

GDV Gesamtverband der Versicherer

ECONOMIC RESEARCH

Wann wird ein fiskalisches Risiko zum Finanzstabilitäts-risiko?

2026 Q4
Financial Stability Perspectives
Special Topic

Autor

Dr. Kay Seemann
k.seemann@gdv.de

Executive Summary

Die Renditen von Staatsanleihen sind seit Beginn des Iran-Kriegs deutlich gestiegen. Dahinter können neben höheren Inflations- und Zinserwartungen auch Zweifel an der Tragfähigkeit der Staatsfinanzen stehen. Ob daraus ein Risiko für die Finanzstabilität wird, hängt aber weniger von der Höhe des Renditeanstiegs ab als von den Angebots- und Nachfragebedingungen im Finanzsystem. Entscheidend ist, ob das System den Anstieg auffängt oder verstärkt und ob Verluste schneller eintreten, als Anleger Liquidität beschaffen können. Das wiederum hängt vor allem davon ab, wer die Anleihen hält, wie diese Positionen finanziert sind und wie viel Bilanzraum die Händlerbanken für den Handel haben. Im Euroraum hängt zudem viel davon ab, ob die Anleihen eines Landes eher bei langfristig orientierten Haltern liegen oder bei kurzfristig orientierten, oft gehebelten Anlegern, die häufig im Ausland sitzen.

Mehr Staatsanleihen treffen auf weniger verlässliche Käufer

Der Renditeanstieg trifft auf einen Markt, der immer mehr Staatsanleihen aufnehmen muss. In vielen Industrieländern liegen die Staatsschulden nahe ihren Höchstständen seit dem Zweiten Weltkrieg, und weil die Defizite hoch bleiben, müssen die Staaten laufend zusätzliche Anleihen begeben. Daran dürfte sich so schnell nichts ändern, wie die Haushaltspolitik der beiden größten Volkswirtschaften des Euroraums zeigt. Deutschland weitet seine Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben schuldenfinanziert aus, gestützt auf die Reform der Schuldenbremse und eine Ausnahmeklausel der europäischen Fiskalregeln. Frankreich will sein Defizit 2027 zwar mit Einsparungen und Mehreinnahmen von rund 43 Mrd. Euro von 5,4 % auf 5,0 % der Wirtschaftsleistung senken. Die Schuldenquote stiege nach Regierungsangaben dennoch auf knapp 122 % des BIP. Und selbst dieser Pfad ist unsicher, denn ohne Mehrheit im Parlament und vor der Präsidentschaftswahl im kommenden Jahr ist offen, ob der Haushalt in dieser Form beschlossen wird.

Zugleich ziehen sich Käufer zurück, die Staatsanleihen bisher verlässlich und langfristig gehalten haben. Die Zentralbanken bauen ihre Bestände ab (Quantitative Tightening, QT), und auch langfristig orientierte Anleger fragen weniger nach. Versicherer im Euroraum halten nur noch 20 % ihrer Kapitalanlagen in Staatsanleihen nach 26 % vor fünf Jahren. Pensionsfonds benötigen mit dem Übergang von leistungs- zu beitragsorientierten Zusagen weniger lange Laufzeiten, wie die Reform des niederländischen Betriebsrentensystems zeigt. Und um die verbleibenden Anleger konkurrieren die Staaten zunehmend mit Investitionen in Künstliche Intelligenz, die über langlaufende Anleihen finanziert werden.[1]

Ob dieses Zusammentreffen nur die Renditen erhöht oder die Finanzstabilität gefährdet, hängt davon ab, wie das Finanzsystem den Anstieg verarbeitet. Steigen die Renditen schrittweise und finden neue Anleihen weiter Käufer, bleibt es bei höheren Finanzierungskosten für die Staaten. Kritisch dürfte es erst werden, wenn gehebelte Anleger unter Zeitdruck verkaufen müssen und die Händlerbanken diese Mengen nicht mehr aufnehmen können. Im Euroraum hängt viel davon ab, ob Inländer oder Gebietsfremde die Anleihen halten und wie Banken und Versicherer Kursverluste verkraften. Zudem dürfte die Nachfrage insgesamt preissensibler werden, sodass sich zusätzliche Anleihen nur noch zu höheren Renditen unterbringen ließen. Bislang spricht allerdings vieles dafür, dass die Märkte den Anstieg noch verkraften.

Höhere Renditen allein gefährden die Finanzstabilität noch nicht

Seit Beginn des Iran-Kriegs am 27. Februar 2026 sind die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in allen großen Ländern gestiegen (Abbildung 1). Bis zum 2. November stiegen sie in den USA um 94 Basispunkte, in Frankreich um 168, in Italien um 115, in Großbritannien um 86, in Japan um 65 und in Deutschland um 64 Basispunkte. Ein Teil davon spiegelt höhere erwartete Leitzinsen wider, weil die Märkte wegen steigender Energiepreise mit mehr Inflationsdruck rechnen. Dazu kommen höhere Aufschläge für das Halten langer Laufzeiten. Bei zehnjährigen US-Anleihen geht seit Ende Juni nach Modellschätzungen etwa 40 % des Anstiegs auf eine höhere Laufzeitprämie (Term Premium) zurück, also auf den Ausgleich, den Anleger für längere Laufzeiten verlangen. Über diese Prämie schlagen sich neben anderen Faktoren auch Sorgen um die Haushaltslage in den Renditen nieder.[2]

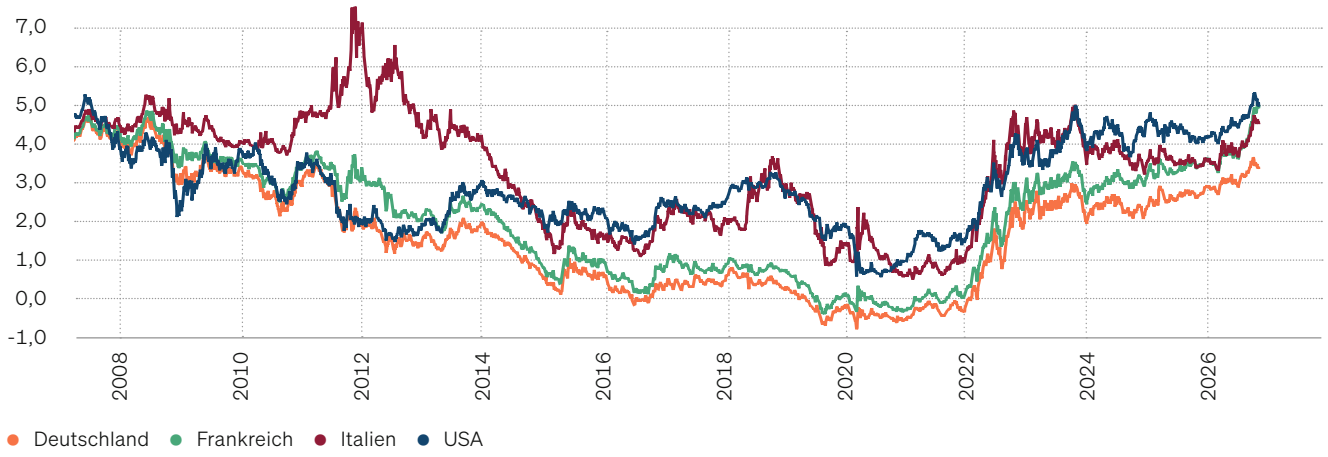
[1] ESM (2026). EZB (2026b). BIS (2026b). Federal Reserve Bank of Dallas (2026).

[2] BIS (2026a).

© GDV 2026

Renditen steigen seit Kriegsbeginn deutlich

Abb. 1 · Renditen zehnjähriger Staatsanleihen, in %



Quelle: Macrobond, eigene Berechnungen

Der Anstieg geht inzwischen mit ersten Spannungen in der Marktliquidität einher, die Märkte nehmen neue Anleihen aber weiter auf. Am deutlichsten zeigen sich die Spannungen in den USA. Dort kündigte das Finanzministerium am 19. August 2026 eine außerordentliche Ausweitung seiner Rückkäufe (Buybacks) langlaufender Anleihen an, weil die Liquidität älterer, nicht mehr aktuell emittierter Anleihen mit 10 bis 30 Jahren Laufzeit schwach war und die Renditen dort besonders stiegen. In den Rückkaufauktionen boten Anleger acht- bis zwölfmal so viele Anleihen an, wie das Ministerium kaufen wollte.[3] Am französischen Markt, an dem der Staat regulär neue Anleihen versteigert, sieht es anders aus. Dort fanden die Auktionen weiter genug Käufer, die Gebote lagen zuletzt beim Zwei- bis Dreifachen des angebotenen Volumens. Diese Nachfrage hat allerdings ihren Preis. Für eine zehnjährige Anleihe, die im September und im Oktober versteigert wurde, verlangten die Anleger Anfang Oktober 4,93 % nach 4,23 % Anfang September. Der Markt nimmt neue Anleihen also auf, aber nur zu spürbar höheren Renditen.[4] Offen bleibt damit, ob der Anstieg allein höhere Inflations- und Haushaltsrisiken widerspiegelt oder schon eine Schwäche des Marktes, das wachsende Angebot aufzunehmen. Zum Risiko für die Finanzstabilität würde er erst, wenn die Nachfrage im Stress wegbricht oder Anleger unter Zeitdruck verkaufen müssen und den Anstieg dadurch verstärken.

Entscheidend ist die Aufnahmefähigkeit des Finanzsystems

Ob ein Renditeanstieg zum Risiko für die Finanzstabilität wird, entscheidet sich im Finanzsystem selbst. Wie stark die Renditen steigen und welchen Anstieg die Märkte verkraften, ohne dass Zweifel an der Tragfähigkeit der Staatsfinanzen entstehen, hängt neben der fiskalischen Lage des jeweiligen Landes vor allem von vier Punkten ab, nämlich wer die Schulden hält, wer sie handelt, wie die Positionen finanziert werden und wie viel Liquidität und Bilanzraum im Stress zur Verfügung steht (Abbildung 3). Bei den Haltern hat sich das Bild in den vergangenen Jahren stark verändert. Mit ihrem Abbau sank der Anteil der Zentralbanken an den Staatsanleihen der Industrieländer von 2022 bis 2025 von 27 % auf 17 %. Dagegen stieg der Anteil der Nichtbanken-Finanzintermediäre (NBFIs) von 44 % im Jahr 2021 auf 53 % im Jahr 2025, getragen vor allem von hebelfinanzierten Hedgefonds. Für die Stabilität des Marktes kommt es aber darauf an, welche NBFIs die Anleihen halten, denn sie sind keine einheitliche Gruppe. Versicherer und Pensionsfonds legen überwiegend langfristig an und stabilisieren tendenziell den Markt, auch wenn sie im Euroraum relativ an Gewicht verloren haben. Brauchen viele von ihnen zugleich Liquidität, etwa für Nachschussforderungen aus Zinsabsicherungen, können allerdings auch sie Schocks verstärken, weil sie dann ihre liquidesten Anlagen verkaufen, häufig Staatsanleihen. Vor allem aber sind es hebelfinanzierte Hedgefonds sowie Geldmarkt- und offene Anleihefonds mit täglicher Rückgabe, die Schocks übertragen und verstärken.[5]

[3] BIS (2026a), Box A.

[4] Agence France Trésor (2026), Auktionsergebnisse vom 3. September und 1. Oktober 2026.

[5] BIS (2026b). Jansen, Klingler & Ranaldo (2024).

© GDV 2026

Auch im Handel mit Staatsanleihen hat sich das Gewicht von den Banken zu den Hedgefonds verschoben. Händlerbanken (Dealer) halten seit der Finanzkrise wegen strengerer Regulierung weniger Anleihen auf eigene Rechnung, und ihr Bilanzraum ist nicht mit den Staatsschulden gewachsen. In diese Lücke sind Hedgefonds gestoßen. Sie kaufen Staatsanleihen, wenn diese günstiger sind als vergleichbare Terminkontrakte (Futures) oder Zinsswaps, und sichern sich über Derivate ab (Basis Trade oder Swap Spread Trade). Der Preisvorteil ist klein, das Geschäft lohnt sich also nur mit hohem Hebel (Leverage), den sie über kurzfristige Wertpapierpensionsgeschäfte (Repos) mit Banken finanzieren. Laut IWF halten Hedgefonds vor allem über diese Geschäfte inzwischen rund 9 % der US-Staatsanleihen nach 4 % im Jahr 2022. Viel Puffer gibt es in dieser Finanzierung nicht, denn rund 70 % der bilateralen Repos in US-Dollar mit Hedgefonds laufen ohne Sicherheitsabschlag (Haircut), der Kreditgeber behält also nichts gegen Kursverluste ein.

Auch im Euroraum bestimmen Hedgefonds die Preise inzwischen mit. Im elektronischen Handel mit Staatsanleihen des Euroraums entfällt über die Hälfte des Volumens auf sie, nach rund einem Viertel im Jahr 2018. Den Preis setzen damit zunehmend kurzfristig orientierte Anleger, die ihre Positionen nur halten können, solange sich Finanzierungsbedingungen und Sicherheitenanforderungen nicht verschlechtern.[6]

Im Euroraum können NBFIs einen Renditeanstieg auch dämpfen, allerdings nur, wenn die Zinskurve dabei steiler wird. Am langen Ende halten sie über 50 % der Euro-Staatsanleihen und fragen dort nach Schätzungen der EZB zufolge tendenziell mehr Anleihen nach, wenn die langen Renditen stärker steigen als die kurzen. Der aktuelle Anstieg verläuft in Deutschland aber umgekehrt. Seit Kriegsbeginn stiegen die Renditen zweijähriger Bundesanleihen um 104 Basispunkte, die dreißigjähriger nur um 34, was vor allem auf höhere Leitzinsen und Leitzinserwartungen zurückzuführen sein dürfte. Die stützende Nachfrage am langen Ende dürfte deshalb derzeit kaum greifen. In Frankreich geht es weniger um die Form der Zinskurve als um einen länderspezifischen Risikoaufschlag, der sich im wachsenden Abstand zur Bundesanleihe zeigt (Abbildung 2). Ob er sich verstärkt, dürfte vor allem davon abhängen, wer die Anleihen hält und wie stark diese Positionen über Kredite finanziert sind.[7]

Leverage wird erst bei schnellen Kurssprüngen zum Verstärker

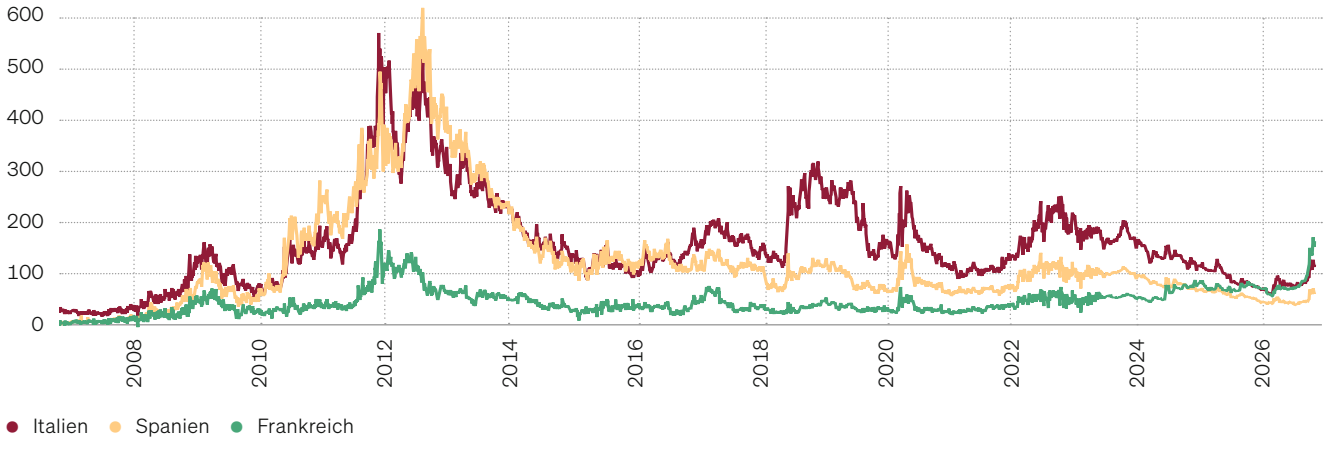
Gehebelte Positionen werden erst dann zum Problem, wenn Kursverluste schneller eintreten, als Anleger Liquidität beschaffen können. Nachschussforderungen (Margin Calls) fallen bei Derivaten und kreditfinanzierten Anleihepositionen täglich an. Solange die Renditen schrittweise steigen, bedienen Anleger sie aus ihren Barreserven oder bauen Hebelpositionen geordnet ab (Deleveraging). Dass das nicht immer gelingt, zeigt die Krise am britischen Staatsanleihemarkt

[6] BIS (2026b). BIS (2026a), Box C. Drehmann & Zhu (2026). IWF (2026). ESM (2026). Die Angabe zum Euroraum bezieht sich auf den elektronischen Sekundärmarkthandel über die Plattform Tradeweb, telefonisch oder bilateral abgeschlossene Geschäfte sind darin nicht enthalten.

[7] EZB (2026b). Deutsche Bundesbank (2026c).

Frankreichs Risikoaufschlag so hoch wie seit 2011 nicht mehr

Abb. 2 · Risikoaufschläge zehnjähriger Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen, in Basispunkten

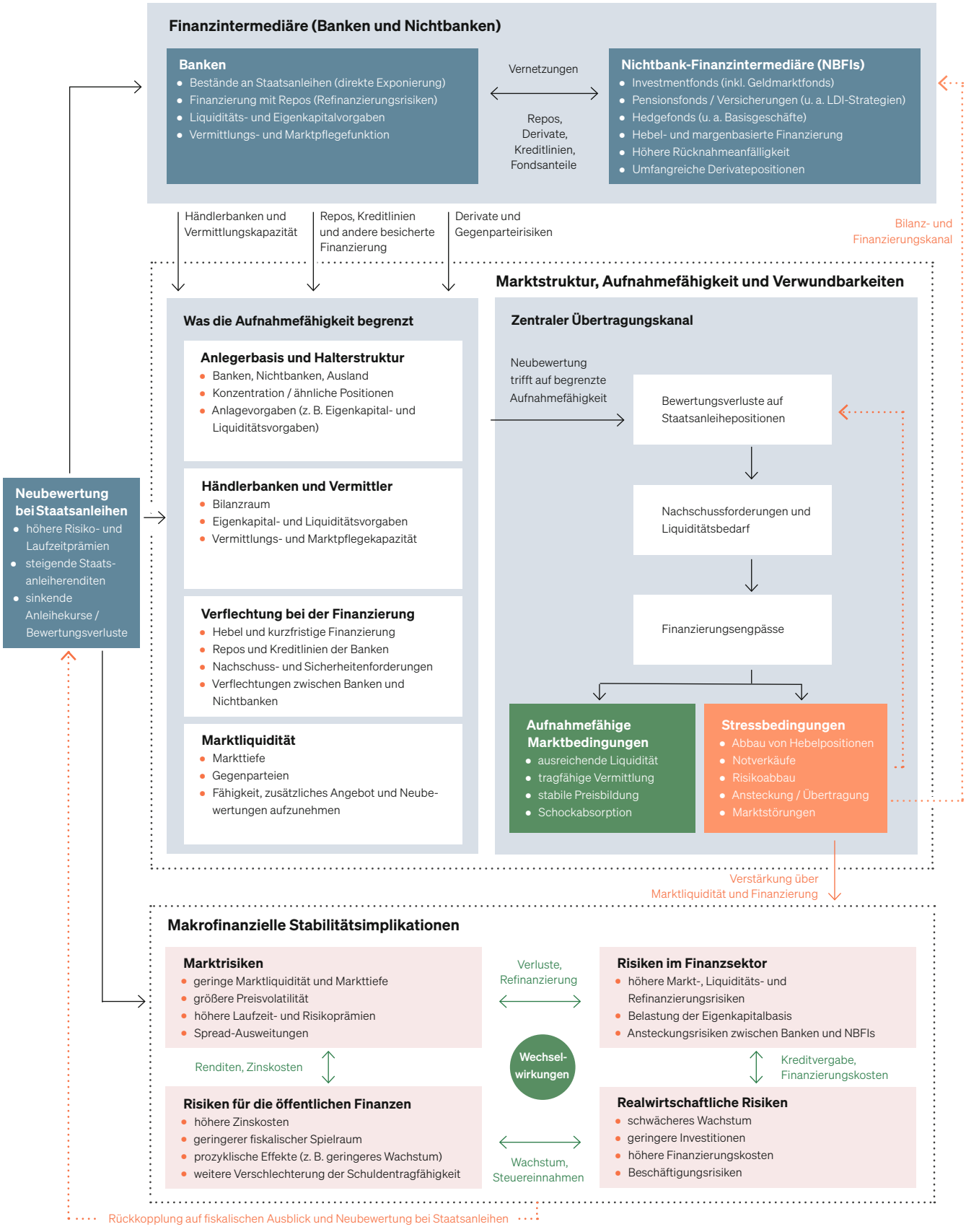


Quelle: Macrobond, eigene Berechnungen

© GDV 2026

Wann wird ein fiskalisches Risiko zu einem Finanzstabilitätsrisiko?

Abb. 3 · Eine Neubewertung bei Staatsanleihen wird dann zum Finanzstabilitätsrisiko, wenn begrenzte Aufnahmefähigkeit, Finanzierungszwänge und Verflechtungen sie verstärken oder im Finanzsystem weitertragen.



Quelle: eigene Darstellung

© GDV 2026

im Jahr 2022, die eine Intervention der Bank of England erforderlich machte. Ausgelöst wurde sie durch den starken Renditeanstieg nach der Ankündigung der britischen Haushaltspläne, verstärkt durch Anleiheverkäufe von Fonds, mit denen Pensionsfonds ihre Zins- und Inflationsrisiken gehebelt absichern (Liability-Driven Investment, LDI). Solange die Renditen der Staatsanleihen im September 2022 schrittweise stiegen, kauften die LDI-Fonds sogar noch Anleihen zu, obwohl ihr Hebel zunahm. Nach der Haushaltsankündigung der britischen Regierung vom 23. September stiegen die Renditen dreißigjähriger britischer Staatsanleihen dagegen innerhalb weniger Tage um rund 100 Basispunkte. Wegen operativer Hürden konnten die Pensionsfonds ihren LDI-Fonds nicht schnell genug liquide Mittel nachschießen, obwohl sie selbst solvent waren. Die LDI-Fonds mussten deshalb Anleihen verkaufen, und diese Notverkäufe (Fire Sales) erklären mindestens die Hälfte des Kursrückgangs bei britischen Staatsanleihen. Den Unterschied machte also vor allem das Tempo des Anstiegs.[8]

Von einem solchen Tempo ist der aktuelle Anstieg weit entfernt. Der größte Tagesanstieg zehnjähriger französischer Renditen betrug seit Kriegsbeginn 14 Basispunkte. Dreißigjährige deutsche Bundesanleihen, also dieselbe Laufzeit wie im britischen Fall, rentierten am 2. November insgesamt 34 Basispunkte höher als zu Beginn des Iran-Kriegs, und innerhalb einer Woche stiegen sie nie um mehr als 19 Basispunkte. Anleger dürften bislang also genug Zeit gehabt haben, Liquidität zu beschaffen oder Positionen geordnet abzuwickeln.

Das könnte sich ändern, wenn mehrere Bedingungen zusammenkommen. Springen die Kurse in wenigen Tagen, reichen die Barreserven nicht aus. Steigen zugleich die Volatilität und damit die Sicherheitenanforderungen oder verknappen Banken die Repo-Finanzierung, geraten alle Teile einer gehebelten Position gleichzeitig unter Druck. Weiteren Verkaufsdruck erzeugen Geldmarkt- und offene Anleihefonds mit täglicher Rückgabe, die bei Abflüssen Anleihen verkaufen müssen. Halten viele Anleger dieselben Positionen, verkaufen sie gleichzeitig unter Zeitdruck, die Händlerbanken können die Menge nicht aufnehmen, und die Renditen steigen weiter. Das löst neue Nachschussforderungen aus, und es kann eine sich selbst verstärkende Abwärtsspirale entstehen. Anleger, die sonst bei fallenden Kursen zukaufen (antizyklische Käufer), bremsen sie im Stress nur begrenzt, denn auch Hedgefonds, die selbst nicht unter Druck stehen, handeln dann seltener gegen den Trend. So tätigten sie 2022 in Großbritannien 44 % ihrer Käufe aus den beiden Wochen nach der Haushaltsankündigung erst kurz vor dem Eingreifen der Bank of England. Am Ende wirkt der Marktstress auf die Staatsfinanzen zurück. Bleibt der so verstärkte Renditeanstieg bestehen, verteuert sich mit jeder Neuemission von Staatsanleihen die Refinanzierung des Staates, und der fiskalische Spielraum wird enger, lange bevor die Schuldenlage allein dies erwarten ließe.[9]

Wie wahrscheinlich eine solche Marktstörung bei hoher Verschuldung werden kann, zeigt eine aktuelle Auswertung für den US-Staatsanleihemarkt. Ist der Staat hoch verschuldet, steigt dort die Wahrscheinlichkeit einer schweren Marktstörung innerhalb von drei Monaten von nahezu null auf 3 %. Ein hoher Anteil der betrachteten NBFIs (Geldmarkt- und Investmentfonds, Pensionsfonds und Versicherer) macht zugleich sehr gute wie sehr schlechte Marktliquidität wahrscheinlicher, sie stützen den Markt also in ruhigen Zeiten und verstärken Schocks im Stress. Allerdings bezieht sich die Auswertung nur auf die USA und erfasst keine Hedgefonds.[10]

Auch Hedgefonds wirken je nach Marktlage stabilisierend oder verstärkend. Nach Analysen des IWF bauen ihre Positionen Preisabweichungen in normalen Zeiten ab, verstärken sie aber, wenn die Händlerbanken wenig Bilanzraum haben und die Zentralbank ihre Bestände abbaut. Hedgefonds müssen dafür nicht einmal selbst verkaufen, es genügt schon, dass sie bei knapper Finanzierung als Käufer ausfallen.[11]

Fallen private Käufer im Stress aus, bleiben die Zentralbanken als letzte Auffanglinie (Backstop), die als Käufer letzter Instanz die Märkte stabilisieren können. So kaufte die US-Notenbank Fed im März 2020, zu Beginn der Covid-19-Pandemie, in großem Umfang Anleihen, nachdem Anleger selbst US-Staatsanleihen verkauft hatten, um an Bargeld zu kommen (Dash for Cash). 2022 griff die Bank of England fünf Tage nach der britischen Haushaltsankündigung mit befristeten Anleihekäufen ein, und der Preisabschlag der betroffenen Anleihen verschwand zunächst. Ohne Nebenwirkungen sind solche Eingriffe aber nicht, denn sie lockern die Finanzierungsbedingungen, obwohl die Zentralbank derzeit eher die Zinsen anheben müsste, und können Anleger zu mehr Hebel ermutigen. Die Aufsichtsreformen seit der Finanzkrise sollen die Märkte

[8] Pinter, Siriwardane & Walker (2024).

[9] BIS (2026a), Box C. BIS (2026b). IWF (2026). Pinter, Siriwardane & Walker (2024).

[10] Drehmann & Zhu (2026).

[11] IWF (2026).

© GDV 2026

deshalb so widerstandsfähig machen, dass solche Eingriffe seltener nötig werden, diskutiert werden derzeit etwa zentrales Clearing von Repogeschäften und Mindestsicherheitsabschläge bei Repos.[12] Im Euroraum steht für Spannungen in einzelnen Ländern zusätzlich das Transmission Protection Instrument (TPI) der EZB bereit, das allerdings an Bedingungen geknüpft ist und bislang nicht eingesetzt wurde. Die Bank of England hat zudem eine eigene Liquiditätsfazilität für NBFIs geschaffen, im Euroraum gibt es eine solche bislang nur für zentrale Gegenparteien.[13]

Gebietsfremde Halter reagieren schneller auf Schocks als inländische

Im Euroraum hängt die Reaktion auf einen Schock auch davon ab, ob Inländer oder Gebietsfremde die Anleihen eines Landes halten, und hier unterscheiden sich die Länder deutlich. Ohne die Bestände der nationalen Zentralbanken gerechnet, lag der Anteil gebietsfremder[14] Halter an den Staatsschuldtiteln im zweiten Quartal 2026 in Frankreich bei 73 %, in Deutschland bei 68 %, in Spanien bei 61 % und in Italien bei 45 % (Abbildung 4). In Deutschland und Frankreich sitzt mehr als die Hälfte davon außerhalb des Euroraums (39 % und 42 %), in Spanien und Italien überwiegen dagegen Anleger aus anderen Euro-Ländern (39 % und 27 %). Seit Ende 2023 ist der Auslandsanteil in allen vier Ländern gestiegen, während die Zentralbanken ihre Bestände abbauten. Bei deutschen Staatsanleihen etwa sank ihr Anteil am Umlauf von 37 % auf 25 %. Auch im Euroraum nehmen damit private und gebietsfremde Anleger die Mengen auf, die die Zentralbanken abgeben.[15]

Diese Unterschiede zählen, weil die Stabilität einer Anlegerbasis vor allem davon abhängt, wie schnell ihre Halter auf Schocks reagieren. Eine hohe Auslandsquote wie bei deutschen oder französischen Anleihen schafft zusätzliche Nachfrage, kann aber vorübergehend die Kursschwankungen erhöhen, weil ausländische Halter weniger an den Markt gebunden sind und Schocks aus anderen Märkten über ihre Portfolios übertragen. Dabei kommt es auch darauf an, wo diese Halter sitzen. In Ländern mit einem hohen Anteil von Anlegern außerhalb des Euroraums erhöht ein Nachfragerückgang um 1 % der ausstehenden Schulden die Renditeabstände um rund 30 Basispunkte, in Ländern mit stärker im Euroraum verankerter Anlegerbasis bleibt er ohne messbare Wirkung. Ein hoher Inlandsanteil wie in Italien stabilisiert die Anlegerbasis dagegen. Dort haben private Haushalte ihren Anteil seit Anfang 2021 von 7 % auf 16 % mehr als verdoppelt und damit den Rückgang bei Versicherern und Pensionsfonds von 19 % auf 11 % mehr als ausgeglichen.[16]

[12] BIS (2026b). Deutsche Bundesbank (2026c).

[13] FSB (2026).

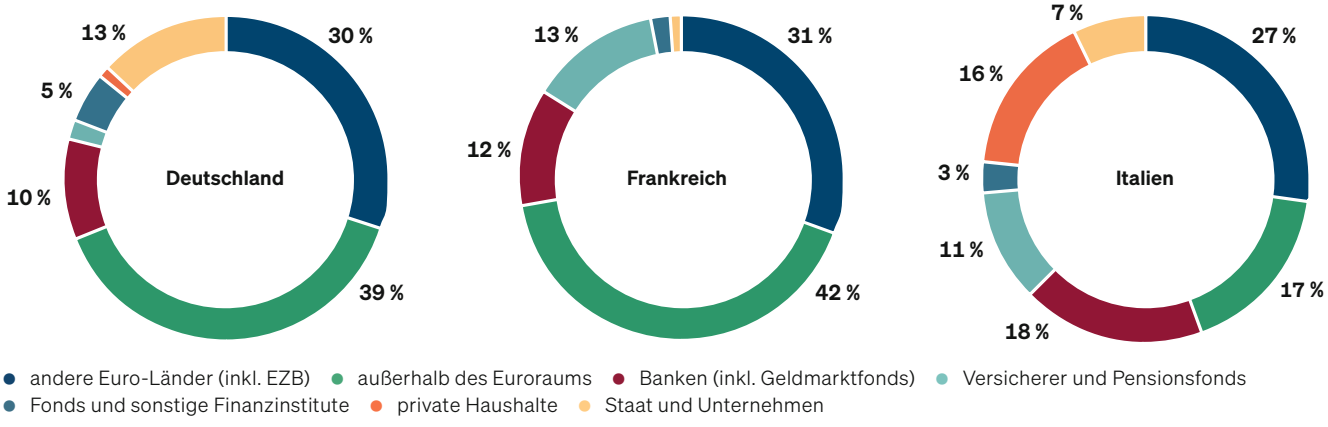
[14] Gebietsfremd sind alle Halter mit Sitz außerhalb des jeweiligen Landes, also auch Anleger aus anderen Ländern des Euroraums.

[15] EZB (2026a), eigene Berechnung. Die Bestände von Anlegern aus anderen Euro-Ländern enthalten auch die der EZB. Der Anteil außerhalb des Euroraums ist die Differenz zwischen Umlauf und Beständen im Euroraum.

[16] ESM (2026)..

Italien stützt sich stärker auf inländische Halter als Deutschland und Frankreich

Abb. 4 · Halter der Staatsschuldtitel im 2. Quartal 2026, in % des Umlaufs ohne nationale Zentralbank, Marktwerte



Quelle: EZB (SHSS, Sektorkonten), eigene Berechnung. Andere Euro-Länder einschließlich EZB. Außerhalb des Euroraums als Restgröße. Anteile unter 3 % nicht beschriftet.

© GDV 2026

Dass inländische Halter stabiler wirken, liegt auch daran, dass sie oft weniger flexibel reagieren als ausländische. Banken bevorzugen Anleihen ihres Heimatstaats (Home Bias), unter anderem wegen Informationsvorteilen. Auch die Regulierung setzt keinen Anreiz zur Streuung, weil Staatsanleihen aus der EU mit einem Risikogewicht von 0 % angesetzt werden können und nicht unter die Großkreditgrenzen fallen. In der Eurokrise stockten Banken in angeschlagenen Ländern ihre heimischen Bestände sogar auf.[17]

Auch Versicherer bevorzugen heimische Staatsanleihen, allerdings immer weniger. Bei Versicherern im Europäischen Wirtschaftsraum sank der Anteil heimischer Titel an ihren Staatsanleihen von 55 % Ende 2017 auf 45 % Ende 2025, in Italien liegt er bei fast 60 %. Kurzfristig orientierte und hebelfinanzierte Anleger, darunter viele ausländische, sind dagegen weder durch eine Heimatpräferenz noch durch langfristige Verpflichtungen gebunden. Sie dürften deshalb schneller auf politische Risiken reagieren.[18]

In Frankreich trifft ein länderspezifischer Auslöser auf eine Anlegerbasis, die ihn verstärken dürfte. Der Druck kommt aus dem Land selbst, denn Anleger zweifeln am Konsolidierungskurs, und vor der Präsidentschaftswahl 2027 ist die politische Lage unsicher. Entsprechend sind die französischen Renditen seit Beginn des Iran-Kriegs um 104 Basispunkte stärker gestiegen als die deutschen, die italienischen dagegen nur um 51 Basispunkte, obwohl Italien höher verschuldet ist (Abbildung 2). Französische Staatsanleihen rentieren seit Anfang August sogar höher als italienische, zuletzt mit 4,90 % gegenüber 4,43 %, und seit Anfang Oktober weitete sich ihr Abstand zur Bundesanleihe um weitere 9 Basispunkte aus, während er bei italienischen um 15 Basispunkte sank. Am 22. Oktober erreichte der Abstand Frankreichs zur Bundesanleihe mit 173 Basispunkten den höchsten Stand seit 2011. Gerade in einer solchen Lage dürfte die Anlegerbasis ins Gewicht fallen. Kommen Zweifel an einem Staat auf, verkaufen vor allem Investmentfonds und gebietsfremde Anleger, und die Papiere landen meist bei inländischen Käufern. Frankreich dürfte dafür anfälliger sein als Italien. Der Anteil gebietsfremder Anleger ist bei französischen Staatsanleihen gut anderthalbmal so hoch wie bei italienischen, und rund zwei Fünftel entfallen auf Anleger außerhalb des Euroraums, in Italien nur rund ein Sechstel.[19]

Auch in Deutschland sind die Renditen gestiegen, allerdings aus anderen Gründen, und das verschafft dem Land eine Sonderrolle. Ende September erreichten zehnjährige Bundesanleihen mit gut 3,6 % den höchsten Stand seit 2009. Maßgeblich für den Anstieg bis zum Sommer waren aber höhere Zinserwartungen nach dem Energiepreisanstieg, also ein Schock, der auch andere große Märkte trifft. Über die vergangenen Jahre kam noch hinzu, dass die frühere Knappheitsprämie verschwunden ist, weil mehr Bundesanleihen frei verfügbar sind. Mit der Bonität dürfte das alles wenig zu tun haben. Deutschland ist mit rund 63 % des Bruttoinlandsprodukts weit niedriger verschuldet als Frankreich mit rund 116 % und erhält von allen großen Ratingagenturen die Bestnote. Zwar halten gebietsfremde Anleger in Deutschland einen ähnlich hohen Anteil wie in Frankreich, sie dürften aber wenig Anlass sehen, sich gezielt aus deutschen Anleihen zurückzuziehen. Im Gegenteil, Bundesanleihen gelten als sicherer Hafen (Safe Haven), und direkt nach Ausbruch des Iran-Kriegs waren sie zeitweilig stärker gefragt. Das deutete sich auch Anfang Oktober an, als die Rendite französischer Anleihen stieg, während die von Bundesanleihen stärker sank als der Zinsswap-Satz. Eine hohe Auslandsquote dürfte also nicht per se ein Problem sein. Zum Verstärker dürfte sie vor allem dann werden, wenn Anleger am Staat selbst zu zweifeln beginnen.[20]

Bei Banken und Versicherern wirken Kursverluste oft verzögert

Eine starke inländische Basis hat allerdings eine Kehrseite, wenn Banken einen großen Teil davon tragen. Verluste auf Staatsanleihen können ihr Kapital schwächen, sodass sie weniger Kredite vergeben und die schwächere Wirtschaft wiederum den Staatshaushalt belastet (Staaten-Banken-Nexus, Sovereign-Bank Nexus). Wie stark dieser Kreislauf wirkt, hängt davon ab, wie viele heimische Staatsanleihen die Banken halten. In Italien sind es knapp 16 % der Bilanzsumme, in Deutschland und Frankreich rund 4 %. Zudem halten italienische Banken mit 15 % der Staatsschuldtitel kaum weniger als Anfang 2021, die enge Bindung zwischen Staat und Banken hat sich also kaum gelockert.[21]

[17] Deutsche Bundesbank (2026c).

[18] EIOPA (2026).

[19] Deutsche Bundesbank (2026b). EZB (2024). EZB (2026a), eigene Berechnung.

[20] Deutsche Bundesbank (2026a). Deutsche Bundesbank (2026b). EZB (2026a), eigene Berechnung. Frieda (2026).

[21] Deutsche Bundesbank (2026c). EZB (2026a), eigene Berechnung.

© GDV 2026

Anders als bei Nachschussforderungen wirkt dieser Kanal eher langsam, und das liegt an der Bilanzierung. Banken in der EU bilanzieren rund 60 % ihrer Forderungen an Staaten zu fortgeführten Anschaffungskosten, bei italienischen Banken sind es rund 74 % ihrer italienischen Staatsanleihen.[22] Kursverluste auf diese Bestände erscheinen nicht im Eigenkapital, sondern als stille Lasten, die bis zur Fälligkeit wieder abschmelzen. Das Kapital belasten sie erst, wenn ein Halter vor Fälligkeit verkaufen muss, etwa weil er kurzfristig Liquidität braucht. Ein solcher Druck kann auch über die wachsende Verflechtung mit NBFIs entstehen. Bis Mitte 2025 haben Banken in der EU ihre Kredite an NBFIs binnen eines Jahres um 10 % auf 1,5 Billionen Euro ausgeweitet, unter anderem über Repos, sodass Schwierigkeiten stark betroffener NBFIs auf ihre Kreditgeber übergreifen könnten. Stille Lasten tragen seit dem Zinsanstieg 2022 auch deutsche Lebensversicherer. Sie schützen zwar das Kapital, haben aber einen Nebeneffekt. Weil die Versicherer Verluste beim Verkauf vermeiden wollen, schichten sie seltener um und kaufen bei fallenden Kursen seltener zu, sodass sie teilweise als stabilisierende Käufer ausfallen könnten.[23]

Die Nachfrage nach Staatsanleihen dürfte preissensibler werden

Über die einzelnen Anlegergruppen hinaus könnten sich auch die Gründe ändern, aus denen Staatsanleihen gekauft werden. Bislang dienten sie vielen Anlegern als Absicherung, weil ihre Kurse meist stiegen, wenn Aktienkurse fielen. Fallen Aktien- und Anleihekurse bei hohen Inflations- und fiskalischen Risiken dagegen eher gemeinsam (positive Stock-Bond Correlation), dürfte dieses Motiv an Gewicht verlieren. In die andere Richtung wirkt der wachsende Bedarf an liquiden Anlagen für Sicherheiten und Nachschussforderungen, der wenig preissensibel sein dürfte. Unter dem Strich dürfte die Nachfrage aber stärker von der Rendite abhängen, zumal mit dem Rückzug traditioneller Käufer langer Laufzeiten auch der wenig preissensible Teil der Nachfrage schrumpft. Schon heute reagieren nach Schätzungen der EZB alle großen Anlegergruppen im Euroraum auf Renditeänderungen. Damit schließt sich der Kreis zum eingangs beschriebenen Angebot, denn zusätzliche Staatsanleihen ließen sich dann nur über höhere Renditen unterbringen, was die Schuldentragfähigkeit weiter belastet.[24]

Fazit: Fiskalische Tragfähigkeit ist mehr als Schuldendynamik

Ein zentraler Kanal, über den ein fiskalisches Risiko zum Finanzstabilitätsrisiko wird, sind Kursverluste, die schneller eintreten, als Anleger Liquidität beschaffen können. Das Risiko steigt, wenn viele Anleger gleichgerichtete Positionen mit hohem Hebel und kurzfristiger Finanzierung halten, die Händlerbanken wenig Bilanzraum haben und Halter Verluste sofort über Kapital oder Sicherheiten ausgleichen müssen. Für die Tragfähigkeit des Staatshaushalts zählt damit neben der Schuldendynamik auch, wie gut die Märkte neue Anleihen aufnehmen können. Nach unserer Einschätzung ist die Grenze der Aufnahmefähigkeit derzeit nicht erreicht, weil die Renditen insgesamt schrittweise gestiegen sind und die Risikobereitschaft der Anleger robust geblieben ist. Die schwache Liquidität älterer US-Staatsanleihen und die stärkere Reaktion französischer Anleihen deuten aber an, wo die Aufnahmefähigkeit zuerst an Grenzen stoßen könnte.[25] Eine Entwarnung ist das nicht, denn wir teilen die Einschätzung europäischer und internationaler Institutionen, dass hohe Staatsschulden, steigender Finanzierungsbedarf und eine preissensiblere Nachfrage nach Staatsanleihen die Risiken für die Finanzstabilität spürbar erhöht haben.[26]

Solidere Fiskalpolitik sind damit auch ein wichtiger Beitrag zur Finanzstabilität. Entscheidend dürfte dabei weniger die Höhe der Schulden sein als die Glaubwürdigkeit des Wegs zu ihrer Stabilisierung, denn sie bestimmt mit, ob Anleger Risiken schrittweise oder abrupt neu bewerten. Das zeigt die Reaktion französischer Anleihen, die stärker unter Druck stehen als die der höher verschuldeten italienischen. Eine hohe Auslandsquote dürfte also vor allem dann zum Risiko werden, wenn Anleger an der Tragfähigkeit der Staatsschulden zweifeln.[27] Solidere Staatsfinanzen schaffen zudem Handlungsspielraum. Je mehr Anleihen die Staaten gleichzeitig begeben und je preissensibler die Nachfrage ist, desto enger wird ihr Spielraum, auf neue Schocks wie eine Rezession oder Spannungen im Finanzsystem zu reagieren.[28]

[22] EBA (2026), Banca d'Italia (2026). Die EBA-Angabe bezieht sich auf alle Forderungen von Banken in der EU und im EWR an Staaten (Anleihen und Kredite, inländische und ausländische Staaten) zum Jahresende 2025. Die Angabe der Banca d'Italia bezieht sich nur auf italienische Staatsanleihen im Bestand von Banken in Italien (Stand Februar 2026).

[23] Deutsche Bundesbank (2025). EBA (2025).

[24] EZB (2026b). ESM (2026). EIOPA (2026).

[25] BIS (2026a).

[26] BIS (2026b). ESM (2026). EZB (2026c).

[27] ESM (2026).

[28] BIS (2026b).

© GDV 2026

Quellen

Banca d'Italia (2026). Financial Stability Report No. 1/2026, April 2026.

BIS (2026a). Yields climb, yet risk appetite holds firm. BIS Quarterly Review, September 2026, einschließlich Box A und Box C.

BIS (2026b). High public debt and shifting financial markets: challenges for central banks. Annual Economic Report 2026, Kapitel II.

Deutsche Bundesbank (2025). Finanzstabilitätsbericht 2025.

Deutsche Bundesbank (2026a). Finanzmärkte. Monatsbericht Mai 2026.

Deutsche Bundesbank (2026b). Finanzmärkte. Monatsbericht August 2026.

Deutsche Bundesbank (2026c). Fiskalische Risiken und Finanzstabilität: Reformoptionen für den Staaten-Banken-Nexus im Euroraum. Monatsbericht September 2026.

Drehmann, M. & Zhu, S. (2026). High public debt, NBFIs and the risk of market dysfunction. BIS Bulletin No 136.

EBA (2025). Risk Assessment Report of the European Banking Authority, Dezember 2025.

EBA (2026). Risk Assessment Report of the European Banking Authority, Juni 2026.

EIOPA (2026). Financial Stability Report, Juni 2026.

ESM (2026). Euro Area Stability Watch 2026. Global shocks, domestic shields.

EZB (2024). Financial markets and investor behaviour in times of stress in euro area sovereign bond markets. Financial Stability Review, November 2024 (Box).

EZB (2026a). Securities Holdings Statistics by Sector (SHSS) und Quarterly Sector Accounts. Schuldverschreibungen des Staates nach Haltersektor und Umlauf, Marktwerte, 1. Quartal 2021 bis 2. Quartal 2026.

EZB (2026b). Along the curve: investor reallocation in euro area government bonds. Financial Stability Review, Mai 2026, Box.

EZB (2026c). Financial Stability Review, Mai 2026.

Federal Reserve Bank of Dallas (2026). How AI debt financing impacts duration supply and interest rates. Dallas Fed Economics, 10. Februar 2026.

Frieda, G. (2026). What is driving the global rise in long-term interest rates? Bruegel Analysis 23/2026, 8. September 2026.

FSB (2026). Vulnerabilities in Government Bond-backed Repo Markets. Financial Stability Board, 4. Februar 2026.

IWF (2026). Global Financial Stability Report, Oktober 2026, Kapitel 2.

Jansen, K. A. E., Klingler, S. & Ranaldo, A. (2024). Pension Liquidity Risk. Working Paper.

Pinter, G., Siriwardane, E. & Walker, D. (2024). Fire sales of safe assets. BIS Working Papers No 1233.

© GDV 2026

Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V.
Wilhelmstraße 43 / 43 G, 10117 Berlin
Besuchereingang: Leipziger Straße 121
Postfach 08 02 64, 10002 Berlin
Tel.: +49 30 2020 – 5000, Fax: +49 30 2020 – 6000
www.gdv.de, berlin@gdv.de

Verantwortlich
Dr. Paul Berenberg-Gossler
Leiter Volkswirtschaft und Finanzmärkte
Tel.: +49 30 2020 – 5130
E-Mail: p.berenberg-gossler@gdv.de

Redaktionsschluss
05.11.2026

Publikationsassistenz
Nadine Luther, Heike Borchardt

Autor
Dr. Kay Seemann

Bildnachweis
AdobeStock I Jens_1589910311.jpeg

Alle Ausgaben
auf GDV.DE

Disclaimer
Die Inhalte wurden mit der erforderlichen Sorgfalt erstellt. Gleichwohl besteht keine Gewährleistung auf Vollständigkeit, Richtigkeit, Aktualität oder Angemessenheit der darin enthaltenen Angaben oder Einschätzungen.

© GDV 2026

© GDV 2026