



*„Wer Vielfalt zulässt,
schafft Raum für Wachstum – im Portfolio wie
in der Gesellschaft.“*

Die Fiskalwende in Deutschland nimmt Fahrt auf – doch der Weg zu nachhaltigem Wachstum bleibt steinig. Investitionen, Sondervermögen und Strukturreformen sollen neue Impulse setzen, während Unsicherheiten und Engpässe das Tempo bestimmen.

In Europa bleibt Frankreich ein Dauerthema, mit den strategischen Weichenstellungen Chinas entstehen Marktverhältnisse und Abhängigkeiten, die es ebenso bei Investitionen mit zu berücksichtigen gilt. Mit sozialer Infrastruktur sowie Waldinvestments bieten sich Diversifikationschancen und gleichzeitig Stabilitätswirkungen für das institutionelle Portfolio. Zudem werfen wir einen Blick auf die niederländische Pensionsreform und deren Auswirkungen auf die Märkte. Stabilität entsteht durch Weitblick, Offenheit und den Mut, auch neue Wege zu gehen.

Wir wünschen Ihnen wieder spannende „ViEWs“!

Spotlight

400 Milliarden Gründe gegen Zinsen?

400 Milliarden Euro – so viel Bargeld lagern deutsche Haushalte aktuell sprichwörtlich „unter der Matratze“. Während in Schweden nur noch 30 Prozent der Bevölkerung überhaupt bar bezahlt, sind es in Deutschland stolze 75 Prozent. Der Bargeldbestand hat sich seit 2013 mehr als verdoppelt – und liegt damit weit über dem europäischen Durchschnitt.

Das Problem: Bargeld bringt keine Zinsen. Im Gegenteil – laut Bundesbank weisen 41 Prozent des Geldvermögens deutscher Haushalte eine negative reale Rendite auf. Die Folge: Milliarden an potenziellen Zinseinnahmen bleiben ungenutzt. Wer stattdessen investiert hätte – zum Beispiel in einen breit gestreuten Aktienfonds – hätte seit 2000 im Schnitt rund 8 Prozent Rendite pro Jahr erzielen können.

Die Zurückhaltung gegenüber renditestärkeren Anlageformen hat auch kulturelle Gründe. Finanzbildung und Vertrauen in die Kapitalmärkte sind in Deutschland weniger ausgeprägt als in anderen Ländern. Gleichzeitig wächst das Interesse an nachhaltigen Investments – insbesondere bei jüngeren Anlegern. Hier bieten sich Chancen, die klassische Bargeldhaltung schrittweise zu überwinden. Auch die Digitalisierung des Zahlungsverkehrs könnte langfristig zu einem Umdenken führen.

Fazit

Die hohe Bargeldpräferenz in Deutschland ist nicht nur ein kulturelles Phänomen – sie ist auch ein Renditekiller.

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank, boerse.de

Die deutsche Fiskalwende 2025: Kein Selbstläufer

Noch knapp bevor der neue Bundestag zusammen trat, lockerte das Parlament im März die Schuldenbremse für Verteidigungsausgaben, beschloss ein Sondervermögen von 500 Milliarden Euro für Infrastruktur und Klimaschutz und erweiterte den Verschuldungsrahmen für die Bundesländer um 0,35 Prozent des BIP pro Jahr. Dies ermöglichte der neuen – nicht mehr ganz so großen – Koalition die Weichen für einen fiskalischen Kurswechsel zu stellen.

Allerdings konnte dieser Spielraum lange nicht ausgeschöpft werden. Erst mit der rückwirkenden Verabschiedung des Haushaltsgesetzes für 2025 im Oktober kann der Startschuss nun gegeben werden. Ende November dieses Jahres soll dann auch der Haushalt für 2026 verabschiedet werden.



„Weitere Strukturreformen sind nötig, sonst verpufft der Impuls.“

Holger Brüll
Senior Analyst Research – Makro

Wo stehen wir jetzt? Bisher gibt es nur Daten für die Entwicklung der staatlichen Ausgaben bis einschließlich September. Bis zum Ende des dritten Quartals ist aus dem letzten Bericht erkennbar, dass von den rund 503 Milliarden Euro an geplanten Ausgaben für das Gesamtjahr 2025 im Kernhaushalt lediglich 363 Milliarden Euro getätigten wurden – damit rund 5 Milliarden Euro pro Quartal zu wenig, wenn man von gleichmäßiger Verteilung ausgeht, der größte Teil davon für Verteidigung. Gibt der Bund dieses Geld nun komplett im vierten Quartal aus, wären das bereits rund 20 Milliarden mehr als in den Vorquartalen, was rund 0,5 Prozent des jährlichen BIP entspräche. Für das Folgejahr ist dann noch ein Ausgabenanstieg von gut 3 Prozent auf 520 Milliarden Euro geplant.

Da der Bund aber Sondervermögen eingerichtet hat, ist das nur ein Teil des Ausgabenpotenzials. So sind für das neue Sondervermögen Infrastruktur und Klimaneutralität laut Plan für dieses Jahr noch circa 37 Milliarden Euro und nächstes Jahr bereits circa 57 Milliarden Euro vorgesehen. Ein Teil davon läuft über die Bundesländer. Auch hier sind die ersten Ausgaben erst jetzt möglich. Diese sollten investiven Charakter haben und dazu beitragen, das Wachstumspotenzial langfristig zu erhöhen. Aber auch im Kernhaushalt sind die für 2025 vorgesehenen Mittel für Investitionen und auch für Verteidigung noch nicht hinreichend verausgabt. Insgesamt ist im vierten Quartal ein Impuls aus Haushalt und Sondervermögen von circa 60 Milliarden Euro denkbar, was aber eher eine theoretische Obergrenze darstellt.

Nur ein Teil davon wird im vierten Quartal als wirksame Nachfrage in der Wirtschaft ankommen. Zum einen wird ein relevanter Teil der Rüstungsausgaben, aber auch anderer Ausgaben, nicht durch heimische Produktion gedeckt, sondern durch Aufträge, die im Ausland ankommen. Prominentes Beispiel wäre die Bestellung der F-35 Kampfjets, bei der kaum Wertschöpfung in Deutschland stattfindet, der ökonomische Effekt damit also fast vollständig ans Ausland geht.

Zum anderen gibt es Engpässe bei den Ressourcen, seien es Ausrüstung oder Arbeitskräfte. Nicht alles kann sofort abgearbeitet werden, damit streckt sich der Effekt über die Zeit. Auch verwaltungstechnisch liegen zwischen Verpflichtungsermächtigung, Zuschlag und erster Rechnung eher Monate als Tage.

Deswegen schlägt sich nicht jeder Euro sofort in Wachstum nieder. Wobei die Annahme wäre, dass Verteidigungsausgaben weniger stark auf das Wachstum durchschlagen als öffentliche Investitionen in Infrastruktur – wenn man annimmt, dass eine bessere Infrastruktur Engpässe in der Privatwirtschaft nachhaltig beseitigen kann.

Insgesamt gehen wir davon aus, dass es möglich ist, mit dem fiskalischen Impuls die Stagnation der letzten Jahre zu drehen und das sequenzielle Wachstum in den nächsten Quartalen deutlich zu erhöhen, so dass im Gesamtjahr 2026 das Wachstum bei circa 1,5 Prozent liegen könnte. Dabei unterstellen wir einen Impuls durch das Fiskalpaket in der Größenordnung von um die 1 Prozent.

Wie geht es danach weiter? Leider ist es eben so, dass das Defizit Jahr für Jahr in gleichem Ausmaß erhöht werden müsste, um den gleichen Wachstumsimpuls auf Dauer zu erhalten, was offensichtlich nicht nachhaltig ist. Oder man schafft es eben mit dem initialen Fiskalimpuls die Weichen für ein nachhaltiges Wachstumsumfeld zu stellen. Strukturreformen sind deshalb ein Muss aus unserer Sicht, hier reicht ein Blick auf die aktuelle Lage der deutschen Industrie. Hohe Energiepreise, ein Mangel an Fachkräften, ein hoher bürokratischer Aufwand, marode Infrastruktur – um nur die Gravierendsten zu nennen. Auch hier hat die neue Bundesregierung Besserung gelobt, sie ist aber bei weitem nicht die Erste und den Erfolg kann man oft sinnvollerweise erst später beurteilen.

„Wirtschaft ist zu 50 Prozent Psychologie“ – dieses Zitat, das Ludwig Erhard zugeschrieben wird, scheint in der Koalition nicht präsent zu sein. Wenn man das Bild vermitteln will, dass die Regierung kräftig investiert und einen nachhaltigen Aufschwung anstoßen will, ist es wenig hilfreich, den Fokus in der öffentlichen Diskussion gleich wieder auf Haushaltslücken ab 2027 zu legen und zu signalisieren, dass dann kräftig gespart werden muss. Das erhöht nicht das Investorenvertrauen und lässt die privaten Haushalte vorsichtig bleiben.

Die Fiskalwende 2025 ist aus unserer Sicht weder Rohrkrepierer noch Selbstläufer. Dafür ist der geplante Mittelaufwuchs zu stark an mehrjährige Investitionen gebunden. Ihr Erfolg entscheidet sich auch nicht am Startschuss, sondern an Tempo, Prioritätensetzung und Verlässlichkeit in den Folgejahren. Momentan gehen wir eher von einem Auslaufen der zusätzlichen positiven Wachstumsimpulse 2027 aus, würden aber auch nicht von einem reinen Strohfeuer sprechen, da auch hier das Wachstum weiter über einem Prozent liegen dürfte.

Gelingt die Kombination aus Investitionspipeline, Strukturreformen und kluger Kommunikation, dann kann aus der kurzfristig notwendigen Stabilisierung der Auftakt zu einem produktivitätsgetriebenen Aufschwung werden. Andernfalls bleibt sie ein teures Versprechen – und das kann sich Deutschland nach Jahren der Stagnation schlicht nicht leisten.

Holger Brüll & Dr. Anton Fischer
Senior Analysten Research – Makro

Politische Instabilität in Frankreich: Ein fragiler Kompromiss

Austerität geht oft mit politischer Unsicherheit einher. In Frankreich hatten wir in weniger als zwei Jahren bereits fünf Ministerpräsidenten. Der aktuelle Regierungschef Lecornu trat nur einen Tag nach der Vorstellung seines Kabinetts zurück, wurde jedoch von Präsident Macron gebeten, es erneut zu versuchen. Lecornu sicherte sich die Unterstützung der Sozialisten durch Zugeständnisse bei der Pensionsreform, um Neuwahlen zu vermeiden. Dennoch gibt es erhebliche inhaltliche Differenzen, insbesondere zwischen Sozialisten und Republikanern. Alle anderen Parteien betreiben Totalopposition und benötigen nur wenige Stimmen, um die Regierung erneut zu stürzen.

Diese politische Instabilität und die angespannte Haushaltslage führen zu einer deutlichen Risikoprämie auf der französischen Zinskurve. Ein einfacher Vergleich mit Ländern wie Belgien und Spanien zeigt eine Differenz von etwa 20 bis 25 Basispunkten im 10-Jahres-Bereich. Für eine stabile Regierung wäre dies in einem ruhigen Kapitalmarktfeld aus Investorenansicht attraktiv, doch das Risiko vorgezogener Neuwahlen könnte die Prämie asymmetrisch erhöhen.

Historisch gesehen war die französische Risikoprämie vor Präsidentschaftswahlen besonders hoch, insbesondere 2012 und 2017. Angesichts der Unsicherheit über Macrons Nachfolge 2027 ist eine ähnliche Entwicklung auch dieses Mal wahrscheinlich.

Kurzum, die zweite Lecornu Regierung hat sich mit den Änderungen zur Pensionsreform kurzfristig „Stabilität“ erkauft. Doch wie lange sie hält, ist ungewiss. Der politische Druck wird mittelfristig voraussichtlich zunehmen – sowohl durch wirtschaftliche Schwäche als Folge der Sparpolitik als auch durch wachsende parteipolitische Spannungen vor den Präsidentschaftswahlen.

Jürgen Martinschledde
Senior Portfolio Manager Active Fixed Income Macro

Maximilian Möckl und Holger Brüll zu Chinas Fünfjahresplan

MM: Gerade haben sich die USA mit China auf einen einjährigen „Waffenstillstand“ im Handelskrieg geeinigt. Was heißt das für uns in Europa?

HB: Zunächst einmal ist das eine sehr gute Nachricht, denn die von chinesischer Seite angedrohten Exportbeschränkungen bei seltenen Erden und die spiegelbildliche Drohung der Amerikaner bei Software hätten die Weltwirtschaft massiv belastet. Schon Probleme bei einem relativ kleinen Chiphersteller wie Nexperia führen uns vor Augen, wie verletzbar Lieferketten immer noch sind.

Allerdings handelt es sich eben nicht um eine Lösung, sondern nur um einen Waffenstillstand für ein Jahr. Damit ist ein erneutes Aufflammen des Konflikts möglich, wobei wir den Anreiz für beide Seiten, sich an den Deal zu halten, hoch finden. China hat klargestellt, dass sie keine weiteren unilateralen Handlungen der USA ohne Reaktion hinnehmen werden.

MM: Wie ordnest du den neuen Fünfjahresplan der Chinesen vor diesem Hintergrund ein?

HB: Das wichtigste Ziel bleibt weiterhin, über technischen Fortschritt sowohl die Produktivität zu steigern als auch von westlichen Technologien unabhängiger zu werden. Das bedeutet für uns ganz klar, dass China seine Stellung als wettbewerbsfähiger Konkurrent Europas und der USA weiter ausbauen will.

Nach diesem Ziel kommt aber schon die Stärkung der heimischen Nachfrage und hier vor allem des Konsums.

MM: Davon war in den letzten 20 Jahren doch immer wieder die Rede ...

HB: Leider jedes Mal mit begrenztem Erfolg. Allerdings nimmt es diesmal eine prominentere Rolle ein und es wird konkreter, so werden eine Reihe von Maßnahmen skizziert: Höhere Löhne, ein Ausbau des sozialen Sicherungsnetzes, eine Förderung der Nachfrage nach Dienstleistungen. Hier hinkt China nämlich ganz besonders hinter anderen Volkswirtschaften her. Da jedoch Dienstleistungen stärker lokal getrieben sind, ist dies aber voraussichtlich kein großer Impuls für Konsumgüterhersteller im Westen.

MM: Was heißt das generell für das Wachstum in China?

HB: Man darf sich kurzfristig keine massiven Erfolge bei der Konsumentenentwicklung vorstellen, dafür ist der Konsument dort zu vorsichtig, ganz im Gegensatz zum US-Konsumenten. Es wird also eher ein längerer, gradueller Prozess werden. China plant aber implizit auch weiter mit einem Wachstum von 4,5 bis 5 Prozent p. a. für die nächsten fünf Jahre. Insofern werden Investitionen und Außenhandel weiter unterstützend wirken müssen.

Holger Brüll, Senior Analyst Research – Makro
Maximilian Möckl, Director Institutional Sales



Die Zukunft der sozialen Infrastruktur in Europa: Öffentlich-private Partnerschaften für bezahlbaren Wohnraum

Die Bedeutung kritischer Infrastruktur für die wirtschaftliche und soziale Stabilität eines Landes kann nicht hoch genug eingeschätzt werden. Während sich viele Diskussionen über Infrastruktur auf Bereiche wie digitale Netze, Verkehr und Energiewende konzentrieren, rückt ein weiterer, ebenso zentraler Bereich zunehmend in den Fokus: die essenziellen Infrastrukturen. Dazu zählen Wasser- und Abfallwirtschaft, Gesundheitswesen sowie soziale Infrastruktur – Sektoren, die häufig in Form von öffentlich-privaten Partnerschaften (ÖPP/PPPs) oder Konzessionen umgesetzt werden. Sie sind entscheidend für das Wohlbefinden der Bevölkerung und das reibungslose Funktionieren unserer Gesellschaft.

Besonders sichtbar wird diese Entwicklung im Wohnungssektor, wo der Druck auf Städte und Regierungen stetig zunimmt. In vielen europäischen Städten steigen Mieten und Immobilienpreise deutlich schneller als die Löhne. Schnelle Urbanisierung, Bevölkerungswachstum, Migration und internationale Investitionen verschärfen die Lage, sodass Haushalte mit niedrigem und mittlerem Einkommen zunehmend Schwierigkeiten haben, bezahlbaren Wohnraum zu finden. Gleichzeitig können Regierungen die wachsende Nachfrage nicht allein aus öffentlichen Mitteln decken. Herkömmliche Beschaffungsverfahren sind häufig teuer und zeitaufwendig. Hier haben sich ÖPP-Strukturen als wirkungsvolles Instrument etabliert, um die Lücke zwischen Bedarf und Angebot zu schließen – durch die Bündelung von Ressourcen, private Effizienz und langfristige Instandhaltung bei gleichzeitiger Sicherstellung sozialer Ziele.

Gerade im Bereich des bezahlbaren Wohnraums zeigt sich das Potenzial solcher Modelle besonders deutlich – vor allem in Südeuropa. Diese Länder setzen zunehmend auf Partnerschaften mit privaten Unternehmen, um langfristige, vertragsbasierte Affordable-Housing-Projekte zu finanzieren, zu errichten und zu betreiben.

Entwicklung und Prognose des Wohnungsdefizits in Spanien



Quelle : EY

Spanien zählt dabei zu den aktivsten Ländern Europas im Bereich öffentlich-privater bezahlbarer Wohnbauinitiativen. Um den aktuellen Wohnungsmangel zu beheben und den zukünftigen Bedarf der kommenden 15 Jahre zu decken, müsste die jährliche Neubauquote von rund 90.000 auf über 300.000 Wohneinheiten steigen – ein Ziel, das vor allem aufgrund der begrenzten Verfügbarkeit von Bauland kaum erreichbar ist. Daher hat die spanische Regierung erfolgreich mehrere Konzessionsmodelle gestartet und erweitert diese fortlaufend, um den Engpass gezielt zu entschärfen.

Neue Formen der Zusammenarbeit zwischen öffentlicher Hand und privatem Sektor ergänzen bestehende Programme und schaffen

zusätzlichen Wohnraum für breite Bevölkerungsschichten. Diese öffentlich-privaten Partnerschaften umfassen verschiedene Modelle, die sich in Risikoprofil, Laufzeit und Eigentumsstruktur unterscheiden. Zu den gängigsten zählen:

- Konzessionsmodelle**, bei denen Investoren auf öffentlichem Land bezahlbaren Wohnraum entwickeln und betreiben, bevor das Eigentum nach Ablauf des Vertrags an die Regierung zurückfällt.
- Freehold-Modelle**, bei denen Investoren Grundstücke zu ermäßigten Preisen erwerben und sich verpflichten, für einen festgelegten Zeitraum bezahlbaren Wohnraum anzubieten, bevor sie diesen frei am Markt betreiben oder veräußern können.
- Permuta-Modelle**, bei denen Investoren neue Wohnungen errichten und einen Teil der Einheiten an den Staat abtreten, während sie den Rest für den freien Markt behalten dürfen.



„Bezahlbarer Wohnraum als Infrastruktursektor bietet stabile, langfristige Cashflows und messbaren sozialen Nutzen.“

Andrea León Viera
Senior Inv. Manager Infrastructure Equity Transactions

Solche Projekte bieten besonders attraktive Chancen für Infrastrukturinvestoren, die auf langfristige, stabile und an den CPI gekoppelte Cashflows mit überschaubarem Risiko setzen. Typischerweise haben PPP-Verträge Laufzeiten von 40 bis 70 Jahren und gewährleisten damit eine hohe Planbarkeit der Erträge. Die Mieten liegen in der Regel 20 bis 30 Prozent unter dem Marktniveau, was zu einer geringeren Fluktuation und niedrigeren Ausfallraten führt und können auch unter ESG-Aspekten punkten. Durch die Bereitstellung von nachhaltigem Wohnen und Unterstützung zur sozialen Inklusion bieten sie eine attraktive Kombination aus wirtschaftlicher Stabilität mit gesellschaftlichem Mehrwert.

Auf den ersten Blick mag bezahlbarer Wohnraum wie eine klassische Immobilieninvestition erscheinen, aber tatsächlich erfüllt er ein gesellschaftlich kritisches Bedürfnis, vergleichbar mit Schulen, Krankenhäusern oder öffentlichem Nahverkehr. Damit zählt er eher als Kerninfrastruktur anlage und nicht zu rein spekulativen Immobilieninvestments. Die Cashflows sind vorhersehbar, inflationsgeschützt und beruhen auf realem Bedarf anstatt auf kurzfristiger Marktdynamik. Im Gegensatz zu traditionellen Immobilienstrategien, die auf Wertsteigerung und Renditemaximierung setzen, zielen Investitionen in soziale Infrastruktur auf nachhaltige Einnahmen, gesellschaftlichen Nutzen und stabile Renditen.

Die Zukunft dieses Sektors ist vielversprechend: Mit wachsendem politischen Rückhalt, gesellschaftlichen Mehrwert und einem strukturell stabilen Nachfrageüberhang wird bezahlbarer Wohnraum zu einem der spannendsten Wachstumsfelder im Bereich der Infrastrukturinvestitionen und steht damit sinnbildlich für eine neue Generation von Anlagen.

Wald statt Volatilität – funktioniert das?

In den vergangenen Jahren ist in den Portfolios institutioneller Investoren einiges in Bewegung. Gestiegene Zinsen und begrenzte Liquidität waren eine Herausforderung, von der weltpolitischen Lage ganz abgesehen. Waldinvestments gelten seit jeher als Stabilitätsanker – konnten sie diesen Claim nun unter Beweis stellen? Darüber spricht Peter Nowaczyk, Director Institutional Sales, mit Mathias Schwermer, Head of Illiquid Asset Forestry, und Jasper Renk, Senior Investment Manager Illiquid Assets Natural Capital.

PN: Welchen Effekt haben Waldinvestments auf das alternative Portfolio, gerade von institutionellen Investoren?

MS: Zum einen sind Waldinvestments nahezu unkorreliert zu klassischen Assetklassen wie Aktien oder Anleihen und nur gering korreliert zu anderen Real-Assets wie Immobilien oder Infrastruktur. Dadurch können Timberland Investments bereits mit relativ geringen Anteilen am Portfolio maßgeblich zur Glättung der Gesamtvolatilität desselbigen beitragen. Auf der anderen Seite zeigen Holzpreise und Landwerte eine hohe positive Korrelation zum Consumer-Price-Index. Das bedeutet, dass ein diversifiziertes Waldportfolio in Zeiten steigender Inflation tendenziell aufwertet. Holz und Land sind Sachwerte, deren Wert die allgemeine Preisentwicklung in der Wirtschaft widerspiegelt.

Gerade für langfristig agierende institutionelle Investoren wie Pensionskassen, Versorgungswerke oder Versicherungen sind dies wesentliche Aspekte.



„Waldinvestments sind nahezu unkorreliert zu Aktien und Anleihen.“

Mathias Schwermer
Head of Illiquid Asset Forestry

PN: Konnte diese Theorie denn in der Praxis verifiziert werden?

JR: Wir konnten in der Tat in den letzten Jahren, die durch Schwankungen in den Bewertungen einiger alternativer Anlagen, hohe Zinsen und politische Unsicherheit geprägt waren, beobachten, dass Waldinvestments genau das erfüllen, was sie tun sollen. Wir sehen Anzeichen für genau den Effekt, den wir Förster seit Jahrzehnten immer wieder unterstreichen, nämlich den stabilisierenden, ausgleichenden Effekt von forstlichen Flächen im Portfolio.

PN: Waldinvestments bedeutet in diesem Zusammenhang was genau?

MS: Wir verstehen unter Waldinvestments den Erwerb von Grund und Boden und des darauf aufstehenden Bestandes in juristisch sicheren Regionen und in starken Holzmärkten. Zum einen und primär um langfristig und nachhaltig den gefragten Rohstoff Holz zu produzieren und an die Säge- und Papierindustrie zu verkaufen und zum anderen, um an den anderen Chancen zu partizipieren, die das Eigentum von Grund und Boden bietet. Dies bedeutet zum Beispiel von der Wertsteigerung des knappen Gutes Landfläche zu profitieren, oder

die Freiheit zu haben auch alternative Einkommensquellen wie Erneuerbare Energien-, Carbon- oder Baulandprojekte entwickeln zu können.

Anderes als beim Pachten von Landflächen oder dem Erwerb in Regionen mit Einschränkungen in Grundrecht- und Katasterthemen, haben wir so die Möglichkeit, langfristig zu investieren und Einkommensströme aus der originären Forstwirtschaft mit anderen Ertragsquellen sinnvoll zu diversifizieren, um Risiko zu streuen und den Cashflow möglichst gleichmäßig zu gestalten.



„Die Portfolios blieben stabil, trotz Zins- und Marktschwankungen.“

Jasper Renk
Senior Investment Manager Illiquid Assets Natural Capital

PN: MEAG investiert seit Jahren vor allem in den USA und Ozeanien in Wälder, hat sich hieran etwas geändert? Ich denke insbesondere an die Situation in den USA.

JR: Die USA sind und bleiben einer der wichtigsten Märkte für uns. Ja, es gab durchaus zwischenzeitlich die Intention der derzeitigen US-Regierung, nicht-amerikanische Landeigentümer zum Beispiel stärker zu besteuern, derzeit liegen uns keine Informationen vor, die diese verworfene Absicht noch stützen würden. Der Markt für Forstflächen, aber auch die Holzmärkte selbst, sind in den USA für große Institutionelle ein Markt, in dem in relativ kurzer Zeit ein substanzielles Portfolio aufgebaut werden kann, welches adäquaten Risiken unterworfen ist. Der Markt ist sicherlich der professionellste der Welt.

MS: Davon abgesehen haben wir unseren Footprint in Ozeanien, sprich Neuseeland und Australien, ausgebaut. Eine interessante Addition in unserer geografischen Allokation ist in der Tat Europa. In den vergangenen Jahren haben wir ein Portfolio in Finnland, Schweden und dem Vereinigten Königreich aufgebaut. Für uns ist das weniger die Abkehr von den USA als Investitionsregion als mehr die konsequente Fortführung einer sinnvollen Diversifikationsstrategie.

Der Klimawandel, der vor allem Wälder südlich der borealen Zone, also zum Beispiel auch in Deutschland, trifft, beeinträchtigt die Bäume in den genannten Ländern in einem geringeren Ausmaß, sodass die Regionen auch aus Risikogründen für uns interessant sind. Gleichzeitig fällt durch den Ukraine-Krieg ein Großteil der globalen Holzlieferungen aus Russland, insbesondere die nach Europa aus. Eine höhere Nachfrage nach europäischem Holz hat sich damit auch auf den Holzmärkten gezeigt und den Preis der Leitsortimente nicht unerheblich positiv beeinflusst.

PN: Waldinvestments sind, wie wir wissen, mehr als nur renditegetrieben, viele Investoren wählen nicht zuletzt aus ESG-Überlegungen diese Assetklasse. Das Thema ESG ist nun in der jüngsten Vergangenheit nicht mehr überall im Schaufenster, hat das Auswirkungen auf die Anlageklasse?

JR: ESG-Ansätze im forstlichen Management beeinträchtigen zumeist nicht die wirtschaftliche Leistung von Wäldern, im Gegenteil, die Umsetzung von Anpassungslösungen beispielsweise an den Klimawandel sorgt für langfristige wirtschaftliche Planbarkeit. Ein nachhaltiges forstliches Management, zum Beispiel auch in Anlehnung an die EU-Taxonomie, gepaart mit einer Waldzertifizierung nach anerkanntem Standard, kann dazu beitragen, dass langfristig orientierte Investoren auch noch in 10, 20 oder 50 Jahren mit der wirtschaftlichen Performance ihrer Wald-Assets rechnen können.

MS: Ergänzend ist zu sagen, dass auch mittelbar die Einhaltung von solchen Umweltzielen durchaus positiv wirken kann. Das Einsparen von CO₂, also Dekarbonisierungsmaßnahmen, aber auch Biodiversitätsziele vieler Staaten und Unternehmen sind nach wie vor aktuell. Hier bieten Waldinvestments eine effektive Möglichkeit, diese gewünschten Effekte zu unterstützen. So partizipieren wir in Australien und Neuseeland im Zuge unserer Aufforstungsprojekte von gestiegenen CO₂-Zertifikatspreisen und sehen gerade in den USA eine anhaltendes Interesse am Markt für freiwillige Emissionsgutschriften.

In den USA beobachten wir im Übrigen mit großem Interesse Projekte zum Vertragsnaturschutz im Wald, sogenannten Conservation Easements, die den Waldeigentümer zum Beispiel dafür entlohen, Flächen unter Schutz zu stellen oder für die Öffentlichkeit zur Naturerholung zu öffnen.



*„Wälder bieten, was Märkte oft nicht können:
Natürliche Wertsteigerung durch Geduld.“*

Peter Nowaczyk
Director Institutional Sales

PN: Das klingt, als ob derzeit viel Bewegung in der Assetklasse herrscht.

Danke für den interessanten Austausch!

Rock'n Rollin' Down The Yield Curve – Dutch Pension Reform

Niederlande, flächenmäßig ein kleines Land, jedoch mit großer Bedeutung für die Kurvendynamik im europäischen Zinsmarkt. Aktuell ist die niederländische Pensionsreform (Dutch Pension Reform) in aller Munde, da das Pensionssystem von Defined Benefit (Höhe der Pensionsleistung ist garantiert) auf ein Defined Contribution System (Leistung der Pension abhängig von der Marktentwicklung des ange-sparten Kapitals) umgestellt wird.

Zukünftig soll das Modell dem Lebenszyklus der Pensionsempfänger angepasst werden, wodurch sich unterschiedliche Risikoprofile ergeben. Beispielsweise wird der Investitionsansatz für jüngere Personen risikoaffiner sein (größeres Gewicht an Aktien). Währenddessen für ältere Teilnehmer eine konservative Anlage (größeres Gewicht an Renten) verfolgt wird, um das akkumulierte Kapital zu schützen.

Zinsabsicherungen

Ende 2023 betragen die Assets under Management der Pensionsfonds schätzungsweise 1,6 Billionen Euro (circa 50 Prozent Rentenanteil). Damit zählten diese zu den größten Marktteilnehmern im europäischen Raum. Für einen reibungslosen Übergang zum neuen Pensionssystem sind Anpassungen bei der Zinsabsicherung vorzunehmen. Im Zuge dessen wurde die Duration von EUR-Empfänger-Zinsswaps signifikant erhöht, insbesondere im ultralangen Bereich der Kurve (Swap-Laufzeit 40 bis 50 Jahre). Dadurch stieg das DV01, welches angibt, wie stark sich der Wert eines Swaps oder einer Anleihe ändert, wenn der Zinssatz um einen Basispunkt sinkt oder steigt. Anleihen sind ebenso ein gängiges Instrument zur Steuerung der Duration, dessen Aktivitäten bei Neuemissionen sich erhöhen oder unter Relative-Value-Ansätzen Bedarf finden.



„Carry & Roll – der Geduldige verdient doppelt, zuerst am Zins, dann an der Zeit.“

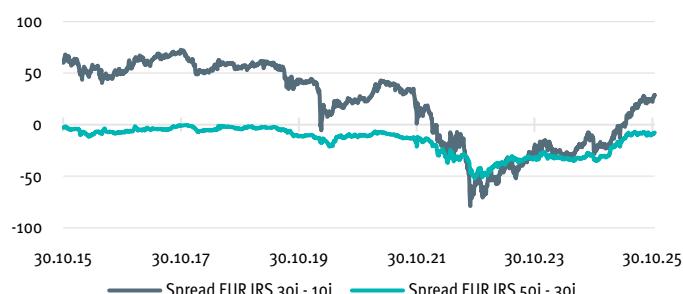
Mario Dörflinger
Portfolio Management Fixed Income

Die Auswirkungen waren dementsprechend am Zinsmarkt spürbar. Die Aktivitäten bei Zins-Swaps in diesen Kurvensegmenten sind signifikant gestiegen, da es in der Regel nur wenige Marktteilnehmer gibt, die sich nachhaltig im 40- bis 50-Jahres-Segment der Swap-Kurve engagieren. Anleihen, die abgesichert oder im Asset-Swap-Format gehandelt werden, beschränken sich meist auf Laufzeiten unter 30 Jahren. Versicherer bauen ihre Duration hauptsächlich über Anleihen auf, während andere Teilnehmer taktische Ansätze verfolgen. Die Folge war eine deutlich flachere Swap-Kurve ab 2021 aufgrund größerer Aktivitäten an Empfänger-Zins-Swaps (siehe Grafik). Der Spread zwischen den 30- und 10-jährigen Swap-Sätzen notierte im Tief bei -79 Basispunkten, zwischen 50-jährigen und 30-jährigen Swaps bei -52. Zusätzlich wurde die Bewegung der Kurveninversion durch das damalige makroökonomische Umfeld verstärkt.

Laut einer Analyse der niederländischen Zentralbank beträgt das DV01 des Derivateportfolios allein rund 0,5 Milliarden Euro (Q1/24).

Große Schätzungen von Banken gehen von einer Gesamtsensitivität des DV01 – inklusive Anleihen – von etwa 1,3 Milliarden Euro aus.

Spreads von Euro-Swaps



Quelle: Bloomberg

Beginn einer neuen Ära

Mit Inkrafttreten des Gesetzes heißt es nun, die Reform des neuen Pensionssystems von Januar 2025 bis Januar 2028 umzusetzen. Während eine kleine Anzahl von Pensionsfonds die Umstellung bereits vollzogen hat, wird der Großteil 2026 und 2027 erwartet.

Die bis dato aufgebauten Receiver Zins-Swaps werden erwartungsgemäß reduziert und teilweise geschlossen. Laut Schätzungen aus dem Sell-Side-Research wird insgesamt mit einer DV01-Reduktion von 200 bis 275 Millionen Euro gerechnet. Im ultralangen Bereich der Swap-Kurve geht man von etwa 60 Millionen Euro DV01-Reduktion aus. Neben den schon vorhandenen Sorgen in vielen Staaten über die ausufernde Fiskalpolitik, bedeutet dies ein zusätzlicher Ruck für steilere Zinskurven – insbesondere bei Swaps mit sehr langen Laufzeiten. Die signifikante Versteilung hat bereits Ende 2024 begonnen, hauptsächlich getrieben durch spekulative Positionierungen von Hedge-Fonds. Mittlerweile reicht die Bandbreite der Akteure von den üblichen Makro-Hedge-Fonds und Asset Managern bis hin zu Investmenthäusern mit Credit- und Aktienmandaten.

Da sich der Markt schon erheblich auf die Versteilung positioniert hat, besteht das Risiko, dass Kurvenpositionen vorzeitig geschlossen werden oder Pensionsfonds ihre Absicherungen nicht komplett auflösen – was im Nachgang zu Kurvenverflachungen führen könnte.

Die Umsetzung solcher Kurvenpositionen kann via Zinsswaps erfolgen, entweder als Outright- oder auf Forward-Basis. Im Futures-Format zeigt der Spread von Bund und Buxl eine hohe Korrelation zu den 10- und 30-jährigen Zins-Swaps. Über Optionen lässt sich eine Versteilung der Swap-Kurve darstellen, indem Long-/Short-Positionen in Swaptions gehandelt werden. Dadurch sind maßgeschneiderte Lösungen möglich, bei denen neben Carry & Roll auch der Zeitwert sowie die Volatilitätskomponente optimiert werden.

Für Investoren mit längerfristigen Anlagehorizont bietet die Versteilung wiederum attraktive Kaufrenditen im hinteren Segment der Zinskurve. Je nach Risikopräferenz lassen sich Anleihen erwerben, die bei höheren Spreads notieren und zusätzlich von höheren Zinsen profitieren.

Quellen: De Nederlandsche Bank, Bloomberg



Globalisierung reloaded

Podcast Folge 37

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

Die Weltwirtschaft steht an einem Wendepunkt. Geopolitische Spannungen, protektionistische Tendenzen und die Pandemie haben die globalen Handelsstrukturen durcheinandergewirbelt.

Wie passen sich Unternehmen und Staaten an diese neuen Realitäten an? Welche Mechanismen des Welthandels sind in Zeiten erratischer Politik noch tragfähig?

 [Jetzt anhören](#)



Die MEAG steht für alle Kapitalanlageaktivitäten von Munich Re und ERGO, ist institutionellen Kunden ein zuverlässiger und leistungsstarker Partner und gehört mit 363 Milliarden Euro (09/2025) Assets under Management zu den bedeutenden Asset-Management-Gesellschaften weltweit.

Ihr Kontakt:

+49 89 2489-2929
view@meag.com



Abonnieren Sie uns!

Bleiben 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 geschilderten 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 verstößen 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 Münchener Tor 1, 80805 München. Stand November 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 Münchener Tor 1, 80805 München.

Fotos: shil und jean-marc payet | Getty Images