



„Es bleibt ungemütlich. Die Verwerfungen an den Energiemärkten halten uns in Atem. Und kommen mitten in der Gesellschaft an.“

23. September 2022

Auch in dieser Ausgabe des VIEW beschäftigen wir uns natürlich mit dem Thema „Inflation“. Die Auswirkungen sind nicht nur an den Kapitalmärkten, sondern bei allen Verbrauchern zu spüren. Wir gehen der Frage nach, wie sich die Situation weiter entwickeln wird und wie sie sich heute schon auf Energieinvestitionen auswirkt.

Zudem stellen wir Ihnen ein interessantes Projekt aus der Welt der Verkehrsinfrastruktur vor, beleuchten die Chancen und Herausforderungen, die das Thema Nachhaltigkeit bei illiquiden Investments bietet und werfen ein Schlaglicht auf die Kapitalmarktrenditen.

Ich wünsche Ihnen wieder spannende „VIEWs“!
Ihr Frank Becker

Inhalt

1. [Spotlight](#)
Historisch ungewöhnlich hohe relative Attraktivität von US-Bondrenditen
2. [Märkte](#)
Inflation: Völlig losgelöst
3. [Insights](#)
Alternative Investments und ESG
4. [Ein Espresso mit ...](#)
Diesmal mit Michael Wieser zu Erneuerbaren Energien
5. [Dialog](#)
Infrastruktur: Zug um Zug
6. [Börsen-Podcast Kapitalmarkt kompakt](#)
Mit unseren erfahrenen Kapitalmarktexperten Dr. Jürgen Callies und Alexander Hauser

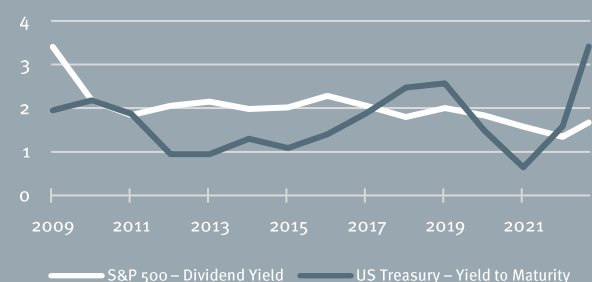
Spotlight

Historisch ungewöhnlich hohe relative Attraktivität von US-Bondrenditen

Die Endfälligkeitsrenditen für US-amerikanische Staatsanleihen lagen in den etwa 15 Jahren seit der Finanzkrise nur zweimal signifikant über den Dividendenrenditen der US-Standardaktien: Während des Zinserhöhungszyklus 2017/2018 und heute.

Natürlich verrät uns die untenstehende Grafik nicht, ob Aktien zu teuer oder die Zinsen zu hoch sind. Für viele institutionelle Anleger, die erstmals wieder ihre nominellen Verpflichtungen durch festverzinsliche Anlagen bedecken können, sind die aktuellen Renditeniveaus aber Grund genug, über Neuanlagen nachzudenken. MEAG hat hierzu einige interessante Ideen entwickelt.

Aktien- vs. Bondrenditen



Quelle: Bloomberg

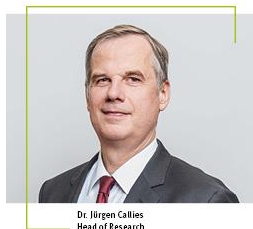
Märkte

Inflation: Völlig losgelöst

Der Inflationsdruck steigt weltweit, in Europa und Deutschland besonders, weil wir hier die größte Energiekrise seit dem Zweiten Weltkrieg erleben, größer als beispielsweise die erste oder zweite Ölkrise.

Wo ist der Unterschied zur ersten und zweiten Ölkrise? Die jetzige Energiekrise ist viel breiter, sie betrifft Gas und Strom an vorderster Linie, stärker noch als Öl. Europa ist hier viel stärker betroffen als beispielsweise die USA, weil diese mit ihrer großen Öl- und Gasproduktion in einigen Sektoren profitieren und weil internationale Arbitragemöglichkeiten zumindest aktuell noch begrenzt sind. Damit steht Europa im Zentrum der Krise und die europäische Industrie vor einer existenziellen Herausforderung. Zudem ist die Inflation nicht nur energiegetrieben. Hinzu kommen Nahrungsmittelanstiege und post-Corona anhaltende Lieferkettenprobleme, enger gewordene Arbeitsmärkte, Angst vor weiterer Knappheit, die zu erhöhten Vorsorgekosten führt. Das Existenzielle dieser Krise zwingt Unternehmen auf breiter Front zur Preisüberwälzung, so steigt in der Eurozone auch die Kerninflation mit Raten von vier Prozent und darüber.

Zwei schlechte Nachrichten: Das Ende der Fahnenstange ist noch nicht erreicht und der tatsächliche Inflationsdruck ist noch viel höher, als wir bei den Konsumentenpreisen sehen. Und: Einige staatliche Maßnahmen, wie Preisobergrenzen („Preis-Caps“) bei Strom- oder Gaspreisen können je nach Ausgestaltung den Preisdruck in der Statistik mindern, verteilen die Negativeffekte des tatsächlichen Inflationsdruckes aber nur um.



Dr. Jürgen Callies
Head of Research

„Der Inflationsdruck ist beisspiellos.“

Wie hoch der Inflationsdruck tatsächlich ist, können folgende Zahlen verdeutlichen: Gas ist, je nach Tagesschwankungen, mehr als zehn Mal so teuer wie Anfang 2021, ähnliches gilt für die Einjahres-Strom-Forwards. Brent kostet fast das Doppelte und der Produzentenpreisindex in Deutschland wies im Juli mit +37 Prozent gegenüber Vorjahr einen seit der Zeit der Ölkrisen unerreichten Rekord auf. Berücksichtigt man, dass Ende August der Tankrabatt und das 9-Euro-Ticket ausgelaufen sind, ist es nicht mutig, im Rest des Jahres zweistellige Steigerungsraten für die Konsumentenpreise in Deutschland zu erwarten.

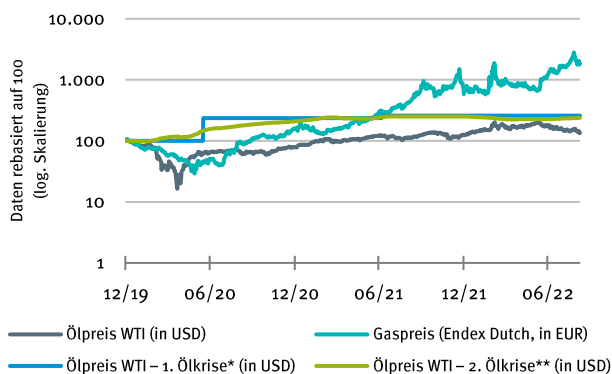
Angesichts politischer Ankündigungen, Strom- und Gasmarkt weiter zu regulieren oder Preis-Caps für russisches Öl und Gas einzuführen, muss vor Illusionen gewarnt werden. Eine Preisobergrenze für Strom wird den Preisanstieg zwar temporär dämpfen, aber manche Energieunternehmen Geld kosten.

Gleiches mag für eine solche Obergrenze für Gas gelten. Der Preisdruck wird eventuell nur in eine fernere Zukunft verschoben. Eine Gasumlage überwälzt Preise auf Verbraucher, auch auf solche mit langfristigen Verträgen, und erhöht die ausgewiesenen Verbraucherpreise. Eine entgegen gerichtete Mehrwertsteuersenkung würde wiederum die ausgewiesenen Preise herunterbringen, das gilt aber nur für die Zeit der Dauer – der Tankrabatt lässt grüßen. Hohe Energiepreise erhöhen die dominanten Positionen Russlands und Belarus bei den Düngemitteln, Preissteigerungen dort wirken auf die Nahrungsmittelpreise, die schon zweistellig steigen. Preis-Caps auf russisches Öl und Gas können auch zu russischen Produktionskürzungen führen und das Gegenteil des Beabsichtigten herbeiführen. Preis-Caps, bei denen der Staat die Preisdifferenz übernimmt, könnten wiederum ausgewiesene Inflationsraten weniger stark steigen lassen. Damit ist kein Fokus auf die nackten Zahlen, sondern auf den Trend angemessen, und der ist in Europa ungebrochen hoch.

Die stagflationären Effekte dürften nicht aufzuhalten sein, auch wenn das reine Niveau der Verbraucherpreise technisch zu beeinflussen ist. Deutschland dürfte noch dieses Jahr in die Rezession rutschen, bei der Eurozone ist dieses ebenfalls möglich. Preisrisiken bleiben nach oben gerichtet. Wer an den Erfolg von Preis-Caps glaubt, den erinnere ich an die osteuropäischen Planwirtschaften, die 1990 untergingen – Preis-Caps hatten die viele, gewirkt haben sie aber nicht.

Denn Preise haben eine Allokationsfunktion. Sie sollen zu weniger Verbrauch anregen. Deswegen wird der EZB, wie anderen westlichen Notenbanken, nichts anderes übrig bleiben, als das „Frontloading“ ihrer Zinserhöhungen fortzusetzen, wie sie es auch gerade begonnen hat. Eine Nachfragereduktion ist unausweichlich, um die sich entankernde Inflation wieder einzufangen. Für die Märkte heißt das: Keine Hoffnung auf den so beliebten Notenbank-Put, es bleibt ruckelig und der Sturm wird unterschätzt. Das erste Mal, dass ich mir einen warmen Winter und keine weißen Weihnachten wünsche.

Aktuelle Energiepreisentwicklung im Vergleich zu den beiden Ölkrisen



* Rebasiert auf 5.10.1973 (Jom-Kippur-Krieg)

** Rebasiert auf 9.2.1979 (Revolution Iran)

Quelle: MEAG Research, Macrobond

Insights

Alternative Investments und ESG

Die Erreichung der Klimaziele des Pariser Abkommens gehört zu den politischen und gesellschaftlichen Prioritäten unserer Zeit. Der hierzu erforderliche Umbau von öffentlicher und privater Infrastruktur kann nur finanziert werden, wenn sich – neben dem Staat – alle Kapitalmarktakteure, vor allem aber institutionelle Anleger, einbringen.

Hierfür werden alternative Investmentformen genutzt. Die umfassende Beachtung von ESG-Kriterien ist bei diesen Instrumenten aber noch längst kein Standard. Neue regulatorische Anforderungen (EU-Verordnung über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor und EU-Taxonomie-Verordnung) adressieren dieses Problem, es bestehen jedoch große Unsicherheiten bei Produkthanbietern und Kapitalgebern bezüglich der Bereitstellung verlässlicher und aussagefähiger ESG-Daten. Die Herstellung entsprechender Transparenz wird enorme Aufwände bei der Informationsbeschaffung und -verarbeitung verursachen.

Die neuen regulatorischen ESG-Anforderungen rücken die Nachhaltigkeitsthematik weiter in den Fokus. Eine Nichteinhaltung von Umwelt-, Sozial- und Governance-Vorschriften kann erhebliche Geldstrafen oder Projektverzögerungen nach sich ziehen. Verstöße gegen Gesetze oder Standards bergen darüber hinaus die Gefahr signifikanter Reputationsschäden, die das Vertrauen der Stakeholder untergraben und erhebliche Finanzrisiken bergen.

Nicht in jedem Bereich der alternativen Investments ist die Bedeutung von Nachhaltigkeitsaspekten so offensichtlich wie bei Infrastrukturfinanzierungen. Die Umgestaltung von Energieerzeugung, Ressourcenmanagement, Telekommunikation oder Mobilitätskonzepten wird einen wichtigen Beitrag zur Zukunftsfähigkeit der europäischen Wirtschaft leisten. Aber neue Technologien müssen finanziert, entwickelt und breit eingesetzt werden.

Hierbei wird MEAG einen umfassenden Beitrag leisten.



Ein Espresso mit ...

Alexander George im Gespräch mit Michael Wieser

Alexander George, Institutional Sales

Michael Wieser, Infrastructure Energy & Investment Management Debt

AG: Unterschiedlichste Verwerfungen sorgen derzeit für Unruhe, auch an den Energiemärkten. Profitieren unsere Kunden als Betreiber von Wind- und Solarparks von den aktuell hohen Strompreisen?

MW: Bei den Projekten, in die wir investieren, steht der Abnehmer der Leistung bereits fest. Mit diesem besteht ein Vertrag für eine festgelegte Laufzeit. Aus diesem Grund profitieren unsere Kunden erst einmal nicht bzw. nur in geringem Maß von den ansteigenden Strompreisen.

AG: Der starke Zinsanstieg hat viele Investoren überrascht. Wie sehen Sie die Auswirkungen auf den Markt für erneuerbare Energien?

MW: Mit der aktuellen Zinsentwicklung müssten eigentlich auch die erzielbaren Renditen der Projekte steigen. Dieser Prozess zeigt sich allerdings derzeit nur sehr verzögert. Der starke Nachfrageüberhang der Investoren nach erneuerbaren Energieprojekten lastet auf den erzielbaren Renditen. Dies bewirkt einen deutlichen Renditeabschlag gegenüber fossilen Energieträgern, wie Gas, Öl und natürlich Kohle. Wir beobachten demnach so etwas wie einen „Greenium-Brownium-Spread“. Insgesamt ist festzustellen, dass sich der Zinsanstieg noch nicht in den Risikoaufschlägen widerspiegelt. Dies wird wohl noch einige Zeit in Anspruch nehmen.

AG: In welchen Segmenten lassen sich denn derzeit noch auskömmliche Renditen erzielen?

MW: Wir befinden uns in der komfortablen Situation, dass wir auf umfangreiche Expertise der Munich Re Gruppe zurückgreifen können, welche es uns erlaubt, die Risiken von Projekten sehr tief gehend zu beurteilen. Hier geht es vorrangig um Wetter-, Strom- sowie um technische Aspekte. Vor dem Hintergrund dieser ganz eigenen Risiko-Return-Perspektive können wir weiterhin attraktive Projekte identifizieren. Aber wir verfolgen auch andere Ansätze. So haben wir Anfang des Jahres eine Beteiligung an dem französischen Projektentwickler Reden Solar erworben, die uns einen Zugang zu sehr interessanten Projekten sichert.

AG: Erneuerbare Energien bleiben also eine attraktive Assetklasse?

MW: Ganz sicher! Wo sonst findet sich eine so attraktive Kombination aus finanziellem und gesellschaftlichem Nutzen.

AG: Vielen Dank für das interessante Gespräch!

Dialog

Infrastruktur: Zug um Zug

Um die Attraktivität des Nahverkehrs zu verbessern, sind auch die Mittel institutioneller Investoren gefragt. Julia Reher, Head of Institutional CRM/Client Service hat sich mit Benjamin Hemming, Head of Infrastructure Debt, zu einer innovativen Fremdkapitalfinanzierung der MEAG ausgetauscht.

JR: Infrastrukturfinanzierungen erfreuen sich seit Jahren großer Nachfrage seitens institutioneller Investoren. Dies gilt besonders für Projekte, die der Grundversorgung, der Erfüllung staatlicher Aufgaben oder verkehrstechnischen Zwecken dienen. Der Öffentliche Personennahverkehr (ÖPNV) zählt hierbei zu den attraktivsten Segmenten. MEAG ist exklusiver Arrangeur einer innovativen Fremdkapitalfinanzierung zur Beschaffung und den Betrieb neuer Regionalverkehrszüge. Wie muss ich mir die Struktur einer solchen Transaktion vorstellen?

BH: Ausgangspunkt war ein Verkehrsvertrag, der von Verkehrsverbunden ausgeschrieben wurde, um „rollendes Material“ – in diesem Fall 17 moderne elektrische Doppelstocktriebzüge – zu beschaffen und anschließend den Personenverkehr über maximal 15 Jahre im ausgeschriebenem Netz zu betreiben. Im Auftrag des Rhein-Main Verkehrsverbundes GmbH (RMV) wird DB Regio die Neufahrzeuge im verkehrsreichen Teilnetz „Main-Weser“ zwischen Frankfurt, Gießen, Marburg und Kassel einsetzen. Die zu beschaffenden Züge werden im Alstom-Werk Salzgitter in Deutschland gefertigt. Die Struktur der Transaktion basiert auf einem Leasingvertrag – mit privaten Investoren als Leasinggebern und der DB Regio als Leasingnehmer und Zugbetreiber unter dem Verkehrsvertrag. Unser Beitrag besteht in der Bereitstellung des Fremdkapitals.

JR: Was war denn hierbei die größte Herausforderung für euch?

BH: Eine neuartige und ausgewogene Finanzierungsstruktur zu entwickeln, die der Langlebigkeit dieser Assets gerecht wird und gleichzeitig das Risiko des Wiedereinsatzes in einem Folgeverkehrsvertrag adäquat berücksichtigt. Die Züge werden Ende 2024 in Betrieb genommen und zunächst für 14 Jahre an DB Regio verleast, mit einer Verlängerungsoption von einem Jahr. Insgesamt deckt die Finanzierungslaufzeit aber eine typische Nutzungsdauer der Züge von 30 Jahren ab, somit auch den Wiedereinsatz über den initialen Verkehrsvertrag hinaus.

JR: Wie kann man solche Rahmenbedingungen managen?

BH: Zum einen haben wir sehr genau darauf geachtet, dass die technischen Charakteristika und die Ausstattung der Züge passgenau auf das Einsatzgebiet und die dort vorhandene Infrastruktur abgestimmt ist. Dadurch steigt die Chance, dass diese auch im Rahmen eines Folgeverkehrsvertrags eingesetzt werden. Bei dieser Analyse hilft uns natürlich, dass wir im Rahmen unserer technischen Due Diligence auf das Know-how des Munich Re Konzerns zurückgreifen können. Zum anderen

verfügen diese Züge über die aktuell modernsten technischen Features und eine effiziente Antriebstechnologie, so dass das Material potenziell auch für viele andere deutsche Nahverkehrsnetze gut geeignet ist. Es ist im aktuellen Marktumfeld absehbar, dass der Bedarf an Erneuerung und die Nachfrage nach hochwertigem rollenden Material noch auf Jahre hinaus hoch bleiben wird. Insofern sollte diese Zugflotte gute Chancen haben, auch in Folgeverkehrsverträgen zu wettbewerbsfähigen Konditionen vermietet werden zu können.

Ein weiterer wichtiger Punkt war für uns, die Cashflow-Struktur der Transaktion so auszugestalten, dass insbesondere im Hinblick auf das Wiedereinsatzrisiko immer ausreichende Puffer zur Bedienung des Fremdkapitals vorhanden sind, auch in adversen Szenarien. Zudem wird die Finanzierung durch ein marktübliches Sicherheitenpaket und – zumindest während der Laufzeit des initialen Verkehrsvertrags – durch unterstützende Maßnahmen der Aufgabenträger flankiert.

JR: Warum hat gerade die MEAG den Zuschlag für diese Transaktion bekommen?

BH: Zum einen waren wir bereit, als Arrangeur aufzutreten und neue Wege hinsichtlich der Finanzierungsstruktur zu beschreiten. Außerdem hat uns geholfen, dass wir eine Transaktion dieser Größenordnung – es geht immerhin um einen substanziellen dreistelligen Millionenbetrag – allein darstellen konnten und uns nicht mit anderen Partnern abstimmen mussten.

JR: Und welche Vorteile entstehen für unsere Kunden?

BH: Wir konnten sowohl durch die Laufzeit als auch durch die Kalkulation des Wiedereinsatzrisikos attraktive Konditionen vereinbaren, die aus unserer Sicht zu einem guten und ausgewogenen Risiko-Ertrags-Profil für unsere Kunden führen. Ihr Kapital dürfte in einem Infrastruktur-Kernsektor auf lange Zeit gut investiert sein.

JR: Und die Kunden tragen dazu bei, die Attraktivität des ÖPNV zu erhöhen?

BH: Ja, die Transaktion unterstreicht unseren Anspruch, einen wesentlichen Beitrag zur Modernisierung des öffentlichen Nahverkehrs in Deutschland zu leisten. Die technisch fortschrittlichen Züge werden den Komfort für die Fahrgäste verbessern, die Kapazität auf den Strecken erhöhen und – nicht zuletzt durch die verbesserte Energieeffizienz – positiv hinsichtlich ihrer Umweltbilanz wirken. Und wir sehen uns gut aufgestellt, unsere Kunden künftig auch an weiteren attraktiven Transaktionen in diesem Segment zu beteiligen.

JR: Wir freuen uns auf mehr! Vielen Dank für diese interessanten Einblicke!

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage wird verteilt von der MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH ("MEAG"). Die hierin enthaltenen Informationen stammen von Quellen, die MEAG als zuverlässig einschätzt. Diese Informationen sind jedoch nicht notwendigerweise vollständig und ihre Richtigkeit kann nicht garantiert werden. Geäußerte Prognosen oder Erwartungen sind mit Risiken und Ungewissheiten verbunden. Die tatsächlichen Entwicklungen können daher wesentlich von den geäußerten Erwartungen und Annahmen abweichen. MEAG behält sich Änderungen der geschilderten Einschätzungen vor und ist nicht verpflichtet, diese Unterlage zu aktualisieren.

Diese Unterlage wird Ihnen ausschließlich zu Informationszwecken bereitgestellt. Sie ist weder als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten gedacht, noch als Anlageberatung, Anlageempfehlung, Finanzanalyse oder Rating. Sie beinhaltet auch keine Zusagen oder sonstige Verpflichtungen von Unternehmen der Munich Re Gruppe zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, Gewährung von Krediten oder sonstigen Investitionen in etwaigen hier beschriebenen Projekten.

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Einschätzungen und Informationen sind nicht für die Verteilung an oder Verwendung durch einen privaten Kunden oder eine Person oder ein Rechtssubjekt in einer Gerichtsbarkeit oder einem Land bestimmt, in dem diese Verteilung gegen nationales Recht oder nationale Vorschriften verstoßen würde. Insbesondere darf diese Veröffentlichung nicht in den Vereinigten Staaten, Kanada, Singapur oder Großbritannien verteilt werden. MEAG, deren verbundene Unternehmen sowie deren jeweiligen Führungskräfte, Direktoren, Partner und Beschäftigte, einschließlich Personen, die an der Erstellung oder Herausgabe dieses Dokuments beteiligt sind, können von Zeit zu Zeit mit den Finanzinstrumenten handeln, diese besitzen oder als Berater in Bezug auf diese Instrumente auftreten. Weder die MEAG noch die mit ihr verbundenen Unternehmen, ihre Führungskräfte oder Beschäftigte übernehmen irgendeine Haftung für einen unmittelbaren oder mittelbaren Schaden, der sich aus einer Verwendung dieser Veröffentlichung oder ihres Inhalts ergibt.

Diese Veröffentlichung ist urheberrechtlich geschützt und darf von keiner Person und zu keinem Zweck vervielfältigt, verteilt oder veröffentlicht werden. Alle Rechte vorbehalten. Weitere Informationen können angefordert werden bei MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH, Am Münchner Tor 1, 80805 München. Stand September 2022.

Um die Bilder und Infografiken unseres Newsletters direkt angezeigt zu bekommen, fügen Sie die Absender-Adresse zu Ihren Kontakten hinzu.

Wenn Sie künftig unsere Informationen und Angebote nicht mehr erhalten möchten, können Sie der Verwendung Ihrer Daten für Werbezwecke jederzeit widersprechen. Teilen Sie uns dies bitte unter Angabe Ihres Namens und Ihrer Anschrift an folgende Adresse mit: MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH, Am Münchner Tor 1, 80805 München.



Abonnieren Sie uns!

Bleiben Sie mit unseren Newslettern auf dem Laufenden.
Eine Bestätigung Ihrer Anmeldung erhalten Sie per E-Mail.

Hier geht's zum
Börsen-Podcast
Kapitalmarkt
kompakt

Die **MEAG** steht für alle Kapitalanlageaktivitäten von Munich Re und ERGO, ist institutionellen Kunden ein zuverlässiger und leistungsstarker Partner und gehört mit EUR 309 Mrd. (06/2022) zu den bedeutenden Asset-Management-Gesellschaften weltweit.



Ihr Kontakt:
T +49 89 2489-2929
E institutional@meag.com

