

Ausgabe 2/2025

Liebe Lesende,

willkommen zum zweiten DENK ZETTEL des Ausschusses Investment im Jahr 2025. Freuen Sie sich auf neue Denkanregungen aus der Finanzwelt.

Der DENK ZETTEL ist kurz. Wir sprechen Themen an, die mit den Kapitalmärkten zu tun haben und die jeder Aktuar kennen sollte. Wen wollen wir ansprechen? Aktuare, die nicht in kapitalmarktnahen Bereichen tätig sind. Kapitalmärkte verändern sich schnell. Da bleibt es nicht aus, dass einzelne Aussagen in diesem DENK ZETTEL schnell nicht mehr aktuell sind. Und naturgemäß können wir in den wenigen Zeilen Themen nicht umfassend behandeln. Wollen wir auch gar nicht. Aber: wir wollen einordnen und zum Denken anregen. Wir wollen Themen ansprechen. Wir wollen Anregungen für weiterführende Informationen geben. Und wir wollen frei verfügbare Quellen nennen, die zum Weiterlesen einladen. Viel Spaß beim Lesen!

Einleitung

Über Zölle sprechen wir in diesem DENK ZETTEL nicht, denn darüber wird gerade überall viel gesprochen. Aber wir sprechen über einen Grund für die Überlegungen zu den Zöllen: Schulden. Und wir sprechen über Infrastruktur.

Negativer Swapsread für Bundesanleihen

Im November 2024 wurde erstmalig seit Auflage des EUR-Zinsswaps im Jahr 1999 mit der EUR-Einführung ein negativer Spread zwischen der Swaprendite und der Rendite von Bundesanleihen mit zehnjähriger Laufzeit beobachtet.



Quelle: Deutsche Bundesbank, eigene Darstellung

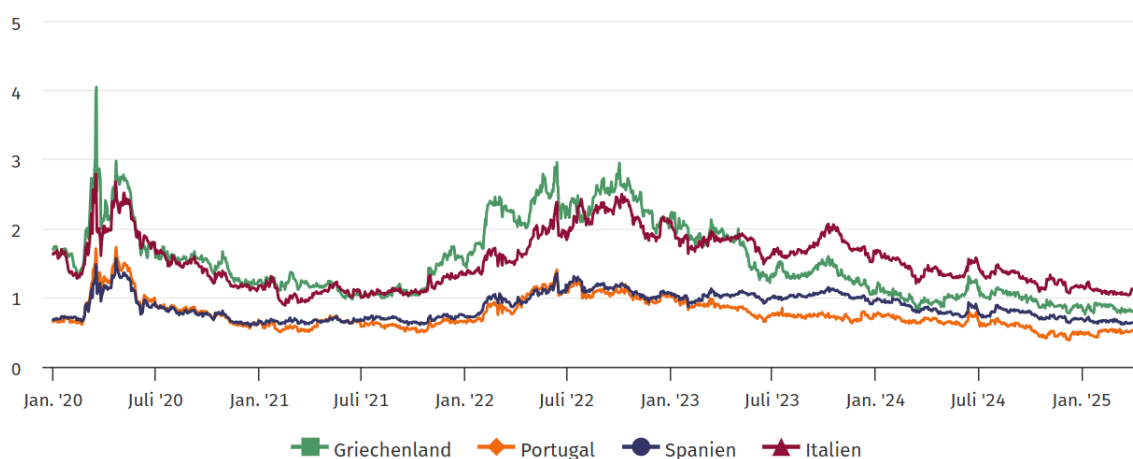
Mit den bereits kurz nach der Trump-Wahl im November in Deutschland aufgekommenen Diskussionen um eine erhöhte Schuldenaufnahme, die nun im März

ermöglicht wurde, wurde ein erhöhtes Angebot an Anleihenemissionen und damit verbunden erhöhte Staatsausgaben für den Schuldendienst Deutschlands im Markt eingepreist. Zudem hat die EZB ihre Aufkaufprogramme für Staatsanleihen eingestellt, so dass sich die erwartete Liquiditätserhöhung unmittelbar auf die Angebotspreise ausgewirkt hat.

Dieses Phänomen ist in anderen Märkten, wie beispielsweise USA und GB, seit vielen Jahren bekannt. Nicht zuletzt infolge der Ausweitungen der Staatsverschuldung ist der entsprechende Spread negativ und die Renditen der Staatsanleihen entsprechend hoch.

Ob Deutschland seinen langjährigen Status als „sicherer Hafen“ verlieren wird, ist Spekulation, zumal die tatsächliche Wirkung der beschlossenen Schuldenprogramme auf die Konjunktur abzuwarten ist. Der Renditeaufschlag von anderen europäischen Staatsanleihen gegenüber deutschen Staatsanleihen ist zuletzt jedoch zurückgegangen.

Folgende Grafik zeigt die Renditespreads 10-jähriger Staatsanleihen gegenüber Deutschland in %:

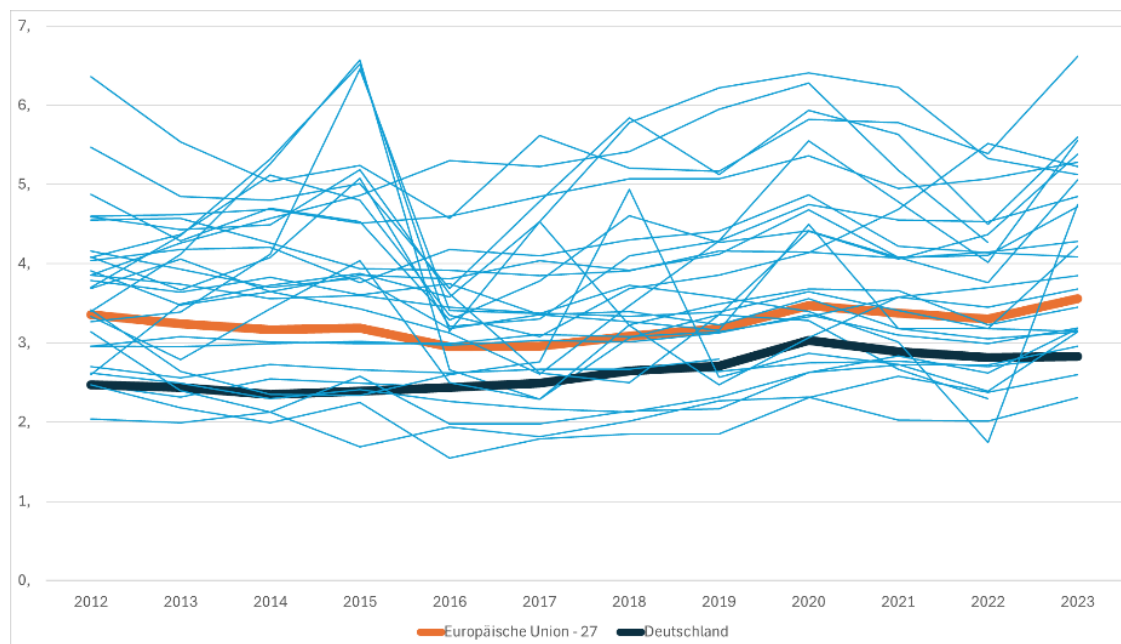


Quelle: dashboard-deutschland.de/indicator/data_zinsspread_10_j_anleihen?origin=dashboard&db=finanzmaerkte&category=wertpapiere_finanzen

Investitionen in Infrastruktur

Das Thema Infrastruktur ist ein zentrales Thema bei der Regierungsbildung. Für dieses Thema ist das Sondervormögen für Investitionen von 500 Mrd. € vorgesehen. Gleichzeitig soll aber auch privates Kapital – insbesondere das Kapital institutioneller Investoren – mobilisiert werden.

Deutschland ist in der EU unter den Schlusslichtern. Folgende Grafik zeigt die staatlichen Bruttoinlandsinvestitionen in % des BIP von Deutschland im Vergleich zu anderen europäischen Ländern:



Quelle: ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/tec00132/default/table

Eigene Darstellung

Was versteht man eigentlich unter Infrastruktur-Investitionen? Die Herausforderung besteht darin, dass weder die Begründung des Regierungsentwurfs noch das KAGB oder die Anlageverordnung eine genaue Definition enthalten. Einen etwas genaueren Anhaltspunkt bietet das Gesetz über das Bundesamt für Sicherheit in der Informationstechnik – genannt BSI-Gesetz. Hier heißt es in § 2 Abs. 10: „Kritische Infrastrukturen im Sinne dieses Gesetzes sind Einrichtungen, Anlagen oder Teile davon, die den Sektoren Energie, Informationstechnik und Telekommunikation, Transport und Verkehr, Gesundheit, Wasser, Ernährung, Finanz- und Versicherungswesen sowie Siedlungsabfallentsorgung angehören und von hoher Bedeutung für das Funktionieren des Gemeinwesens sind, weil durch ihren Ausfall oder ihre Beeinträchtigung erhebliche Versorgungsengpässe oder Gefährdungen für die öffentliche Sicherheit eintreten würden“.

Genauso wie andere Investitionen unterliegen Infrastruktur-Investments auch Risiken. An erster Stelle zu nennen ist das Illiquiditätsrisiko. Es handelt sich in aller Regel um geschlossene Investitionen, die einmal in einem aufwändigen Due Diligence Prozess ausgewählt werden, dann über einige Jahre die Mittel abrufen und auf zehn Jahre oder länger angelegt sein können. Daneben gibt es weitere Risiken wie etwa politisches Risiko, regulatorisches Risiko, Finanzierungsrisiko, Bau- und Betriebsrisiko, Marktrisiko und Umweltrisiko.

Neben dem neu gewidmeten Sondervermögen der neuen Regierung gibt es auch noch andere flankierende Maßnahmen zur Förderung der Infrastruktur.

Kürzlich wurde die ELTIF-Verordnung reformiert, über die wir hier schon geschrieben haben. Das Investmentvehikel European Long-Term Investment Fund soll damit auch für Privatanleger attraktiver gemacht werden. Der ELTIF ist geeignet, um Privatinvestoren auch für kleinere Investitionsbeträge den Zugang zu Infrastrukturinvestments zu ermöglichen.

Jüngst wurde in der Verordnung über die Anlage des Sicherungsvermögens von Pensionskassen, Sterbekassen und kleinen Versicherungsunternehmen (Anlageverordnung - AnIV) eine zusätzliche Quote für Infrastrukturinvestments von 5% geschaffen sowie die Risikokapitalanlagequote auf 40% angehoben.

Für Versicherungsunternehmen unter Solvency II wurde die Berücksichtigung von Infrastrukturinvestitionen, die ursprünglich mit einem Stressfaktor von 49 % bewertet wurden und für die somit erhebliche Kapitalreserven gehalten werden mussten, bereits in 2016 reformiert.

Die Berechnung des Solvency II Stress für Infrastrukturinvestitionen umfasst die Bewertung der Risiken, die mit diesen Investitionen verbunden sind, einschließlich Markt-, Kredit- und Liquiditätsrisiken. Hierfür müssen die einzelnen Investitionen analysiert und bewertet werden. Es wurde für die Standardformel eine neue Anlageklassen ‚qualifizierte Infrastrukturinvestition‘ geschaffen, die bei der Berechnung des SCR strukturell analog zu Aktien behandelt werden.

Hierdurch wird der Stressfaktor für qualifizierte Infrastrukturinvestitionen risikogerechter bewertet, was die Kapitaleffizienz dieser Investitionen erhöht.

Die BaFin hat spezifische Richtlinien veröffentlicht, wie Versicherungsunternehmen diese Risiken im Rahmen des Solvency II Regimes handhaben sollen. Neben quantitativen Vorgaben zur Berechnung des Risikokapitals beinhaltet dies auch prozessuale Anforderungen, wie diese Investitionen gemanagt werden müssen.

Für eine Beteiligung institutioneller Investoren bei den anstehenden Herausforderungen wird von den Verbänden geworben, so z.B. in dem Positionspapier des GDV zur Ausweitung der privaten Verkehrsinfrastrukturfinanzierung (vgl. gdv.de/gdv/medien/medieninformationen/strassen-bruecken-und-schienen-schneller-modernisieren-privates-kapital-kann-staatliche-investitionen-sinnvoll-ergaenzen-187252). Die Versicherungswirtschaft ist in Deutschland einer der größten institutionellen Investorengruppen mit Kapitalanlagen von 1.900 Milliarden EUR. Jährlich legt die Versicherungswirtschaft 300 Milliarden EUR neu an. Die Investitionen in Infrastruktur und erneuerbare Energien betragen heute 100 Milliarden EUR. Kurzum: die Versicherungswirtschaft bietet sich als Partner für Investitionen in Infrastruktur an.

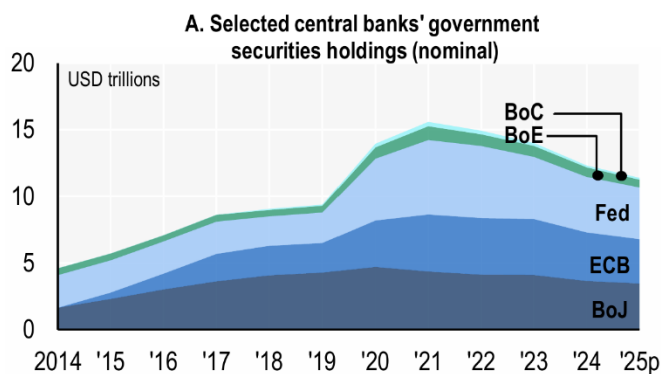
Hierfür müssen aber neben den finanziellen Voraussetzungen weitere Voraussetzungen geschaffen werden. Insbesondere zu nennen sind hier effiziente Planungs- und Genehmigungsverfahren.

Insgesamt werden also momentan gebündelte Anstrengungen unternommen, um große Investitionsvolumina in eine bröckelnde Infrastruktur fließen zu lassen.

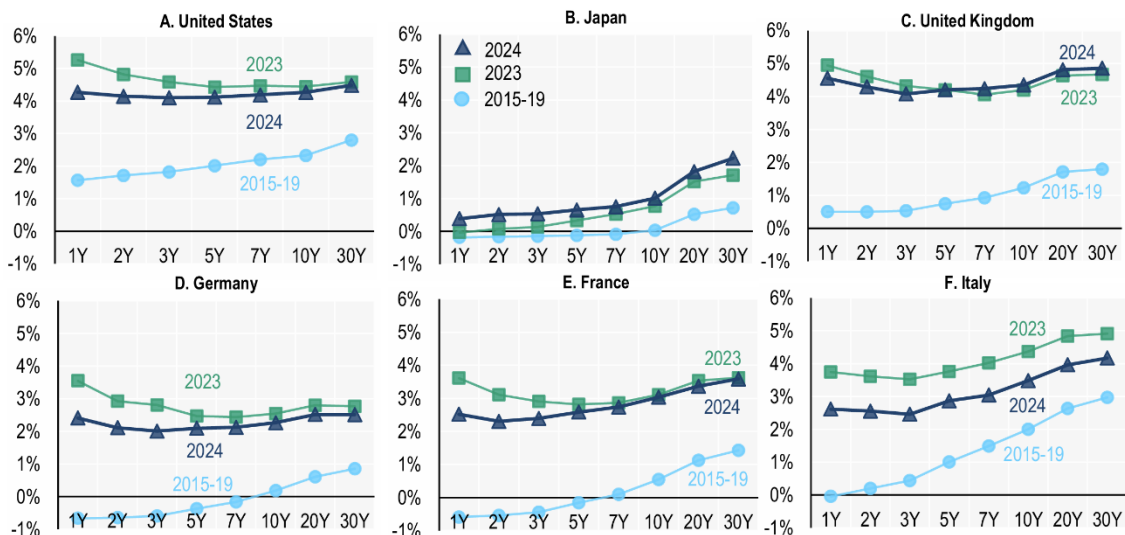
Globale Verschuldung

Die OECD hat im März den Global Debt Report 2025 veröffentlicht (vgl. oecd.org/en/publications/global-debt-report-2025_8ee42b13-en.html), in dem weltweit die Verschuldung von Staaten und Unternehmen beleuchtet wird. Der Report beinhaltet viele interessante Informationen und weiterführende Links. Nachfolgend werden einige Aspekte herausgegriffen. Alle folgenden Abbildungen in diesem Abschnitt sind diesem Report entnommen.

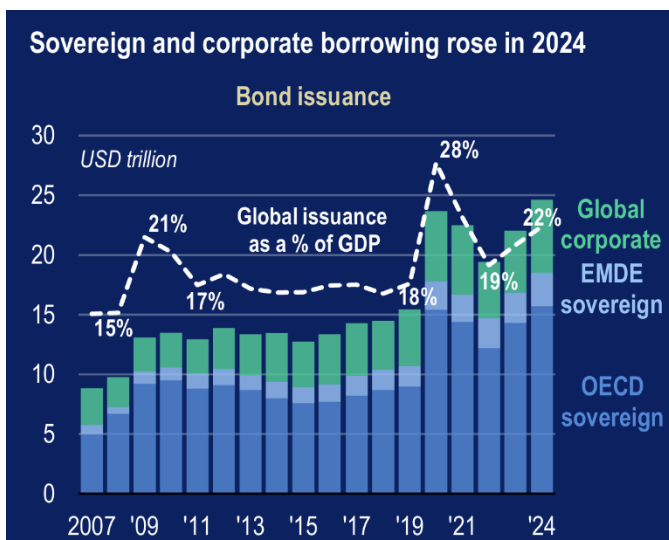
Die Unterstützung der Zentralbanken durch den Kauf von Staatsanleihen hat sich reduziert



und die Zinskurven sind gestiegen:

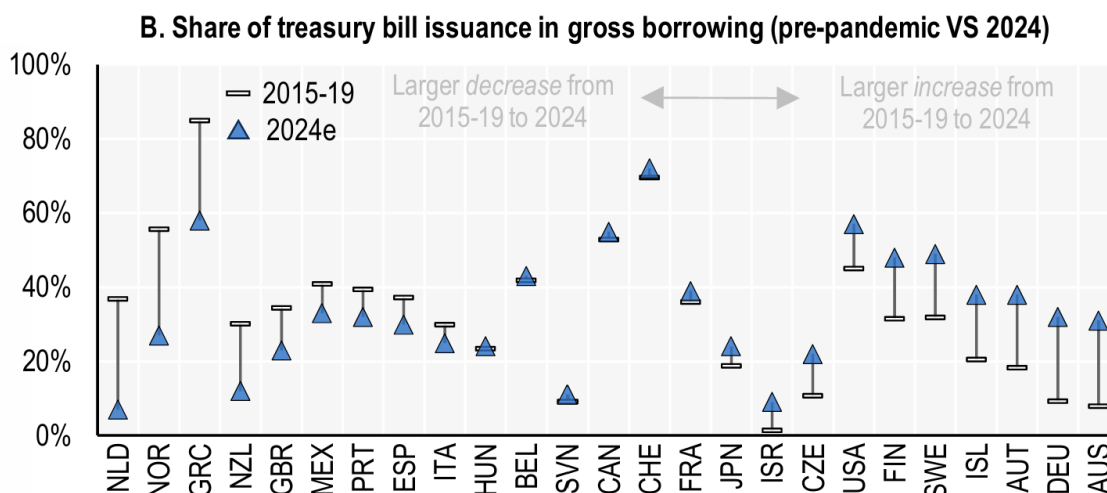


In 2024 wurden von Staaten und Unternehmen weltweit 25 Billionen US-\$ neu aufgenommen, mehr als zweimal so viel wie 2007.

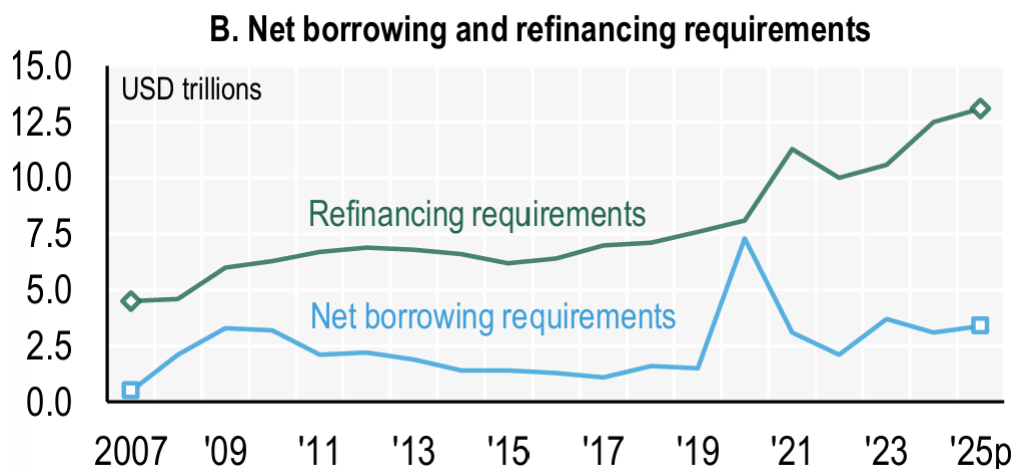


Ist das schlecht? Das kommt darauf an, wofür die Schulden verwendet werden. Werden die Schulden erfolgreich investiert, dann findet ein zukünftiger Rückfluss statt, der die Investition übersteigt. Ein Euro Schulden ist dann im Barwert mehr als einen Euro wert. Die Schulden finanzieren Wachstum. Das BIP steigt. Die Schulden führen somit auch nicht zu einer erhöhten Geldmenge im Verhältnis zum BIP und führen somit ceterus paribus nicht zu einer erhöhten Inflation. Ein Beispiel ist die Investition in Bildung, bei der das Verhältnis zwischen Investition und Rückfluss besonders gut ist. Werden Schulden konsumiert, ohne dass ein ausreichender Rückfluss stattfindet, fällt der Barwert von einem Euro Schulden auf weniger als einen Euro. Bei Staatsschulden ist daher die Entwicklung der Schulden im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt (engl. GDP) wichtig.

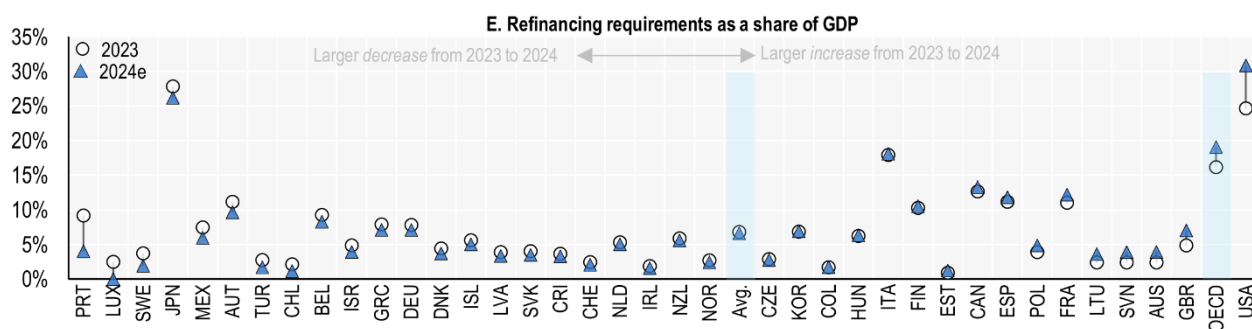
Im Folgenden fokussieren wir uns auf die OECD-Länder. Viele dieser Länder geben verstärkt kurz laufende Bonds (treasury bill) aus. Dies stellt ein erhöhtes Risiko für die Refinanzierung bei steigenden Zinsen dar.



Höhere Marktzinsen erhöhen die Kosten der Refinanzierung:



Die Veränderung der Refinanzierungskosten (in % des BIP) durch erhöhte Zinsen unterscheidet sich je nach Land deutlich und wird von den USA dominiert.



Im Haushalt der USA ist dieses Jahr erstmalig mehr für den Schuldendienst als für Verteidigung vorgesehen. Die Höhe der Staatsschulden ist von der Trump-Regierung als wichtiges Thema erkannt worden, auch wenn dies die öffentliche Diskussion nicht prägt. So hat Donald Trump z.B. in einer Kabinettsitzung gesagt, dass es Ziel der Regierung sei, nächstes oder übernächstes Jahr einen ausgeglichenen Haushalt vorzulegen:

Vgl. Zeit 21:28 des folgenden Mitschnitts der Kabinettsitzung:
[youtube.com/watch?v=U9KJK_ijj5s](https://www.youtube.com/watch?v=U9KJK_ijj5s)

Dieses Ziel erscheint aus heutiger Sicht sehr ambitioniert und wäre in jedem Fall mit deutlichen Einschnitten im Kernhaushalt verbunden. Zölle sind aus Sicht der amerikanischen Regierung ein Mittel, um die Einnahmen zu erhöhen. Einerseits über den direkten Zufluss der Zölle und andererseits, um Unternehmen dazu zu bewegen, in den USA zu produzieren und somit das Wachstum und die Staatseinnahmen zu erhöhen. Die dämpfende Wirkung von Zöllen auf den Welthandel und die Gefahr einer steigenden Inflation durch steigende Preise stehen dagegen.

Schluss

Wir hoffen, dieser DENK ZETTEL hat Ihnen gefallen und an der einen oder anderen Stelle zum Nachdenken angeregt. Wir sehen uns wieder im nächsten DENK ZETTEL Anfang Juli. Über Anregungen und Anmerkungen freuen wir uns: investment@aktuar.de