



Johannes Maier

Portfolio Manager für
globale Infrastruktur-Aktien

Analyse

Hohe Inflationsraten sind gut für Infrastruktur-Aktien

15. April 2021

www.bantleon.com

Anleger, die in den nächsten Jahren mit steigender Inflation rechnen, können ihr Portfolio gut mit Infrastruktur-Aktien vor der schleichenden Geldentwertung schützen. Im langfristigen Vergleich erzielte börsennotierte Infrastruktur nämlich eine Rendite, die deutlich über der Inflationsrate lag. In den vergangenen 20 Jahren beispielsweise kamen globale Infrastruktur-Aktien gemessen am GLIO Index auf annualisierte Renditen von über 10% und schlugen damit sogar den MSCI World um über 2%-Punkte p.a. Besonders stark war der Kurszuwachs von Infrastruktur-Aktien bei Inflationsraten über 3%.

Viele Investoren gehen davon aus, dass die Zeit anhaltend tiefer Inflation vorbei ist. Sie befürchten, dass die ohnehin gesunkenen Renditen am Kapitalmarkt in den nächsten Jahren von steigenden Teuerungsraten vollkommen aufgefressen werden. Die Assetklasse der Infrastruktur-Aktien ist in einem solchen Umfeld ein verlässlicher Baustein: Im langfristigen Vergleich erzielte börsennotierte Infrastruktur nämlich eine Rendite, die deutlich über der Inflationsrate lag. In den vergangenen 20 Jahren beispielsweise kamen globale Infrastruktur-Aktien gemessen am GLIO Index auf annualisierte Renditen von über 10% und schlugen damit sogar den MSCI World um über 2%-Punkte p.a. Besonders stark war der Kurszuwachs von Infrastruktur-Aktien, wenn die Inflationsraten gemessen am US-Verbraucherpreisindex (VPI) über 3% lagen. In diesen Phasen übertrafen sie den MSCI World um durchschnittlich 13% p.a. In Zeiten besonders tiefer Inflationsraten hingegen konnten Infrastruktur-Aktien nicht mit dem breiten Aktienmarkt mithalten.

Erträge der meisten Infrastruktur-Unternehmen sind an Inflation gekoppelt

Mit Blick auf die besonderen Eigenschaften von Infrastruktur-Unternehmen liegen die Gründe für dieses Verhalten auf der Hand: Die regulatorischen Rahmenbedingungen, Konzessionen und langfristigen Verträge koppeln die Erträge der meisten Infrastruktur-Unternehmen explizit an die Inflation. Selbst wenn keine explizite Verknüpfung der Erträge mit Preissteigerungen besteht, können sich die Betreiber von Infrastruktur durch ihre Quasi-Monopolstellungen auf eine erhebliche Preissetzungsmacht verlassen und Teuerungsraten auf Kunden überwälzen.

Zudem bestehen erhebliche Markteintrittsbarrieren für den Bereich Infrastruktur, welche hauptsächlich aus den regulatorischen Rahmenbedingungen, der Flächenverfügbarkeit und hohen Erstinvestitionen resultieren. Oft haben Kunden daher kaum Alternativen für Infrastruktur-Dienstleistungen. Selbst konsequente Preiserhöhungen führten für Betreiber von Infrastruktur folglich nur selten zu volumenbasierten Nachfragerückgängen. Wie gut die Erträge von Infrastruktur-Unternehmen vor Inflation geschützt sind, hängt jedoch vor allem vom Sektor und vom Land ab, in dem die Dienstleistungen angeboten werden. Entscheidend sind hier die Transparenz beim regulatorischen Entscheidungsprozess sowie die regulatorische Sicherheit. Ferner ist zu be-

rücksichtigen, mit welcher Zeitverzögerung inflationsbedingte Preiserhöhungen erwirtschaftet werden dürfen.

Besten Inflationsschutz bei regulierten Versorgern und Mautstraßenbetreibern

Den besten Inflationsschutz bieten regulierte Versorger und Betreiber von Mautstraßen. Die Regulatorik ist für diese Segmente nämlich meist eindeutig und lässt inflationsgekoppelte Preissteigerungen zu. Außerdem bestehen Unternehmen aus diesen Segmenten schon lange und sind bekannt für eine hohe Transparenz bei der Umsetzung von Preisanpassungen. In den Konzessionen des französischen Mautstraßenbetreibers Vinci beispielsweise ist festgelegt, dass die Autobahngebühren jährlich um mindestens $VPI \times 70\%$ (Verbraucherpreisindex) erhöht werden. Der australische Betreiber von Mautstraßen Transurban kann die Gebühren um mindestens 4% pro Jahr anheben – wenn die Inflation höher ist, sogar um diesen höheren Wert.

Im Gegensatz zu Infrastruktur-Unternehmen aus Industriestaaten unterliegen solche aus Entwicklungsländern, auch in Bezug auf die Inflation, großer regulatorischer Unsicherheit. Aber auch bei Versorgern in den USA ist die Preisanpassung nicht explizit vertraglich geregelt, wenngleich sich die Regulierungsbehörde in der Vergangenheit als unternehmensfreundlich erwies und auch im vergangenen Jahrzehnt Renditen oberhalb der Inflationsraten zuließ. Diese Beispiele zeigen, dass ein passives Investment in Infrastruktur-Aktien – beispielsweise über ETFs – den gewünschten Inflationsschutz nicht garantiert.

Nachhaltig steigende Zinsen könnten Infrastruktur-Unternehmen belasten

Neben der Ertragsseite ist das Inflationsrisiko bei Infrastruktur-Unternehmen auch auf der Kostenseite überschaubar. Weil Investitionen in Infrastruktur kapitalintensiv sind, zählen Abschreibungen und Zinsen zu den größten Kostentreibern. Sie bleiben aber bei steigenden Inflationsraten zunächst konstant. Infrastruktur-Unternehmen erwirtschaften vergleichsweise hohe EBITDA-Margen (Ergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisation), was ein Indiz dafür ist, dass inflationsabhängige variable Kosten einen vergleichsweise geringen Teil in der Kostenstruktur ausmachen. Durchschnittlich liegen die EBITDA-Margen nämlich bei knapp 40%. Bei einigen Mautstraßenbetreibern, Flughäfen, regulierten Versorgern und Satellitenbetreibern können sie sogar bis zu 80% betragen.

Das eigentliche Risiko im Umfeld steigender Inflationsraten für Infrastruktur-Aktien geht jedoch von einem möglichen Folgeeffekt aus: wenn die Zinsen nachhaltig steigen. Dies ist aber nur dann negativ, wenn die höheren Zinskosten die positiven Auswirkungen anziehender Inflation übersteigen. Sofern Unternehmen aber den Niedrigzins nutzen, indem sie sich langfristige Finanzierungen gesichert haben, besteht der positive Inflationseffekt auch weiterhin. Und wenn man den Notenbanken glaubt, dass auch temporär erhöhte Inflationsraten nicht unmittelbar zu steigenden Zinsen führen werden, dann haben Infrastruktur-Unternehmen und Investoren zunächst wenig zu befürchten. Die Inflation kann also kommen.

Rechtlicher Hinweis

Die in diesem Beitrag gegebenen Informationen, Kommentare und Analysen dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die hier dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl die BANTLEON BANK AG der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann sie für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Angaben keine Gewährleistung übernehmen. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Angaben ergeben, wird ausgeschlossen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu.