



Equity Research Zinssensitivität Infrastruktur Sektor

1. Einleitung

Seit mehreren Jahren befinden sich die entwickelten Länder in einer Tiefzinsphase. In der historischen Perspektive beobachten wir einen über 30 Jahre andauernden Abwärtstrend, in welchem die US Renditen der 10-jährigen Staatsanleihen von fast 16% auf heute 2.5% zurückgingen. Viele Marktteilnehmer sind deshalb stark verunsichert, was bei einem allfälligen Zinsanstieg passiert. Eine anekdotische Evidenz am Markt lautet, dass in einem steigenden Zinsumfeld die Aktienkurse sinken werden, insbesondere jene von zinssensitiven Werten wie beispielsweise Versorgungs- und Infrastrukturunternehmen. Gibt es dieses erwartete Wirkungsverhältnis in der Realität? Wir möchten in der Folge eine statistische Analyse präsentieren, welche den Zusammenhang bzw. die Wirkung von höheren kurz- und langfristigen Zinsen auf die Aktienmarktperformance aufzeigt.

2. Statistische Analyse der Zinssensitivität

Nimmt man beispielsweise die als besonders zinssensitiv geltenden Versorgerwerte (DJ Utility Index) als Basis, lassen sich bei einer historischen Betrachtungsweise über mehr als 50 Jahre (Monatsdaten 1963-2014) die folgenden, statistischen Fakten feststellen:

- Zwischen der Veränderung des kurzfristigen Zinssatzes (3 Monate Treasury Yield) und der Performance des Versorgerindex über ein Jahr gibt es keinen statistisch signifikanten Zusammenhang (Korrelation von -0.174 und R^2 0.03).
- Zwischen der Veränderung des langfristigen Zinssatzes (10-jährige US Treasury) und der Performance des Versorgerindex gibt es einen gewissen Zusammenhang (Korrelation von -0.367 und R^2 0.135).

Während die Veränderung der kurzfristigen Zinssätze für die Performance des DJ Utility Index also ohne Bedeutung ist, suggeriert letztere Beobachtung, dass - wie wohl von den meisten Marktteilnehmern erwartet - bei einem grösseren Zinsanstieg bei Investments in Versorgerwerte (oder Aktienmärkte) negative Performance entsteht. Eine genauere Analyse der Korrelation im Zeitablauf ergibt allerdings überraschendes:

Den negativen Zusammenhang zwischen Veränderung des Langfristzinssatzes und der Versorgerindexperformance gibt es insbesondere bis 1998 mit einer Korrelation von -0.575 (R^2 0.33). Ab dann spielt er entweder kaum eine Rolle mehr (beim langfristigen Zinssatz mit einer Korrelation von +0.112 (R^2 0.01)) oder zeigt sogar einen positiven Zusammenhang mit einer Korrelation von +0.551 (R^2 0.304).

Letzterer Punkt bedeutet, dass ein Investor mit der perfekten Voraussicht, was die Entwicklung der Zinsen anbelangt, in den letzten 16 Jahren performance-technisch schlecht abgeschnitten hat, wenn er sich auf die alte Börsenweisheit des negativen Zusammenhangs von Zinsen und Aktienkurse abgestützt hätte. Gilt dies nun auch für den Gesamtmarkt am Beispiel des US Leitindex S&P 500? Auch wenn insgesamt der statistische Zusammenhang beim Gesamtmarkt kleiner ist als beim Versorgerindex, gibt es nach unseren Untersuchungen und Beobachtungen ebenfalls eine Vorzeichenumkehr ab dem Jahr 1998 bezüglich Korrelation, sowohl bei den kurzfristigen als auch bei den langfristigen Zinssätzen.

3. Mögliche Ursache der veränderten Zinssensitivität

Warum ist es zu dieser Veränderung der Zinssensitivität in den historischen Daten gekommen? Unserer Meinung nach kann man die These vertreten, dass die heutige Geldpolitik dabei eine entscheidende Rolle spielt. 1998 brachte der Beinahe-Kollaps des Hedge-Fonds Long-Term Capital Management (LTCM) das globale Finanzsystem ins Wanken. Der unter anderem von zwei Nobelpreisträgern geführte Hedge-Fonds kollabierte unter einer massiv zu hohen Schuldenlast (Leverage Faktor) angesichts der von Asien auf Russland übersprungenen Krise. Es stand die Befürchtung im Raum, dass ein unkoordinierter Untergang von LTCM eine Kettenreaktion und damit ein Zusammenbrechen des globalen Finanzsystems auslösen würde. Die US-Notenbank entschloss sich deshalb unter Einbezug der wichtigsten Banken im September 1998 zu einer bis zur grossen Finanzkrise ab 2007 einzigartigen Rettungsaktion für LTCM. Dies markierte den Beginn von vermehrten Marktinterventionen der Zentralbanken weltweit. Unseres Erachtens beeinträchtigt die heutige Notenbankpolitik den Marktsteuerungsmechanismus der Zinssätze und führt zu volkswirtschaftlich gesehen unerwünschten Nebeneffekten, wie Preisverzerrungen an Kapital- und Immobilienmärkten. Während vor 1998 die Steuerung der Volkswirtschaft hauptsächlich über die Bestimmung der Kurzfristzinssätze erfolgte, gibt es je nach Notenbank heute eine umfangreiche Liste von zusätzlichen quantitativen Massnahmen, die bereits ergriffen wurden oder noch eingeführt werden könnten.

4. Schlussfolgerungen

Der erwartete Zusammenhang zwischen Zinsniveauänderungen und der Aktienmarktentwicklung besteht derzeit nicht mehr. Die jüngste Vergangenheit hat sogar statistisch gezeigt, dass im Normalfall höhere Zinsen mit steigenden Aktienkursen einhergehen. Höhere Zinssätze zeugen auch von einer gesunden Wirtschaftsentwicklung und damit steigenden Unternehmensgewinnen. Unseres Erachtens ist der Obligationenmarkt nicht nur wegen der aktuellen Renditen unattraktiv, sondern dessen Marktteilnehmer unterschätzen die durch den langjährigen Zinsrückgang verdeckten Preisrisiken von Obligationen. Es erscheint uns deshalb als sinnvoll, gestaffelt am Aktienmarkt in solid finanzierte Infrastrukturunternehmen zu investieren, welche über stabile Cashflow Ströme und hohe Dividendenrenditen verfügen.

Andreas Borer, Equity Research
Andreas Schaller, Equity Analyst & Executive Partner
AC Partners AG / Infrastructure Investments

04. Juni 2014