfordert. **Da aber über die Ausweitung der Schulden zusätzliches Geld in die Wirtschaft strömt und für zusätzlichen Preisauftrieb sorgt, schlägt die perfideste aller Steuern zu, die Inflationssteuer.**

*It is unreasonable to expect 300 million Americans to defend 500 million Europeans against 140 million Russians.*

**Donald Tusk**

**Ökonomisch ist es auch irrelevant, ob Schulden rechtlich als solche behandelt werden oder nicht.** Die EU-Kommission überlegt, ob im Zuge des *ReArm Europe*-Plans, der nach Protesten in *Readiness 2030* umbenannt wurde, die sogenannte *nationale Ausweichregel* für zusätzliche Verteidigungsausgaben von bis zu 1,5% zu aktivieren, wodurch ein ansonsten drohendes Defizitverfahren verhindert werden könnte. Anfang Mai wurde bekannt, dass zumindest **12 von 27 EU-Staaten**, allesamt Nato-Mitglieder, diese Regel tatsächlich nützen wollen, was zunächst für 4 Jahre möglich sein soll. Nur ändert dieses *juristische* Zugeständnis nichts an den *ökonomischen* Folgen höherer Defizite. Detail am Rande: In den ersten Tagen des Zollkonflikts **forderte Italien die vollständige Aussetzung des EU-Stabilitätspakets**, um die wirtschaftlichen Folgen des Zollkonflikts bewältigen zu können.

## Die Sehnsucht der EU-Zentralisten nach einem Hamilton-Moment

**Ob Euro-Staatsschuldenkrise, Corona-Pandemie oder nun der Ukraine-Krieg – jede schwerwiegende Krise wird von Brüssel dazu genutzt, um einen *Hamilton-Moment* zu generieren.** 1790 hatte der US-Finanzminister Alexander Hamilton in seinem „*First Report on Public Credit*“ vorgeschlagen, dass die Union, die im Zuge des Unabhängigkeitskrieges angelaufenen Schulden der damaligen 13 Bundesstaaten übernehmen soll. Die Aufnahme gemeinsamer EU-Schulden zur Bekämpfung der Folgen der Corona-Pandemie wurde mitunter als *Hamilton-Moment* bezeichnet, so unter anderem **vom damaligen deutschen Finanzminister und späteren Bundeskanzler Olaf Scholz (SPD)** zu Beginn der Corona-Pandemie.

*My message today is simple. At the end of the World War I, Paul Valéry remarked that we now know our civilizations are mortal. We must be clear about the fact that today, our Europe is mortal. It can die. It can die, and it all depends on our choices. These choices have to be made now.*

**Emmanuel Macron**

Ein weiteres Beispiel ist die Rede von Emmanuel Macron „*Europe—It Can Die. A New Paradigm at The Sorbonne*“, die der französische Staatspräsident 7 Jahre nach seiner ersten programmatischen Rede an der Sorbonne im September 2017 unter dem Titel „*Initiative pour l’Europe - Discours d’Emmanuel Macron pour une Europe souveraine, unie, démocratique*“ vortrug. Es bleibt dem Leser überlassen, zu klären, was Macron bezwecken will: die Vereinnahmung der EU für französische Staatsziele, also eine stark von Paris aus gesteuerte EU, oder die Etablierung eines EU-Zentralstaats oder lediglich die Beendigung der französischen Schuldenmalaise durch gemeinsame EU-Schulden oder die Sicherung der Deutungshoheit der aktuellen EU-Elite.

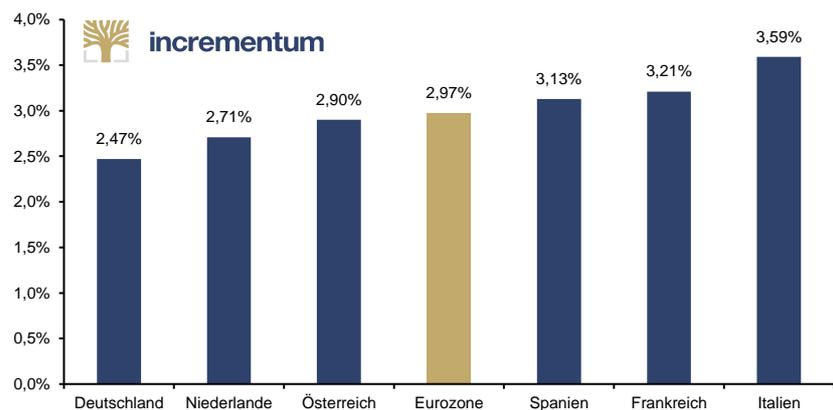
## Die EU-Nettozahlerländer werden zur Kassa gebeten

Mit *NextGenEU* wurden 2020 tatsächlich zum ersten Mal gemeinsame EU-Schulden in größerem Umfang begeben. Dieses Unterfangen gelang und scheiterte zugleich. Es gelang, weil die Aufnahme gemeinsamer Schulden im Umfang von mehr als 700 Mrd. EUR beschlossen wurde. Allerdings sehen gerade die Nettozahlerländer die Aufnahme nur als einmaliges Zugeständnis an die besonderen Umstände. Mit dem Ukraine-Krieg kam sofort die nächste Ausnahmesituation, die sich durch die Spannungen zwischen den europäischen Großstaaten im Anschluss an den Eklat im Weißen Haus zwischen Donald Trump und Wolodymyr Selenskyj signifikant verschärfte. **Mit *ReArm Europe/Readiness 2030* sollen nun weitere 150 Mrd. EUR von der EU-Kommission aufgenommen werden.**

*Ihr Nachbar ist pleite. Gehen Sie dann aus Sympathie auch pleite?*  
**Hans-Werner Sinn**

**Die hohe Rechnung gemeinsamer EU-Schulden bezahlen naturgemäß die Länder mit halbwegs soliden Staatsfinanzen, denn die EU-Anleihen verlangen höhere Zinsen als die entsprechenden Schuldscheine dieser Staaten.** Diese Betrachtungsweise ist solange ökonomisch und politisch von Bedeutung, solange es sich bei der EU (fiskalisch) um einen Staatenbund und nicht um einen zentralistischen Bundesstaat handelt.

10-jährige europäische Staatsanleihenrenditen, 24/04/2025



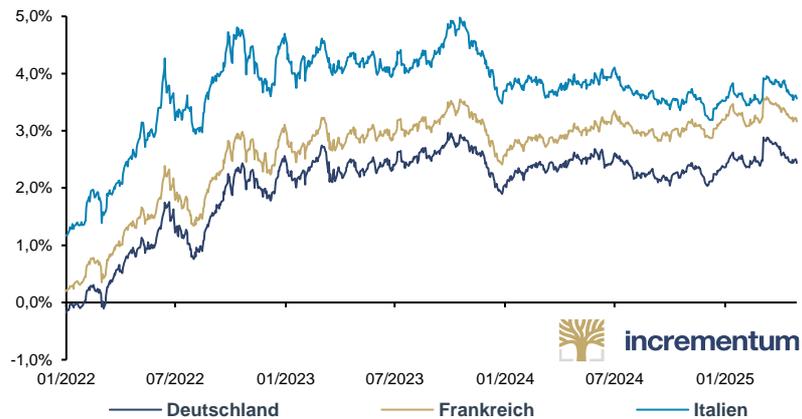
Quelle: mtsmarkets.com, Incrementum AG

Beliebt sind gemeinsame EU-Schulden aus einem weiteren Grund. Da die EU kein Zentralstaat ist, scheinen die EU-Schulden bislang noch nirgendwo auf.

## Die Italienisierung Frankreichs

Seit Ende 2023 ist an den Anleihemärkten eine interessante Entwicklung zu bemerken. **Der Spread zwischen der zweit- und drittgrößten Volkswirtschaft der Eurozone hat sich deutlich verringert. Mit anderen Worten: Frankreich gleicht sich immer stärker Italien an.**

### 10-jährige Staatsanleihenrenditen, 01/2022–04/2025



Quelle: LSEG, Incrementum AG

*France is always above the 3% deficit limit. It's a French tradition.*

**Jean-Claude Juncker**

*We're all better off because Italy makes the pasta and Switzerland makes the watches.*

**Howard Marks**

*The problem is not the rise of populism. The problem is the economic policies that make people so desperate that they turn to it.*

**Yanis Varoufakis**

Für diese Entwicklung gibt es fiskalische und politische Gründe. So ist die Budgetprognose für Italien deutlich besser als jene für Frankreich. Italien soll laut EU-Kommission sein Budgetdefizit nach 3,4% im vergangenen Jahr und auch heuer, 2026 **auf unter 3%** drücken können. **Für Frankreich** belaufen sich die Defizitzahlen für dieselben 3 Jahre hingegen auf 5,8%, 5,3% und 5,4%. In beiden Fällen ist davon auszugehen, dass die Prognosen zu optimistisch sind.

In absoluten Zahlen ist Frankreichs Staatsverschuldung bereits deutlich größer als jene Italiens. 2020 überholte Frankreich Italien als größten Schuldner. Ende 2024 hatte Frankreich Staatsschulden bereits im Umfang von mehr als 3,3 Bill. EUR, Italien hingegen „nur“ 3,0 Bill. EUR. **Relativ zum BIP steht Frankreich mit 113% noch deutlich besser da als Italien mit 135%.** Von der Maastricht-Grenze von 60% sind beide Länder jedoch so weit entfernt wie Liechtenstein von einer erfolgreichen Qualifikation für eine Fußball-Weltmeisterschaft. **Zusammen stehen Frankreich und Italien allein für fast 50% der gesamten Staatsverschuldung der Eurozone.**

**Politisch ist Frankreich ein anderes Schwergewicht als Italien.** Das früher politisch instabile Italien –in Italien wechselten früher die Regierungen schneller als die Trainer bei Borussia Dortmund – zeigt sich nun politisch stabil. In Frankreich gibt sich dagegen eine Regierung nach der anderen die Klinke in die Hand. Weiter verschärft hat sich die politische Instabilität Frankreichs durch die im Juni 2024 überstürzt ausgerufenen Parlamentswahlen. Die noch nicht rechtskräftige Verurteilung der aussichtsreichen Präsidentschaftskandidatin Marine Le Pen Ende März und der ausgesprochene, sofort wirksamen fünfjährige Entzug des passiven Wahlrechts werden die politische Instabilität zusätzlich erhöhen. Die Kombination aus markanten Budgetdefiziten und zunehmender politischer Instabilität schlägt sich auch in den Ratings nieder. **Im Mai 2024 stufte S&P das Rating von AA auf AA- herab, Ende Februar wurde der Ausblick auf negativ gesenkt. Im direkten Gegensatz dazu hat S&P am 12. April die Bonität Italiens von BBB auf BBB+ angehoben.**

## Fazit

**Die Industriestaaten stehen langsam, aber sicher vor Herausforderungen, die sie bislang nur als Gläubigerstaaten bei der Restrukturierung der Staatsschulden überschuldeter Schwellen- oder Entwicklungsländer kannten.** Letztlich stehen drei Wege offen, die Überschuldung zu verhindern und die Staatsschuldenquoten mittelfristig in den Griff zu bekommen: 1) Produktivitätswunder, 2) Restrukturierung der Schulden, 3) Finanzielle Repression.

*There is only one field where the European Union still leads the world: regulation... America innovates, China replicates, Europe regulates.*

**Greg Ip**

*The EU reached an agreement – except it was the kind of agreement only the EU can reach; an agreement about which everybody involved disagrees.*

**Grant Williams**

### Produktivitätswunder

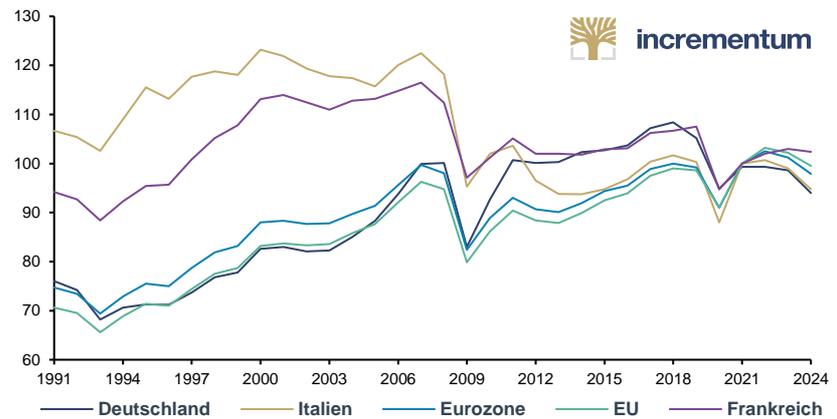
**Für die Eurozone scheint ein Produktivitätswunder unter den aktuellen politischen Rahmenbedingungen nahezu ausgeschlossen.**

Zwar rudert die EU-Kommission bei einigen bürokratischen Monstern wie dem Lieferkettengesetz, den CO<sub>2</sub>-Strafzahlungen für die Automobilhersteller oder der Entwaldungsverordnung (EUDR) zurück, aber letztlich nur ein klein wenig: Es werden Fristen verlängert, Einführungsdaten verschoben und Umsatzgrenzen für die Anwendbarkeit von Vorschriften erhöht. An der grundsätzlichen Ausrichtung wird nichts geändert.

**Bezeichnenderweise hat die Veröffentlichung des Draghi-Reports zur Stärkung der EU-Wettbewerbsfähigkeit am 9. September 2024 außerhalb Brüssels kaum Wellen geschlagen.**

Vermutlich erinnern sich noch viele Beobachter daran, dass die EU mit ihrer Lissabon-Strategie krachend gescheitert ist. Innerhalb von 10 Jahren sollte bis 2010 „die Union zum wettbewerbsfähigsten und dynamischsten wissensbasierten Wirtschaftsraum der Welt“ gemacht werden. Daran anschließend folgte die – weithin völlig unbekannt – Strategie „Europa 2020“, die sich ein „intelligentes, nachhaltiges und integratives Wachstum“ zum Ziel setzte. Doch Dirigisten fordern und fördern Dirigismus, folglich ist nicht zu erwarten, dass auch der dritte Versuch einer dirigistischen Impulsgebung für die EU-Mitgliedsstaaten von Erfolg gekrönt sein wird. **Die Auswirkungen auf die Industrieproduktion in den großen Drei – Deutschland, Frankreich, Italien – sowie in den EU-27 spricht Bände.**

Industrieproduktion, 2021 = 100, 1991–2024



Quelle: Eurostat, Incrementum AG



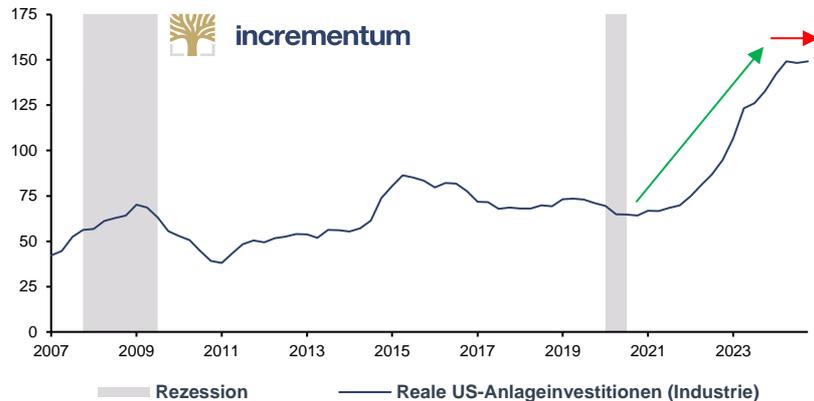
Quelle: Stern.de

Eine kurzfristige **Strohfeuerkonjunktur** im Falle einer **defizitfinanzierten Aufrüstung** würde an der **strukturellen Schieflage der Wirtschaftsentwicklung kaum etwas ändern**. Struktureller Natur sind auch die Probleme im Bereich der Landesverteidigung. Eine Investitionslücke besteht in den meisten Staaten seit vielen Jahrzehnten, infolge des demographischen Wandels sinkt die wehrfähige Bevölkerung, die noch dazu immer häufiger ihre Wurzeln im Ausland hat und damit womöglich auch ihre Loyalitäten. Zudem ist die geistige Wehrbereitschaft vielfach gering ausgeprägt. **In Deutschland** würden bloß 27% der Männer Deutschland „auf jeden Fall“ verteidigen, 46% „auf keinen Fall“. Eine Wiedereinsetzung der Wehrpflicht in Deutschland für eine größere Anzahl an Soldaten **scheitert kurzfristig am Mangel an Kasernen**. Insofern stellt sich die Frage, ob eine Verteidigungsbereitschaft in einem realistischen Zeithorizont überhaupt herstellbar wäre.

Never bet against America.  
**Warren Buffett**

**Etwas anders sieht die mittel- und langfristige Wachstumsperspektive für die USA aus**. Trotz einer Seitwärtsbewegung von Q2/2024 bis Q4/2024 sind die realen privaten Investitionen im verarbeitenden Gewerbe in den USA deutlich gestiegen. **Im Vergleich zu 2019 haben sich die Investitionen real verdoppelt**. Mit Apple, TSMC, Nvidia, Honda, IBM und Johnson & Johnson haben in den vergangenen Monaten bekannte Großunternehmen namhafte Investitionen in den USA angekündigt. **Das könnte ein erstes Indiz dafür sein, dass Trumps Hoffnung, wonach die Zölle signifikante Investitionen in den USA anlocken werden, berechtigt sein könnte**.

Reale\* US-Anlageinvestitionen (Industrie), in Mrd. USD, Q1/2007–Q4/2024



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG  
\*Basisjahr 2017

*Demography is destiny.*  
**Auguste Comte**

**Auch wenn die Ausweisung illegaler Einwanderer kurzfristig das Arbeitskräftepotenzial schmälert, ist der Arbeitskräftemangel in den USA ein geringeres Problem als in Europa.** Zwar bleiben auch die USA vom demographischen Wandel nicht verschont, er ist aber weniger stark ausgeprägt als am – sprich- und wortwörtlichen – alten Kontinent. Das liegt auch an der signifikant geringeren Lebenserwartung in den USA, die **um 4,1 Jahre niedriger** ist als in vergleichbaren Ländern.

Zudem sind Einwanderer in den USA gezwungen, sich umgehend in den Arbeitsmarkt zu integrieren, während in vielen Ländern Europas – mitunter üppige – Sozialleistungen die Integration in und durch den Arbeitsmarkt erschweren, wenn nicht sogar vollends unterbinden. Mit 4,2% ist die US-Arbeitslosenrate im März 2025 allerdings weiter auf historisch niedrigem Niveau. **Das geringe Arbeitskräftepotenzial könnte sich daher durchaus als Hemmschuh für Trumps Reindustrialisierungspläne erweisen.**

## Restrukturierung der Schulden

Für die USA ist mit den Vorschlägen von Zoltan Pozsar und Stephen Miran das Thema Schuldenrestrukturierung in die Öffentlichkeit geraten. Einen offiziellen Vorstoß von Seiten der Trump-Administration hat es bislang allerdings noch nicht gegeben.

*The accumulation of debts is perhaps the natural disease of all governments.*  
**Alexander Hamilton**

**Scott Bessent könnte sich von seinem ältesten Vorgänger, Alexander Hamilton, dem ersten US-Finanzminister, inspirieren lassen, der bei der Konsolidierung des Staatshaushalts große Fußstapfen hinterlassen hat.** Auch er stand vor der Situation, die horrenden Verschuldung nach dem Unabhängigkeitskrieg in den Griff zu bekommen, und schlug eine Umstrukturierung der Staatsschulden vor. **Eine Stabilisierung und rechtliche Verankerung der Schuldentilgung durch eine begrenzte Tilgungsklausel (limited redemption clause)** sollte das Vertrauen der Gläubiger wiederherstellen und sie als Anreiz dazu ermutigen, Schuldscheine mit einem Zinssatz von 6% gegen Wertpapiere mit einem durchschnittlichen Zinssatz von etwas über 4% einzutauschen. Derart würde die Schuldenlast langfristig aufgrund des

*The fragile wants tranquility, the antifragile grows from disorder, and the robust doesn't care. Debt always fragilizes economic systems.*

**Nassim Taleb**

*Financial repression moves wealth from savers to debtors, and from old to young people.*

**Russell Napier**

Zinseszinsseffekts immer weiter reduziert werden. Dieses Vorhaben kommt einem versteckten Tilgungsfonds gleich, für den eine zweckgebundene Einnahmequelle erforderlich ist. An dieser Stelle kommen wieder die Zölle ins Spiel. **Diese könnten den geeigneten Anreiz für einen Schuldenswap bieten und zudem kontinuierliche Einnahmen in die Staatskasse spülen, die für die langfristige Rückzahlung der Century Bonds verwendet werden könnten.**

**In der Eurozone werden die EU-Zentralisten weiter versuchen, durch eine verstärkte Inanspruchnahme von EU-Schulden die nationalen Schuldenlasten zu reduzieren.** Das wäre aber keine Restrukturierung im klassischen Sinn, sondern im Kern eine Bilanzkosmetik durch eine Verschiebung der Staatsverschuldung von einer politischen Ebene zu einer anderen. Die Zeche in Form relativ höherer Zinsen würden die weniger stark verschuldeten Länder zahlen, deren Anleiherendite niedriger ist als für die von der EU-Kommission begebenen (Corona-)Schulden.

Insbesondere bei den als Anker für das Finanzsystem fungierenden Staatsanleihen wie jene der USA oder auch Deutschlands hätte eine Schuldenrestrukturierung nicht nur für die Anleihezinsen dieser Staaten signifikante Auswirkungen. Das gesamte Finanzsystem würde seinen Anker verlieren. Mit erheblichen Verwerfungen wäre zu rechnen, nicht nur an den Anleihenmärkten, sondern an den Finanzmärkten im Allgemeinen. **Gold als Stabilitätsanker würde in dieser höchst unruhigen See aller Voraussicht nach profitieren.**

## Finanzielle Repression

**Entschuldung durch strukturell höhere Inflationstraten funktioniert nur im Zusammenspiel mit einer breit angelegten finanziellen Repression.** In den vergangenen Jahren haben wir darauf verwiesen, dass eine Inflationswelle ohne finanzielle Repression bzw. mit automatischer oder diskretionärer Indexierung insbesondere der Sozialausgaben keine nachhaltige Reduktion der Staatsverschuldung bewirkt.<sup>18</sup> Lediglich der Kaufkraftverlust infolge der zeitlichen Distanz zwischen Einsetzen der Inflationswelle und der inflationsbedingten Ausgabenerhöhungen bewirkt eine Minderung der Staatsschuldenquoten. Wenn allerdings die Inflationsrate anschließend stark fällt, verkehrt sich der verzögerungsbedingte, ursprünglich staatsschuldenmindernde Effekte in sein Gegenteil. Die USA hatten sich durch die Deckelung der Zinsen im *Treasury-Fed-Accord vom 3. März 1951* auf diese Weise von den Schulden des Zweiten Weltkriegs entledigt, zu Lasten der Anleihegläubiger wohl gemerkt.<sup>19</sup> **Denn jede Entschuldung führt zwingend notwendig zu einer Entvermögenisierung der Gläubiger.**

<sup>18</sup> Siehe „Status Quo der Verschuldungsdynamik“, In Gold We Trust-Report 2023

<sup>19</sup> Zum „Treasury-Fed-Accord vom 3. März 1951“ siehe „Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes“, In Gold We Trust-Report 2021

*The surveillance state turns every citizen into a transparent subject, where every action, every transaction, is recorded and analyzed.*

**Julian Assange**

*Wir werden systematisch in das Halten von Staatsschulden getrieben – und das mit Vorsatz.*

**Oliver Bäte, CEO Allianz**

*Always borrow money from a pessimist. He won't expect to get it back.*

**Oscar Wilde**

**Weiter auf sich warten lässt der Gesetzesvorschlag der EU-Kommission zum geplanten EU-Vermögensregister.** Für Herbst 2024 wurden die Ergebnisse einer Studie erwartet, die die rechtliche und logistische Umsetzbarkeit dieses Vorhabens untersucht. Welche Vermögensgegenstände umfasst werden sollen, ist noch Gegenstand von Spekulationen. Immobilien und Unternehmensbeteiligungen sollen jedenfalls erfasst werden, ob Gold, Kryptowährungen und Kunstwerke ebenfalls darunterfallen, ist noch offen. Begründet wird eine mögliche Einführung naturgemäß mit guten Motiven, dem Kampf gegen die Geldwäsche. Daher soll das Vermögensregister voraussichtlich bei der EU-Geldwäschebekämpfungsbehörde AMLA angesiedelt werden. Dass zur Bekämpfung von Kriminellen eine Vielzahl von unbescholtenen Bürgern behördlich erfasst werden soll, löst aus nachvollziehbaren Gründen bereits im Vorfeld Unruhe aus. **Denn ein derartiges EU-weites Vermögensregister könnte die Umsetzung von Maßnahmen der finanziellen Repression deutlich erleichtern.**

### Wie die Regierungen durch regulatorische Tricks ihre Bonität verschleiern

**Ein wesentliches Instrument der finanziellen Repression besteht in der regulatorischen Bevorzugung von Staatsanleihen durch den Gesetzgeber.** Diesen Aspekt hat **in einem Interview** mit „The Pioneer“ in seltener Offenheit Oliver Bäte, seit 2015 Vorstandsvorsitzender einer der größten Versicherungen der Welt, der Allianz-Versicherung mit Sitz in München, angesprochen. Auf die Frage, ob Staatsanleihen freiwillig gekauft würden oder die Regulierungsvorschriften einen Kauf von Staatsanleihen erzwingen, **antwortete Bäte:**

*„Die Politiker haben sich eine sehr schlaue Regulierung einfallen lassen für den Finanzsektor. Sie definieren die Anlage in Staatsanleihen als „risikofrei“. Das heißt, wenn ich eine griechische Versicherung bin und in griechische Staatsschulden investiere, dann ist das genauso risikoarm wie die Investitionen, die die Allianz in deutsche Staatsschulden – die das einzige Triple-A-Land in der G7 sind – tätigt. Das heißt, wir blenden die wirkliche Situation der emittierenden Staatsinstitution vollständig aus.“*

Auf die Nachfrage, ob die Staatsanleihen insbesondere der hochverschuldeten Staaten fair bepreist seien, antwortete Bäte:

*„Wenn die Frage lautet, zahlen die eigentlich eine ausreichend hohe Prämie für den potenziellen GAU, dann kann ich nur sagen: Nein. Wir würden gerne, um es ganz klar zu sagen, so wenig wie möglich Staatsschulden halten. Weil wir der Meinung sind, dass dieses Risiko sehr schlecht bepreist ist.“*

**Das Bemerkenswerte an diesem Interview ist nicht der inhaltliche Kern der Aussage, sondern die unverblümte Offenheit.** Bäte nennt auch noch den – naheliegenden – Grund für diese regulatorische Bevorzugung: **„Die Refinanzierungskosten für diejenigen, die Schulden machen, werden künstlich gesenkt.“** Anders gesagt: Das Ausfallrisiko für Staatsanleihen ist höher, als es die Rendite vermuten lässt. Daraus folgt auch, dass aufgrund der strukturellen

Bevorzugung von Staatsanleihen alternative Absicherungs- und Veranlagungsprodukte schlechter performen. Bäte erwähnt, dass heute nur mehr rund 11% des von der Allianz gemanagten Anlagevolums in Aktien investiert sind, während es in früheren Zeiten 25 bis 30% waren. Den Versicherten entgingen dadurch namhafte Gewinne.

*If credit expansion, protectionism, and government spending were a path to prosperity, mankind would have long ago created heaven on earth.*

**Lew Rockwell**

**Abschließend lässt sich festhalten, dass die Staatsschuldenthematik endgültig in der Mitte der Industriestaaten angekommen und nicht mehr nur ein Phänomen der ökonomischen Peripherie ist:**

wirtschaftliche Stagnation, demographischer Wandel, deutlich gestiegene Kapitalmarktzinsen und die Kosten der Aufrüstung stellen Herausforderungen dar, die strukturell bedingt sind und daher nicht so schnell verschwinden werden. Ihr Scherlein trägt auch die Neuordnung der globalen politischen Ordnung dazu bei, auch wenn diese nach der Rückkehr von Donald Trump ins US-Präsidentenamt eine andere Dynamik zu entfalten scheint als in den Jahren davor.

**So oder so: Selbst die Industriestaaten müssen sich langsam, aber sicher mit dem Gespenst von Schuldenumstrukturierungen auseinandersetzen.**

# Über uns

## Ronald-Peter Stöferle, CMT



**Ronald-Peter Stöferle ist Managing Partner der *Incrementum AG*.**

Ronald-Peter Stöferle studierte Betriebswirtschaftslehre und Finance in den USA und an der *Wirtschaftsuniversität Wien* und sammelte während des Studiums praktische Erfahrung am Trading-Desk einer Bank. Nach seinem Studienabschluss arbeitete er bei der *Erste Group* im Research, wo er 2007 zum ersten Mal den *In Gold We Trust*-Report publizierte, der im Laufe der Jahre zu einer Standardpublikation zum Thema Gold, Geld und Inflation avancierte.

2014 veröffentlichte er das Buch „*Österreichische Schule für Anleger*“ und 2019 „*Die Nullzinsfalle*“. Er ist *Member of the Board* von *Tudor Gold* und *Goldstorm Metals*. Zudem ist er seit 2020 Advisor für die *VON GREYERZ AG* und seit 2024 *Member of the Advisory Board* von *Monetary Metals*.

## Mark J. Valek, CAIA



**Mark Valek ist Partner der *Incrementum AG*.**

Berufsbegleitend studierte Mark Valek Betriebswirtschaftslehre an der *Wirtschaftsuniversität Wien* und ist seit 1999 durchgehend in den Bereichen Finanzmärkte und Asset Management tätig. Vor der Gründung der *Incrementum AG* war er zehn Jahre lang bei *Raiffeisen Capital Management* tätig, zuletzt als Fondsmanager im Bereich Inflationsschutz und Alternative Investments. Unternehmerische Erfahrung konnte er als Mitbegründer der *philoro Edelmetalle GmbH* sammeln.

2014 veröffentlichte er das Buch „*Österreichische Schule für Anleger*“. Seit 2024 fungiert Mark Valek als *Member of the Advisory Board* von *Monetary Metals*.

## Das In Gold We Trust-Team



**Gregor Hochreiter**  
*Chefredakteur*



**Richard Knirschnig**  
*Quantitative Analyse  
& Charts*



**Lois Hasenauer-Ebner**  
*Quantitative Analyse  
& Charts*



**Jeannine Grassinger**  
*Assistenz*



**Stefan Thume**  
*Webdesign & Medien*



**Peter Árendáš**  
*Autor*



**Rudi Bednarek**  
*Autor*



**Ted Butler**  
*Autor*



**Daniel Gomes Luis**  
*Autor*



**Florian Grummes**  
*Autor*



**Katrin Hatzl-Dürnberger**  
*Lektorat Deutsch*



**Handre van Heerden**  
*Autor*



**Philip Hurtado**  
*Lektorat Spanisch*



**Nikolaus Jilch**  
*Autor*



**Theresa Kammel**  
*Autorin*



**Ronan Manly**  
*Autor*



**Trey Reik**  
*Autor*



**Charley Sweet**  
*Lektorat Englisch*



**Nic Tartaglia**  
*Autor*



**Marc Waldhausen**  
*Autor*



**David Waugh**  
*Autor*

## Incrementum AG



**Die *Incrementum AG* ist ein eigentümergeführtes und FMA-lizenziertes Anlage- und Vermögensverwaltungsunternehmen mit Sitz im Fürstentum Liechtenstein.** Wir evaluieren Investitionen nicht nur auf Basis der globalen Wirtschaftslage, sondern sehen diese immer auch im Kontext des gegenwärtigen Weltwährungssystems.

**[www.incrementum.li](http://www.incrementum.li)**

Die Herausgeberrechte für den *In Gold We Trust*-Report wurden mit November 2023 an die *Sound Money Capital AG* übertragen. Weiterhin wird der *In Gold We Trust*-Report in gewohnter Weise mit der Marke *Incrementum* co-gebrandet.

**Wir bedanken uns herzlich bei folgenden Helfern für ihre tatkräftige Unterstützung bei der Erstellung des *In Gold We Trust*-Reports 2025:**

Gregor Hochreiter, Richard Knirsch, Jeannine Grassinger, Lois Hasenauer-Ebner, Stefan Thume, Theresa Kammel, Rudi Bednarek, Daniel Gomes Luis, David Waugh, Handre van Heerden, Katrin Hatzl-Dürnberger, Ted Butler, Thomas Vesely, Katharina Vesely, Niko Jilch, Florian Grummes, Elizabeth und Charley Sweet, Anton Kiener, Matthias Flödl, Kazuko Osawa, Bruce (Yuichi) Ikemizu, Max Urbitsch, Trey Reik, Tavi Costa, Velina Tchakarova, Dietmar Knoll, Louis-Vincent Gave, Luke Gromen, Grant Williams, Markus Hofstädter, Seasonax, Jochen Staiger, Ilse Bauer, Heinz Peter Putz, Paul Wong, Fabian Wintersberger, Leopold Quell, Match-Maker Ventures, Harald Steinbichler, Richard Schodde, Silver Institute, dem World Gold Council, Mining Visuals, dem gesamten *Incrementum*-Team sowie unseren Familien!

## Kontakt

Sound Money Capital AG  
Industriering 21  
FL-9491 Ruggell  
Fürstentum Liechtenstein

E-Mail: [contact@soundmoneycapital.com](mailto:contact@soundmoneycapital.com)

## Disclaimer

Diese Publikation dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung, noch eine Anlageanalyse, noch eine Aufforderung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Insbesondere dient das Dokument nicht dazu, eine individuelle Anlage- oder sonstige Beratung zu ersetzen. Die in dieser Publikation enthaltenen Angaben basieren auf dem Wissensstand zum Zeitpunkt der Ausarbeitung und können jederzeit ohne weitere Benachrichtigung geändert werden.

Die Herausgeberrechte für den *In Gold We Trust*-Report wurden mit November 2023 an die Sound Money Capital AG übertragen. Weiterhin wird der Report in gewohnter Weise mit der Marke Incrementum Co-gebrandet.

Die Autoren waren bei der Auswahl der verwendeten Informationsquellen um größtmögliche Sorgfalt bemüht und übernehmen (wie auch die Sound Money Capital AG und die Incrementum AG) keine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der zur Verfügung gestellten Informationen bzw. Informationsquellen bzw. daraus resultierend Haftungen oder Schäden gleich welcher Art (einschließlich Folge- oder indirekte Schäden, entgangenen Gewinn oder das Eintreten von erstellten Prognosen).

Sämtliche Publikationen der Sound Money Capital AG bzw. der Incrementum AG sind grundsätzlich Marketingmitteilungen oder sonstige Informationen und keine Anlageempfehlungen im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung. Anlageempfehlungen werden von beiden Gesellschaften grundsätzlich nicht publiziert.

Vollumfänglich und ausschließlich verantwortlich für die Inhalte des vorliegenden *In Gold We Trust* Reports ist die Sound Money Capital AG.

Copyright: 2025 Sound Money Capital AG. All rights reserved.

