

# Absolutreport

Neue Perspektiven für  
institutionelle Investoren



Beitrag in Ausgabe 05|2026

**DR. VIKTORIA-SOPHIE WENDT** | Warburg Invest

## Schuldenzyklus 2036

Von der fiskalischen Belastungsprobe zu neuen Realitäten  
für Renten und Renditen



© Pattra\_jayasvasti\_iStock

# Schuldenzyklus 2036

## Von der fiskalischen Belastungsprobe zu neuen Realitäten für Renten und Renditen

Historisch hohe Staatsverschuldung, alternde Bevölkerungen und der Rückzug der Zentralbanken verändern die Grundlogik der Rentenmärkte. Dr. Viktoria-Sophie Wendt, Warburg Invest, beschreibt anhand verschiedener Szenarien wie sich die Rentenmärkte im nächsten Jahrzehnt entwickeln könnten und gibt damit Denkanstöße für die Asset-Allokation.



## DR. VIKTORIA-SOPHIE WENDT

Leiterin Rentenmanagement  
Warburg Invest  
Hamburg

## Einleitung

Die Industrieländer stehen an einem Wendepunkt ihrer Fiskalpolitik. Nach Jahrzehnten, in denen expansive Haushaltspolitik durch strukturell fallende Zinsen begleitet und damit tragfähig gehalten wurde, hat sich diese Konstellation grundlegend verändert. Die Staatsverschuldung der G7-Staaten bewegt sich auf oder nahe historischen Höchstständen, während die Ära der ultraniedrigen Zinsen mit dem geldpolitischen Straffungszyklus der Jahre 2022 bis 2024 ihr Ende gefunden hat.

## Fiskalische Belastungsprobe historischen Ausmaßes

Der Blick auf die Verschuldungsquoten der vergangenen sieben Jahrzehnte (**ABBILDUNG 1**) macht das Ausmaß der Verschuldung deutlich: Japan weist mit rund 237 % des BIP die höchste Schuldenquote unter den großen Industrienationen auf, gefolgt von Italien mit etwa 135 % und den USA mit rund 121 %. Deutschland liegt mit knapp 64 % des BIP zwar am unteren Ende dieser Vergleichsgruppe, doch auch hierzulande hat sich die Schuldenquote seit der Finanzkrise strukturell erhöht.

Bemerkenswert ist zudem, dass sich die Konvergenz zwischen den Volkswirtschaften in den vergangenen Jahren beschleunigt hat: Staaten mit historisch soliden Haushalten wie

Kanada und das Vereinigte Königreich haben sich in der Pandemie- und Post-Pandemie-Phase den höher verschuldeten Volkswirtschaften deutlich angenähert.

Parallel dazu hat sich das Zinsregime gewandelt: Die Leitzinsen der EZB, der Fed, der Bank of England und selbst der Bank of Japan – über Jahrzehnte der Ankerpunkt einer Politik des billigen Geldes – wurden im Zuge der Inflationsbekämpfung 2022/23 auf das höchste Niveau seit der globalen Finanzkrise angehoben und von einer Rückkehr zur Nullzinswelt der 2010er-Jahre ist nicht auszugehen. Für Staatshaushalte, die ihre Schuldenlast über weite Strecken mit Zinssätzen nahe null refinanzieren konnten, bedeutet dies eine strukturell höhere Zinslast und damit einen spürbaren Anstieg des Bruttofinanzierungsbedarfs.

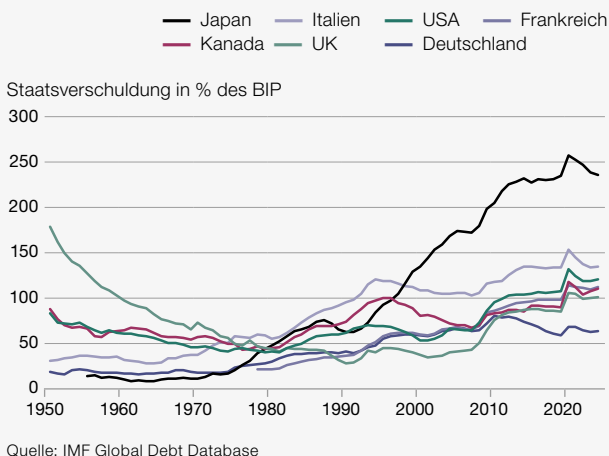
Historisch betrachtet ist die aktuelle Konstellation keineswegs beispiellos: Auch nach dem Zweiten Weltkrieg standen die Industriestaaten vor Schuldenquoten, die teils deutlich über dem heutigen Niveau lagen. Der entscheidende Unterschied liegt jedoch im Entschuldungspfad, der damals beschritten wurde: eine Kombination aus hohem, breit getragenen Nachkriegswachstum, finanzieller Repression über regulatorisch fixierte Realrenditen und einer demografisch günstigen Ausgangslage mit wachsender Erwerbsbevölkerung.

Keiner dieser drei Faktoren steht der heutigen Generation von Industriestaaten in vergleichbarem Ausmaß zur Verfügung – ein Umstand, der die Frage nach dem tragfähigen Entschuldungspfad umso dringlicher macht.

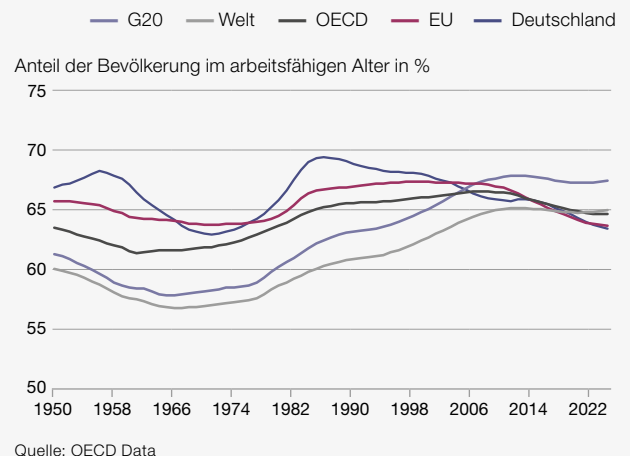
## Demografie: struktureller Verstärker des fiskalischen Drucks

Zur zyklischen Zinswende gesellt sich ein struktureller Faktor, der die fiskalische Belastungsprobe über Jahrzehnte verschärfen wird: die demografische Entwicklung. Der Anteil der Bevölkerung im arbeitsfähigen Alter hat in Deutschland, aber auch in der EU, der OECD und global betrachtet, seinen Höhepunkt bereits überschritten oder nähert sich ihm (**ABBILDUNG 2**).

### 1 Staatsverschuldung großer Volkswirtschaften



### 2 Bevölkerung im arbeitsfähigen Alter 15–64 Jahre

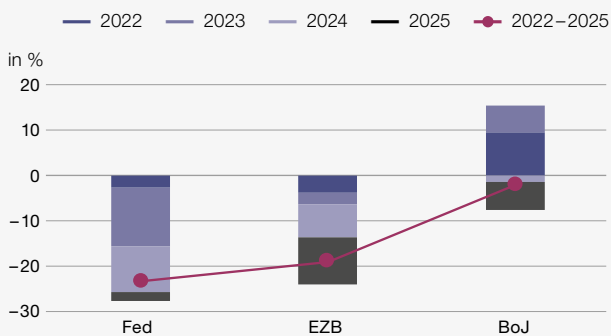


Während Deutschland Anfang der 2010er-Jahre noch knapp 66 % seiner Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter zählte, ist dieser Anteil seither rückläufig – mit direkten Folgen für Wachstumspotenzial, Sozialversicherungssysteme und damit für die strukturelle Tragfähigkeit des Staatshaushalts.

Die Konsequenzen zeigen sich bereits in den mittelfristigen Finanzierungsprojektionen. Für Deutschland weist die Europäische Kommission in ihrem Debt Sustainability Monitor 2025 einen Anstieg des Bruttofinanzierungsbedarfs von rund 13 % des BIP im Jahr 2024 auf über 22,5 % des BIP im Jahr 2036 aus – vor allem getrieben durch fällig werdende lang- und kurzfristige Schulden sowie steigende Zinsausgaben, deren Anteil sich im Projektionszeitraum mehr als verdoppelt. Bemerkenswert ist, dass dieser Anstieg bereits unter der Annahme eintritt, dass Deutschland – historisch eine der fiskalisch solidesten Volkswirtschaften der Eurozone – seine Konsolidierungsanstrengungen fortsetzt.

Gleichzeitig ziehen sich die Zentralbanken aus ihrer Rolle als Großabnehmer von Staatsanleihen zurück (ABBILDUNG 3). Die Bilanzsummen von Fed, EZB und Bank of Japan sind seit 2022 im Zuge der quantitativen Straffung rückläufig. Die Fed hat ihre Bestände an Staatsanleihen zwischen 2022 und 2025 um kumuliert rund 23 % reduziert, die EZB um knapp 19 %. Für die Staatshaushalte bedeutet dies, dass ein zuvor preisunelastischer Käufer aus dem Markt verschwindet und private, zunehmend preissensitive Investoren einen wachsenden Anteil der Neuemissionen absorbieren müssen. Die Sicherung der fiskalischen Nachhaltigkeit wird damit zunehmend abhängig von strukturellen Reformen und weniger von der impliziten Unterstützung durch die Geldpolitik.

**3 Veränderung der Zentralbankbestände an Staatsanleihen p. a.**



Quelle: Federal Reserve, EZB, Bank of Japan

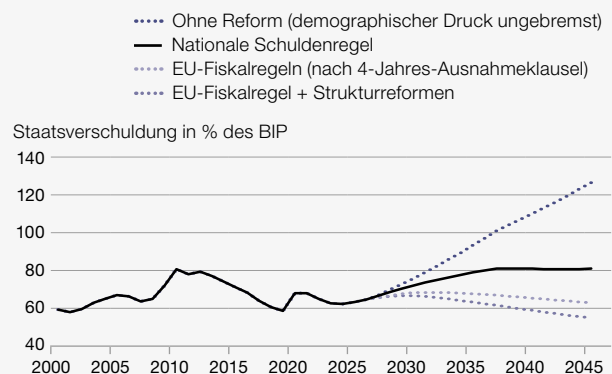
## Szenarien bis 2036

Vor diesem Hintergrund lassen sich für die kommende Dekade drei grundsätzlich unterschiedliche Entwicklungspfade skizzieren, die sich in ihren Implikationen für Rentenmärkte und Portfoliostrategien fundamental unterscheiden.

**Szenario 1: Konsolidierung.** In diesem Szenario gelingt es den Industriestaaten, durch strukturelle Haushaltsdisziplin, moderate Ausgabenkürzungen und ein produktivitätsgetriebenes Wachstum – nicht zuletzt getragen durch den KI-Einsatz –

ihre Schuldenquoten mittelfristig zu stabilisieren oder sogar zu senken. Für Deutschland würde dies laut den Projektionen der EU-Kommission bedeuten, dass die Schuldenquote bei konsequenter Einhaltung der EU-Fiskalregeln und begleitenden Strukturreformen von heute rund 65 % bis 2045 auf etwa 55 % des BIP sinken könnte – ein Pfad, der deutlich unterhalb der Trendlinie ohne Reformen liegt, die auf über 128 % des BIP zu steuern würde (ABBILDUNG 4).

**4 Maßnahmenabhängige Szenarien zur Staatsverschuldung Deutschlands**



Quelle: Europäische Kommission (Debt Sustainability Monitor 2025), Projektionen ab 2025

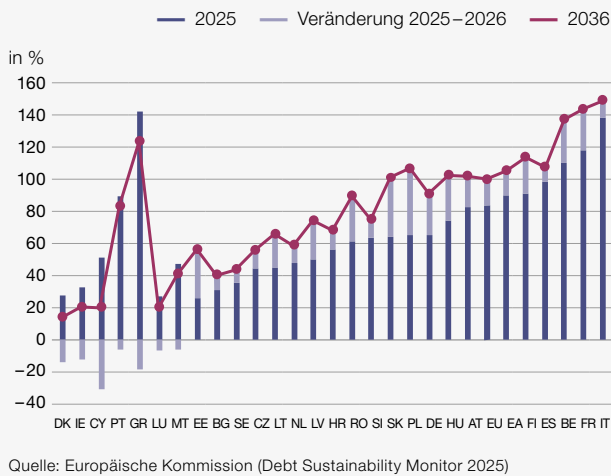
**Szenario 2: Fiskalische Dominanz.** In diesem Szenario gewinnt die Fiskalpolitik faktisch die Oberhand über die Geldpolitik: Eine strukturell hohe Inflation wird – ob bewusst in Kauf genommen oder als Kollateralschaden toleriert – zum Instrument der finanziellen Repression, mit dem der Realwert der Schuldenlast graduell entwertet wird. Für Anleiheinvestoren bedeutet dies dauerhaft negative Realrenditen, da die Verzinsung nominaler Anleihen strukturell hinter der Inflationsrate zurückbleibt.

**Szenario 3: Schuldenkrise.** Das dritte, disruptivere Szenario beschreibt einen Vertrauensverlust in Anleihemärkte, der zu einem sprunghaften Zinsanstieg auf Staatsanleihen einzelner, fiskalisch angeschlagener Staaten führt – mit dem Risiko von Ansteckungseffekten und, in Schwellenländern, sogar Währungsreformen. Angesichts des begrenzten fiskalpolitischen Spielraums vieler Staaten erscheint es auch nicht ausgeschlossen, dass sich – erstmals seit vielen Jahren – ein echter Kreditausfallzyklus entfaltet, der Rentenmärkte zu ihren Grundfunktionen zurückführt: einer Differenzierung nach Bonität, Sektor und Kapitalstruktur.

Welches dieser Szenarien sich durchsetzt, dürfte sich regional unterschiedlich entscheiden. Die Projektionen der Europäischen Kommission für die Staatsverschuldung der EU-Mitgliedstaaten im Jahr 2036 zeigen bereits heute eine erhebliche Spreizung (ABBILDUNG 5): Während für Länder wie Dänemark, Irland oder Zypern auch 2036 Schuldenquoten deutlich unter 25 % des BIP projiziert werden, dürften Italien, Frankreich und Belgien Quoten von 137 bis rund 149 % des BIP erreichen – Frankreich, mit einer projizierten Zunahme von heute rund

## 5 Staatsverschuldung der EU-Mitgliedstaaten

Baseline-Projektion 2025 vs. 2036



118 auf über 144 % des BIP, der ausgeprägteste Fall unter den großen Volkswirtschaften. Für Deutschland weist die Baseline-Projektion einen Anstieg von rund 65 auf 91 % des BIP aus. Diese Zahlen sind ausdrücklich als Basisszenario zu verstehen, das die Fortführung aktueller Politiken unterstellt – sie beschreiben also nicht zwangsläufig das wahrscheinlichste Ergebnis, sondern den Rahmen, innerhalb dessen sich die tatsächliche Entwicklung bewegen dürfte.

## Neue Realitäten für Renten und Renditen

Unabhängig davon, welches der drei Szenarien sich im Einzelnen durchsetzt, zeichnen sich bereits heute strukturelle Verschiebungen ab, die die Funktionsweise der Rentenmärkte auf absehbare Zeit verändern dürften.

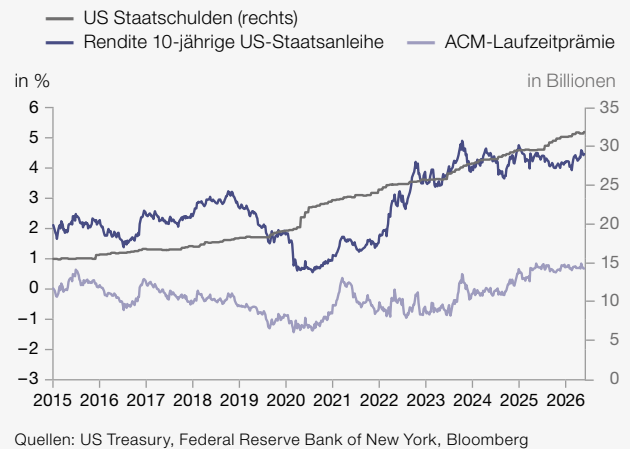
### Rückkehr der Laufzeitprämie

Die Laufzeitprämie – jener Teil der Anleiherendite, der Investoren für das Risiko entschädigt, Kapital über einen längeren Zeitraum zu binden – war in den 2010er-Jahren phasenweise negativ: Anleger akzeptierten faktisch eine Prämie dafür, sich langfristig zu binden, getrieben durch die Erwartung dauerhaft niedriger Zinsen und die Nachfrage der Zentralbanken im Rahmen ihrer Anleihekaufprogramme.

Das nach dem Modell von Adrian, Crump und Moench (ACM) der Federal Reserve Bank of New York geschätzte Laufzeitprämien-Signal für zehnjährige US-Staatsanleihen zeigt seit 2021 einen klaren Trendwechsel (**ABBILDUNG 6**): Von Werten um minus 1 Prozentpunkt im Jahr 2020 ist die Prämie zuletzt wieder in den positiven Bereich von rund 0,5 bis 0,7 Prozentpunkten gestiegen – parallel zu einem Anstieg der (öffentlich gehaltenen) US-Staatsverschuldung von rund 17 Billionen US-Dollar in 2020 auf über 31 Billionen US-Dollar in 2026.

Diese Entwicklung fällt zeitlich mit der veränderten Gläubigerstruktur zusammen: Mit dem Rückzug der Zentralbanken als bilanzunabhängige Käufer gewinnen preissensitive private

## 6 US-Laufzeitprämie (ACM-Modell), 10-jährige US-Treasury-Rendite und US-Staatsverschuldung 2015–2026



und ausländische Investoren an Bedeutung, deren Nachfrage stärker auf fiskalische Fundamentaldaten reagiert.

Für institutionelle Investoren bedeutet dies, dass langlaufende Anleihen gegenüber ihren historischen Bewertungen dauerhaft höhere Renditen bieten dürften und dass die Sensitivität langfristiger Zinsen gegenüber Leitzinsänderungen tendenziell abnimmt, während die fiskalische Nachrichtenlage an Gewicht gewinnt.

### Fragmentierung des Euro-Rentenmarkts

Am europäischen Rentenmarkt zeichnet sich eine strukturelle Fragmentierung ab, die das etablierte Kern-Peripherie-Modell zunehmend infrage stellt. Die divergierenden Schuldenpfade der Mitgliedstaaten – von Dänemark und Estland am einen Ende bis Italien und Frankreich am anderen – lassen sich nicht mehr allein entlang der traditionellen Nord-Süd-Linie abbilden; Frankreich, historisch dem fiskalischen Kern zugeordnet, weist inzwischen eine der ungünstigsten Verschuldungsdynamiken der gesamten Eurozone auf.

Zwar verfügt die EZB mit dem Transmissionsschutzinstrument (Transmission Protection Instrument, TPI) grundsätzlich über ein Instrument, um übermäßige und ungerechtfertigte Spread-Ausweitungen einzelner Mitgliedstaaten zu adressieren; dessen Aktivierung ist jedoch an Konditionalitätskriterien geknüpft, deren Erfüllung politisch unsicher bleibt. Hinzu kommt, dass geopolitische Spannungen die Nachfrage nach Staatsanleihen politisch nicht-verbundener Länder beeinträchtigen können – ein Risikofaktor, der in der Bewertung von Länderspreads bislang eine untergeordnete Rolle gespielt hat, aber an Relevanz gewinnen dürfte.

### Ende der Spread-Kompression und Rückkehr des Kreditzyklus

Auch am Kreditmarkt deutet sich ein Regimewechsel an. Die über weite Strecken des vergangenen Jahrzehnts beobachtete Kompression von Kredit-Spreads, getragen durch die Suche nach Rendite im Niedrigzinsumfeld, dürfte sich angesichts des begrenzten fiskalpolitischen Spielraums und einer

strukturell höheren Zinslast für Unternehmen nicht beliebig fortsetzen.

Die OECD verweist in ihrem Global Debt Report 2026 auf einen wachsenden Refinanzierungsbedarf, gemessen an den Kosten der ausstehenden Verbindlichkeiten, der die Differenzierung nach Bonität, Sektor und Kapitalstruktur wieder in den Vordergrund rücken dürfte. Für aktive Kreditportfolios bedeutet dies eine Rückkehr echter Selektionsprämien – nach Jahren, in denen die Spread-Kompression aktives Kreditresearch tendenziell entwertet hatte.

#### KI am Rentenmarkt: Chance und Risikoverschiebung

Ein noch vergleichsweise junges, aber rasch wachsendes Thema ist der Einfluss des KI-Investitionsbooms auf die Kreditmärkte. Der Anteil sogenannter Hyperscaler an den globalen Bruttoemissionen non-finanzieller Unternehmensanleihen ist in den vergangenen Jahren spürbar gestiegen. Die Risiken des KI-Booms liegen damit verstärkt nicht primär am Aktienmarkt, sondern am Rentenmarkt: Steigende Verschuldungshebel (Leverage), längere Laufzeiten und eine wachsende Refinanzierungsabhängigkeit der Hyperscaler prägen zunehmend das Bild.

Gleichzeitig erhöht der KI-Investitionszyklus strukturell die Nachfrage nach Fremdkapital und verschiebt die Risikoanalyse von reinem Gewinnwachstum hin zur Bilanzqualität. Die zunehmende Konzentration weniger großer Emittenten in Anleihen- wie Aktienmärkten birgt zudem das Risiko, dass sich die traditionell diversifizierende Aktien-Anleihen-Korrelation dauerhaft in eine positive Korrelation verschiebt – mit entsprechenden Konsequenzen für die Diversifikationswirkung klassischer Mischportfolios.

### Implikationen für die Portfoliostrategie

Aus diesen strukturellen Verschiebungen lassen sich die folgenden zentrale Handlungsfelder für das institutionelle Portfoliomanagement ableiten.

Die aktive Durationssteuerung dürfte an Bedeutung zurückgewinnen. In einem Umfeld mit wieder positiver und volatilerer Laufzeitprämie werden Zinskurvenstrategien – etwa Steepener, Flattener oder Butterfly-Positionierungen – vom taktischen Instrument zum Standardwerkzeug institutioneller Portfolios, da die Zinsstrukturkurve stärker auf fiskalische und angebotsseitige Faktoren reagiert als auf die reine Leitzinserwartung.

Darüber hinaus gewinnt die geografische Diversifikation über globale Anleihemärkte hinweg, einschließlich einer bewussten Steuerung der Währungsabsicherungskosten, an Bedeutung. Angesichts der zunehmenden Fragmentierung innerhalb der Eurozone reicht eine pauschale Kern-Peripherie-Klassifizierung nicht mehr aus; erforderlich ist eine granularere Analyse fiskalischer Fundamentaldaten auf Länderebene.

Ferner dürften reale Vermögenswerte, die Schutz vor adversen Inflations- und Zinsentwicklungen bieten – etwa inflationsindexierte oder variabel verzinsliche Anleihen –, für institutionelle Portfolios an Attraktivität gewinnen.

Dies gilt insbesondere für Szenarien, in denen sich Elemente finanzieller Repression durchsetzen und nominale Anleiherenditen strukturell hinter der Inflation zurückbleiben.

Nicht zuletzt sollte die Portfoliokonstruktion die veränderte Diversifikationswirkung von Anleihen selbst kritisch hinterfragen. Über weite Strecken der vergangenen zwei Jahrzehnte fungierten Anleihen hoher Bonität als verlässlicher Stabilisator in Mischportfolios, da ihre Rendite in Stressphasen tendenziell negativ mit Aktienrenditen korrelierte. Sollte sich, etwa im Zuge einer zunehmenden Konzentration weniger großer Emittenten in Anleihen- wie Aktienmärkten oder im Zuge einer strukturell höheren Inflationsvolatilität, die Aktien-Anleihen-Korrelation dauerhaft in den positiven Bereich verschieben, würde dies die Grundlogik klassischer 60/40-Allokationen infrage stellen und eine stärkere Gewichtung alternativer Diversifikatoren erforderlich machen, etwa Rohstoffe, Absolute-Return-Strategien oder aktiv gesteuerte Durationspositionen, die gezielt von steigenden statt fallenden Zinsen profitieren können.

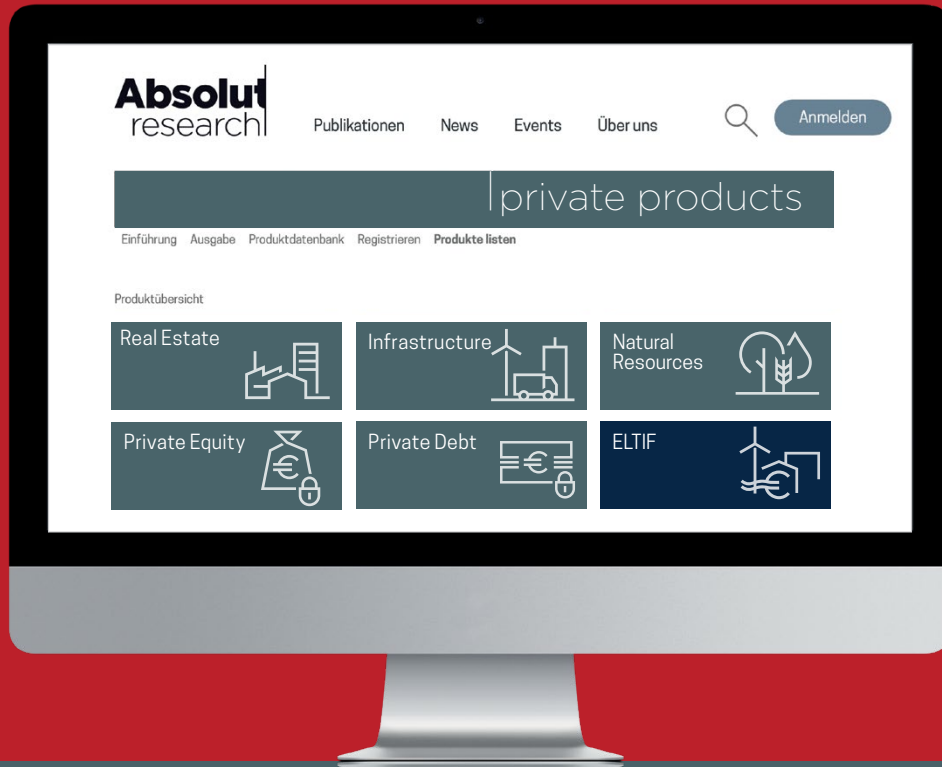
### Fazit

Der Schuldenzyklus, der sich bis 2036 abzeichnet, markiert keinen zyklischen Ausschlag, sondern eine strukturelle Zäsur. Historisch hohe Staatsverschuldung, eine alternde Bevölkerung, der Rückzug der Zentralbanken als preisunelastische Käufer und ein sich verändernder geopolitischer Rahmen wirken zusammen und verändern die Grundparameter, unter denen Rentenmärkte funktionieren.

Ob sich am Ende eher das Konsolidierungs-, das Dominanz- oder das Krisenszenario durchsetzt, dürfte sich von Land zu Land unterschiedlich entscheiden – mit entsprechend heterogenen Konsequenzen für Spreads, Laufzeitprämien und Kreditrisiken. Für institutionelle Investoren bedeutet dies vor allem eines: Die Rückkehr zu einem aktiveren, differenzierteren Rentenmanagement, das die neuen fiskalischen Realitäten explizit in Durations-, Kredit- und Länderallokation einpreist, dürfte kein vorübergehendes Phänomen, sondern die neue Normalität der kommenden Dekade sein.

# Der Kompass für Private Markets

Unabhängige Produktplattform für professionelle Investoren



Real Estate



Infrastructure



Private Debt



Private Equity



Natural Resources

## Registrieren Sie sich jetzt!

Die Produktplattform Absolut|**private products** bietet Asset Ownern eine kostenfreie, aktuelle, vollkommen unabhängige Datenbank für die am Markt zur Verfügung stehenden Private-Market-Investments in fünf Assetklassen.

# Absolut| research

DIE PLATTFORM FÜR INSTITUTIONELLE INVESTOREN

# Absolutreport

Neue Perspektiven für  
institutionelle Investoren



## artikel

### Zinssensitivität von Aktien und Auswirkungen auf die Asset-Allokation

OLEG SCHANTORENKO | DJE Kapital

### Schuldenszyklus 2036

DR. VIKTORIA-SOPHIE WENDT | Warburg Invest

### Portfoliosteuerung über das OCIO-Modell

DR. LARS EDLER, MIRKO ENGELS | Apo Asset Management

### REITs

JOHN VOJTICEK, ANNIE DEL GIUDICE, REECE PORICH | DWS

### Strukturierter KI-Einsatz im Multi-Asset-Management

ELIAN HETZER, CHRISTOPH VON SCHEURL | Helaba Invest

### Wahlprognosen und Anlageentscheidungen

MATUS MRAZIK | Jupiter Asset Management DR. JONATHAN KATZ | Caltech

### Impact Investing

PETER A. FANCONI, MICHAEL WEHRLE, TAHMINA THEIS | Blue Orchard

### Evergreen Fonds

FRANCIS KASS, NICOLAS BOUVERET | Arendt & Medernach



## kommentare

### Paul Moghtader

Lazard Asset Management

### Robert van Kleeck

Assenagon

## kompakt

### Prof. Dr. Yvonne Brückner

ResFutura

### Vanessa Bolmer

WWF Deutschland

### Transforming Performance: Log-in versus Lock-in

Private Equity im Epochenbruch

## drei fragen an

### Karsten Abromeit

Provinzial Asset Management

### Integration von Immobilien in ein Versicherungsportfolio