

Private Infrastruktur und der Konjunkturzyklus

Infrastrukturprojekte sind als defensive Anlageklasse um einiges vielschichtiger, als viele denken.

- _ Private Infrastruktur ist eine vielfältige Anlageklasse. Historische Erträge und Korrelationen sind daher nur begrenzt aussagekräftig.
- _ Infrastrukturprojekte profitieren in der Regel von solider Nachfrage und stabilen Dividenden.
- _ Investoren können ihre risikobereinigten Erträge verbessern, wenn sie auf Infrastrukturprojekte mit komplementären Merkmalen setzen.



Hamish Mackenzie
Head of Infrastructure

Welche Wertentwicklung kann man von privaten Infrastrukturanlagen in den unterschiedlichen Markt-szenarien erwarten? Diese Frage stellen sich immer mehr institutionelle Anleger. Private Infrastruktur ist eine noch relativ neue, komplexe und vielfältige Anlageklasse. Historische Korrelationen zwischen Veränderungen des Konjunkturzyklus und Gesamterträgen sind nur begrenzt aussagekräftig. Das liegt auch daran, dass die historischen Ertragsdaten stark durch den Sektorenmix in Infrastruktur selbst, der jeweiligen Vergleichsperiode und der Vertragsstruktur einzelner Projekte geprägt sein können.

Wir haben uns daher für einen etwas anderen Ansatz entschieden, um unsere Eingangsfrage zu beantworten. Wir haben vier langfristige makroökonomische Szenarien für die Eurozone entwickelt (siehe Grafik 1). Neben einem Basis- und einem optimistischen Goldilocks-Szenario erschien uns die Unterscheidung zwischen zwei Typen von Risikoszenarien wichtig. Das erste Szenario davon ist „säkulare Stagnation“, bei der sowohl das Wirtschaftswachstum als auch Inflation und Zinsen niedrig bleiben. Das Zweite wäre „Stagflation“ bei der zwar das Wachstum niedrig ist, Inflation und Zinsen aber auf mittlere Sicht steigen.

Um herauszufinden wie sich private Infrastrukturanlagen in den unterschiedlichen Szenarios verhalten, haben wir verschiedene Daten herangezogen. Infrastrukturnachfragedaten

zeigten, dass die Nachfrage im Durchschnitt weniger stark schwankt als für andere Güter und Dienstleistungen. Allerdings erwiesen sich nicht alle Infrastrukturbereiche im selben Maße immun gegen konjunkturelle Entwicklungen. Einige Bereiche, wie Trinkwasserversorgung, Bildung oder das Gesundheitswesen, erfreuten sich einer stabilen Nachfrage und niedriger Volatilität. Andere Infrastruktursektoren reagierten mitunter stärker auf eine konjunkturelle Schwäche, profitierten dafür aber in besseren Zeiten von soliden Wachstumstrends. Dazu gehören etwa Flughäfen oder der öffentliche Nahverkehr.

Des Weiteren stützen diverse Analysen die Ansicht, dass die Erträge für die meisten Infrastrukturbereiche zwar durchaus vorhersehbar sind, sich die Gründe für diese Resilienz jedoch durchaus je nach Sektor und Unternehmen unterscheiden. Regulierte Bereiche einschließlich Wasser- oder Stromnetze zeigten die höchste Widerstandskraft gegenüber Veränderungen im Makroumfeld. Auch Flughäfen oder das Gesundheitswesen konnten sich insgesamt recht gut halten und waren längerfristig ziemlich neutral gegenüber makroökonomischen Veränderungen; das lag auch daran, dass Unternehmen in diesen Bereich bei konjunkturellen Einbrüchen relativ gut gegensteuern konnten, indem sie etwa ihre Investitionen anpassten, um weiter Dividenden auszahlen zu können. Für Hafenanlagen, Abfallwirtschaft, Mautstraßen und Schienengüterverkehr waren die Dividenden zwar ebenfalls langfristig vorhersehbar, sie reagierten aber zwischenzeitlich stärker auf konjunkturu-

relle Schwankungen. Dies könnte bei einer wirtschaftlichen Abkühlung ein Risiko sein, in Zeiten des Aufschwungs aber auch Chancen auf zusätzliche Erträge eröffnen.

Und was heißt das jetzt alles? Nun, dank der ganzen Analysen waren wir einer Antwort auf unsere Ausgangsfrage schon einen großen Schritt näher. Wenn institutionelle Anleger überlegen, welche privaten Infrastrukturanlagen sie in den unterschiedlichen makroökonomischen Szenarien halten sollen, dann unterscheiden sie häufig zwischen zwei verschiedenen Anlagestrategien. Besonders vorsichtige Anleger setzen auf sogenannte „Core-Strategien“. Das wären zum Beispiel Investitionen in regulierte Wassernetze in entwickelten Märkten. Bei diesen Anlagen sind die Ertragsrendite, berechenbare und staatlich geregelte Einkommensströme sowie ein langfristiger Investitionshorizont wichtige Komponenten. Ganz ohne Risiko sind aber selbst solche Anlagen nicht. Durch ihre anleiheähnlichen Charakteristika sind die Bewertungen sehr sensitiv gegenüber Zinsveränderungen, auch wenn in den Verträgen – meistens mit einer zeitlichen Verzögerung – an die Inflation gekoppelte Verbrauchsgebühren und ein Ausgleich für höhere Zinsen vorgesehen sind.

Mutigere institutionelle Anleger setzen dagegen traditionell eher auf sogenannte „Core-Plus-Strategien“. Dabei werden Infrastrukturanlagen mit immer noch moderaten, aber leicht höheren Risiko-Ertrags-Merkmalen erworben. Ihre Geldströme sind transparent, haben aber auch ein gewisses Wertsteigerungspotenzial. Ein Unternehmen, das Energie aus Abfall gewinnt und gleichzeitig neue Projekte entwickelt, wäre ein typisches Beispiel. Unsere Analyse zeigt, dass das Einkommen aus Core-Plus-Infrastruktur auf lange Sicht die Inflation ausgleichen kann, aber nur begrenzt in der Lage ist, starke Zinsänderungen in der Bewertung abzufangen. Gleichzeitig

stellte sich heraus, dass das Einkommen aus Core-Plus-Assets um ein Vielfaches schneller wachsen kann als das BIP.

Und das Ergebnis? Nur, mit Hilfe unserer Untersuchungen gelang es uns tatsächlich herauszuarbeiten, wie sich verschiedene Infrastruktureinrichtungen in den vier oben erwähnten langfristigen makroökonomischen Szenarien für die europäische Wirtschaft entwickeln könnten. Durch die Untersuchung synchroner Veränderungen von Bruttoinlandsprodukt, Zinsen und Inflation konnten wir für jedes Szenario eine exemplarische, optimale strategische Portfolioallokation für Core- und Core-Plus-Strategien entwerfen. Wir stellten fest, dass kurzfristige Veränderungen im Konjunkturzyklus, wie zum Beispiel eine Rezession, für taktische Anlageentscheidungen sicherlich wichtig sind. Bei einem langfristigen Anlagehorizont wirken sich die konjunkturellen Schwankungen in der Regel aber weniger stark auf die Wertentwicklung von privater Infrastruktur aus.

Unterm Strich kann man festhalten, dass es auch bei privater Infrastruktur günstig ist, nicht alles auf eine Karte zu setzen. In allen langfristigen makroökonomischen Szenarien dürften Infrastrukturanleger von Portfolios profitieren, die breit gestreut Core- und Core-Plus-Assets umfassen (siehe Grafik 2). Regulierte Core-Infrastruktur spielt eine entscheidende Rolle beim Ausgleich systemischer Risiken in einem Portfolio und der langfristigen Absicherung gegen Zinserhöhungen, ihr Wertsteigerungspotenzial dürfte jedoch begrenzt sein. Vor diesem Hintergrund kann eine Beimischung von Core-Plus-Infrastruktur durchaus sinnvoll sein, um die risikobereinigten Erträge eines Portfolios auf lange Sicht zu verbessern. Und zwar selbst dann, wenn man die mittelfristigen makroökonomischen Aussichten der Eurozone skeptischer sieht, als wir das tun.

VIER LANGFRISTIGE MAKROÖKONOMISCHE SZENARIEN FÜR EUROPA

Unsere Szenarien sind „exemplarische Archetypen“. So lässt sich die Entwicklung verschiedener privater Infrastrukturanlagen unter unterschiedlichsten Bedingungen herausarbeiten.

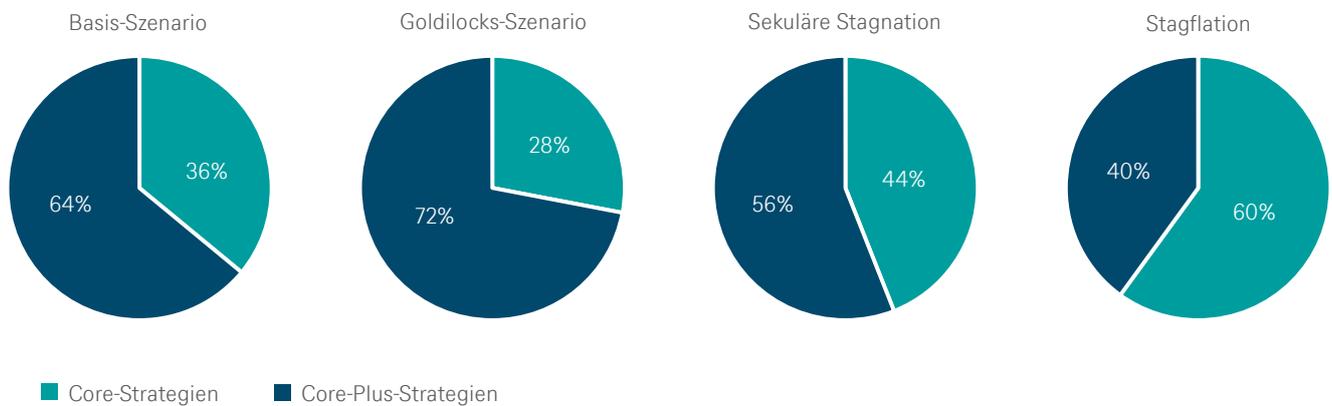
		BIP-Wachstum (real)	Inflation (VPI*)	Zinsen (10-jährige Staatsanleihe)
Makro-Szenario (10 Jahre)	Goldilocks-Szenario	Hoch	Niedrig	Niedrig
	Basis-Szenario	Moderat	Niedrig / Moderat	Niedrig / Moderat
	Sekuläre Stagnation	Niedrig	Niedrig	Niedrig
	Stagflation	Niedrig	Hoch	Hoch

* Verbraucherpreisindex (VPI)

Quellen: Oxford Economics, Eurostat, DWS Investment GmbH; Stand: Mai 2019

EXEMPLARISCHE OPTIMALE INFRASTRUKTURPORTFOLIOS

Unsere Analyse lässt den Schluss zu, dass Infrastruktur-Assets mit komplementären Merkmalen in allen vier Szenarien die risikobereinigten Portfolioerträge steigern können.



Quelle: DWS Investment GmbH; Stand: Mai 2019

Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Alternative Anlagen sind mit diversen Risiken behaftet, nicht unbedingt für jeden Anleger geeignet und für jedes Portfolio verfügbar. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann keine Gewähr übernommen werden, dass Anlageziele erreicht oder Ertragsersparungen erfüllt werden. DWS Investment GmbH; Stand 13.09.2019

GLOSSAR

Bruttoinlandsprodukt (BIP) – Gesamtwert aller Waren und Dienstleistungen, die innerhalb eines Jahres in einer Volkswirtschaft erwirtschaftet werden.

Dividende – Gewinnausschüttung eines Unternehmens an seine Anteilseigner

Euroraum (Eurozone) – Umfasst die 19 Staaten der EU, in denen der Euro gesetzliches Zahlungsmittel ist: Belgien, Deutschland, Estland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Lettland, Litauen, Luxemburg, Malta, Niederlande, Österreich, Portugal, Slowakei, Slowenien.

Goldilock-Szenario – Die Wirtschaft befindet sich in einem Stadium, in dem das Wirtschaftswachstum weder zu schnell noch zu langsam ist und dadurch weder die Gefahr einer ansteigenden Inflation durch Überhitzung noch einer Rezession besteht.

Inflation – Nachhaltiger Anstieg des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus

Korrelation – Statistische Kennzahl, die die Abhängigkeit zweier Zufallsvariablen misst

Rezession – Phase, in der die Wirtschaftsleistung zwei Quartale hintereinander im Vergleich zu den Vorquartalen nicht wächst oder zurückgeht

Volatilität – Statistisches Schwankungsmaß, welches, auf Indizes angewendet, häufig herangezogen wird, um das in Kapitalmärkten inhärente oder angenommene Risiko zu quantifizieren

Wirtschaftszyklus (Konjunkturzyklus) – Wellenartige Bewegung der Leistung einer Volkswirtschaft

Wichtige Hinweise

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung.

DWS ist der Markenname unter dem die DWS Group GmbH & Co. KGaA und ihre Tochtergesellschaften ihre Geschäfte betreiben. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der DWS anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt.

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung dar.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von DWS Investment GmbH wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können.

Wertentwicklungen der Vergangenheit, simuliert oder tatsächlich realisiert, sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen genügen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung solcher Empfehlungen. Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.

Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb dieses Dokuments in den USA sowie dessen Übermittlung an oder für Rechnung von US-Personen oder an in den USA ansässige Personen sind untersagt.

DWS Investment GmbH. Stand: 23. September 2019

Herausgeber: DWS Investment GmbH, Mainzer Landstraße 11-17, 60329 Frankfurt am Main, Deutschland

CRC 070626 (09/2019)