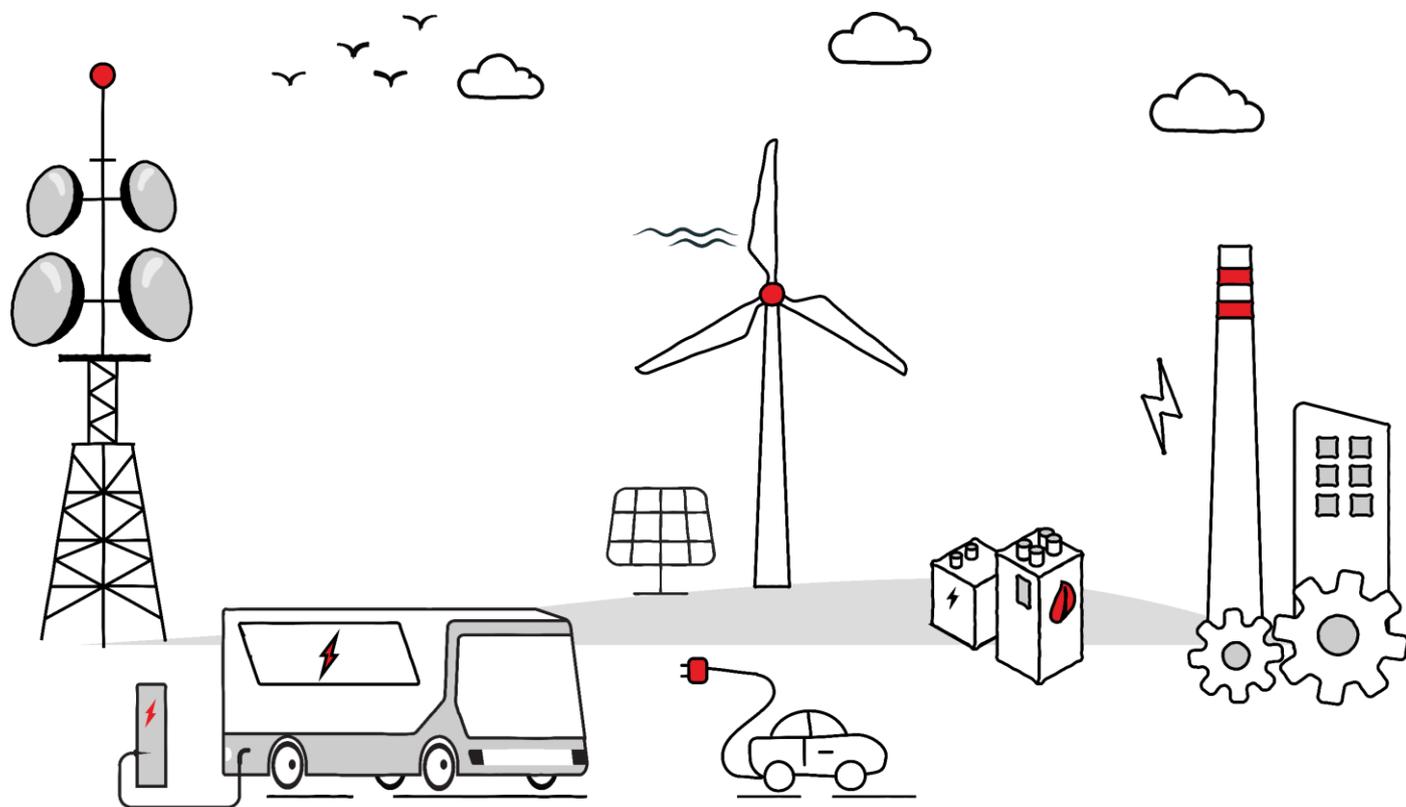


Infrastructure Outlook

Gewonnene Erkenntnisse für 2023

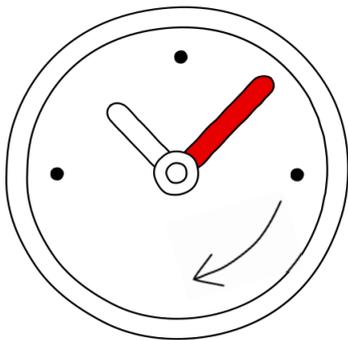


Wege ins Jahr 2023 (und darüber hinaus)

Wertschöpfung in unsicheren Zeiten

Der Infrastruktursektor bleibt trotz der Marktturbulenzen im Jahr 2022 robust. Langfristige Trends wie Digitalisierung und Dekarbonisierung werden den Bedarf an neuen Investitionen weiter vorantreiben. Allerdings haben sich die makroökonomischen Bedingungen spürbar verschlechtert. Investoren können sich nicht mehr auf günstige Kredite verlassen, um ihre Anlagerenditen zu steigern. In Zukunft müssen sie ihre Anlage- und Asset-Management-Strategien mehr überdenken und disziplinierter umsetzen, um positive Ergebnisse zu erzielen.

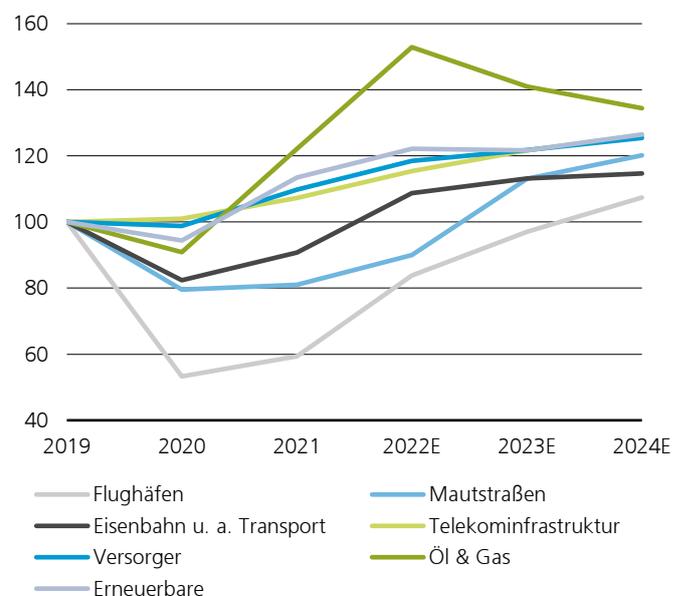
Zeit der Bewährung für Investoren



2022 war, vorsichtig ausgedrückt, ein ereignisreiches Jahr für Investoren. Themen wie hohe Inflation, steigende Zinssätze, geopolitische Spannungen, politische Unsicherheit und extreme Wetterereignisse haben die Pandemie in den Hintergrund treten lassen.

Infrastrukturanlagen haben sich im Jahr 2022 vergleichsweise gut entwickelt. Wie Ertragsprognosen von Analysten für börsennotierte Infrastruktur zeigen, bleiben die Aussichten insgesamt recht gut, wobei sich Sektoren wie Mautstraßen und Flughäfen, die zuvor unterdurchschnittlich abgeschnitten hatten, endlich stark erholen (siehe Abbildung 1).

Abbildung 1: Erträge börsennotierter Infrastruktur nach Sektoren (Indexiert auf 2019, %)

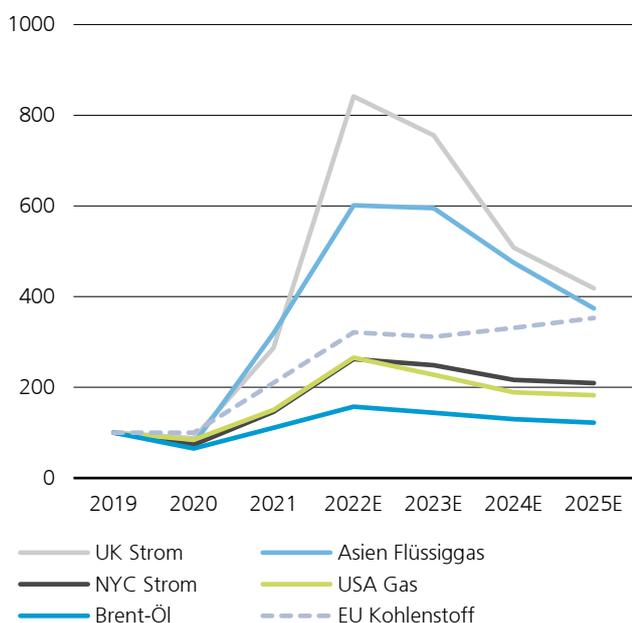


Quelle: Bloomberg, November 2022

Die Öl-und-Gas-Infrastruktur war bislang ein Sonderfall mit einer robusten Wertentwicklung aufgrund der weltweiten Energiekrise. Die Nachhaltigkeit dieser Entwicklung ist jedoch fraglich, da der Rohölpreis seit seinem Höchststand im März bereits um 30 Prozent gesunken ist. Auch die Terminmärkte deuten darauf hin, dass sich die Rohstoffpreise in den Jahren 2023 und 2024 abschwächen werden (siehe Abbildung 2), da das Angebot zunimmt und die Nachfrage sinkt.

Abbildung 2: Rohstoff-Futures, indexierte Preise

(Indexiert auf 2019)

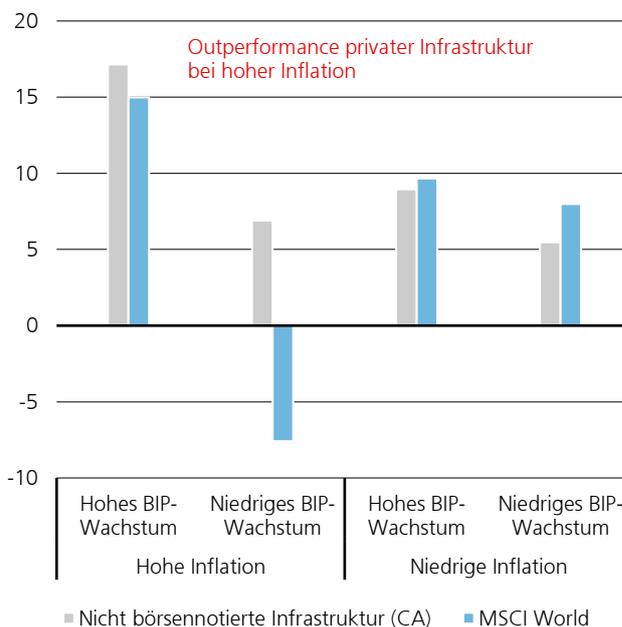


Quelle: Bloomberg, November 2022

Die Inflation hat vermehrte Aufmerksamkeit für private Infrastruktur geschaffen. Die Anlageklasse besitzt den Ruf der Robustheit in einem inflationären Umfeld, da sie über eine starke Preissetzungsmacht verfügt und höhere Kosten an die Kunden weitergegeben werden können. Auch ihre defensive Natur macht sie im Vergleich zu anderen Anlageklassen in unsicheren Zeiten relativ attraktiv, vor allem dann, wenn Investoren auf der Suche nach sicheren Häfen sind.

Performancedaten für den Zeitraum 2005 bis 2021 bestätigen dies: Private Infrastruktur schnitt bei überdurchschnittlicher Inflation besser ab als die öffentlichen Märkte (siehe Abbildung 3). Die Überlegenheit wird deutlicher, wenn eine hohe Inflation mit niedrigem BIP-Wachstum einherging. Dies hat sich 2022 klar gezeigt, da die privaten Märkte in der ersten Jahreshälfte besser abgeschnitten haben als die öffentlichen.

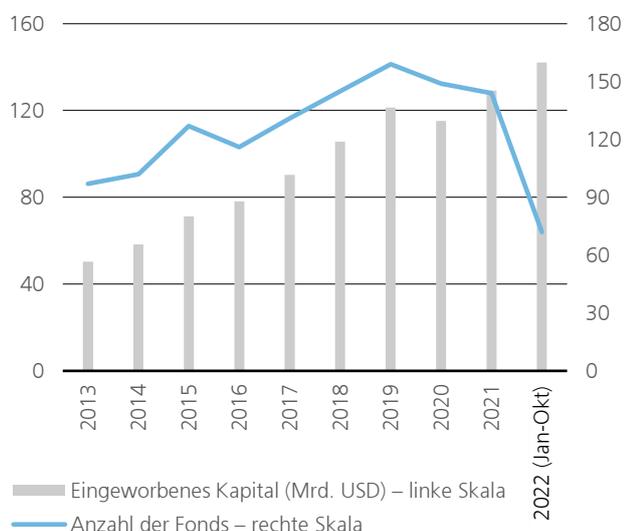
Abbildung 3: Wertentwicklung privater Infrastruktur in verschiedenen BIP-/Inflations-Szenarien 2005–2021 (%)



Quellen: Cambridge Associates; Bloomberg; MSCI; OECD, April 2022
Anm.: Darstellung basiert auf Quartalsdaten; nicht börsennotierte Infrastruktur nach Daten von Cambridge Associates; BIP- und Inflations-Daten beziehen sich auf die OECD-Länder; die Schwellenwerte für hohe(s) bzw. niedrige(s) BIP und Inflation liegen jeweils bei ~2% (basierend auf dem Median der Quartalsdaten im Beobachtungszeitraum). Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.

Bei der Mittelbeschaffung erreichte das aufgebrachte Infrastrukturkapital im September 2022 bereits einen Höchststand, obwohl die Zahl der Fonds deutlich zurückgegangen ist. Dies deutet auf eine hohe Konzentration von Megafonds hin (siehe Abbildung 4). Preqin zufolge beläuft sich das für Infrastrukturprojekte bereitstehende Kapital („trockenes Pulver“) inzwischen auf einen Rekordwert von 330 Mrd. US-Dollar.

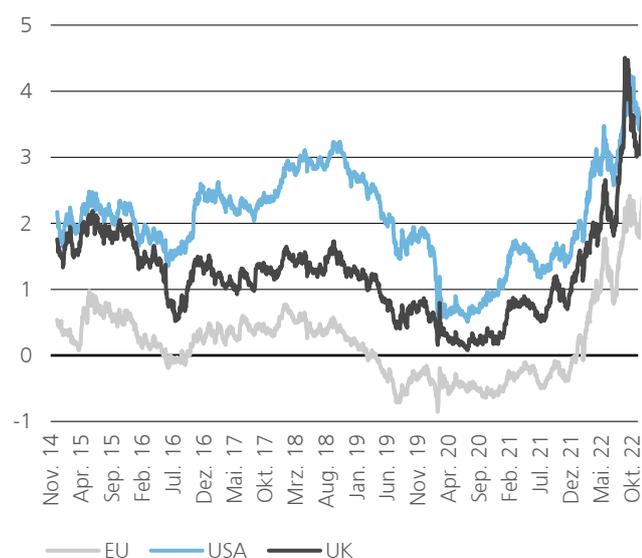
Abbildung 4: Fundraising-Trend bei Infrastruktur
(Mrd. USD)



Quelle: Preqin, Oktober 2022

Der Inflationsdruck hat die Zentralbanken in aller Welt zu einer aggressiven Straffung der Geldpolitik veranlasst. Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen sind 2022 bis November um 200–300 Bp. gestiegen (siehe Abbildung 5). Da Infrastrukturanlagen in der Regel relativ stark gehebelt sind, stellen sich nun viele Fragen hinsichtlich der Auswirkungen auf die Anlageklasse.

Abbildung 5: Renditen zehnjähriger Staatsanleihen
(Rendite von 10J-Staatsanleihen, %)



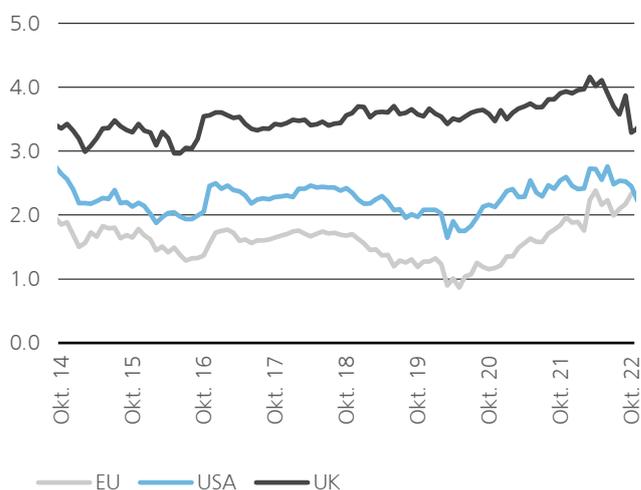
Quelle: Bloomberg, November 2022

¹ Implizite Inflationserwartungen, abgeleitet aus den Swap-Sätzen von inflationsgebundenen Wertpapieren weltweit

Schließlich haben Infrastrukturinvestoren ihre Erfolgsschwellen („Hurdle Rates“) trotz steigender Finanzierungskosten nicht erhöht. Die Bewertung von Transaktionen bleibt trotz der schwächeren Entwicklung der öffentlichen Märkte stabil. Benchmarks für private Infrastruktur wie MSCI und Burgiss blieben im ersten Halbjahr 2022 positiv, und uns sind persönlich auch keine Berichte über weit verbreitete Abschreibungen bekannt.

Dies ist ein kontroverses Thema, auf das wir später eingehen werden. Ein Argument für die Robustheit von Infrastruktur ist jedoch, dass die langfristigen Inflationserwartungen in den wichtigsten Märkten seit 2019 relativ stabil geblieben sind¹ (siehe Abbildung 6).

Abbildung 6: 5J/5J-Forward Breakeven-Inflation



Quelle: Thomson Reuters, Oktober 2022

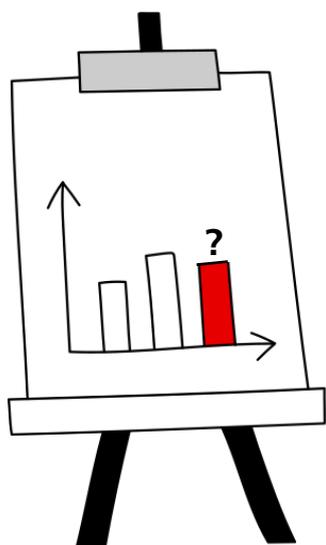
Man könnte argumentieren, dass aufgrund des langen Anlagehorizonts dieser Vermögenswerte eine Änderung der Abzinsungssätze auf Basis kurzfristiger Zins- und Inflationsänderungen unzweckmäßig erscheint, zumal die Bewertungen von Infrastrukturtransaktionen von Monat zu Monat nicht stark schwanken.

Ein einfacherer Grund ist, dass 330 Mrd. US-Dollar trockenes Pulver die Bewertungen stützen und die Hurdle Rates niedrig halten. Im Wesentlichen hebt der Wettbewerb allein die Bewertungen, da private Infrastruktur heiß begehrt bleibt.

Auf den folgenden Seiten haben wir sieben wichtige Erkenntnisse für 2023 (und vielleicht darüber hinaus) zusammengefasst.

Wir erläutern, worauf Infrastrukturinvestoren achten sollten, wie sie im aktuellen Umfeld erfolgreich sein und sich von ihren Wettbewerbern abheben können. Am Ende dieses Berichts finden Sie eine Zusammenfassung der neuesten Trends an den Infrastrukturmärkten.

Lektion 1: Bereit sein für ein schwieriges Fundraising-Umfeld



Die Widerstandskraft privater Infrastruktur in früheren Zyklen (einschließlich des COVID-19-Wirtschaftsschocks) hat den Status der Anlageklasse als sicherer Hafen gestärkt. Die starke Performance im Jahr 2022 hat ihre Robustheit in Zeiten hoher Inflation weiter unterstrichen. Außerdem wurde letztes Jahr ein Höchstwert an Infrastrukturkapital aufgenommen.

Allerdings könnte 2023 ein schwierigeres Jahr für die Mittelbeschaffung werden. Die Cashflows im Infrastrukturbereich könnten sich als so robust erweisen wie angekündigt, und die Bewertungen könnten stabil bleiben, da sich der Abzinsungssatz und die Erträge kaum ändern. Aber die Opportunitätskosten sind immer noch ein Problem.

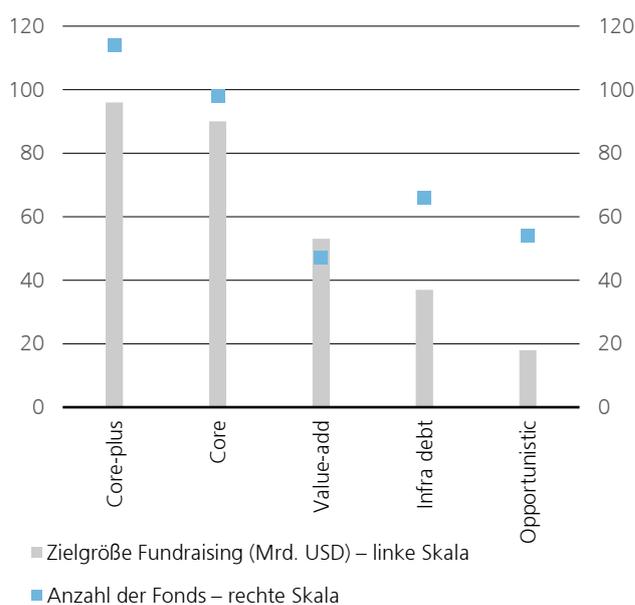
Wenn ein Investor mit dem Kauf einer zehnjährigen US-Staatsanleihe eine Rendite von 4 Prozent erhält, erscheint eine Super-Core-Strategie mit begrenztem Inflationsschutz, die eine (hypothetische) Nettorendite von 6 Prozent erzielt, weniger überzeugend. Eine Strategie mit höherem Risiko und höherer Rendite oder mit starkem Inflationsschutz würde auf der Grundlage der realen Renditen attraktiver erscheinen.

Darüber hinaus stellen die schwachen öffentlichen Märkte ein neues Problem dar: Die Allokation institutioneller Anleger in Realwerte ist nun allein aufgrund des Nennereffekts mathematisch höher (d. h., der Anteil der öffentlichen Märkte an Anlegerportfolios ist stärker zurückgegangen als der Anteil der privaten Märkte, wodurch der relative Anteil der privaten Märkte am Portfolio gestiegen ist – siehe Abbildung 8).

Da die Pläne für die Vermögensallokation in der Regel kurz vor Jahresende erstellt werden, dürfte ein Großteil des Erfolgs beim diesjährigen Fundraising für Infrastrukturprojekte auf Entscheidungen beruhen, die vor den aktuellen Marktturbulenzen getroffen wurden. Es besteht das Risiko, dass das Umfeld für die Mittelbeschaffung in diesem Jahr schwieriger sein wird als erwartet, da sich die Investoren ihren Zielen für die Infrastrukturallokation annähern (oder sie bereits überschritten haben).

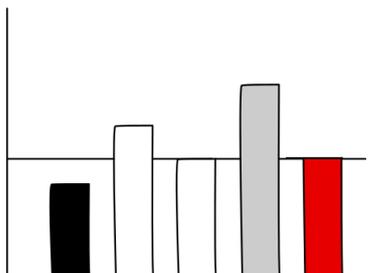
Die Kompression der Realrenditen wird zudem die Attraktivität risikoärmerer Strategien unverhältnismäßig stark beeinträchtigen, es sei denn, sie können die Inflation in hohem Maße weitergeben. Nach Angaben von Preqin verfolgt die Mehrheit der Infrastrukturfonds auf dem Markt derzeit Core- und Core-Plus-Strategien (siehe Abbildung 7).

Abbildung 7: Infrastrukturfonds im aktuellen Markt
(nach Fondstyp)



Quelle: Preqin, Oktober 2022

Lektion 2: Keine Sorglosigkeit bei den Bewertungen



Die Wertentwicklung der privaten Märkte hat sich 2022 im Vergleich zu den öffentlichen Märkten recht gut gehalten (siehe Abbildung 8). Angesichts höherer Zinsen können sich Investoren jedoch nicht mehr hinter dem Vorteil billiger Kredite verstecken. Es besteht die Gefahr, dass sie sorglos werden, zumal die Bewertungen der privaten Märkte denen der öffentlichen Märkte tendenziell folgen.

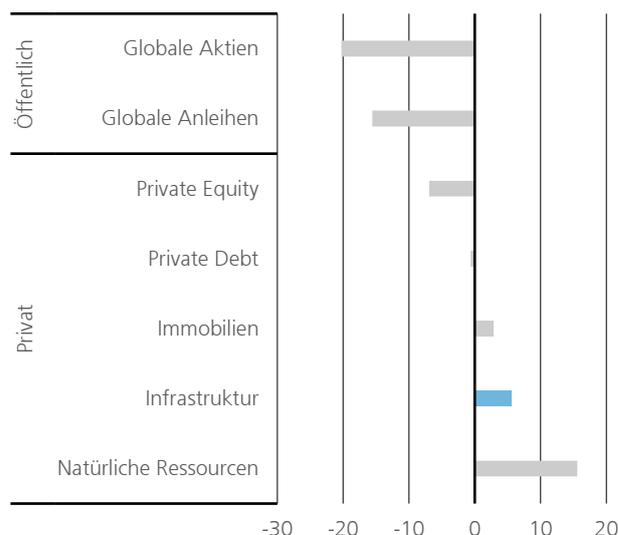
Aus unserer Sicht wird die Entwicklung von Gewinnern und Verlierern weiter auseinanderlaufen. Infrastrukturanlagen, die hohe inflationsbereinigte Cashflows erwirtschaften, werden sich auch bei diskontierten Cashflow-Bewertungen gut entwickeln, vor allem, wenn der Diskontsatz nicht stark ansteigt.

Investitionen, die sich auf einen hohen Exit-Multiplikator oder einen hohen Endwert stützen, sind dagegen stärker gefährdet, vor allem dann, wenn die Bewertungsmultiplikatoren an Vergleichswerte des öffentlichen Marktes gebunden sind, die erheblich nachgelassen haben.

Megafonds könnten ferner mehr Take-Private-Transaktionen anstreben, um die gesunkenen Bewertungen der öffentlichen Märkte auszunutzen und nach einem Rekordjahr beim Fundraising schnell Kapital einzusetzen.

Dies würde die Bewertungsbeziehung zwischen öffentlichen und privaten Märkten weiter verstärken, da sie um denselben Kapitalpool konkurrieren. Schwache öffentliche Märkte würden dann einen weiteren Abwärtsdruck auf die Bewertungen der privaten Märkte ausüben.

Abbildung 8: Wertentwicklung nach Anlageklasse, 1H22 (%)



Quellen: Burgiss; Bloomberg, Oktober 2022

Anm.: Daten zu privaten Märkten von Burgiss; globale Aktien basierend auf dem MSCI World; globale Anleihen basierend auf dem Bloomberg Global Bonds Index. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.

Unsicherheiten hinsichtlich der Finanzierung könnten sich ebenfalls negativ auf die Bewertungen auswirken. Theoretisch kann Infrastruktur mit starker Preissetzungsmacht höhere Finanzierungskosten weitergeben. Dies dauert jedoch meist eine gewisse Zeit, und auf kurze Sicht könnten die Anlagen immer noch mit einem Liquiditätsengpass oder Refinanzierungsrisiko konfrontiert sein. Vor allem Wachstumsplattformen könnten einen Bewertungsabschlag erleiden, wenn sie aufgrund beschränkter Finanzierungsmöglichkeiten für neue Projekte nicht so schnell wachsen können wie geplant.

Schließlich wird die Mittelbeschaffung im Jahr 2023 ein wichtiger Teil des Bewertungspuzzles sein. Wenn das Fundraising enttäuschend ausfällt, wie in Lektion 1 beschrieben, werden die 330 Mrd. US-Dollar an „trockenem Pulver“, die den Markt gestützt haben, schnell schrumpfen. Die Infrastrukturbewertungen werden dann unweigerlich unter Druck geraten. Derzeit diskutieren nicht allzu viele Anleger dieses Risiko.

Lektion 3: Rückkehr zu Fundamentaldaten in unsicheren Zeiten

Die Fundamentaldaten für Infrastruktur haben sich 2022 gut gehalten. Doch der Teufel steckt im Detail. Mit Blick auf die Veränderungen bei den EBITDA-Schätzungen für börsennotierte Infrastruktur (siehe Abbildung 9) erkennen wir eine allmähliche Abweichung bei den Gewinnprognosen, auch wenn sich die Gewinnschätzungen insgesamt nicht sehr verändert haben. Wir gehen davon aus, dass die gleiche Streuung der Ergebnisse auch bei privater Infrastruktur zu beobachten sein wird.

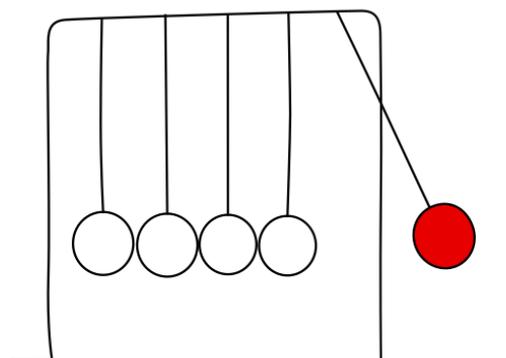
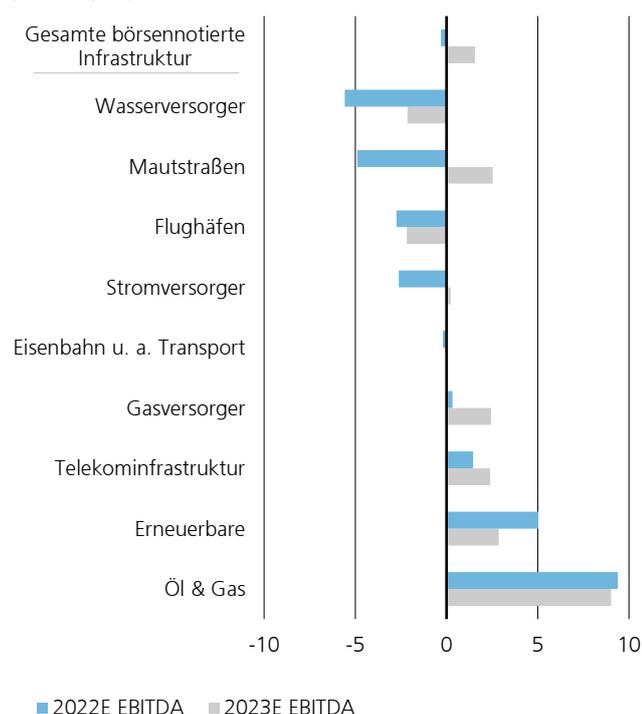


Abbildung 9: Veränderung der EBITDA-Schätzungen für börsennotierte Infrastruktur, jeweils seit Jahresbeginn (EBITDA, %)



Quelle: Bloomberg, November 2022

Angesichts hoher Inflation und negativer Konjunkturaussichten müssen sich Investoren einige grundlegende Fragen zu ihren Investments stellen. Verfügt das Unternehmen über einen „Schutzgraben“ zur Abwehr von Wettbewerbern und über Preissetzungsmacht? Wird es in der Lage sein, höhere Kosten an die Kunden weiterzugeben? Selbst bei Weitergabe der Inflation, ab welchem Punkt leidet die Nachfrage? Wie stark können die Erträge im Extremfall sinken?

Auch wenn die Infrastrukturinvestoren ihre Hurdle Rates nicht geändert haben, bedeutet dies nicht, dass sie aus der Verantwortung genommen sind. Wenn überhaupt, dann wird die Solidität ihrer Finanzprognosen noch genauer unter die Lupe genommen werden.

Für den Stresstest einer Investition muss die Sensitivität gegenüber allen Kombinationen aus hoher Inflation, niedriger Inflation, starkem BIP-Wachstum und schwachem BIP-Wachstum untersucht werden. Dies ist besonders wichtig für Infrastrukturanlagen, die typischerweise einen hohen Fremdkapitalanteil aufweisen. Selbst wenn die zugrunde liegenden Fundamentaldaten solide sind, kann ein Abschwung leicht zu einer finanziellen Notlage führen, wenn die Verschuldung zu hoch ist und zu aggressive Annahmen für die Refinanzierung getroffen wurden.

Eine milde, aber lang anhaltende Rezession stellt ein weiteres unterschätztes Negativszenario dar. Aufgrund der langen Lebensdauer von Infrastrukturinvestitionen haben ein bis zwei Jahre Ertragsschwäche (solange keine finanzielle Notlage besteht) in der Regel nur begrenzte Auswirkungen auf die Bewertung, wie der COVID-19-Schock gezeigt hat. Eine lange und milde Rezession könnte Investoren jedoch möglicherweise zu größeren Abschreibungen zwingen, da eine Verschlechterung der Cashflow-Aussichten über einen längeren Zeitraum die Bewertungen stark beeinträchtigt.

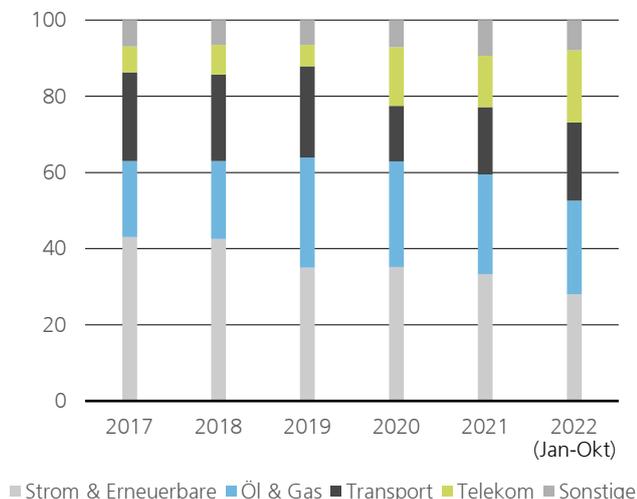
Lektion 4: Chancen und Risiken abwägen, die sich aus einer erweiterten Definition von Infrastruktur ergeben



Traditionell steht Infrastruktur für Investitionen in reale Vermögenswerte („Hard Assets“), die wesentliche Dienstleistungen erbringen und sich durch eine lange Lebensdauer der Objekte, monopolistisches oder oligopolistisches Verhalten, hohe Gewinnspannen und vertraglich festgelegte Cashflows auszeichnen.

In letzter Zeit wurde diese Definition erweitert. Zum Beispiel zählten vor fünf Jahren Telekommunikationsanlagen (wie Rechenzentren, Fernmeldetürme, Glasfasernetze) nur zu den Randbereichen dessen, was als Infrastruktur galt. 2022 entfielen auf Telekommunikationsanlagen fast 20 Prozent des weltweiten Transaktionsvolumens mit Infrastruktur (siehe Abbildung 10).

Abbildung 10: Volumen von Infrastruktur-Deals weltweit (geschlossene Infrastrukturtransaktionen, %)



Quelle: Inframation, Oktober 2022

Vieles an dieser Entwicklung ist organisch. Als der Datenkonsum zunahm, wurde die Wichtigkeit dieser Anlagen noch deutlicher. Langfristiger wirtschaftlicher Rückenwind hat es Investoren ermöglicht, einige der traditionellen Definitionen von Infrastruktur zu lockern (z. B. weniger kurzfristige Cashflows für höheres Wachstum), da diese Investitionen immer noch viele der anderen Kriterien erfüllen (z. B. hohe Margen, wesentliche Dienstleistungen, Oligopol).

Ähnlich verhält es sich bei den erneuerbaren Energien. Mit wachsender Reife des Sektors wurden Anlagen mit erhöhtem Marktpreisrisiko oder Plattformgeschäfte mit begrenzten kurzfristigen Cashflows zunehmend zum Normalfall, da der Sektor als Ganzes im Vergleich zu vor zehn Jahren erheblich weniger Risiken aufweist.

Einige Infrastrukturfonds zielen jedoch auch auf Investitionen ab, die eine Asset-Light-Strategie verfolgen oder geringere Margen erwirtschaften. Einige davon sind immer noch gute Unternehmen, da sie oft in attraktiven Branchen wie der Telekommunikation oder den erneuerbaren Energien aktiv sind. Aber sie bringen zweifellos auch mehr Risiko mit sich. Dienstleistungsunternehmen mit niedrigen Margen sind in der Regel anfälliger für Konjunkturabschwünge, da sie auf einer eher diskretionären Nachfrage beruhen.

Auf langfristiges Wachstum ausgerichtete Unternehmen sind auch mit höheren Bewertungsrisiken behaftet. Basierend auf dem Zeitwert des Geldes ist Liquidität jetzt mehr wert als später. Eine anhaltende wirtschaftliche Schwäche würde die Bewertung von Unternehmen, die derzeit nur geringe Cashflows erwirtschaften und zu sehr auf langfristiges Wachstum setzen, weiter unter Druck setzen. Die Abwertung von Technologieaktien an der Börse ist ein Warnzeichen dafür.

Wie in Lektion 1 erörtert, erscheinen andererseits die realen Renditen weniger attraktiv, wenn der Wert einer Anlage hauptsächlich aus kurzfristigen Cashflows stammt, es sei denn, diese verfügt über eine sehr hohe Barrendite, die von der Inflation profitiert.

Investoren stehen daher vor einem Dilemma: Sollen sie in langfristiges Wachstum investieren, was im aktuellen Umfeld risikoreicher ist, oder in weniger risikoreiche Core-Objekte mit starken Cashflows, die relativ unattraktive reale Renditen bieten? Die Antwort hängt von der jeweiligen Transaktion ab, und wie in Lektion 2 erläutert, dürften die fundamentalen Unternehmensdaten den Ausschlag geben.

Lektion 5: Vom reaktiven zum proaktiven Asset Management

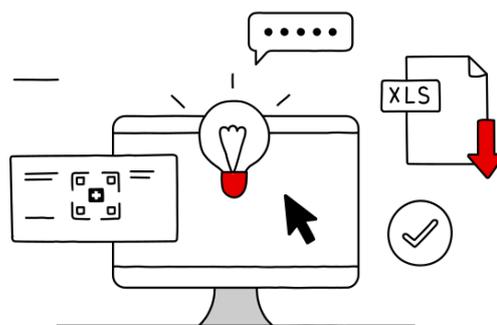
Da sich die Geschäftsmodelle für Infrastruktur ständig weiterentwickeln, müssen Investoren die Ärmel hochkrempeln und eine proaktivere Rolle beim Asset Management einnehmen. Vorbei sind die Zeiten, in denen sie eine Investition tätigen und davon ausgehen konnten, dass diese von Anfang bis Ende ihrer Lebensdauer ununterbrochen Cashflows generieren würde.

Bei vielen Investitionen in saubere Energie und Telekommunikationsinfrastruktur handelt es sich heute beispielsweise um Plattformen. Dies bedeutet, dass die Investoren nicht nur ein Portfolio von Betriebsanlagen erwerben. Sie akquirieren auch Managementteams, die eine Pipeline von Wachstumsprojekten monetarisieren werden.

Investoren müssen sicherstellen, dass sie die richtigen Mitarbeiter für die Umsetzung dieser Wachstumsstrategien einstellen, über geeignete Anreizprogramme und passende Organisationsstrukturen verfügen und gegebenenfalls Branchenexperten engagieren, um intern für mehr praktische Unterstützung zu sorgen.

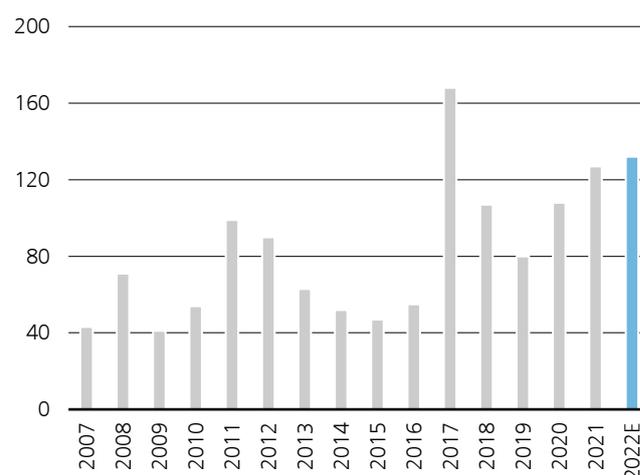
Veränderte Technologien und Richtlinien sind ein weiterer wichtiger Faktor beim Management von Infrastrukturanlagen. Selbst wenn eine Investition dem Anschein nach guten Ergebnissen erzielt und auf Hochtouren läuft, müssen die Manager proaktiv an ihrer Zukunftssicherheit arbeiten.

Gibt es neue Technologien, die den Erfolg der Anlage steigern können? Oder im Gegenteil, die den Wettbewerb verschärfen? Muss ein strengerer ESG-Rahmen geschaffen werden, um künftige Berichtsansforderungen zu erfüllen? Werden sich bestimmte politische Veränderungen positiv oder negativ auf die Anlageobjekte auswirken? Dies ist die Art von Fragen, die sich Asset Manager unablässig stellen sollten.



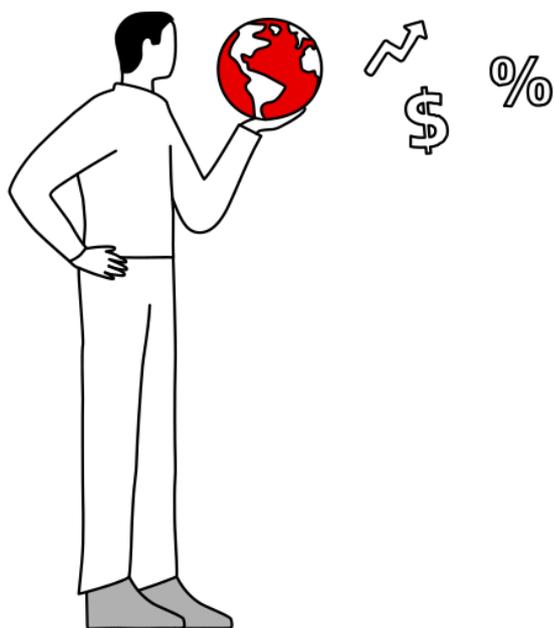
Schließlich ist das Klimarisiko in den letzten Jahren auch für Realwerte greifbarer geworden (siehe Abbildung 11). Wir haben erlebt, wie Rechenzentren in Hitzewellen ausfielen, das Frachtaufkommen von Häfen wegen ausgetrockneter Flüsse zurückging und Windturbinen in Winterstürmen einfroren. Manager müssen möglicherweise robustere Wartungspläne einführen, bestehende Anlagen aufrüsten, die finanzielle Absicherung prüfen oder Geschäftsverträge ändern, um die Belastbarkeit der Investition zu gewährleisten.

Abbildung 11: Wetterbedingte Versicherungsschäden weltweit (Mrd. USD)



Quelle: Aon 3Q22 Global Catastrophe Recap, Oktober 2022

Lektion 6: Höhere Preisvolatilität durch Globalisierung der Gasmärkte erwarten



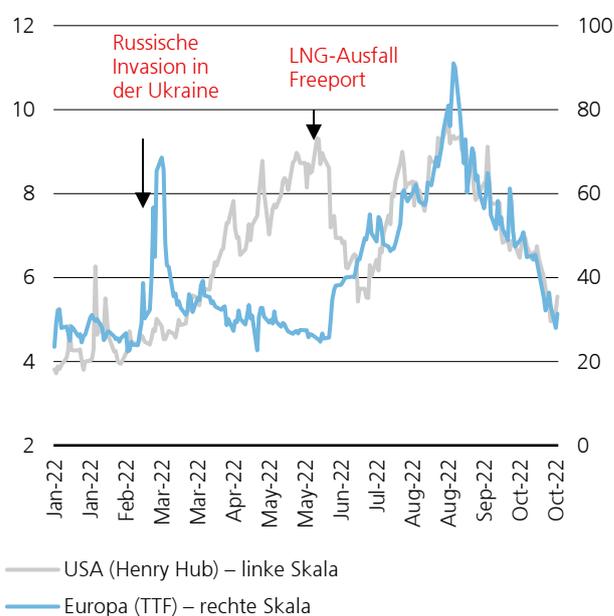
Die weltweite Energiekrise hat dazu geführt, dass die Energiepreise in Regionen wie Europa, wo im Jahr 2022 fast die Hälfte der Inflation auf Energiekosten entfiel, untragbar wurden. Die hohen Kosten reichen aus, um die lokalen Volkswirtschaften in eine Rezession zu treiben, da die Hersteller sich die Energiekosten nicht mehr leisten können und die Industrieproduktion gedrosselt wird.

Die Auswirkungen auf die USA sind begrenzter, da das Land über viele Ressourcen verfügt und Energie 2022 nur weniger als 20 Prozent der gesamten Inflation ausmachte. Die Krise eröffnet den USA zudem signifikante Möglichkeiten zum beschleunigten Ausbau der Kapazitäten für Flüssigerdgas (LNG).

Die unbeabsichtigte Folge von LNG ist jedoch, dass sich die Preise für Erdgas (und sogar für Strom) stärker globalisieren werden. Im Gegensatz zu Rohstoffen wie Erdöl, das schon immer global gehandelt wurde, haben sich die Erdgas- und Strompreise früher aufgrund von Schwierigkeiten bei Transport und Lagerung eher ortsabhängig entwickelt.

Der Ausbau von LNG verändert diese Dynamik. So musste zum Beispiel im Juni 2022 das LNG-Terminal in Freeport, USA, nach einer Explosion abgeschaltet werden – die unmittelbare Folge war ein Rückgang der Erdgaspreise in den USA um 20 Prozent und ein Anstieg der europäischen Preise um 40 Prozent in der Woche darauf (siehe Abbildung 12).

Abbildung 12: Erdgaspreise (USD/MMBtu)



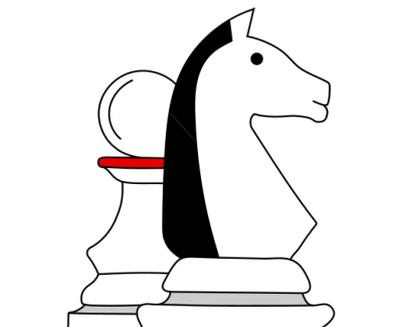
Quelle: Bloomberg, Oktober 2022

Diese Verknüpfung gab es vor dem Ausbau der LNG-Terminals in den USA nicht. Sie ist ein Zeichen dafür, dass Investoren auf diese Art von Ereignissen besser vorbereitet sein müssen.

Da die Erdgaspreise an den meisten Märkten üblicherweise den Grenzpreis für Strom bestimmen, könnten sogar die globalen Strompreise stärker verknüpft werden. Darüber hinaus wird die beschleunigte Einführung erneuerbarer Energien die Schwankungen der Strompreise weiter erhöhen, da diese Ressourcen nur unregelmäßig zur Verfügung stehen, was die Preisvolatilität überall steigern wird.

Investoren müssen die Energiemärkte stärker aus globaler Sicht betrachten, mit höheren Ertragskorrelationen zwischen verschiedenen Regionen rechnen, weltweite Ereignisse (z. B. Wetter, politische Veränderungen, höhere Gewalt usw.) stärker berücksichtigen und sich auf eine höhere Preisvolatilität einstellen.

Lektion 7: Die Politik nicht ignorieren



Das aktuelle inflationäre Umfeld hat die Krise der Lebenshaltungskosten weltweit verschärft und vermehrt zu staatlichen populistischen Maßnahmen und Interventionen geführt. Dazu gehören Preisobergrenzen für Energie, Zufallssteuern, neue Verordnungen und sogar Verstaatlichung.

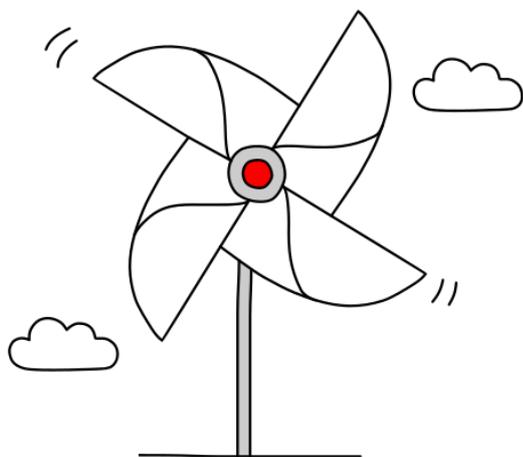
Einiges davon erscheint notwendig, da der Gesellschaftsvertrag eines Staates mit seinen Bürgern auch darin besteht, deren Grundbedürfnisse zu schützen. Dennoch wird so ein Präzedenzfall für künftige staatliche Eingriffe geschaffen, und die langfristige Risikoprämie könnte sich erhöhen. Die Investoren können nicht mehr auf dauerhaftes regulatorisches Wohlwollen zählen, selbst in ehemals investorenfreundlichen Rechtsordnungen.

Regierungen weltweit scheinen zudem die Ziele der Dekarbonisierung zu missachten, indem sie kohlebefeuerte Anlagen wieder in Betrieb nehmen und fossile Brennstoffe fördern. Hierbei ist es wichtig, dass Investoren das Gesamtbild betrachten. Hohe Preise für fossile Brennstoffe können die Staaten kurzfristig zu extremen Maßnahmen zwingen, doch längerfristig würden auch diese die Energiewende beschleunigen, da sich die Länder nach alternativen Energiequellen umsehen.

Zum Beispiel wurden die Investoren von der Verabschiedung des US Inflation Reduction Act überrascht, der sich zum wichtigsten Gesetz für saubere Energie in der jüngeren Geschichte entwickelt hat. Wir lernen daraus, dass die öffentliche Meinung wichtig ist und dass Themen, die breite politische Unterstützung erhalten (z. B. Dekarbonisierung), mehr regulatorischen Rückenwind haben werden.

Politik ist bekanntlich schwer zu prognostizieren. Anleger sollten ein Gespür für das politische Klima haben, aber sie sollten auch konservative Annahmen über die Politik treffen. Ein möglicher Lösungsansatz besteht darin, die Stärke rechtlicher Verträge (und die Stabilität der einschlägigen Rechtssysteme) zu prüfen, um sicherzustellen, dass Investitionen auch bei politischen Turbulenzen geschützt sind.

Private Infrastrukturmärkte



In diesem Abschnitt befassen wir uns mit dem Zustand der Märkte für Infrastrukturbeteiligungen und -kredite im Hinblick auf ihre Performance und Bewertungen.

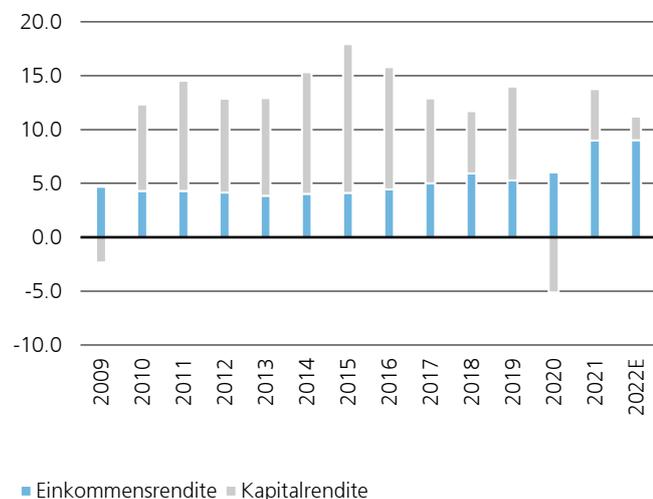
Infrastrukturbeteiligungen

Nach Angaben von MSCI und Burgiss erzielte globale private Infrastruktur in der ersten Jahreshälfte 2022 ein Plus von 5,6 Prozent, während Aktien² im gleichen Zeitraum um 20 Prozent sanken. Interessanterweise wird die Wertentwicklung privater Infrastruktur laut MSCI zunehmend von der Einkommens- und nicht von der Kapitalertragskomponente bestimmt (siehe Abbildung 13).

² MSCI World Index

Abbildung 13: Performance von Infrastruktur

(Bruttogesamtrendite %, Lokalwährung)



Quelle: MSCI Global Quarterly Private Infrastructure Index, Juni 2022
Anm.: 2022E basiert auf annualisierten 1H22-Daten. Die erwartete/vergangene Wertentwicklung ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.

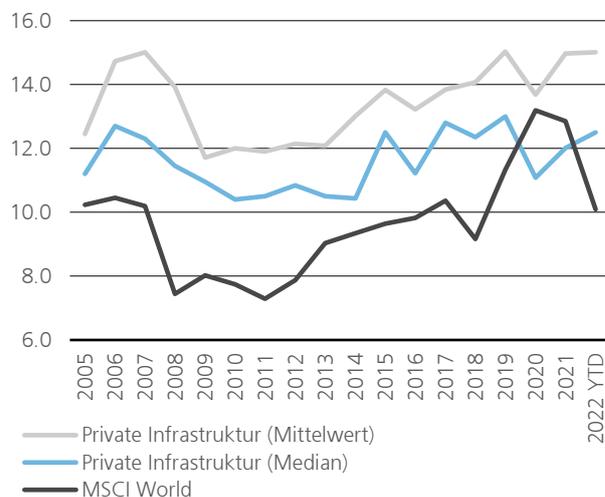
Steigende Barrenditen deuten darauf hin, dass bei den kurzfristigen Erträgen die Inflation in hohem Maß weitergegeben wird. Wie in Lektion 2 dargestellt, könnten Faktoren wie eine einbrechende Nachfrage diese Weitergabe aber nach oben begrenzen. Andererseits zeigen sinkende Kapitalerträge, dass Wachstumsstrategien mit Risiken behaftet sind, was wir ebenfalls in den Lektionen 2 und 4 erörtert haben. Es gilt, das richtige Gleichgewicht zwischen Barrendite, Inflationsausgleich und langfristigem Wachstum zu finden. Investoren können sich nicht mehr darauf verlassen, dass günstige Finanzierungen die Rendite stützen, und wir glauben, dass die Wertentwicklung verschiedener Infrastrukturanlagen in Zukunft stärker divergieren wird.

Der EDHEC-Index für private Infrastruktur lag in den ersten neun Monaten 2022 bei minus 5 Prozent und übertraf damit immer noch deutlich die Performance der öffentlichen Märkte. Das dritte Quartal 2022 blieb im Vergleich zum zweiten Quartal weitgehend unverändert, was auf eine gewisse Stabilisierung nach anfänglicher Schwäche hindeutet. Die Bewertungsmethodik von EDHEC ist stärker von veränderten Diskontsatzannahmen abhängig, was erklärt, warum die Bewertungen schwächer ausfallen als bei MSCI oder Burgiss.

Wir haben die EV/EBITDA-Transaktionsmultiplikatoren für private Infrastruktur (Abbildung 14) auf Grundlage von über tausend Datenpunkten im Laufe der Jahre verfolgt. Sowohl der Mittelwert als auch der Median der Multiplikatoren von privater Infrastruktur bleiben erhöhet, trotz des deutlichen Rückgangs der Borsenmultiplikatoren. Wie bereits dargestellt, erklärt dies, warum private Infrastruktur weiterhin hohe Bewertungen und eine starke Performance aufweist, auch wenn die Abwärtsrisiken überwiegen.

Abbildung 14: Unternehmenswert/EBITDA von privater und börsennotierter Infrastruktur

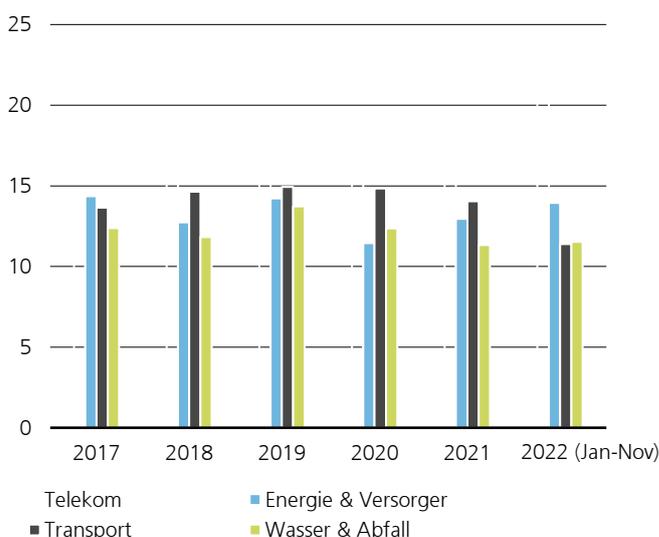
(EV/EBITDA-Multiplikatoren)



Quellen: UBS Proprietary Database; Mergermarket; InfraNews; Bloomberg, November 2022

Wenn wir die Bewertungsmultiplikatoren nach Sektoren aufschlüsseln, stellen wir divergierende Trends fest. So erzielen beispielsweise Telekom-Deals aufgrund ihres Ertragspotenzials höhere Multiplikatoren (siehe Abbildung 15). Der Energiesektor wird derweil durch die hohen Rohstoffpreise gestützt. Andererseits zeigt sich im Transportsektor ein gewisser Abwärtstrend.

Abbildung 15: Unternehmenswert/EBITDA von privater Infrastruktur nach Branche (EV/EBITDA-Multiplikatoren)



Quellen: UBS Proprietary Database; Mergermarket; InfraNews; Bloomberg, November 2022

Wir sind der Ansicht, dass das investierbare Infrastruktur-Universum weiter wachsen wird, insbesondere vor dem Hintergrund des US-Inflationsbekämpfungsgesetzes, der globalen Energiekrise und des erhöhten Potenzials für die Privatisierung börsengehandelter Unternehmen. Zudem werden sich Regierungen angesichts beschränkter Haushaltsmittel verstärkt auf privates Kapital stützen müssen, um die Finanzierungslücke bei Infrastruktur zu schließen.

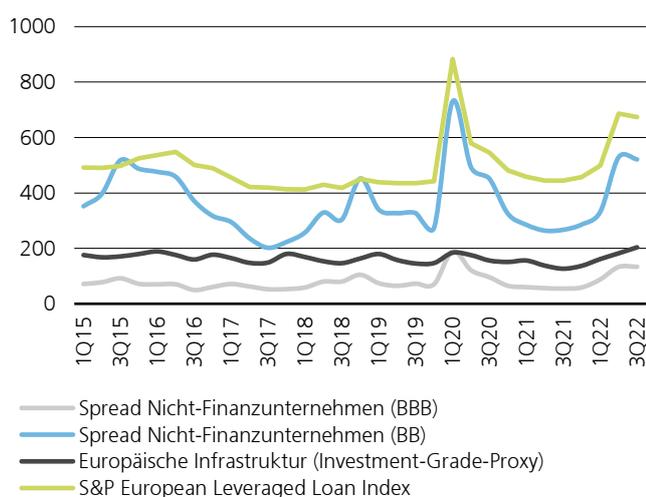
Sollte allerdings die Mittelbeschaffung ins Stocken geraten (wie in Lektion 2 beschrieben), könnten wir zum ersten Mal seit 2014 einen Rückgang des „trockenen Pulvers“ erleben, was sich auf die Bewertungen und die Performance von Infrastruktur auswirken würde.

Infrastrukturkredite

Steigende Basiszinssätze und Spreads sind positiv für die relative Attraktivität von Strategien mit Infrastrukturkrediten. Die Gesamtrenditen für vorrangige Infrastrukturkredite in Europa sind letztes Jahr bis September um rund 3 Prozent auf 5–6 Prozent gestiegen, vergleichbar mit den Renditen von Core-Infrastrukturbeteiligungen.

Die Renditeaufschläge für börsengehandelte Anleihen europäischer Nicht-Finanzunternehmen mit BBB-Rating haben sich letztes Jahr bis September um rund 70 Bp. erhöht, während sie bei Hochzinsanleihen um rund 185 Bp. gestiegen sind. Die Renditeaufschläge an den privaten Märkten folgen mit Verzögerung den Spreads der öffentlichen Märkte, sofern deren Anstieg nachhaltig ist

Abbildung 16: Spreads von privaten Infrastrukturkrediten (Basispunkte)



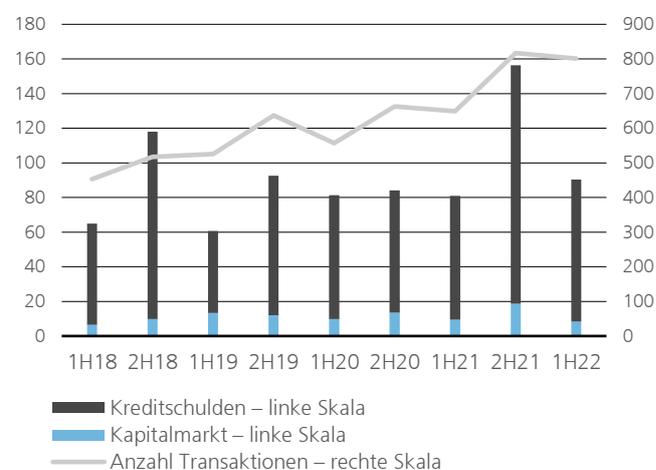
Quellen: Bloomberg; EDHEC Debt Indices (Europe); S&P European Leveraged Loan Index; UBS Asset Management, Real Estate & Private Markets (REPM), September 2022

Höhere Fremdkapitalkosten könnten sich auf die Transaktionsvolumina auswirken, da die Attraktivität der Refinanzierung sinkt. Sponsoren könnten auch ihre Investitions- und Rollout-Pläne revidieren, wenn die

Wirtschaftlichkeit einer gehebelten Transaktion nicht mehr ihren Renditeanforderungen entspricht.

2021 war ein Rekordjahr für Infrastrukturfinanzierungen in Europa. Das erste Halbjahr 2022 lag rund 11 Prozent über dem ersten Halbjahr 2021; wir gehen jedoch davon aus, dass das Volumen im zweiten Halbjahr 2022 niedriger ausfallen wird als im Vorjahr. Bei Infrastrukturbeteiligungen erwarten wir eine starke Nachfrage nach defensiven Geschäftsmodellen, die in der Lage sind, höhere Kosten weiterzugeben.

Abbildung 17: Europäische Infrastrukturkredite (Mrd. USD)



Quelle: Infralogic, November 2022

Fazit

Der Markt für private Infrastruktur hat im Jahr 2022 Spitzenwerte beim Fundraising, eine starke Wertentwicklung und stabile Bewertungen verzeichnet. Investoren sollten jedoch nicht zu sorglos sein, denn wir erwarten für 2023 mehr Risiken am Markt.

Investoren können sich nicht mehr auf billige Kredite verlassen, um Anlagerenditen zu erzielen. Die Unterschiede zwischen Gewinnern und Verlierern werden sich vergrößern, und wer erfolgreich sein will, muss sich auf die Grundlagen besinnen: solide Fundamentaldaten, rigorose Investmentanalysen und aktives Asset Management.

Insgesamt wird die Infrastrukturbranche auch in Zukunft von langfristigen Megatrends wie Digitalisierung und Dekarbonisierung profitieren. Allerdings müssen Investoren ihre Erwartungen realistischer einschätzen und aktuelle Portfolios und zukünftige Investitionen sorgfältiger analysieren. Bei der Verringerung von Unsicherheiten wird zudem die Diversifikation eine wesentliche Rolle spielen.

Für mehr Informationen kontaktieren Sie bitte:

UBS Asset Management

Real Estate & Private Markets (REPM)
Research & Strategy – Infrastructure

Declan O'Brien
+44-20-7567 1961
declan.obrien@ubs.com

Alex Leung
+1-212-821 6315
alex-za.leung@ubs.com



Follow us on LinkedIn

Scannen Sie diesen Code, um direkt auf unsere
Research-Plattform zu gelangen!



www.ubs.com/infrastructure

Diese Publikation stellt keine Aufforderung zum Kauf oder zum Verkauf von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten in Bezug auf die UBS AG oder ihre verbundenen Unternehmen in der Schweiz, in den USA oder in sonstigen Jurisdiktionen dar. UBS verbietet die vollständige oder teilweise Weitergabe oder Vervielfältigung dieser Unterlagen ohne ihre vorherige schriftliche Genehmigung ausdrücklich und übernimmt keinerlei Haftung für diesbezügliche Handlungen Dritter. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen wurden auf der Grundlage von Informationen aus Quellen zusammengestellt bzw. gebildet, die wir als zuverlässig und glaubhaft ansehen. Es wird jedoch keine Verantwortung für Fehler oder Auslassungen übernommen. Alle genannten Informationen und Meinungen können sich ohne Mitteilung ändern. Bitte beachten Sie, dass die Wertentwicklung in der Vergangenheit kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung ist. Bei Anlagen in Immobilien/Infrastruktur/Private Equity (über Direktinvestitionen oder geschlossene oder offene Fonds) sind die zugrunde liegenden Vermögenswerte illiquide. Die Bewertung ist eine Frage der Einschätzung von Gutachtern. Der Wert von Anlagen und die aus ihnen erzielten Erträge können sowohl steigen als auch sinken. Die Anleger erhalten möglicherweise nicht den ursprünglich investierten Betrag zurück. Alle geäußerten Einschätzungen zu Markt und Kapitalanlagen sind nicht als Anlageresearch gedacht. **Dieses Dokument wurde nicht gemäss den Anforderungen eines Landes zur Förderung der Unabhängigkeit des Investment-Research erstellt und unterliegt keinem Handelsverbot vor der Verbreitung von Investment-Research.** Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen keine Verbreitung dar und sind nicht als Empfehlung zum Kauf oder Verkauf eines bestimmten Wertpapiers oder Fonds zu betrachten. Einige Kommentare in diesem Dokument gelten als zukunftsgerichtete Aussagen. Die tatsächlichen zukünftigen Ergebnisse können jedoch erheblich davon abweichen. Die hierin geäußerten Meinungen spiegeln das beste Urteil von UBS Asset Management zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichts wider. Eine Verpflichtung zur Aktualisierung oder Änderung zukunftsgerichteter Aussagen aufgrund neuer Informationen, zukünftiger Ereignisse oder aus anderen Gründen wird abgelehnt. Des Weiteren stellen diese Einschätzungen keine Prognose oder Garantie hinsichtlich der zukünftigen Wertentwicklung einzelner Wertpapiere, Anlageklassen oder Märkte im Allgemeinen dar noch sind sie dazu gedacht, die zukünftige Wertentwicklung eines Kontos, Portfolios oder Fonds von UBS Asset Management zu prognostizieren. Quelle aller Daten/Grafiken (soweit nicht anders angegeben): UBS Asset Management, Real Estate & Private Markets. Die hierin geäußerten Meinungen bieten eine Übersicht zu den Einschätzungen von UBS Asset Management, Real Estate & Private Markets, per November 2022. Alle Angaben per November 2022, sofern nicht anders angegeben. Veröffentlicht im November 2022. **Zugelassen zur weltweiten Verwendung.**

© UBS 2022. Das Schlüsselsymbol und UBS gehören zu den geschützten Marken von UBS. Andere Kennzeichen können Marken ihrer jeweiligen Inhaber sein. Alle Rechte vorbehalten.

