nordIX AG | An der Alster 1 | D-20099 Hamburg

nordIX AG
An der Alster 1
D-20099 Hamburg
Tel.: +49 40 3099 776 0
Fax: +49 40 3099 776 166
mail@nord-ix.com
Internet: www.nord-ix.com
Bloomberg: nordIXAG

Rechtsform: Aktiengesellschaft
Sitz: Freie und Hansestadt Hamburg
Vorstandsmitglieder:
Moritz Schildt, Claus Tumbrägel
Aufsichtsrat: Ralf Schmitt (Vors.)
Amtsgericht Hamburg HRB 101 680
FA Hamburg Mitte
USt-ID DE2540 7440 2
Konto: Deutsche Bank AG
Konto-Nr. 4818878 BLZ 200 700 24
IBAN DE08 2007 0024 0481 8878 00
BIC/SWIFT DEUTDEDDBHAM

Schöne neue Anleihenwelt: Aktives Management schützt vor Risiken

Hamburg, 13.10.2026

(Christian Bückle und Jens Franck, nordIX AG)

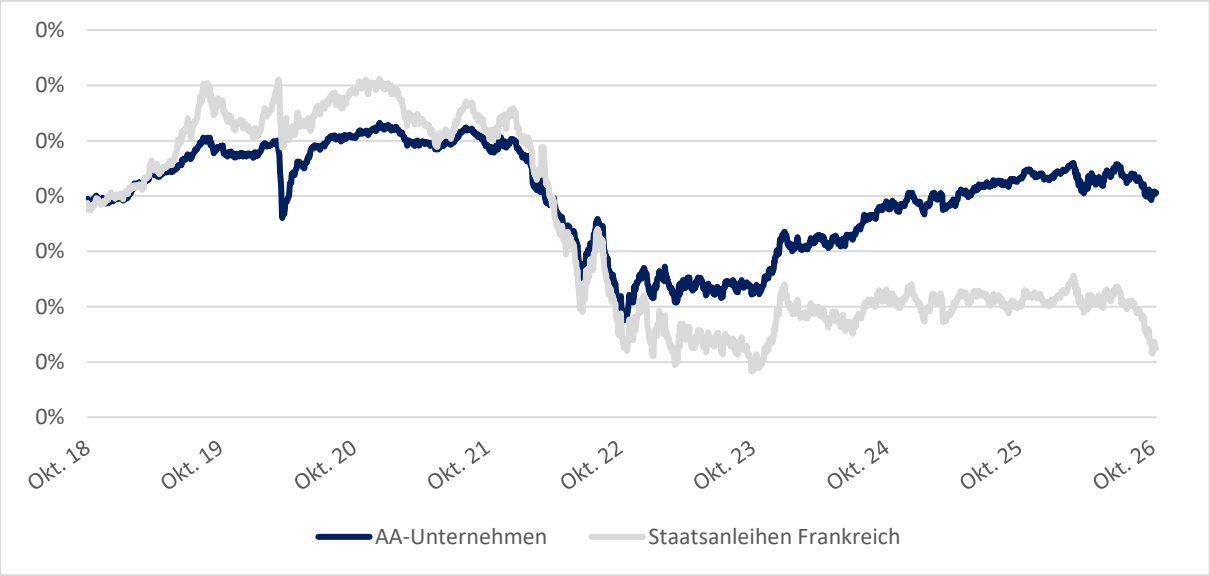
Das allseits bekannte und immer wieder aufkommende Thema Staatsverschuldung wird in der heutigen Zeit zwischen Energiekrisen, Handelskonflikten und Verteidigungsausgaben zunehmend wichtiger und stellt die Schuldentragfähigkeit der Staaten auf harte Proben. Die Gründe sind nicht allein die Rekordsumme der Schulden, sondern die Kombination mit den zuletzt stark gestiegenen Zinsen, welche die Refinanzierungen für Staaten und Unternehmen ansteigen lassen (aktuelles prominentes Beispiel: Frankreich). Für den Zinsanstieg gibt es mehrere Gründe, u.a. den Nahost Konflikt, Zollstreitigkeiten, die Schuldentragfähigkeiten von Staaten und die Unsicherheiten durch disruptiv wirkende Künstliche Intelligenz (KI). Wie sich diese Faktoren entwickeln werden, ist ungewiss, aber klar ist, dass sie in nächster Zeit nicht einfach verschwinden werden.

Für viele Fixed Income-Investoren ist das Thema Positionierung wichtiger denn je, da Zins- und damit Ergebnisvolatilität ein essenzieller Treiber im Investment Grade-Bereich (IG) darstellt. Die Art des Investors spielt eine entscheidende Rolle, da große institutionelle Investoren (Banken, Versicherungen oder Pensionskassen) einer strengen Regulatorik unterliegen, welche nicht für Investoren wie Family Offices, Stiftungen oder High Net Worth Individuals gilt. Investment Grade-Staatsanleihen großer europäischer Länder zählen prinzipiell zu den eher „sichereren“ Anlagen für jede dieser Investorengruppen, zumal für regulatorisch erfasste Kapitalanleger die Eigenkapital-Unterlegungspflichten bei Staatsanleihen gering bis null sind und somit als weitere Dimension in der Investitionsentscheidung mit einfließen. Der übergeordnete Grund ist, dass Zahlungsausfälle bei großen Ländern mit einem sicheren Rechtsumfeld aufgrund der Steuereinnahmen sehr unwahrscheinlich sind und im Notfall die europäische Notenbank EZB verschiedene Instrumente verwenden kann, um die Schulden „aufzufangen“ bzw. die Refinanzierungsbedingungen der Staaten zu stabilisieren (siehe Eurokrise). Das Thema Zahlungsausfall in einem solchen Fall ist komplex und soll nicht Gegenstand dieses Artikels sein. Es geht vielmehr darum, dass selbst bei nahezu sicherer Rückzahlung der Staatsanleihen, dennoch signifikante Volatilitäten über die Laufzeit der Anleihe entstehen können. Diese Werteschwankungen entsprechen nicht dem von vielen Investment Grade-Investoren gewünschten „sichereren“ Baustein ihres Portfolios. Die wachsende Staatsverschuldung wird dieses Problem verstärken und zwingt zu einem selektiveren Ansatz bei der Auswahl von Staatsanleihen.

In diesem Zusammenhang findet man immer wieder Aussagen über die wachsende Präferenz von hochwertigen Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen hoch verschuldeter (aber dennoch wichtiger) Länder wie

Frankreich. Faktoren wie Liquidität oder regulatorische Handhabung unterscheiden sich stark zwischen Unternehmens- und Staatsanleihen, was einen direkten Vergleich erschwert. Die vergangenen fünf Jahre zeigen dennoch eine Entwicklung, die gerade in Bezug auf Frankreich und der wachsenden Verschuldung von Staatshaushalten, diskussionswürdig ist.

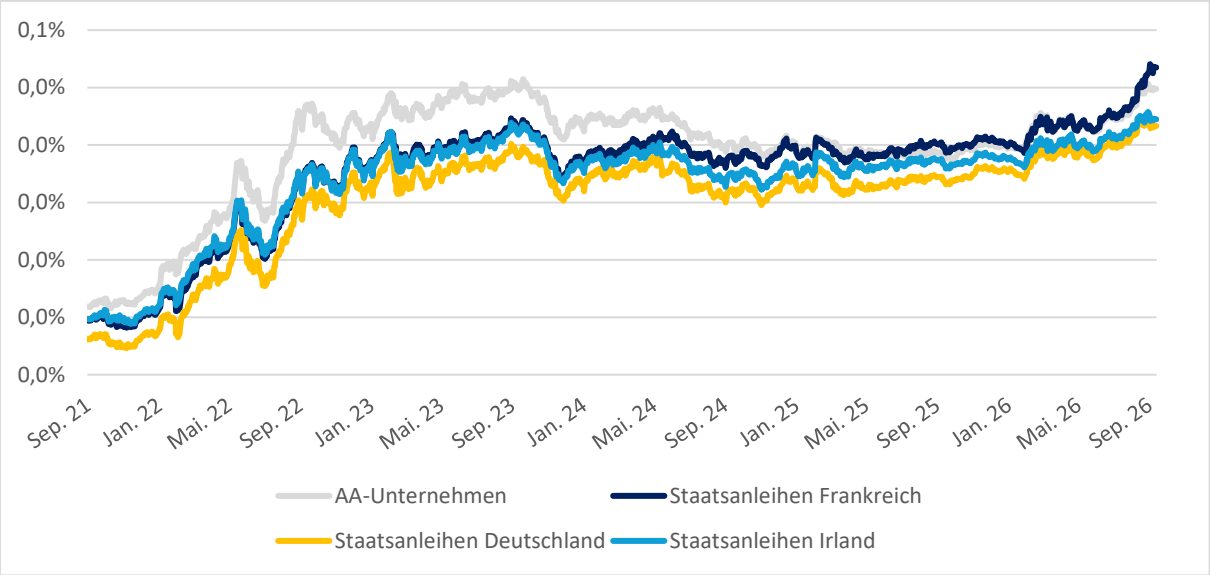
Grafik 1: Kumulative Rendite französischer Staatsanleihen und „AA"-Unternehmensanleihen in Euro



Quelle: Bloomberg, nordIX AG

Die Bewegung der letzten Jahre fällt besonders auf, da sich die kumulative Rendite zwischen französischen Staatsanleihen und hochwertiger Unternehmensanleihen (abgebildet durch einen Bloomberg EUR „AA" Corporate Bond Index) unterschiedlich entwickelt. Ein wichtiger Wendepunkt war das Aufkommen höherer Inflation und des daraus resultierenden Zinserhöhungszyklus der Fed und EZB. Trotz wieder sinkender Zinsen im Jahr 2024, stehen diese letzten Jahre in Kontrast zum vorherigen Jahrzent, in dem Inflation und Leitzinsen auf einem niedrigen Niveau verharrten. Kapitalmarktteilnehmer gewöhnen sich an neuen Rahmenbedingungen wie erhöhte Inflation, geopolitische Konflikte und richten ihr Augenmerk verstärkt auf die strukturellen Treiber der hohen Staatsverschuldung und des steigenden Zinsniveaus. In einem solchen „neuen" Marktumfeld ist die Refinanzierung der Staaten durch das angestiegene Zinsniveaus ein Faktor, der immer Mehr zur Belastung wird. Der Markt will als Konsequenz Disziplin in der Haushaltspolitik der EU-Länder sehen. Die Mehrverzinsung der Unternehmensanleihen im Vergleich zu Frankreich oder auch andere Staatsanleihen hat abgenommen, was ebenfalls für eine Neuordnung der Präferenzen von Investoren sprechen könnte. Im folgenden Schaubbild werden die Einstandsrenditen der letzten Jahre von Frankreich, Deutschland Irland und des „AA"-Unternehmensanliehen-Index abgebildet. Die Einstandsrendite von Frankreich liegt mittlerweile auf dem Niveau hochwertiger Unternehmensanleihen. Diese Einstandsrendite spiegelt die Risikoeinschätzung der Investoren wider und veranschaulicht die erwähnte Neuordnung der Präferenzen.

Grafik 2: Einstandsrenditen verschiedener Indizes (Frankreich, Deutschland, Irland und „AA“-Unternehmen)



Quelle: Bloomberg, nordIX AG

Doch nicht nur Frankreich hat in den letzten Jahren mit erhöhter Staatsverschuldung zu kämpfen. Deutschland, dessen Bundesanleihen als risikoloses Asset gilt, sieht sich ebenfalls mit steigender Verschuldung für Verteidigung und Infrastruktur sowie wachsenden Kosten des Sozialsystems konfrontiert.

Grafik 3: Bund-Swap Spread

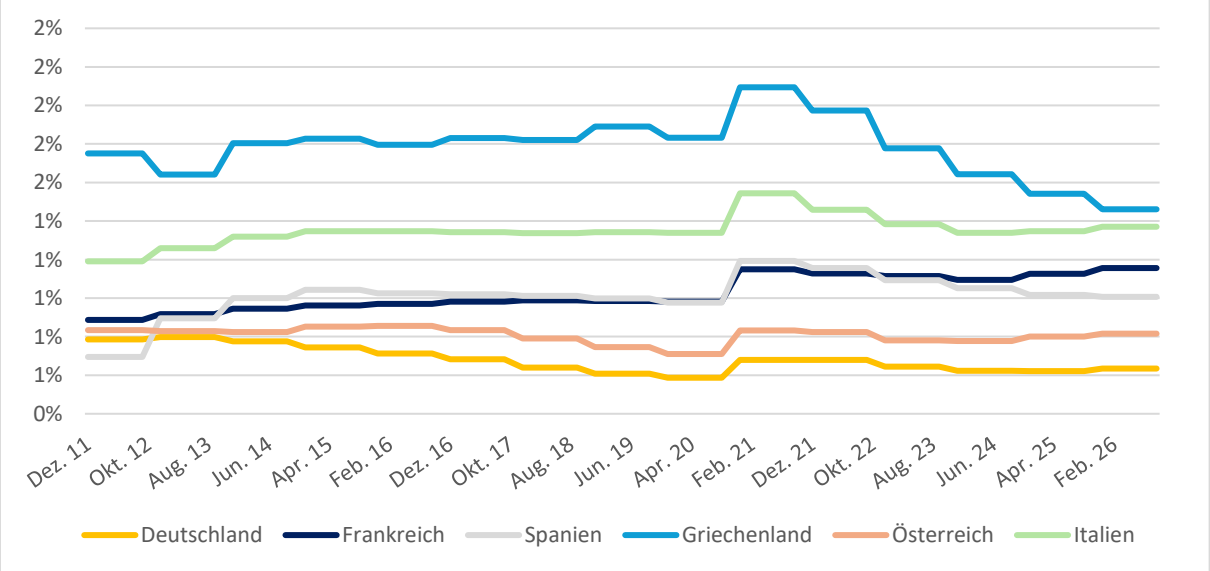


Quelle: Bloomberg, nordIX AG

Der Bund-Swap Spread zeigt die Differenz der Rendite von Swap Rates (Ausprägung einer Bankenverschuldungskurve) zu Bundesanleihen. Eine positive Zahl (Zins-Swaps handeln mit einer höheren Rendite gegenüber Bundesanleihen) kann als Risikoaufschlag gegenüber der Bundeanleihe interpretiert werden. Die Dynamik des Bund-Swap Spreads ist komplex und von mehreren Faktoren abhängig, dennoch hat es auch hier in den letzten Jahren eine Anpassung an die neuen Rahmenbedingungen. 2025 war der Bund-Swap Spread, das erste Mal in den letzten 20 Jahren, zeitweise negativ. Das bestätigt ebenfalls, dass die Investorensicht auf „risikofreie" Staatsanleihe sich geändert hat und das einstige Vertrauen nicht, im gleichen Maße wie früher, vorhanden ist.

Das schwindende Vertrauen ist unter anderem durch die fehlende Haushaltsdisziplin der Staaten begründet. Eine wichtige Kennzahl in Bezug auf die Verschuldung von Staaten ist die Debt-to-GDP-Ratio. Sie drückt das Verhältnis zwischen der Staatsverschuldung zum Bruttoinlandsprodukt aus. Je geringer dieses Verhältnis ist, desto besser für Investoren. Betrachtet man die Entwicklung der Debt-To-GDP-Ratios in der Eurozone im Vergleich zur Entwicklung der Verschuldungsgrade im Unternehmensbereich, dann wird schnell klar, dass „Disziplin" nicht zur Stärke vieler Staaten gehört.

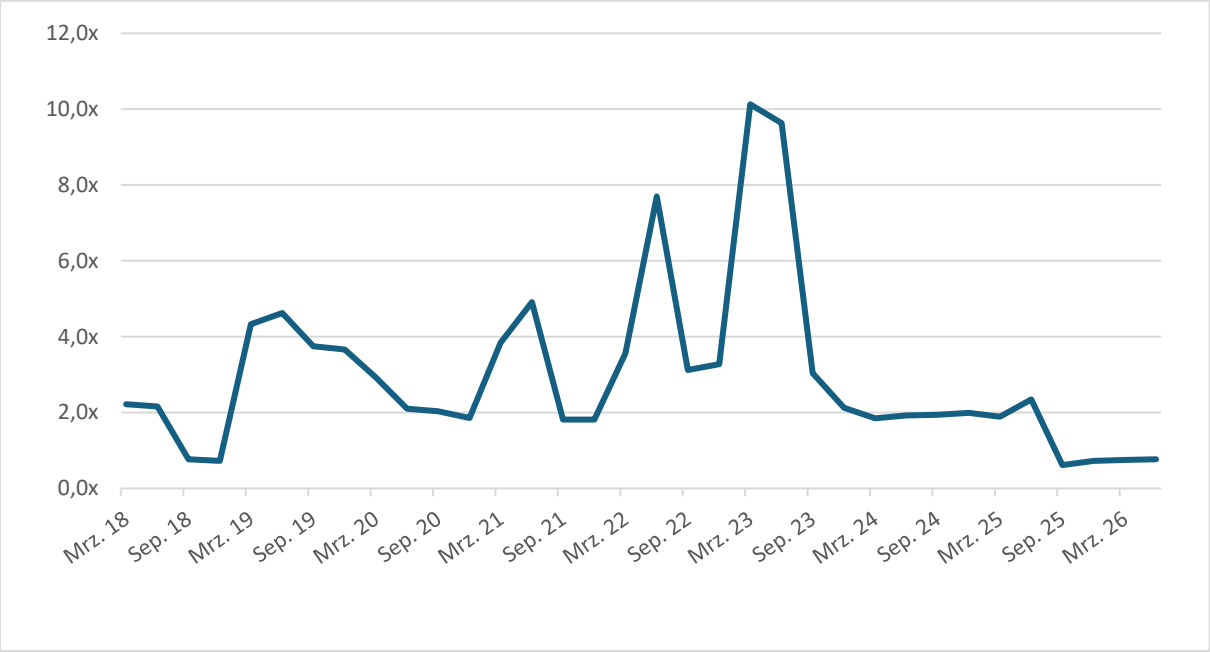
Grafik 4: Debt-to-GDP Ratio



Quelle: Bloomberg, nordIX AG

Frankreichs Verschuldung wächst nicht nur schnell, sondern liegt bereits auf einem relativ hohen Niveau. Deutschland liegt im Vergleich noch weit unter Frankreich, aber Analysten erwarten auch hier eine Ausweitung der Schuldenquote. Während Frankreich sich immer mehr verschuldet, haben Spanien und Griechenland sich an strikte Budgets gehalten, was zu einer guten Performance und Rating-Upgrades führte.

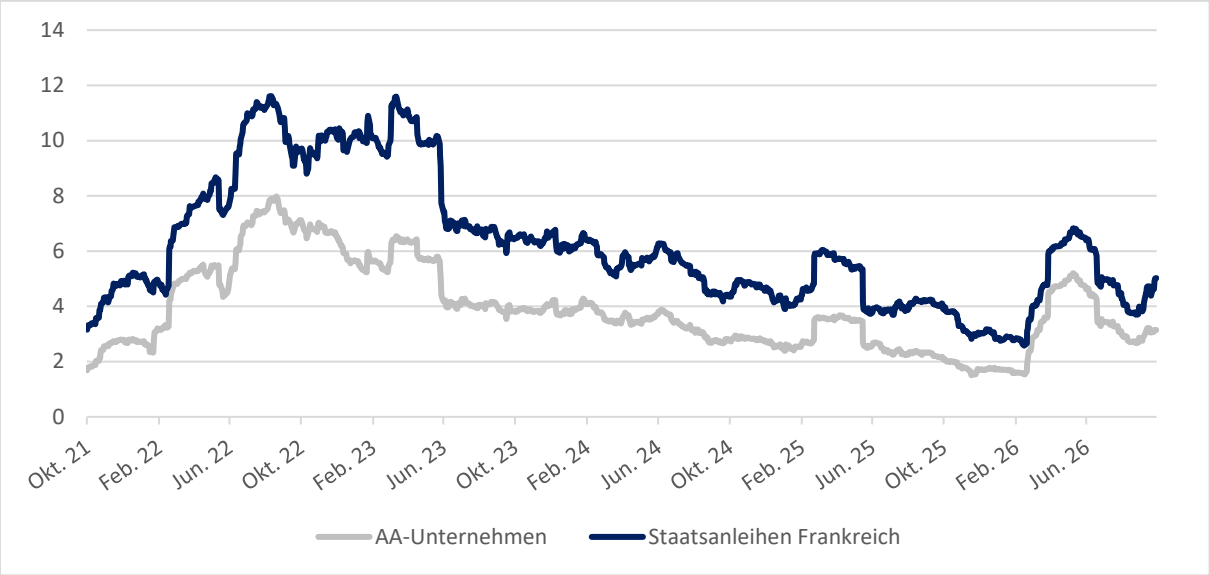
Grafik 5: Durchschnittliche Nettoverschuldung zu EBITDA hochwertiger Emittenten



Quelle: Bloomberg, nordIX AG

Unternehmen haben ihre Nettoverschuldung zur EBITDA-Quote in den letzten Jahren wesentlich verbessert. Dieses Verhältnis drückt aus, wie hoch die Nettoverschuldung im Vergleich zum operativen Ergebnis (vor Steuern und Abschreibungen) ist. Je geringer diese Quote ausfällt, desto besser aus Sicht von Investoren. Staatshaushalte sind aber nicht einfach gleichzusetzten mit den Verschuldungsniveaus der Unternehmen, aber das geänderte Zinsumfeld und die Kapitalmarktteilnehmer zwingen sie zu mehr Disziplin, wodurch die Neuordnung der Investitionspräferenzen begründet sein kann. Investoren müssen neben der Rendite auch die Volatilität der Anlagen berücksichtigen. Ein Index französischer Staatsanleihen weist eine höhere Volatilität (Werteschwankung der Renditen) als ein „AA“-Unternehmensanleihen-Index auf. Die Werteschwankung der hochwertigen Unternehmensanleihen fällt geringer aus, da diese Anleihen von verringerten Kreditrisikoprämien profitierten.

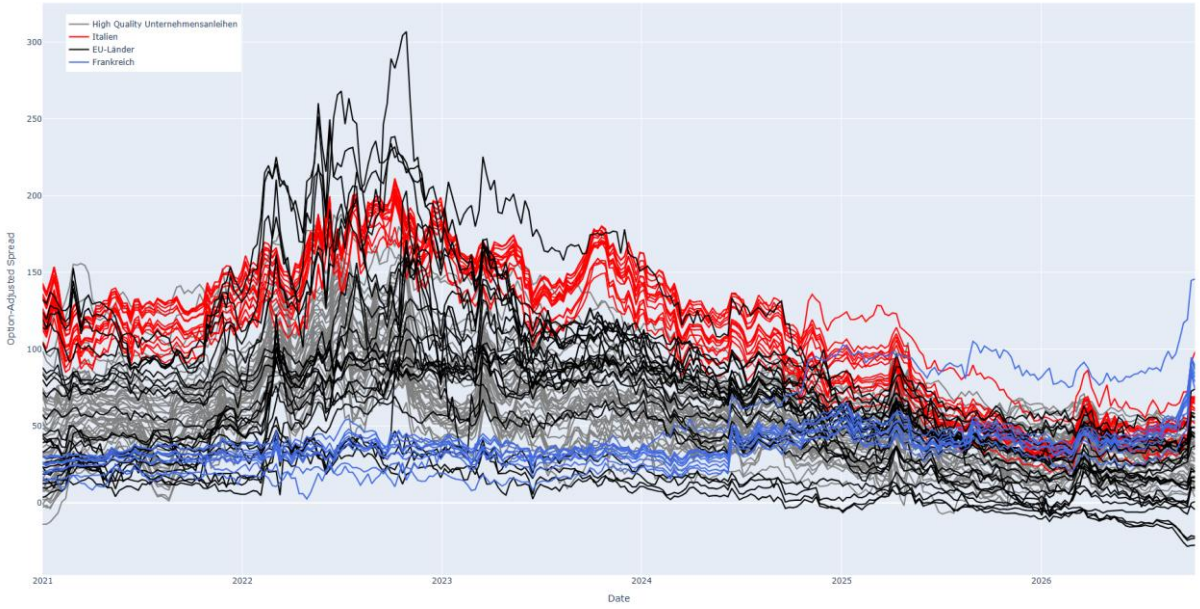
Grafik 6: Historische Volatilität (60 Tage)



Quelle: Bloomberg, nordIX AG

Die bisherige Analyse zeigt, dass es zu einer Verschiebung der Risikowahrnehmung im Bezug auf Frankreich kam. Ist Frankreich nun ein Einzelfall? Bisher ja, es sind allerdings erste Ansteckungseffekte erkennbar, Italien und Spanien haben inzwischen auch spürbar höhere Risikoprämien zu bezahlen. Erinnerungen an die Staatsanleihen-Krise 2011/212 kommen auf. Im Gegenzug erkennt man, dass die Kreditrisikoprämien vieler Unternehmensanleihen im Vergleich zum relevantesten „risikolosen“ Asset (Deutschland), sich verringert haben.

Grafik 7: Options adjustierte Risikoprämien bzw. Spreads Frankreichs, Italiens und aggregiert weiterer Euro-Länder

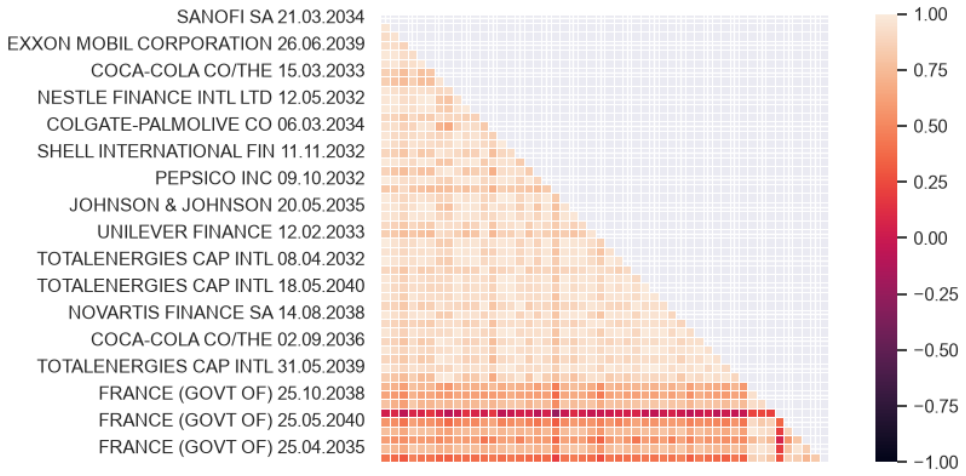


Quelle: Bloomberg, nordIX AG

Die Grafik zeigt den Anstieg der Options-adjustierten Kreditrisikoprämien (Option-Adjusted Spreads; OAS) für französische Staatsanleihen, während die anderen Segmente (weitere EU-Staaten und hochwertige Unternehmensanleihen) sich verringerten. 2021 war die Mehrverzinsung französischer Staatsanleihen gegenüber deutschen Staatsanleihen geringer als die Mehrverzinsung verschiedener Unternehmensanleihen oder Italiens. Diese Entwicklung hat sich mit Implikationen für aktives Portfolio- und Risikomanagement im Jahr 2026 nahezu umgekehrt. Primär-Faktoren dieser Entwicklung sind die wachsende Staatsverschuldung, politische Instabilität (Snap-Election 2024) und Inflationssorgen, die die Refinanzierungskosten ansteigen lassen. Im Gegenzug konnten Länder wie Italien, Griechenland oder Irland von geringeren Kreditrisikoprämien profitieren. Im Jahr 2026 bieten italienische Staatsanleihen Risikoprämien ähnlich den französischen Anleihen, obwohl das französische Rating durchschnittlich drei Notches besser ist. Kreditrisikoprämien haben sich generell verringert, nicht nur bei den hier ausgewählten Anleihen, sondern über viele verschiedene Bonitäten hinweg. Das beweist eindrucksvoll, dass es sich um einen idiosynkratischen, somit nur auf Frankreich zurückzuführende Kausalität handelt. Hier sollte nochmal betont werden, dass sich die geführte Diskussion nicht mit der Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfall von Frankreich befasst, sondern der täglichen Entwicklung solcher vermeintlich „sicheren“ Anleihen und welche Auswirkungen sie auf einen risikoaversen Baustein im Portfolio haben.

Ein weiterer Blickwinkel, der das Thema des idiosynkratischen Risikos Frankreichs ebenfalls gut beschriebt ist die Korrelation der OA-Spreads. Die folgenden Heatmaps zeigen, wie sich die Korrelationsmatrix im Laufe der Jahre verändert hat. Eine Heatmap zeigt die Korrelationen der Anleihen miteinander, wobei hellere Markierungen eine höhere Korrelation ausweisen (siehe Legende der Grafik). Zwischen 2021 und Juni 2022 gab es einzelne französische Anleihen, die eine geringe bzw. negative Korrelation zu den gewählten Unternehmensanleihen aufwiesen.

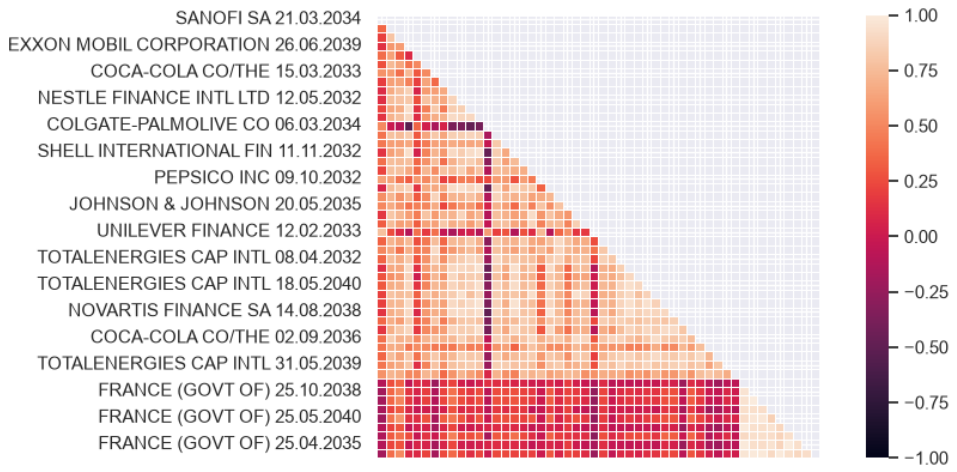
Grafik 8: Korrelationsmatrix OA-Spreads Frankreich zu alternativen Assetklassen 2021-2022



Quelle: Bloomberg, nordIX AG

Die jüngsten Zahlen zeigen (seit November 2024), wie sich diese negative Korrelation auf nahezu alle ausgewählten franz. Staatsanleihen ausweitete:

Grafik 9: Korrelationsmatrix OA-Spreads Frankreich zu alternativen Assetklassen seit 2024



Quelle: Bloomberg, nordIX AG

Vor diesem Hintergrund kann man festhalten, dass beim Thema europäische Staatsanleihen, eine aktive Selektion bzw. Exklusion gewisser Länder sinnvoll sein kann. *(Institutionelle Investoren wie Banken oder Versicherungen sind an Kapitalunterlegungspflichten gebunden, was Frankreich dennoch zu einer attraktiven Beimischung machen kann, da es Mehrverzinsung bietet, aber mit einem Risikogewicht von Null belegt wird.)* Für unregulierte Anleger wie z.B. Family Offices ergeben sich Chancen, Mehrwert für Mandanten zu generieren, da ein Family Office ausreichend Liquidität im Segment Unternehmensanleihen findet. Sie unterliegen deutlich geringeren regulatorische Anforderungen im Vergleich zu Banken und bilden über das Anleihen-Portfolios typischerweise den risikoaversen Teil eines Vermögens ab. Frankreich als Beispiel ist nicht nur besonders, weil es eine der größten europäischen Volkswirtschaften darstellt, sondern auch, weil die Staatsschulden-Debatte bereits seit langem in Frankreich geführt wird. Der hohe Verschuldungsgrad führte im Verlauf zu ansteigenden Anteilen bei vielen Bond Indices (abhängig von der Gewichtungsmethode). Am Beispiel des weitverbreiteten Bloomberg EuroAgg Index zeigt sich, dass der Anteil französischer Staatsanleihen eine wichtige Größe einnimmt. Das durchschnittliche Gewicht der letzten fünf Jahre liegt bei 13,40% und stellt die größte Position im Staatsanleihen-Segment dar. Französische Agencies und staatsnahe Emittenten (SSA) sind von der Performance Frankreichs abhängig und weisen eine ähnliche Entwicklung auf, wodurch Risikoaufschläge im Portfolio nicht nur die Staatsanleihen, sondern auch SSAs betroffen sind. Eine Substitution von Frankreich durch hochwertige Unternehmensanleihen ist bisher jedoch nicht ersichtlich, was unter anderem mit der unterschiedlichen regulatorischen Behandlung für institutionelle Investoren zusammenhängt.

Das Problem der Finanzstabilität von EU-Staaten wird sich nicht einfach auflösen und gegeben der Positionsgrößen, die hochverschuldete Staaten in Benchmark Indices haben, kann ein selektiver Ansatz selbst im liquiden und (noch) „sicheren“ Bereich von europäischen Staatsanleihen, einen Mehrwert generieren.

Annahmen der Analyse:

Die Analyse betrachtet liquide, mittel- bis langfristige und qualitativ hochwertige EUR-Unternehmensanleihen (exkl. Banken und Versicherungen):

- *„liquide“: Volumen größer 500 Mio. Euro*
- *„mittel- bis langfristig“: Laufzeitende zwischen 2032 und 2041; Anleihen waren bereits 2021 handelbar*
- *„qualitativ hochwertig“: Schlechtestes Rating von mindestens „A+“*

Unternehmensanleihen, die diese Kriterien erfüllen sind typischerweise bekannte Unternehmen und erwirtschaften ihre Umsätze weltweit. Diese Laufzeit wurde gewählt, um mit dem Resultat der Analyse speziell Buy & Hold-Investoren zu adressieren. Das Volumen der Anleihen stellt wahrscheinlich eines der größten Unterschiede zwischen Unternehmens- und Staatsanleihen dar, jedoch sind Benchmark-Emissionen ein Ausgangspunkt, um von „liquiden“ Unternehmensanleihen zu sprechen. Die gleichen Kriterien gelten für die Staatsanleihen (Ausnahmen im Bezug auf Rating sind Italien, Griechenland und Bulgarien).

Options-adjustierte Spreads (OAS) stellen die Kreditrisikoprämien (also die Mehrverzinsung) gegenüber einer „risikolosen“ Anlage (typischerweise deutsche Staatsanleihen) dar. Sie zeigen also die Sichtweise des Kapitalmarkts auf die Kreditwürdigkeit des jeweiligen Emittenten. Sie ermöglichen keinen exakten Vergleichsparameter zwischen Anleihen, aber haben Vorteile gegenüber anderen Indikatoren wie Yield-to-Maturity oder I-Spreads. OAS werden im Folgenden als Basis für Kreditrisikoprämine verwendet.