



Konjunktur und Strategie

28. März 2024

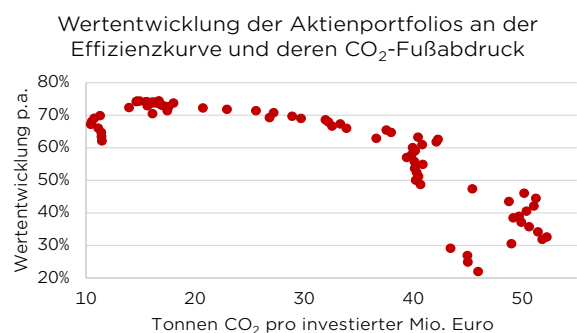
CO₂-arme Portfolios und Performance: Passt das zusammen?

Seit Jahren gibt es Diskussionen hinsichtlich der Frage, ob die Wertentwicklung von Portfolios in einem Zusammenhang mit der CO₂-Intensität steht. Nicht selten wird postuliert, dass ein höherer CO₂-Fußabdruck eines Portfolios auch höhere Kosten für die Unternehmen z.B. in Form höherer Ausgaben für europäische, chinesische oder kalifornische Emissionsrechte impliziert und allein schon deshalb eine Ausrichtung auf emissionsarme Aktien für die Wertentwicklung eher förderlich sein müsste. Empirisch lässt sich für die letzten Jahre zudem nachweisen, dass CO₂-reduzierte Portfolios im Durchschnitt tatsächlich besser abgeschnitten haben als „dreckige“, CO₂-intensive Portfolios. Es stellt sich jedoch die Frage, ob es sich hier um einen allgemeingültigen Zusammenhang handelt oder nicht doch eine Besonderheit dieser Zeitperiode vorliegt. Schließlich wurde diese Periode durch deutliche Kapitalzuflüsse in „grüne“ Assets und den Siegeszug CO₂-armer Tech-Aktien geprägt. Es wäre aber unplausibel anzunehmen, dass sich dieser Trend ungebrochen immer weiter fortsetzt. Schließlich könnte man argumentieren, dass Märkte grundsätzlich effizient sind, und ab einem gewissen Zeitpunkt Kriterien wie unterschiedliche CO₂-Intensitäten ohnehin weitgehend eingepreist sind.

CO₂ und Wertentwicklung: Die Empirie

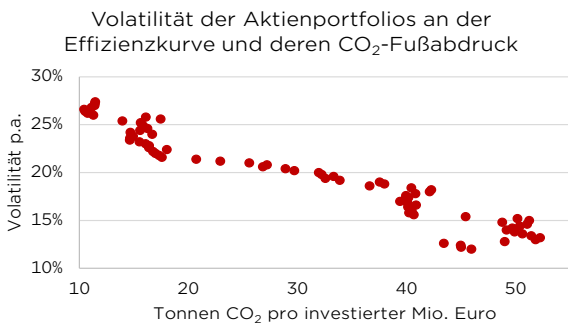
Da der Markt prinzipiell effizient ist, wäre es verwunderlich, wenn es am Markt eine Art CO₂-Prämie gäbe, die nicht auf die eine oder andere Art „bezahlt“ werden müsste. Die Vermutung liegt daher nahe, dass diese Prämie unter Umständen mit einer höheren Volatilität „erkauft“ wird. Um dies zu überprüfen, haben wir für Aktienportfolios am effizienten Rand den CO₂-Fußabdruck

bestimmt und in einem zweiten Schritt untersucht, welche Volatilitäten wiederum mit dem CO₂-Fußabdruck einhergehen. Die Bestimmung des effizienten Randes ist im Übrigen nicht so trivial, wie man denkt. Was in Lehrbüchern immer einfach und logisch aussieht, ist in der Praxis überhaupt nur dann berechenbar, wenn einige Rahmenbedingungen vorab festgelegt werden. Dazu gehört zum Beispiel das Investmentuniversum (in unserem Fall die jeweils größten 100 Aktien aus Europa und den USA, die zusätzlich über einen kompletten CO₂-Datensatz seit 2018 verfügen). Zudem muss im Vorfeld festgelegt werden, welche Maximalgewichte für einzelne Aktien zugelassen werden, da in der Praxis extrem hohe Gewichte für Einzelaktien nicht umsetzbar wären, auch wenn dies im Nachhinein die effizienteste Lösung gewesen wäre. Wir haben daher in unseren Berechnungen festgelegt, dass das Maximalgewicht für eine Aktie drei Prozent beträgt.

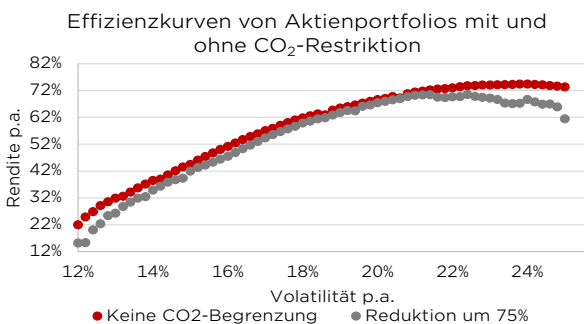


Im Ergebnis zeigt sich, dass in den letzten sechs Jahren ein geringer CO₂-Fußabdruck tendenziell zu einer besseren Wertentwicklung geführt hätte. Die sehr hohen p.a.-Renditen sehen dabei zunächst wie ein Fehler aus. Man darf aber nicht vergessen, dass es sich hier um den effizienten Rand handelt – es geht also um die perfekte Kombination von Aktien, die am effizienten Rand gelegen

hätten, wenn man gottähnliche Fähigkeiten in der Selektion und Portfoliokonstruktion gehabt hätte. Nun wird es nie einem Menschen gelingen, den effizienten Rand tatsächlich zu erreichen; trotzdem wären Portfolios bis zu diesem Rand technisch möglich gewesen. Leider bestätigt sich die Vermutung, dass man für die gute Wertentwicklung der „sauberen“ Portfolios einen Preis in Form eines höheren Risikos bezahlt.

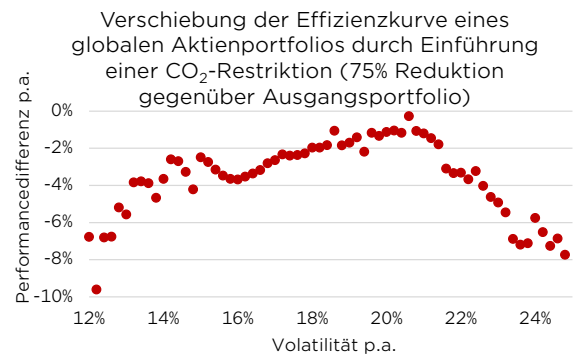


Setzt man für die Portfolios am effizienten Rand den CO₂-Fußabdruck ins Verhältnis zum Risiko, dann zeigt sich, dass die „sauberen“ und damit gut performenden Portfolios tatsächlich auch die riskanteren Portfolios in Form einer hohen Volatilität sind. Hier bewahrheitet sich wieder einmal die alte Finanzmarkt-Weisheit, wonach es keinen „free lunch“ gibt. Irgendwo gibt es immer einen „Haken“. Um diesen „Haken“ CO₂-armer Portfolios besser in seiner Dimension eingrenzen zu können, haben wir berechnet, wie sich die Effizienzkurve und der Möglichkeitsraum verlagert, wenn eine CO₂-Restriktion eingeführt wird.



Für die Berechnung haben wir für jedes Portfolio am effizienten Rand den jeweiligen Fußabdruck weggeschrieben, um dann anschließend ein Portfolio zu konstruieren, das bei gleicher Volatilität einen um 75% reduzierten CO₂-Fußabdruck aufweist. Das Ergebnis ist vergleichsweise frappierend: Über die gesamte Kurve hinweg liegt die durchschnittliche Verschiebung des Möglichkeitsraumes bei über drei Prozentpunkten, wobei an den Rändern (mit besonders hoher und besonders niedriger Volatilität) die Performanceeinbußen noch deutlich stärker ausfallen.

Mit anderen Worten: Es ist keine Bagatelle, sich dazu zu entscheiden, den CO₂-Fußabdruck von Portfolios kontinuierlich zu reduzieren. Bei gleichem Risiko muss langfristig im Durchschnitt mit substantziellen Einbußen bei der Wertentwicklung gerechnet werden, die nur durch die Inkaufnahme höherer Risiken kompensiert werden können. Zusammenfassend kann man also sagen, dass man als Asset Manager in erheblichem Maße Freiheitsgrade aufgibt, wenn man sich der Restriktion einer starken CO₂-Reduktion auf Portfolioebene unterwirft. Das muss nicht bedeuten, dass es unmöglich wird, die Benchmark zu schlagen – die Benchmark liegt in der Regel deutlich unterhalb des effizienten Randes des Möglichkeitsraumes. Für Stockpicker wird es jedoch von Jahr zu Jahr schwieriger, die Benchmark zu schlagen, ohne das Risiko erhöhen zu müssen, wenn der CO₂-Fußabdruck sukzessive reduziert wird.



Nun könnte man argumentieren, dass dieser Preis, den man zahlt, zumindest einen guten Zweck erfüllt, da die Kapitalkosten für „grüne“ Unternehmen tendenziell sinken und für „dreckige“ Unternehmen eher steigen. Aber auch hier regt sich in der Argumentation Widerstand, da sich auch argumentieren ließe, dass gerade die Unternehmen, die „dreckig“ sind und einen hohen Transformationshebel aufweisen, genau die Unternehmen sind, die eigentlich einen besonders günstigen Zugang zum Kapitalmarkt bräuchten. Aber gibt es eine Lösung? Eine Möglichkeit bestünde darin, dem Portfolio Wertpapiere beizumischen, die einen dezidiert negativen CO₂-Fußabdruck aufweisen, indem beispielsweise die Stilllegung von Europäischen Emissionsrechten verbrieft wird. Der Vorteil dieser Methodik liegt auf der Hand: Man gewinnt seine Freiheitsgerade in der Portfoliokonstruktion zurück, läuft nicht Gefahr, sich gezwungenermaßen von seiner angestrebten strategischen Allokation zu entfernen und kann seinen Möglichkeitsraum bis hin zum Rand der Effizienzkurve ausnutzen.

Dr. Christian Jasperneite

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	28.03.2024 14:03	21.03.2024 -1 Woche	27.02.2024 -1 Monat	27.12.2023 -3 Monate	27.03.2023 -12 Monate	29.12.2023 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	39760	-0,1%	2,0%	5,6%	22,6%	5,5%
S&P 500	5307	1,2%	4,5%	11,0%	33,4%	11,3%
Nasdaq	16400	0,0%	2,3%	8,6%	39,3%	9,2%
Russell 2000	2114	0,8%	2,8%	2,3%	20,6%	4,3%
DAX	18486	1,7%	5,3%	10,4%	22,2%	10,4%
MDAX	27012	2,0%	4,0%	-0,5%	1,1%	-0,5%
TecDAX	3454	1,0%	0,8%	3,4%	5,9%	3,5%
EuroStoxx50	5090	0,8%	4,2%	12,4%	22,2%	12,6%
Stoxx 50	4429	0,6%	3,0%	8,6%	15,3%	8,2%
Nikkei 225	40168	-1,6%	2,4%	19,3%	46,2%	20,0%
MSCI Welt	3437	0,1%	3,2%	8,2%	27,2%	8,5%
MSCI Welt SRI	3290	-0,3%	2,4%	-3,4%	25,0%	5,7%
MSCI Emerging Markets	1037	-1,1%	0,9%	2,7%	7,5%	1,3%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	133,37	111	111	-527	-356	-385
Bobl-Future	118,16	37	207	-159	-54	-112
Schatz-Future	105,69	3	56	-88	-44	-86
3 Monats Euribor	3,91	0	0	1	90	3
3M Euribor Future, Dez 2024	3,00	-3	-2	73	21	70
3 Monats \$ Libor	5,57	-1	-3	-4	43	-2
Fed Funds Future, Dez 2024	4,68	5	1	86	154	84
10-jährige US Treasuries	4,21	-7	-11	42	68	34
10-jährige Bunds	2,31	-7	-13	44	8	31
10-jährige Staatsanl. Japan	0,72	-3	3	11	42	9
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,68	3	-20	0	-49	-2
IBOXX AA, €	3,26	-9	-19	26	-25	19
IBOXX BBB, €	3,84	-8	-19	15	-66	9
ML US High Yield	7,85	1	-15	8	-108	5
Rohstoffmärkte						
Rohöl Brent	87,32	2,1%	4,9%	8,9%	11,7%	12,4%
Gold	2214,39	1,7%	8,9%	6,5%	13,1%	7,2%
Silber	24,54	-0,9%	8,9%	1,2%	6,7%	1,2%
Kupfer	8744,39	-1,1%	4,4%	1,8%	-2,3%	3,3%
Eisenerz	109,84	-1,0%	-12,7%	-19,3%	-12,8%	-19,5%
Frachtraten Baltic Dry Index	1845	-17,6%	-2,8%	-11,9%	26,7%	-11,9%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,0810	-0,9%	-0,4%	-2,3%	0,3%	-2,2%
EUR/ GBP	0,8547	-0,3%	-0,1%	-1,6%	-2,7%	-1,4%
EUR/ JPY	163,48	-0,9%	0,3%	3,6%	15,4%	4,6%
EUR/ CHF	0,9763	0,0%	2,3%	3,4%	-1,1%	5,4%

Quelle: Refinitiv Datastream



Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Simon Landt
+49 40 3282-2401
mlandt@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.