



Führen steigende Zinsen zu höherer Performance von realen Assets?

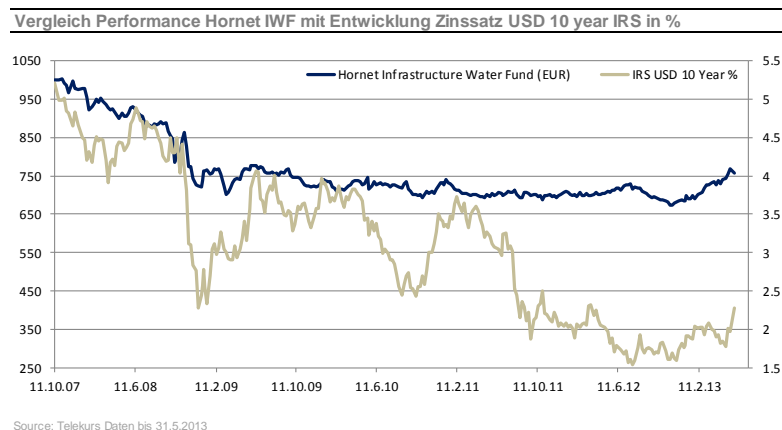
In einigen Kunden- und Investorenmeetings werden wir mit der Frage konfrontiert, ob steigende Zinsen den defensiven Wasser-Infrastruktursektor bzw. den Hornet Infrastructure – Water Fund (EUR) nicht negativ tangieren würde, zumal dessen Portfoliounternehmen durch stabile Cashflow Strukturen geprägt sind. Wir möchten deshalb diese Frage differenziert betrachten und mit der Investment These argumentieren, dass ein höheres Zinsniveau basierend auf einer soliden Wirtschaftsentwicklung und massvollen Geldpolitik reale Assets begünstigt und sowohl mittel- als auch langfristig zu einer höheren Anlageperformance führt.

Seit mehreren Jahren befinden wir uns in einer Tiefzinsphase und stellen fest, dass die dafür verantwortliche Geldpolitik das Zinsniveau an den Finanzmärkten nicht ewig auf dieser tief eindimensional ausgerichteten Basis halten kann, um längst fällige – offensichtlich etwas harte - Strukturanpassung in gewissen Sektoren und an den Kreditmärkten aufzuschieben und wirklich dynamisches Wachstum zuzulassen.

Die zehnjährigen USD- wie auch CHF-Zinsen steigen seit Anfang 2013 entgegen den Erwartungen vieler Marktakteure deutlich an. Nach der finanz-mathematischen Theorie und der „Discounted Cashflow-Methode“ reduziert sich der Barwert zukünftiger Geldströme durch den höheren Diskontsatz, sofern sich die Cashflow Beträge „im Zähler“ über die Zeit nicht stetig erhöhen.

Nun ist der untenstehende Chart insofern sehr interessant und wertvoll, als unser globales Infrastrukturportfolio sensitiv auf die Veränderung und den Anstieg der 10-jährigen USD Benchmark („Interest Rate Swap“) reagiert – und zwar positiv (der 10-jährige CHF Swapsatz zeigt übrigens eine fast deckende Bewegung)! Das bedeutet, dass steigende Zinsen in den historischen Perioden: März 2009, November 2010 oder November 2012 jeweils zu einem höheren Net Asset Value (NAV) des Fonds geführt haben. Den direkten Zusammenhang sieht man bildlich vor allem jüngst in 2012/2013 und statistisch in einem Korrelations-Koeffizienten von +0.77 (-1/+1; kein/direkter Zusammenhang) über den betrachteten Zeitraum.

Unsere konservative Investment These hält schon länger daran fest, dass ein höheres Zinsniveau nachhaltigere Performance bringt, insbesondere dann, wenn der Wert des Geldes und vor allem auch der (Leit)-Währungen anerkannt und physisch mit einem angemessenem Zins kompensiert wird. Was sind die Gründe dafür und wird das in Zukunft ebenfalls bestätigt werden?



Wir möchten neben dieser statistischen Evidenz, welche sich auf den effektiv „erlebten“ Zeitraum unseres Realwertportfolios bezieht, auch folgende Punkt und Argumente dazu verwenden:

Zeichen von Deflation vorbei?

Seit dem Ausbruch der Kredit- und Staatsschuldenkrise wird oft mit anekdotischer Evidenz argumentiert, dass tiefe Zinsen zu mehr Wachstum und implizit zu mehr Wohlstand führen. Die steigenden Fremdkapitalquoten und die fehlende Bereinigung an den Kredit- und Kapitalmärkten führen jedoch realwirtschaftlich zu deflationären Phasen – was sich im Wert

und Preis gewisser Nominalwerte kurzfristig widerspiegelt. Mittelfristig hat die positive Rotation aus Schuldpapieren in Beteiligungswerte trotz Marktinterventionen begonnen.

Risiken bei Tiefzinsniveau

Vielfach wird mit den günstigen Kosten von Fremdkapital argumentiert. Damit werden die effektiven, durchschnittlichen Kapitalkosten bzw. die Kombination von Fremdkapital- und Eigenkapitalverzinsung und deren erhöhte Risikoprämie nicht berücksichtigt.

Bilanzasymmetrien können ebenfalls zu höheren Risiken führen, falls sich die Duration auf der Passivseite zu kurzfristig präsentieren sollte und nicht mit den langfristig investierten Vermögenswerten auf der Aktivseite deckt. (siehe mögliche „ungehedgte“ Bankbilanzen). Steigen nun die (Leit)-Zinsen verringert sich der Realwert (Nettobarwert) des Fremdkapitals bei den Passiven deutlich weniger als der Realwert der Aktivseite.

Den gestiegenen Refinanzierungskosten in der Erfolgsrechnung kann dabei eine relativ geringere Bedeutung zukommen, geht man davon aus, dass sich die langfristigen Zinssätze von z.B. 2% auf 4% verdoppeln. Mit anderen Worten sind die Bilanzrisiken getrieben durch die Wertveränderungen unter Umständen in einem Tiefzinsumfeld einiges höher, als die spezifischen Cashflow-Risiken in der Erfolgsrechnung.

Geringere Fehlallokation der Mittel

Zudem ergeben sich aufgrund der tiefen Zinsen - wie volkswirtschaftlich anerkannt - Fehlallokationen im Wirtschaftssystem bzw. Überkapazitäten sowohl am Arbeits-, Kapital- oder Immobilienmarkt; insbesondere dann, wenn der Fokus vor allem auf dem finanziellen „Leverage“ des Eigenkapitals liegt und dem Gesamtertrag auf das Kapital / „Return on Capital“ des Zielinvestments wenig Rechnung getragen wird.

Seit die Zinssätze ansteigen hat der Goldpreis zusätzlich korrigiert, obwohl die „Inflation der Geldmenge“ weiter zunimmt. Wurden die Opportunitätskosten bei Goldpositionen wegen dem fehlenden Ertrag zu hoch oder erholt sich die Realwirtschaft bzw. die geforderten Realzinsen und mit ihr die Nachfrage nach Gütern und anderen Produktionsfaktoren.

Positiver Investitionszyklus dank Zinsen

Höhere Zinsen zeugen von einer gesunden Wirtschaftsentwicklung und die Unternehmen erzielen auf Ihren Investments wieder höhere „Yields“, da viele Projektkriterien wie Rohstoff- und Kapitalkosten auf dem Markt nicht verzerrt werden! Das ultratiefe Zinsniveau führt folglich auch zu Investitionsaufschüben, was sich in den generell hohen Cashquoten ebenfalls verdeutlicht. *„Bring your money at work, but where is the field of yield?!*

Vorzüge Infrastruktur Portfolio

Die Inflationszahlen betragen gemessen an den Konsumentenpreisen sowohl in Europa wie auch den USA aktuell ca. 1.3% resp. 1.5%. Steigen diese Werte nicht deutlich und schnell an, werden die operativen Infrastrukturunternehmen über die Zeit eine klar höhere Realverzinsung abwerfen, als z.B. Obligationen- oder Goldanlagen. Die regulatorische und angemessene Preismacht vieler Wasserversorgungs-Unternehmen erlaubt es zudem, die Erträge der getätigten Investitionen an die Inflationszahlen anzupassen, wie das jüngste Beispiel von York Water Co. (YORW) mit dem Antrag auf Preiserhöhungen an die „Public Utility Commission“ in Pennsylvania / USA zeigt.

Risiken liegen in einer ultra-expansiven Geldpolitik mit negativen Auswirkungen auf die globalen Währungen, vor allem den USD. Wir glauben nicht, dass die relevanten Notenbanken die aktuell sehr asymmetrischen Marktinterventionen unendlich lange gegenüber der Gesamt- und Realwirtschaft vertreten können.

Aufgrund dieser Argumente gehen wir davon aus, dass ein höheres Zinsniveau zu einer erhöhten und vor allem nachhaltigeren, realen Performance führt. Dass ein Ansteigen des nominalen Zinsniveaus kurzfristig zu erhöhter Marktunsicherheit führt, zeigt die Vergangenheit.

Unsere Investment Analyse legt Wert auf die Bilanzstruktur (Debt/Equity Ratio und Duration der Aktiven/Passiven), das operative Businessmodell und die Bewertung des Cashflows, insofern hat der An- oder „Aufstieg“ des Zinsniveaus eine positive Wirkung auf unser Infrastrukturportfolio und liefert daneben noch eine „Equity“ basierte, volkswirtschaftlich gerechte Performancechance.

Andreas Schaller / Investment Advisor
CEFA / Certified European Financial Analyst

20. Juni 2013