Helaba

Im Fokus: Zinsen
21. Mai 2026

Internationales Renditegefüge in Bewegung

Ein wachsendes Angebot am Rentenmarkt trifft auf verunsicherte Anleiheinvestoren. Geo- und innenpolitische Unsicherheiten belasten. Die Kapitalmarktzinsen sind gestiegen und die Renditeabstände haben sich verändert. 10-jährige Bunds sollten sich gleichwohl im Bereich um 3 % halten, auch weil die EZB zurückhaltend agiert.



Ulf Krauss
EZB und Anleihemärkte
Tel. 069/91 32-47 28

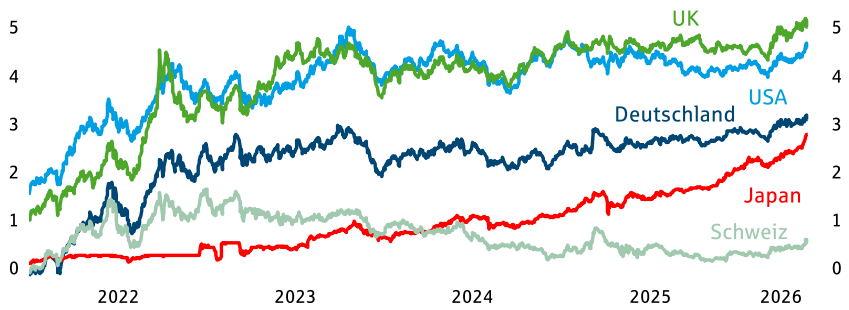
Mit Beginn des **Irankriegs** waren die Kapitalmarktzinsen erheblich unter den Einfluss der schwankenden Ölpreisnotierungen geraten. Der Persische Golf ist der Taktgeber für die Rohölmärkte. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen kletterte in der Spitze bis auf 3,2 % und erreichte damit den höchsten Stand seit 25 Jahren. Ende Februar lag sie noch bei 2,6 %. Kein Wunder, dass die **Nervosität unter Kreditnehmern** inzwischen sehr hoch ist.

Auch unter den Anlegern herrscht große **Unsicherheit**. Die weiterhin ungeklärte Situation im Persischen Golf belastet die Anleihemärkte weltweit. **US-Staatsanleihen** stehen unter besonderem Druck – nicht nur wegen des Wechsels an der Spitze der Fed. Die wichtige 30-jährige US-Benchmarkanleihe liegt mit über 5,1 % auf einem Stand wie zuletzt im Jahr 2007. Die **fiskalpolitische Lage** der USA wird zunehmend angespannter.

Die Investoren sind momentan verstärkt auf der Suche nach **Alternativen**. Der US-Dollar als Weltleitwährung wirkt angeschlagen. Die Aufschläge für US-Anleihen, ablesbar an den CDS-Spreads, signalisieren eine **erhöhte Risikoeinschätzung**. Hinzu kommt, dass sich das **internationale Renditegefüge** zuletzt stark verändert hat. So notierten 10-jährige **japanische Staatsanleihen** inzwischen bei 2,8 %, vor drei Jahren lag deren Rendite noch knapp über null Prozent.

Rentenmärkte: Höhere Zinsen und veränderte Renditeabstände

Rendite 10-jähriger Staatsanleihen, %



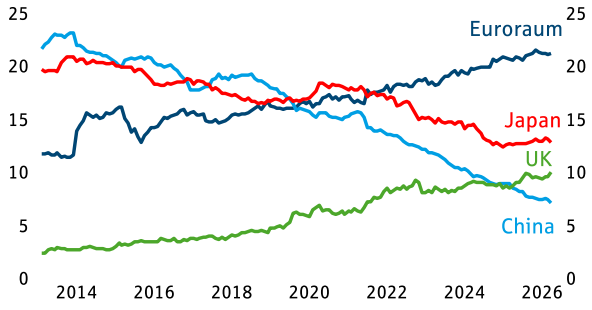
Quellen: LSEG, Helaba Research

Von den US-Treasuries in Ausländerbesitz werden immerhin **13 % von japanischen Investoren** gehalten. Zwar sind in diesen Statistiken auch die Bestände der Zentralbanken erfasst, gleichwohl dürfte die Verschiebung der globalen Zinsniveaus Auswirkungen auf die **Kapitalströme** haben.

Aktuell beträgt der **Anteil europäischer Investoren** an den US-Staatsanleihen in ausländischer Hand **über 30 %**. Knapp ein Drittel davon stammt aus Großbritannien. Auch hier stellt sich die Frage, welche Auswirkungen das inzwischen höhere Renditeniveau **britischer Gilts** hat. Der Renditeabstand zu zehnjährigen US-Treasuries hat sich seit 2018 relativ kontinuierlich von rund -1,5 auf etwa +0,5 Prozentpunkte verschoben.

Natürlich sind die höheren britischen Kapitalmarktzinsen kein Ausweis von Stabilität. Insgesamt muss man feststellen, dass es die **schwierigen politischen Verhältnisse** in großen europäischen Ländern Anlegern nicht einfach machen, auf Europa zu setzen. In London, Paris und Berlin sehen die aktuellen und künftigen Staatsfinanzen aufgrund **mangelnder Stabilität** schlecht aus.
Gleichwohl ist die Lage insgesamt nicht so kritisch wie in den USA. Länder wie die **Schweiz** müssen sich aufgrund der hohen Nachfrage nach Qualitätsanleihen derzeit wenig Sorgen machen. Trotz einer mageren Rendite von etwa 0,5 % werden deren Staatspapiere aufgrund von **Safe-Haven-Überlegungen** derzeit stark nachgefragt.

Europa bedeutender Besitzer von US-Treasuries
Anteil am Auslandbesitz von US-Staatsanleihen, %



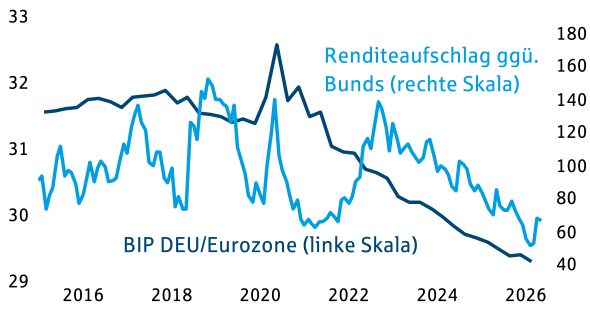
Quellen: LSEG, Helaba Research

Bundesanleihen unter Druck

Von einem solchen Status scheinen sich Bundesanleihen langsam, aber kontinuierlich zu entfernen. Die Entwicklung der **Spreads im Euroraum** zeigt, dass sie ihren Nimbus nicht erst mit der Lockerung der Schuldenbremse eingebüßt haben. Der gemittelte Renditeabstand 10-jähriger Staatsanleihen von Frankreich, Italien und Spanien gegenüber Bunds befindet sich seit vier Jahren im **Abwärtstrend**. Mit weniger als einem halben Prozentpunkt erreichte der Spread im Februar den tiefsten Stand seit 2010.

Auffallend sind dabei zwei Dinge: Erstens erfolgte die Annäherung **ohne große Schwankungen**, was angesichts des bisherigen Spread-Verlaufs ungewöhnlich ist. Zweitens fiel die Spread-Entwicklung ziemlich genau mit der **ökonomischen Schwäche Deutschlands** zusammen. Der Anteil Deutschlands am Wirtschaftswachstum der Eurozone nimmt seit Jahren kontinuierlich ab. Die anderen großen Euro-Volkswirtschaften weisen ein wesentlich dynamischeres Wachstum auf und konnten zumindest teilweise mit ungewohnter politischer Stabilität überzeugen.

Ohne Wachstum schrumpft Vorsprung von Bunds
Quotient, % von 100 | Spread 10j. Staatsanleihen*, BP



* Frankreich, Italien, Spanien, gemittelt
Quellen: LSEG, Helaba Research

Der **Erwartungsdruck** auf die Regierung in Deutschland ist hoch. Wenn es ihr nicht gelingt, die angekündigten **Reformen** zu beschließen und umzusetzen, werden sich die Finanzierungsbedingungen an den Kapitalmärkten weiter verschlechtern. Dabei ist ein **höheres Wirtschaftswachstum**, das nicht nur von staatlichen Ausgaben getrieben ist, nur die eine Seite der Medaille. Vor allem müssen Strukturreformen die steigenden **Sozialausgaben** begrenzen. In Verbindung mit der kritischen **Demografie** wächst das Risiko, dass die Staatsfinanzen ohne wirksame Reformen langfristig außer Kontrolle geraten.

Wie verhält sich die EZB?

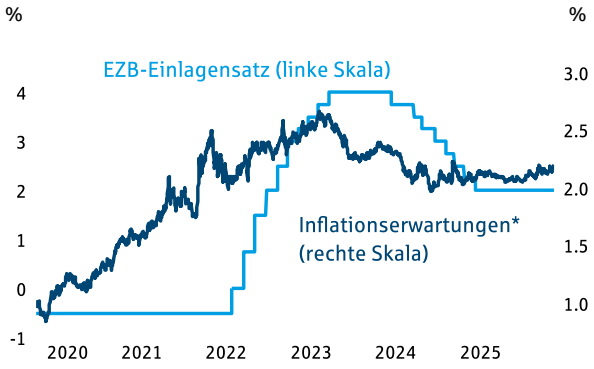
Die **Europäische Zentralbank** in Frankfurt verfolgt diese Entwicklungen vermutlich mit Besorgnis. Sie weiß genau, dass in diesem **Risikoszenario** der Druck seitens der Politik spürbar zunehmen würde – Stichwort **„fiskalische Dominanz“**. Anstatt die Inflation im Zaum zu halten, wäre sie mehr oder weniger gezwungen, das genaue Gegenteil zu tun, um das System mit **niedrigen Zinsen** vor dem Kollaps zu bewahren.

Diese Überlegungen bedeuten jedoch nicht, dass der EZB-Rat im aktuellen Umfeld vor einer **Zinsanhebung** zurückschreckt. Aufgrund der anhaltend angespannten Lage im Nahen Osten und an den Rohölmärkten ist die

Wahrscheinlichkeit einer **Anhebung des Einlagensatzes von 2,0 % auf 2,25 % am 11. Juni** deutlich gestiegen. An den Terminmärkten haben sich die Anleger bereits positioniert. Der Dreimonatssatz auf Sicht von einem Jahr liegt seit Kriegsbeginn in einem Band von 2,5 % bis 3,0 % – zuletzt wieder am oberen Rand. Vermutlich schwingt dabei auch die Erfahrung aus dem Jahr **2022** mit, als die EZB den Satz bis auf 4,0 % erhöht hat.

Diesmal ist die **Ausgangslage allerdings eine andere**: Die EZB muss keine lockere Geldpolitik aus den Vorjahren korrigieren. Damals verharrte der Einlagensatz acht Jahre lang, also seit 2014, im negativen Bereich. Die Rendite 10-jähriger Bunds lag in diesem Zeitraum im Durchschnitt bei 0,16 %. Seit Anfang 2025 notiert sie rund **zweieinhalb Prozentpunkte höher** als damals. Die Finanzierungsbedingungen sind somit bereits deutlich straffer. Das bargeldnahe Geldmengenwachstum M1 lag von 2014 bis 2022 bei jährlich 9,4 %, seit Anfang 2025 mit durchschnittlich 4,6 % nur noch etwa halb so hoch.

Bislang relativ stabile Inflationserwartungen



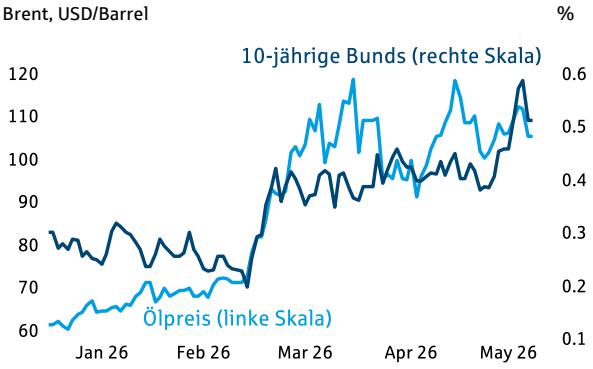
*5Y5Y Inflation Forwards, Euroraum
Quellen: LSEG, Helaba Research

Wie stark die EZB den Leitzins letztlich anhebt, hängt vor allem von der weiteren Entwicklung **der Energiepreise** ab. In unserem **Basisszenario** gehen wir von einem Ende des Irankriegs und einer **Entspannung** an den Rohölmärkten bis zur Jahresmitte aus. Dies würde auch **die Preisüberwälzungsambitionen** der Unternehmen dämpfen. Für viele Produzenten ist es ohnehin nicht einfach, die erhöhten Inputkosten vollständig an die Verbraucher weiterzugeben. Anders als nach der Pandemie sind kaum **finanzielle Polster** vorhanden.

Die Wirtschaftsstrukturen der Eurozone sind insgesamt fragil. **Deutschland**, die größte Volkswirtschaft, kämpft aktuell um seine **industrielle Basis**. Umfangreiche Investitionen sind darüber hinaus notwendig, um im **KI-Zeitalter** mitzuhalten. In einer solchen Situation die **Finanzierungskosten** durch geldpolitische Straffungen zusätzlich zu erhöhen, könnte für viele Unternehmen und ihre Arbeitnehmer existenzielle Folgen haben.

Würde die EZB das **Negativszenario** verstärken, könnte sie schneller dem Risiko der fiskalischen Dominanz gegenüberstehen als ihr lieb ist. Im Umkehrschluss sollte die EZB daher besser **umsichtig agieren**. Rückendeckung kommt von den **Inflationserwartungen** der Anleger. An den Terminmärkten (5Y5Y Inflation Forwards) liegen die implizite Inflationserwartungen im Euroraum mit 2,2 % nur knapp über dem Durchschnittsniveau der letzten zwei Jahre.

Ölpreis als kurzfristiger Richtungsgeber



Quellen:LSEG, Helaba Research

Wenn sich die **Inflation** beruhigt hat und aufgrund von Basiseffekten im nächsten Jahr zumindest wieder in Richtung 2 %-Marke tendiert, könnte die EZB sogar das alte Zinsniveau wieder ansteuern. In unruhigen Zeiten und angesichts großer struktureller Herausforderungen ist das möglicherweise das Beste, was eine Notenbank tun kann. Ein **stabiler neutraler Zinssatz** von 2 % wäre angesichts der schwierigen konjunkturellen Lage langfristig wahrscheinlich die **beste Lösung.**

Am **Rentenmarkt** ist die Anhebung des Einlagensatzes bereits **eingepreist**. Nur wenn es zu einer Eskalation am Golf kommt und die Erdölnotierungen neue Höchststände erreichen, sodass die Zinserhöhungserwartungen weiter nach oben tendieren, ist mit einem weiteren Renditeanstieg zu rechnen. Am wahrscheinlichsten ist es jedoch, dass sich das Renditeniveau **10-jähriger Bundesanleihen** im Bereich um die **3 %-Marke** halten kann.



Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:

https://news.helaba.de/research/

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research

Redaktion:
Dr. Stefan Mitropoulos

Verantwortlich:
Dr. Gertrud Rosa Traud
Chefvolkswirtin /
Head of Research

Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Tel. 069/91 32-20 24
Internet: **http://www.helaba.de**

Disclaimer

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.