



„Zwischen Tradition und Kapitalmarkt: Herausforderungen auf beiden Seiten.“

Die Märkte sind in Bewegung – und mit ihnen die Erwartungen an Stabilität, Diversifikation und Rendite. Das Brathendl wird zum Luxusgut und die FED kämpft mit dem Erbe der 70er Jahre. Gleichzeitig gewinnen soziale Infrastruktur und regionale Diversifikation an Bedeutung. Investitionen in Nordeuropa zeigen, wie Stabilität und gesellschaftlicher Nutzen zusammenwirken.

Zudem überzeugen kanadische Provinzen mit fiskalischer Stärke, AT1-Anleihen bieten attraktive Spreads – und Covered Bonds rücken wieder in den Fokus. Wer heute investiert, braucht mehr als Rendite-Modelle: Ein gutes Gespür für Wandel.

Wir wünschen Ihnen wieder spannende „VIEWs“!

Inhalt

1. **Spotlight**
Luxusgut auf dem Oktoberfest:
Vom Brathendl zum Goldhendl
2. **Märkte**
FED: Vibes of the Seventies
3. **Insights**
In die Zukunft investieren: Soziale Infrastruktur
in Nordeuropa
4. **Ein Espresso mit ...**
Nicolai Schmid und Bernhard Herrmann zu US-Zöllen
5. **Trends**
Kanadische Provinzen als Buy-and-Maintain-Investment
6. **Dialog**
Die Dichotomie der Covered Bonds
7. **Backstage**
AT1-Anleihen: Spannender Spread-Baustein
in anspruchsvollen Portfolios
8. **Börsen-Podcast**
Quo vadis Europa?

Spotlight

Luxusgut auf dem Oktoberfest: Vom Brathendl zum Goldhendl

Wenn die ersten Maßkrüge auf dem Oktoberfest gehoben werden, ist das Grillhähnchen nicht weit – für viele Besucher gehört das knusprige Brathendl genauso zur Wiesn wie das Riesenrad und die Blasmusik. Geschmacklich bleibt es ein Klassiker – außen knusprig, innen saftig – und seit Jahrzehnten beliebt und bewährt.

Doch während sich die Rezeptur kaum verändert hat, zeigt ein Blick auf die Zahlen: Die Nachfrage ist leicht gesunken, die Preise hingegen sind regelrecht explodiert – und das macht das Hendl heute fast zu einem kleinen Luxusgut.

Entwicklung in Zahlen

- Im Jahr 2000 wurden rund 680.000 Hendl verkauft. 2024 waren es etwa 520.000 Stück – ein Rückgang von circa 23,5 Prozent. Trotz wachsender kulinarischer Vielfalt auf dem Fest bleibt das Grillhähnchen aber weiterhin ein Dauerbrenner.
- Ein halbes Hendl kostete im Festzelt im Jahr 2000 umgerechnet etwa 8 Euro (16 DM). Heute zahlen Wiesn-Besucher bis zu 23 Euro – je nach Anbieter. Das entspricht einer Preissteigerung von fast 190 Prozent.

Dies zeigt eindrucksvoll, wie sich selbst traditionelle Speisen dem Wandel der Zeit anpassen müssen. Das Grillhähnchen bleibt ein Klassiker – aber eben ein deutlich teurerer.

Auf eine friedliche Wiesn 2025!

FED: Vibes of the Seventies

Notenbanken und Regierungen haben von jeher ein schwieriges Verhältnis. Die Unabhängigkeit der Notenbank ist nicht ein automatisch akzeptiertes Gut, sondern zumeist der Effekt schlechter Erfahrungen aus Phasen hoher Inflation und von Perioden abhängiger Notenbanken. Die Welt, in der wir heute in den meisten westlich orientierten Ländern leben, wurde nicht zuletzt von den Erfahrungen der 70er Jahre genährt. Die amerikanische Notenbank, die Federal Reserve (FED), ist, obgleich erst 1907 nach der gleichgenannten Bankenkrise gegründet, zweifellos die wichtigste Notenbank der Nachkriegszeit und damit sind Entwicklungen, die die FED betreffen, nicht nur aus der US-Perspektive zu beurteilen, sondern auch richtungsweisend für Notenbanken in der ganzen Welt.

Was für die FED aktuell auf dem Spiel steht, kann man nicht ohne einen Rückblick in die 70er Jahre erklären. Der Vietnamkrieg hatte die Finanzen der USA stark belastet, mit Richard Nixon hatte 1969 der ehemalige Vizepräsident Eisenhowers und eine extrem starke und kontroverse Persönlichkeit seine Amtszeit als 37. Präsident der USA angetreten. Nixon wollte eine lockere Geldpolitik und ernannte Arthur Burns 1970 zum neuen FED-Chef. Arthur Burns hatte in der Zeit, als Nixon Vizepräsident von Eisenhower war, mehrere Jahre den „Council of Economic Advisors“ des Präsidenten geleitet und war nach Nixons Wahlsieg zunächst „Counselor to the President“.



„Eine Schwächung der Kreditfähigkeit der Notenbank ist keine gute Idee.“

Dr. Jürgen Callies
Head of Research

Arthur Burns betrieb eine expansive Geldpolitik – das, was man heute als sehr „dovische“ Politik bezeichnen würde – auch schon vor der ersten Ölkrise und er gab immer wieder dem öffentlichen Druck des Präsidenten nach und war auch bereit, die für die Entscheidungen zugrunde liegenden Daten zu „gestalten“. So scheute er sich nicht, auf Korrekturen in der Zusammensetzung der Preisstatistiken zu drängen, um den Konsumentenpreisindex niedriger ausweisen zu können.

Nun ist es leider so, dass Regierungen im Falle hoher Zinsen aufgrund des steigenden Schuldendienstes versucht sind, über „Financial Repression“ – und ein Tool dafür sind niedrige oder negative Realzinsen – den Handlungsspielraum zu erweitern und das Risiko künftiger Inflation zugunsten momentaner Wachstumsimpulse einzugehen. Dagegen war die Anti-Inflationspolitik der Bundesbank durch die katastrophalen deutschen Erfahrungen in der Weimarer Republik akzeptiert. Diese Politik wurde in den 70er Jahren ein Meilenstein zu ihrem untadeligen Ruf als eine der Preisstabilität verpflichtete und von der Regierung unabhängige Notenbank. In den USA musste sich die FED diesen Ruf nach der Periode Arthur Burns erst wieder erarbeiten.

Es ist das vornehme Recht des US-Präsidenten, den Notenbank-Chef zu bestimmen, die notwendige Bestätigung durch den Senat traditionell Formsache. Jimmy Carter sah zum Ende seiner Amtszeit, dass eine Notenbank, die das Vertrauen der Märkte und der Menschen verliert, nicht nur schlecht ist für Inflationsentwicklung, sondern auch für Wirtschaftswachstum und die Kapitalmärkte. Es war Jimmy Carter, der Paul Volcker berufen hat (und Ronald Reagan hat ihm eine zweite Amtszeit gegeben). Volcker besiegte die Inflation und verankerte die Inflationserwartungen. Er und der von Reagan gegen Ende seiner Amtszeit berufene Alan Greenspan schufen die Basis für das heutige Standing der FED über einen Zeitraum von 25 Jahren. Der jetzige FED-Präsident Jerome „Jay“ Powell wurde von Donald Trump in seiner ersten Amtszeit für diesen Posten ausgewählt, zu diesem Zeitpunkt lag der Leitzins bei lediglich 1,50 Prozent.

Weil Jerome Powells Auswahl durch Donald Trump erfolgte und der Präsident den FED-Chef vorschlägt, sind die öffentlichen Angriffe des Präsidenten auf den FED-Chef, die Ankündigung, seine Amtszeit nicht zu verlängern, die massive Kritik an der FED etc. ein schwerwiegender Vorgang. Der vorzeitige Rücktritt von Board-Member Adriana Kugler zeigt, dass nicht alle diesem Druck gewachsen sind, die eskalierende Situation um Lisa Cook dürfte, unabhängig von dem endgültigen Urteil, die Institution weiter beschädigen. Die Nominierung von Stephen Miran, dem derzeitigen Chef des Council of Economic Advisors im Weißen Haus, weckt genauso wie die Entlassung der Commissioner des US Bureau of Labour Statistics, Erika McEntarfer, unschöne Erinnerungen an die Nixon-Ära.

Die ganze Situation ist vor allem auch deswegen paradox, weil der Markt (genauso wie wir bereits seit Jahresbeginn) Zinssenkungen der FED ab September erwartet, da das Wachstums- und Inflationsbild es nahe legen. Zinssenkungen nach einer Phase heftigen öffentlichen Drucks bergen aber immer die Gefahr, auch als Schwäche der Institution interpretiert zu werden. Insofern haben nach all den öffentlichen Anwürfen die kommenden FED-Zinssenkungen das Risiko, dass, obwohl sie inhaltlich nach den jüngsten Arbeitsmarktberichten gerechtfertigt und notwendig sind, sie auch Zweifel an der Institution säen könnten.

Vieles wird von dem neuen FED-Chef abhängen, den US-Präsident Trump noch in diesem Jahr bekannt geben dürfte, auch wenn die Amtszeit von Powell erst im Mai 2026 endet. Die jüngste Short-List der Kandidaten eventueller FED-Nachfolger mit Waller, Hesse und Warsh erscheint auf den ersten Blick in Abstufungen für die Märkte akzeptabel. Der neue FED-Chef und seine Positionierung wird ein zentraler Bestandteil des 2026er Outlooks sein. Denn die Reputation einer Institution wird über Jahrzehnte aufgebaut, sie kann aber über Monate zerstört werden. Eine Notenbank mit verringerter Reputation würde sowohl die Tür für mehr Inflation, steilere Zinsstrukturkurven wie auch mangelndes Vertrauen in erfolgreiches Krisenmanagement öffnen und damit eine deutliche Verschlechterung des Kapitalmarktumfeldes riskieren.

In die Zukunft investieren: Soziale Infrastruktur in Nordeuropa

Im Rahmen der langjährig bestehenden Partnerschaft zwischen MEAG und Kinland wurde die Refinanzierung für den Erwerb eines Portfolios von rund 300 Vorschul- und Betreuungseinrichtungen in Norwegen, Finnland und Schweden erfolgreich abgeschlossen – mit Platz für 25.000 Kinder. Der Großteil der Einrichtungen befindet sich in urbanen Gebieten um Oslo, Bergen, Helsinki, Oulu, Kapiro oder Stockholm. Das Projekt ist ein sehr gutes Beispiel für die Bereitstellung sozialer Infrastruktur, gepaart mit der Stabilität staatlich geförderter Betreiber.

In einem herausfordernden Marktumfeld bietet die vertrauensvolle Zusammenarbeit der beiden Partner einen großen Mehrwert. MEAG hat durch die langjährige und enge Betreuung des Investments ein tiefes Verständnis für die wirtschaftlichen und operativen Erfolgsfaktoren entwickelt. Dadurch konnten potenzielle Risiken präzise eingeschätzt und passende Finanzierungslösungen erarbeitet werden. Dies schafft einerseits Vertrauen und bietet MEAG andererseits langfristige Stabilität und nachhaltige Renditen.

Gemäß dem Slogan „Gemeinsam Wachsen“ konnten sukzessive weitere Investoren einbezogen werden. Das bedeutet einerseits Stabilität für Kinland und andererseits eine Diversifikation des Portfolios für die Anleger hinsichtlich Sektoren und Länder.

Meilensteine einer erfolgreichen Kooperation

2019 **Erstinvestition** für Munich Re in norwegische Kindergärten (in NOK) inklusive Zinsdifferenzvorteil.

2021 **Aufstockung** und strategische Positionierung als Finanzierungspartner, einhergehend mit Kinlands Wachstum in Norwegen.

2023 **Verlängerung der Finanzierung** und Einbindung eines ersten externen Investors in rund 170 Vorschul- und Betreuungseinrichtungen für mehr als 15.000 Kinder.

2025 **Refinanzierung** mit Anpassung der Finanzierungsbedingungen sowie zusätzliche Einbindung weiterer externer Kunden – dank Erweiterung des Finanzierungsparameters um Kinlands finnisches Teilportfolio (in EUR) auf 300 Einrichtungen mit über 25.000 Plätzen.

Kinland steht für eine umfassende Nachhaltigkeitspolitik mit Fokus auf die Reduktion von Treibhausgasemissionen sowie Schutz von Biodiversität und Health & Safety. So wird das Ziel verfolgt, die negativen Auswirkungen auf die biologische Vielfalt zu minimieren und die Gesundheit und Sicherheit der Nutzerinnen und Nutzer zu verbessern. Diese gelebte ESG-Politik schafft neben Transparenz auch eine solide Grundlage für die langfristige Zusammenarbeit mit institutionellen Investoren, die Nachhaltigkeitsmerkmale als wichtigen Bestandteil ihrer Investmentanalyse verstehen.

Fazit

Attraktive Renditen und soziale Verantwortung können Hand in Hand gehen und langfristige Perspektiven schaffen. Starke Partner, verlässliche Prozesse und exzellente Marktkenntnis sind der Schlüssel für erfolgreiche Investitionen in diesem anspruchsvollen Segment.

Lieselotte Landskron, Senior Investment Managerin
Sandra Rother, Head of Infrastructure Debt Asset Management

Nicolai Schmid und Bernhard Herrmann zu US-Zöllen

NS: Bei der Vielzahl der Schlagzeilen zu US-Zöllen ist es schwer, den Überblick zu behalten. Wo stehen wir aktuell?

BH: Bei den länderspezifischen Zöllen, die der Korrektur von Handelsungleichgewichten dienen sollen, haben wir weitgehende Klarheit. Die EU hat beispielweise einen 15%-Zoll für die meisten Güter ausgehandelt. Allerdings beinhaltet dieser Deal für die EU, wie übrigens die Deals für einige andere Länder auch, ebenfalls Kauf- und Investitionsverpflichtungen und hier sind die Details weiterhin unklar.

NS: Also doch nicht alles so positiv, wie es sich im ersten Moment anhört?

BH: Leider ja! Denn neben den ganzen Detailfragen haben wir auch weiterhin Unsicherheit bezüglich der sektorspezifischen Zölle, insbesondere auf Arzneimittel, aber auch auf Halbleiter. Hier dürfte sich erst in den kommenden Monaten der Nebel lichten. Hinzu kommt, dass die US-Administration jederzeit Zölle aus anderen politischen Gründen verhängen kann, wie die Beispiele Indien oder auch Brasilien gezeigt haben. Damit bleibt immer ein Restrisiko.

NS: Und die Belastungen für die Weltwirtschaft?

BH: Die Zölle werden allein wegen ihrer absoluten Höhe Spuren beim globalen Wachstum und der US-Inflation hinterlassen. Viele Anpassungsreaktionen von Seiten der Unternehmen, aber auch der Konsumenten, sind aufgrund der häppchenweisen Einführung noch nicht abgeschlossen, die vollen Auswirkungen der Zölle auf die Wirtschaftsaggregate damit auch noch nicht ersichtlich.

NS: Und du glaubst auch nicht, dass die jüngste Entscheidung des US-Bundesberufungsgerichts, welche die Zölle weiterhin als ungerechtfertigt ansieht, daran etwas ändern wird?

BH: Nein. Zum einen bezieht sich dieses Urteil nur auf einen Teil der verhängten Zölle, nämlich diejenigen, die mittels eines nationalen Notstands begründet wurden. Zum anderen tritt dieses Urteil erst zum 14. Oktober in Kraft, dadurch hat die US-Administration genügend Zeit, um den Fall an den Obersten Gerichtshof zu bringen. Außerdem könnten im Zweifel die Zölle einfach auf einer anderen rechtlichen Basis verhängt werden, da gibt es verschiedene Möglichkeiten.

NS: Die Zölle werden wir also so schnell nicht mehr los?

BH: Das Thema Zölle wird uns und die Märkte noch eine ganze Zeit lang begleiten, wenngleich die Intensität nachlassen dürfte. Wenn man etwas Positives sagen will, dann, dass zumindest der Belastungsfaktor Unsicherheit geringer werden sollte.



Nicolai Schmid, Director Institutional Sales
Bernhard Herrmann, Senior Analyst Research – Makro

Kanadische Provinzen als Buy-and-Maintain-Investment

Kanadische Provinzen zählen seit Jahren zu den verlässlichen Emittenten im hochqualitativen Segment. Für Euro-Anleger können sie ein attraktives Rendite-Risiko-Profil, robuste institutionelle Anker – und regelmäßig große, liquide EUR-Benchmark-Transaktionen sowie Private-Placement-Opportunitäten bieten.

In Kanada gibt es insgesamt zehn Provinzen, sowie drei Territories (die nicht Gegenstand dieses Artikels sind). Die zehn Provinzen unterscheiden sich signifikant in Bezug auf ihre Größe, ihre Einwohnerzahl als auch ihre Wirtschaftskraft. Wohingegen die bevölkerungsreichste Provinz Ontario über 16 Millionen Einwohner aufweist, weist die kleinste Provinz, Prince Edward Island, lediglich knapp 180.000 Einwohner auf. Die untenstehende Tabelle gibt einen Überblick über die kanadischen Provinzen in Bezug auf die Einwohnerzahl:

Provinz	Einwohnerzahl (Q2/2025)
Ontario	16.176.977
Quebec	9.110.616
British Columbia	5.719.961
Alberta	4.980.659
Manitoba	1.507.330
Saskatchewan	1.253.569
Nova Scotia	1.080.418
New Brunswick	859.839
Newfoundland & Labrador	545.464
Prince Edward Island	180.029

Quelle: Statistics Canada

Warum Provinzen fiskalisch widerstandsfähig sind

Während der kanadische Staat Schulden der Provinzen nicht explizit garantiert, hat die Vergangenheit jedoch gezeigt, dass in Krisensituationen eine starke implizite Unterstützung seitens des Staates gegeben ist.

Zudem leistet der Staat regelmäßig große, planbare Transferleistungen an die Provinzen und Territorien, die einen wesentlichen Teil der Provinzhaushalte ausmachen. Der Canada Health Transfer (CHT) ist die größte dieser Zahlungen und unterstützt die Finanzierung des öffentlichen Gesundheitswesens. Daneben steht der Canada Social Transfer (CST), der für Bildung, Kinderbetreuung, soziale Dienste und ähnliche Programme zweckgebunden ist. Die Höhe der Transferleistungen richtet sich nach der Einwohnerzahl der Provinzen und hat zum Ziel vergleichbare Gesundheits- und Sozialleistungen für alle Kanadier, unabhängig vom Wohnort, zu schaffen.

Neben dem Canada Health Transfer und dem Canada Social Transfer ist das Equalization-Programm besonders hervorzuheben, das einen automatischen Ausgleich der fiskalischen Kapazitäten zwischen den Provinzen vornimmt. Provinzen mit geringeren Einnahmemöglichkeiten pro Kopf erhalten vom Staat ungebundene Transfers, um ein vergleichbares Leistungsniveau bei öffentlichen Dienstleistungen sicherzustellen. Dieses Programm ist seit 1982 in der kanadischen Verfassung verankert und gilt als verlässliche Säule des föderalen Finanzausgleichs. Für Investoren bedeutet dies, dass auch wirtschaftlich schwächere Provinzen, wie Prince Edward Island, kontinuierlich gestützt werden, was Ausfallrisiken erheblich reduziert.

Abseits der staatlichen Transferleistungen verfügen die Provinzen auch über eigene Einnahmequellen, die ihnen durch die kanadische Verfassung zugesprochen werden. Die Provinzen haben das Recht, direkte Steuern zu erheben, das heißt Steuern, die direkt von der Person gezahlt werden, die die Steuerlast trägt. Hierzu zählt unter anderem die Einkommenssteuer. Provinzen haben ebenso die Möglichkeit, in beschränktem Maße indirekte Steuern zu erheben, zum Beispiel eine Rohstoffsteuer, welche insbesondere für rohstoffreiche Provinzen eine relevante Einkommensquelle darstellt.



„Attraktives Rendite-Risiko-Profil macht Kanadas Provinzen zu einem spannenden Investment für Buy-and-Maintain.“

Joachim Jost
Portfoliomanager Fixed Income

Diese Kombination aus stabilen Transfers, föderalen Sicherungsmechanismen, Einnahmenautonomie und einer hohen institutionellen Stabilität führt dazu, dass kanadische Provinzen im internationalen Vergleich als äußerst kreditwürdig gelten.

Warum kanadische Provinzen für Buy-and-Maintain-Investoren interessant sind

Kanadische Provinzen zeichnen sich aufgrund des dargestellten robusten Frameworks durch eine starke Kreditqualität aus. Ebenso bieten die Anleihen der kanadischen Provinzen gegenüber ähnlichen Emittenten, zum Beispiel deutschen Bundesländern, einen signifikanten Renditeaufschlag. Sie stellen außerdem eine der wenigen Möglichkeiten dar, staatsnahes, kanadisches Risiko in Euro zu erwerben und tragen damit ebenso zur geografischen Diversifizierung von Portfolien bei. Ein weiterer Vorteil ist die Flexibilität der Emissionsformate. Viele Provinzen emittieren nicht nur liquide Benchmark-Anleihen im Euro-Markt, sondern auch Inhaberschuldverschreibungen als Private Placement sowie Schuldscheindarlehen und Namensschuldverschreibungen. Diese Vielfalt an Emissionsformaten ermöglicht es, maßgeschneiderte Lösungen zu finden und spezifische Kunden- und Portfolioanforderungen zu erfüllen.

Für Buy-and-Maintain-Strategien besonders relevant ist zudem die breite Laufzeitenstruktur entlang der Zinskurve. Kanadische Provinzen bieten Euro-Emissionen mit Laufzeiten bis zu 30 Jahren, wodurch Investoren ihre Duration zielgenau steuern und Cashflows optimal auf künftige Verpflichtungen abstimmen können. Gleichzeitig profitieren Anleger von der regelmäßigen Emissionstätigkeit größerer Provinzen, die für ausreichende Liquidität im Sekundärmarkt sorgt und bei Bedarf Umschichtungen ermöglicht.

Die Dichotomie der Covered Bonds

Mit dem Rückzug der EZB aus dem Covered-Bond-Markt rücken fundamentale Qualitäten wie der Deckungsstock wieder stärker in den Fokus. Gleichzeitig verändern regulatorische Vorgaben und geopolitische Entwicklungen die Spielregeln für Investoren – mit teils überraschenden Effekten auf Bewertung und Nachfrage. Über diese Entwicklungen spricht Max Bader, Senior Client Relationship Manager Institutional Clients, mit Jakob Reithmann, Senior Portfolio Manager Active Fixed Income Macro.

MB: Die EZB hat sich aus dem Covered-Bond-Markt zurückgezogen. Welche Folgen hat das?

JR: Das stimmt, die EZB kauft seit einiger Zeit keine Pfandbriefe mehr und reduziert ihre Bestände schrittweise – inzwischen schon um über 25 Prozent. Diese Lücke füllen zunehmend Asset Manager und öffentliche Institutionen. Damit kehrt auch eine Perspektive zurück, die in der Vergangenheit etwas in den Hintergrund geraten ist: Covered Bonds sind in erster Linie besicherte Anleihen von Finanzinstituten. Der Deckungsstock bietet dabei ein hohes Maß an Sicherheit – denn er kann typischerweise einen Immobilienpreistrückgang von rund 65 Prozent abfedern. Diese fundamentale Stärke sollte eigentlich maßgeblich die Bewertung beeinflussen. In der Vergangenheit wurde das jedoch oft durch regulatorische Vorgaben sowie engen Anlagegrenzen überlagert, die Banken und Versicherungen in ihrer Anlageentscheidung einschränken.



„Der Rückzug der EZB verändert die Marktmechanik – und eröffnet neue Perspektiven für Investoren.“

Max Bader
Senior Client Relationship Manager Institutional Clients

MB: Welche regulatorischen Vorgaben gelten konkret für Banken?

JR: Zwei Regelwerke sind hier zentral: Basel III und Solvency II. Banken – die traditionell größten Käufer von Covered Bonds – müssen sowohl Kapital- als auch Liquiditätsanforderungen erfüllen. Für hochqualitative Pfandbriefe von EU-Emittenten liegt die Eigenkapitalunterlegung typischerweise bei 10 Prozent, bei Non-EU-Emittenten bei 20 Prozent. Zum Vergleich: Für Staatsanleihen oder supranationale Emissionen wie von der EU oder KfW muss gar kein Eigenkapital hinterlegt werden. Unternehmens- und Finanzanleihen erfordern je nach Rating zwischen 20 und 150 Prozent.

Bei der Liquidität zählt die Einordnung in die Liquidity Coverage Ratio (LCR)-Kategorien 1, 2A und 2B. Banken dürfen maximal 40 Prozent ihrer liquiden Mittel in LCR-2A- und 2B-Papiere investieren. Covered Bonds von EU-Emittenten gehören meist zum bevorzugten LCR-1-Pool, während Non-EU-Papiere in den weniger privilegierten 2A-Pool fallen.

MB: Und wie sieht es bei Versicherungen aus?

JR: Versicherungen unterliegen ähnlichen Kapitalanforderungen, müssen aber keine Liquiditätsvorgaben erfüllen. Dafür steigen ihre Kapitalanforderungen mit der Laufzeit deutlich stärker an. Bei AAA-gerateten Pfandbriefen mit kurzer Laufzeit liegt der Aufschlag gegenüber den Anforderungen bei Banken bei etwa 3 Prozent, bei 20-jähriger Laufzeit steigt er auf rund 10 Prozent. Zusätzlich spielt die EZB-Repo-Fähigkeit eine Rolle: Staatsnahe Emissionen werden auch hier besser behandelt, was Pfandbriefe benachteiligt.



„Der Deckungsstock ist zurück im Rampenlicht – und mit ihm die fundamentale Analyse.“

Jakob Reithmann
Senior Portfolio Manager Active Fixed Income Macro

MB: Welche Auswirkungen haben diese Vorgaben auf den Kapitalmarkt?

JR: Sie führen dazu, dass Staatsanleihen und SSAs gegenüber Pfandbriefen bevorzugt werden. Pfandbriefe müssen daher mit einem Risikoaufschlag gehandelt werden, um attraktiv zu bleiben. Da Banken inzwischen weniger dominant im Covered Bond-Markt sind, gewinnt die Qualität des Deckungsstocks jedoch wieder an Bedeutung. Ein gutes Beispiel ist die jüngste Emission der Lloyds Bank: Über ihre deutsche Tochter wurde ein niederländischer Deckungsstock verbrieft – das Papier handelt nun deutlich enger als andere britische Pfandbriefe beziehungsweise im Einklang mit anderen holländischen Papieren. Ähnliche Entwicklungen sehen wir auch bei Emissionen der UniCredit, Erste Bank oder Crédit Agricole.

MB: Du hast erwähnt, dass Investoren oft nach klar abgegrenzten Assetklassen investieren. Was bedeutet das für die Bewertung?

JR: In der Vergangenheit gab es nur wenige Überschneidungen zwischen Investoren, die Pfandbriefe und solche, die unbesicherte Finanzanleihen erwerben. Pfandbriefe dienen oft zur Renditeoptimierung in Staatsanleihen-Portfolios, während unbesicherte Anleihen in reinen Unternehmensmandaten landen. Das kann dazu führen, dass unbesicherte Papiere auf ähnlichem Renditeniveau wie besicherte Pfandbriefe handeln – trotz höherem Risiko und schlechterer regulatorischer Behandlung. Aktuell bieten Senior-Preferred-Anleihen erneut nur geringfügig höhere Renditen als ihre besicherten Pendanten. Historisch folgte auf solche Phasen oft eine Underperformance der unbesicherten Titel.

MB: Frankreich steht politisch unter Druck. Welche Folgen hat das für den Pfandbrief-Markt?

JR: Französische Hypotheken-Pfandbriefe bleiben trotz der Lage stabil – dank hoher Übersicherung. Selbst ein Downgrade Frankreichs auf BBB würde das AAA-Rating dieser Papiere nicht gefährden. Die Reaktion am Pfandbriefmarkt war daher verhalten. Bei

SSAs dagegen fiel sie deutlich stärker aus: Zwei Emittenten müssten bei einem Downgrade auf A+ ihr Risikogewicht von 20 auf 50 Prozent erhöhen – was historisch mit einem Spread-Anstieg von etwa 10 Basispunkten einherging.

Interessant ist, dass französische Pfandbriefe mit Laufzeiten über sechs Jahre aktuell unter den Staatsanleihen handeln – ein Phänomen, das wir bisher nur bei deutlich schwächeren Volkswirtschaften wie Griechenland oder Spanien gesehen haben. Das gilt nicht nur für hypothekenbesicherte Pfandbriefe, sondern auch für solche mit Forderungen gegenüber dem französischen Staat oder Regionen – trotz geringerer Liquidität und schlechterer regulatorischer Einstufung.

MB: Neben Covered Bonds haben Emittenten auch die Möglichkeit, Kredite als Asset-Backed Securities (ABS) zu verbriefen. Welche Unterschiede sind für euch als Investoren relevant?

JR: Beide Instrumente basieren auf der Verbriefung von Forderungen – bei Covered Bonds sind es meist Hypotheken, bei ABS können es auch Konsumkredite, Leasingforderungen oder Kreditkartenforderungen sein. Der zentrale Unterschied liegt im rechtlichen Anspruch des Investors: Bei Covered Bonds besteht ein doppeltes Rückgriffsrecht – zunächst gegenüber dem Emittenten, dann gegenüber dem Deckungsstock. ABS hingegen werden über ein speziell gegründetes Vehikel emittiert, das ausschließlich durch die zugrunde liegenden Forderungen besichert ist. Ein Rückgriff auf das emittierende Institut ist nicht vorgesehen.

Darüber hinaus genießen Covered Bonds aktuell deutliche regulatorische Vorteile: Sie werden bei EZB-Repo-Geschäften mit günstigeren Haircuts behandelt und unterliegen niedrigeren Eigenkapitalanforderungen. Diese Vorteile machen sie für viele institutionelle Investoren attraktiver.

Allerdings zeichnet sich ein Wandel ab: Der im September 2024 veröffentlichte Draghi-Report sieht eine gezielte Förderung des ABS-Marktes vor – unter anderem durch regulatorische Gleichstellung mit Covered Bonds. In den kommenden zwei Jahren könnten sich dadurch die Unterschiede bei Kapitalanforderungen und Liquiditätsbehandlung deutlich verringern.

MB: Was bedeutet das für die Bewertung?

JR: Wir erwarten, dass sich die Risikoaufschläge zwischen Hypotheken-gedeckten Pfandbriefen und Residential Mortgage-Backed Securities (RMBS) sukzessive annähern. Für Investoren eröffnet das neue Chancen – insbesondere bei gut strukturierten ABS mit hoher Transparenz und stabiler Performance. Gleichzeitig wird die Analyse der zugrunde liegenden Assets und der Struktur der Verbriefung noch wichtiger, da der Schutz durch das emittierende Institut entfällt. Die zunehmende Gleichstellung könnte den ABS-Markt also nicht nur beleben, sondern auch zu einer stärkeren Differenzierung innerhalb der Produktkategorie führen.

AT1-Anleihen: Spannender Spread-Baustein in anspruchsvollen Portfolios

Das höhere Zinsniveau verändert die Anlagelandschaft. Während sichere Anlagen wieder höhere Basisrenditen liefern, richtet sich der Blick zunehmend auf Segmente mit zusätzlichen Renditeaufschlägen. Neben etablierten Märkten wie Investment Grade (IG), High Yield (HY) oder Emerging Markets Debt (EMD) tritt eine noch junge, aber inzwischen etablierte Anlageklasse ins Bewusstsein: Additional-Tier-1-Anleihen (AT1).



„AT1s bieten hohe Kupons und Renditen sowie Diversifikation – ideal für anspruchsvolle Portfolios.“

Dr. Michael Brandl
Head of Active FI – Credit

Entstehung und Wachstum

AT1s wurden nach der Finanzkrise 2008 im Rahmen von Basel III eingeführt und erstmals 2013 begeben. Heute beläuft sich das Marktvolumen auf rund 230 Milliarden Euro (Stand August 2025). Trotz Rückschlägen – wie der Abschreibung der AT1-Anleihen der Banco Popular 2017 oder der Credit Suisse 2023 – hat sich ein liquider Markt etabliert. Jährlich kommen Neuemissionen im Umfang von 25 bis 45 Milliarden Euro hinzu. Getragen wird der Markt vor allem von großen europäischen Banken wie Santander, BNP Paribas, Deutsche Bank, ING, Intesa oder Crédit Agricole.

Struktur und Funktionsweise

AT1-Anleihen stehen innerhalb der Kapitalstruktur zwischen Tier-2-Anleihen und Eigenkapital. Typisch sind formell endlos laufende Strukturen (sogenannte Perpetuals), die frühestens nach fünf Jahren zurückgezahlt werden können. Kuponzahlungen sind diskretionär und an ausschüttungsfähige Gewinne gebunden.

Zentral sind die in den Anleihebedingungen verankerten Verlustmechanismen. Zum einen gibt es den CET1-Trigger, meist bei 5,125 oder 7 Prozent, der die harte Kernkapitalquote einer Bank beschreibt. Fällt die Quote unter diesen Wert, können AT1-Anleihen entweder abgeschrieben oder in Aktien gewandelt werden. Zum anderen existiert der Point of Non-Viability (PoNV): Er erlaubt der Aufsichtsbehörde, im Krisenfall eine Abschreibung oder Wandlung anzuordnen. In beiden Fällen tragen AT1-Investoren Verluste, noch bevor Senior- oder sogar Tier-2-Gläubiger betroffen sind.

Obwohl AT1s viele mögliche Rückzahlungszeitpunkte besitzen, hat sich in der Praxis etabliert, dass Banken ihre Anleihen zum frühestmöglichen Zeitpunkt zurückzahlen. Hintergrund ist, dass ein Nicht-Call am Markt als Schwachesignal gelten würde. Deshalb orientieren sich Preise und Renditeerwartungen zumeist an der „Yield-to-Call“ (YtC).

Gleichwohl bleibt ein Restrisiko, dass eine Emission nicht abgerufen wird – ein Szenario mit teils deutlichen Kursreaktionen.

Rendite, Spreads, Volatilität und Korrelation

Die laufenden Kupons von AT1-Anleihen bewegen sich derzeit zwischen circa 6 und 9 Prozent und liegen damit klar über den Renditen anderer Kreditsegmente. Auch die Risikoaufschläge sind deutlich höher: Im Durchschnitt der vergangenen Jahre rund 590 Basispunkte, verglichen mit etwa 350 bei HY, 220 bei EMD und 120 bei IG. Dieser Renditevorsprung spiegelt die besondere Stellung von AT1s wider, die Elemente von Fremd- und Eigenkapital vereinen.

Rückblickend seit 2015 haben AT1s dank hoher Kupons und der Spread-Einengung höhere Gesamterträge geliefert als HY, IG und EMD. Dem steht allerdings eine spürbar höhere Schwankungsfähigkeit gegenüber: Die Volatilität war mehr als doppelt so hoch wie bei HY. In Stressphasen wie während der Corona-Pandemie oder dem Zusammenbruch der Credit Suisse reagierten die Kurse mit Verlusten, erholten sich aber rasch.

Neben den laufenden Erträgen sind AT1s auch aus Diversifikations-sicht interessant. Die Korrelation zu IG liegt bei rund 0,35, zu EMD bei etwa 0,50 und damit auf moderatem Niveau. Zu HY ist die Verbindung enger, rund 0,80, auch hier bleibt ein eigenständiger Effekt erhalten. Für Investoren, die bereits mit Credit- oder Hybridstrukturen vertraut sind, ergibt sich somit ein differenziertes Rendite-Risiko-Profil, das Portfolios noch breiter aufstellen kann.

Fundamentale Basis und Marktdynamik

Die Kapitalausstattung europäischer Banken ist heute deutlich besser als noch vor zehn Jahren, was die Verlusttragfähigkeit spürbar erhöht. Für die Bewertung von AT1s ist jedoch vor allem ihre Konstruktion entscheidend. Sie sind in der Regel „fixed-to-reset“ ausgestaltet: In den ersten Jahren wird ein fester Kupon gezahlt, am ersten Call-Termin – meist nach fünf Jahren – erfolgt eine Neufestsetzung auf Basis des dann gültigen Marktzinseszuzüglich einer konstanten Marge. Da Banken ihre AT1s in der Praxis fast immer zum ersten Call zurückzahlen, orientieren sich Preise und Renditeerwartungen stark am YtC. Die effektive Zinsbindung ist daher wesentlich kürzer, als es die theoretische Perpetualität vermuten ließe.

Das klassische Durationsrisiko wird so begrenzt: Steigen die Zinsen, erhöht sich auch der künftige Kupon. Entscheidend für die Volatilität sind daher nicht primär Zinsbewegungen, sondern Veränderungen der Kredit-Spreads. Diese reagieren unmittelbar auf Marktstimmungen, Fundamentaldaten einzelner Banken oder regulatorische Eingriffe. AT1s sind damit weniger zinsensitiv, dafür hochgradig spreadgetrieben – und deshalb volatiliter als klassische Anleihen, aber auch mit höheren Renditechancen.

Fazit

AT1-Anleihen haben sich in den vergangenen zehn Jahren als eigenständiges Marktsegment etabliert. Sie bieten Portfoliodiversifikation und hohe laufende Erträge, erfordern aber ein gutes Verständnis ihrer Struktur. Ihre Rolle liegt nicht darin, etablierte Segmente zu ersetzen, sondern sie zu ergänzen. Für Investoren mit Erfahrung im Credit-Bereich sind AT1s deshalb ein Baustein, der Portfolios um eine attraktive, wenn auch volatile, Ertragsquelle erweitern kann.

Quo vadis Europa?

Podcast Folge 36

Dr. Jürgen Callies, Head of Research
Alexander Hauser, Head of Investment Management

Die EU steht unter Druck. Der Krieg in der Ukraine wird mit unverminderter Härte fortgeführt, die amerikanische Administration übt Druck auf die Handelsbeziehungen aus und die mangelnde Wettbewerbsfähigkeit bedrohen in letzter Konsequenz die Einigkeit und Stabilität der Europäischen Union.

Welche Rolle wird Europa künftig spielen und welche Herausforderungen, Hürden müssen überwunden werden, um all dies zu meistern?



Jetzt anhören



Die MEAG steht für alle Kapitalanlageaktivitäten von Munich Re und ERGO, ist institutionellen Kunden ein zuverlässiger und leistungsstarker Partner und gehört mit 355 Milliarden Euro (06/2025) Assets under Management zu den bedeutenden Asset-Management-Gesellschaften weltweit.

Ihr Kontakt:

+49 89 2489-2929

view@meag.com



Abonnieren Sie uns!

Blieben Sie mit unseren Newslettern auf dem Laufenden.

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage wird verteilt von der MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH ("MEAG"). Die hierin enthaltenen Informationen stammen von Quellen, die MEAG als zuverlässig einschätzt. Diese Informationen sind jedoch nicht notwendigerweise vollständig und ihre Richtigkeit kann nicht garantiert werden. Geäußerte Prognosen oder Erwartungen sind mit Risiken und Ungewissheiten verbunden. Die tatsächlichen Entwicklungen können daher wesentlich von den geäußerten Erwartungen und Annahmen abweichen. MEAG behält sich Änderungen der geschätzten Einschätzungen vor und ist nicht verpflichtet, diese Unterlage zu aktualisieren.

Diese Unterlage wird Ihnen ausschließlich zu Informationszwecken bereitgestellt. Sie ist weder als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten gedacht, noch als Anlageberatung, Anlageempfehlung, Finanzanalyse oder Rating. Sie beinhaltet auch keine Zusagen oder sonstige Verpflichtungen von Unternehmen der Munich Re Gruppe zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, Gewährung von Krediten oder sonstigen Investitionen in etwaigen hier beschriebenen Projekten.

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Einschätzungen und Informationen sind nicht für die Verteilung an oder Verwendung durch einen privaten Kunden oder eine Person oder ein Rechtssubjekt in einer Gerichtsbarkeit oder einem Land bestimmt, in dem diese Verteilung gegen nationales Recht oder nationale Vorschriften verstoßen würde. Insbesondere darf diese Veröffentlichung nicht in den Vereinigten Staaten, Kanada, Singapur oder Großbritannien verteilt werden. MEAG, deren verbundene Unternehmen sowie deren jeweiligen Führungskräfte, Direktoren, Partner und Beschäftigte, einschließlich Personen, die an der Erstellung oder Herausgabe dieses Dokuments beteiligt sind, können von Zeit zu Zeit mit den Finanzinstrumenten handeln, diese besitzen oder als Berater in Bezug auf diese Instrumente auftreten. Weder die MEAG noch die mit ihr verbundenen Unternehmen, ihre Führungskräfte oder Beschäftigte übernehmen irgendeine Haftung für einen unmittelbaren oder mittelbaren Schaden, der sich aus einer Verwendung dieser Veröffentlichung oder ihres Inhalts ergibt. Diese Unterlage richtet sich nicht an US-Personen und die darin enthaltenen Informationen dürfen nicht von US-Personen genutzt werden. US-Personen sind natürliche Personen, Gesellschaften jeder Art, die Bürger der Vereinigten Staaten sind oder dort beheimatet sind, oder nach dem Recht der Vereinigten Staaten errichtet sind.

Diese Veröffentlichung ist urheberrechtlich geschützt und darf von keiner Person und zu keinem Zweck vervielfältigt, verteilt oder veröffentlicht werden. Alle Rechte vorbehalten. Weitere Informationen können angefordert werden bei MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH, Am Münchner Tor 1, 80805 München. Stand September 2025.

Um die Bilder und Infografiken unseres Newsletters direkt angezeigt zu bekommen, fügen Sie die Absender-Adresse zu Ihren Kontakten hinzu.

Wenn Sie künftig unsere Informationen und Angebote nicht mehr erhalten möchten, können Sie der Verwendung Ihrer Daten für Werbezwecke jederzeit widersprechen. Teilen Sie uns dies bitte unter Angabe Ihres Namens und Ihrer Anschrift an folgende Adresse mit: MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH, Am Münchner Tor 1, 80805 München.

Fotos: FootToo | iStock und jean-marc payet | Getty Images