



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

31. März 2022

Nachhaltige Portfolios in Zeiten des Krieges: Ist trotzdem eine gute Performance möglich?

Nachhaltigkeit war in den letzten Jahren im Asset Management das zentrale Thema. Milliarden von US-Dollar und Euro wurden in nachhaltige Portfoliostrukturen investiert und ganze Fondspaletten auf Nachhaltigkeit getrimmt. Viele Investoren sind diesen Weg aus Überzeugung gegangen – zur Wahrheit gehört aber auch, dass die Zuflüsse in nachhaltige Anlagen zu Kurszuwächsen geführt haben, die weitere Investoren dazu veranlasst haben, alleine aus Performancegesichtspunkten auf den Nachhaltigkeitszug aufzuspringen. Dabei ist es keine ausgemachte Sache, dass nachhaltige Investments eine strukturell bessere Wertentwicklung aufweisen. Eigentlich müsste sogar das Gegenteil der Fall sein. Denn durch die Anwendung von Nachhaltigkeitskriterien wird das Investmentuniversum tendenziell kleiner – und eine Einschränkung des Investmentuniversums kann eigentlich nicht positiv für die Performance sein. Eine Ausnahme zu dieser Regel wäre dann gegeben, wenn nachhaltig agierende Unternehmen grundsätzlich attraktivere fundamentale Eigenschaften aufwiesen, diese Attraktivität aber nicht hinreichend in der Bewertung reflektiert wäre. Dies würde aber wiederum strukturell ineffiziente Märkte unterstellen, was für sich genommen eine gewagte These wäre. Zudem haben die aktuellen Ereignisse gezeigt, dass es beim Thema Nachhaltigkeit keine abschließenden Gewissheiten und Wahrheiten gibt, sondern ganz im Gegenteil viele zentrale Fragen noch lange nicht sinnvoll beantwortet wurden. Schon vordergründig ist dies daran zu erkennen, dass das von der EU-Taxonomie als „grün“ nachhaltig eingestufte Gas unmöglich „grün“ und nachhaltig ist, solange es aus Russland oder

Katar kommt. Aber auch das Thema Rüstung muss neu gedacht werden. Ist es per se nachhaltig, wenn man sich nicht mehr verteidigen kann? Denn genau dies würde passieren, wenn Investoren und Banken aus Gründen der Nachhaltigkeit nicht mehr bereit wären, Waffenhersteller zu refinanzieren. Aber kann auf der anderen Seite etwas nachhaltig sein, was Menschen tötet? Diese Fragen lassen sich kaum abschließend beantworten, und die unterschiedliche Herangehensweise in verschiedenen Ländern und bei verschiedenen Investoren zeigt schon auf, dass hier noch erheblicher Diskussionsbedarf besteht und der Staat und die Regulierungsbehörden gut beraten sind, nicht vorschnell Standards zu schaffen, die schon kurze Zeit später wieder im Lichte neuer Entwicklungen inkassiert werden müssen. Überhaupt käme es einer Anmaßung von Wissen gleich, als Staat mit hoher Eingriffintensität Investoren vorgeben zu wollen, was als nachhaltig zu gelten hat und was nicht. Eine dezentrale Meinungsbildung dürfte hier zu ergiebigeren Ergebnissen führen und eine bessere Allokation von Kapital mit Blick auf die Erreichung nachhaltiger Ziele ermöglichen, als dies bei starren staatlichen Vorgaben der Fall wäre.

Wenn man nun aber als Investor trotz aller Unwägbarkeiten bereit ist, einen Schwerpunkt bei nachhaltigen Investments zu setzen, stellt sich die Frage, was man möglicherweise an Renditepotenzial aufgibt. Gerade die letzten Wochen haben aufgezeigt, dass vor allem Sektoren und Industriebereiche eine gute Wertentwicklung aufwiesen, die nicht dafür bekannt sind, als besonders nachhaltig zu gelten. War also die nicht selten verbreitete Vorstellung, dass man mit nachhaltigen Investments quasi nebenbei

noch eine Outperformance als Zugabe erhält, ein Irrtum? Diese Frage ist nicht einfach zu beantworten. Kein Mensch weiß, wie sich welche Aktien in Zukunft entwickeln werden. Zudem dürften fundamentale Eigenschaften von Aktien in der Bewertung so eingepreist sein, dass der Erwartungswert einer jeden Aktie in etwa gleich hoch sein sollte. Verbleibende Unterschiede in möglichen Erwartungswerten müssten zudem mit unterschiedlichen Risiken einhergehen oder dadurch erklärbar sein. Kann man also überhaupt eine Aussage über das Performancepotenzial nachhaltiger Investments im Vergleich zum Gesamtmarkt machen? Eine Möglichkeit, sich dieser Frage zu nähern, bestünde darin, das fundamentale Profil von nachhaltigen Aktien mit dem des gesamten Universums zu vergleichen. Würde sich das fundamentale Profil dramatisch unterscheiden, wäre das zumindest ein valider Hinweis darauf, dass auch eine strukturell unterschiedliche Wertentwicklung zu erwarten wäre. Doch gibt es tatsächlich signifikante fundamentale Unterschiede zwischen „typischen“ rein auf ökonomischen Kriterien beruhenden Portfolios und solchen mit der klaren Vorgabe, Nachhaltigkeitsaspekte in bedeutendem Umfang zu berücksichtigen?

Wir haben uns der Frage genähert, indem wir in einem ersten Schritt anhand eines Scoringmodells ein Portfolio konstruiert haben, das attraktive Eigenschaften bezüglich der klassischen fundamentalen Eigenschaften aufweist. Zu diesem Zweck haben wir eine Reihe von Unternehmenskennzahlen selektiert, mit denen sich Faktoren wie Bilanzqualität, Profitabilität, Gewinnwachstum, Volatilität oder auch Bewertung beschreiben lassen. Dabei wurde jeder Aktie bei jeder dieser insgesamt etwa 20 Einzelkennzahlen eine Rangziffer zugeordnet. Die Aufgabe des Modells bestand dann darin, ein Portfolio zu erstellen, das hinsichtlich der verwendeten Kennzahlen bei möglichst jeder einzelnen Kennzahl einen besseren durchschnittlichen Rangplatz aufweist als die Benchmark. Das Portfolio ist als gleichgewichtetes Portfolio konstruiert, während der fundamentale Benchmarkrang dem Summenprodukt aus den einzelnen Rängen der Aktien und den jeweiligen Gewichten der Aktien in der Benchmark entspricht. Und tatsächlich gelingt es, ein Portfolio zu konstruieren, das bei fast jeder einzelnen Kennzahl einen besseren durchschnittlichen Rang aufweist als die gewichtete Summe der Ränge der Benchmark. Damit entspricht ein solches Portfolio den typischen Anforderungen eines Portfoliomanagers, der versucht, durch selektives Stockpicking Aktien zu kaufen, die in der Summe attraktivere Eigenschaften aufweisen

als die der Benchmark – natürlich in der Hoffnung, dass dieses Set an Eigenschaften im langfristigen Verlauf eine bessere Wertentwicklung erzielt als ein passives Investment in die Benchmark. Man könnte auch sagen, dass ein derartiges Portfolio in etwa die Eigenschaften aufweist, die dem typischen „Beuteschema“ eines klassischen Portfoliomanagers entsprechen. Und nun wird es spannend. Ändert sich das resultierende fundamentale Profil signifikant, wenn zu den klassischen Kriterien noch Nachhaltigkeitskriterien hinzugefügt werden? Wir haben dies überprüft, indem wir das Scoringmodell um Kriterien und Rangplätze zu den drei ESG-Scores (ökologische Kriterien, soziale Kriterien und Governance-Kriterien) ergänzt haben. Das Ergebnis ist sehr interessant: Wenn man die resultierenden Eigenschaften auf Basis der Mittelwerte der Ränge ohne Nachhaltigkeit mit dem zweiten Durchlauf unter Berücksichtigung der Nachhaltigkeit vergleicht, gibt es einen großen Unterschied. Dieser besteht darin, dass vor allem die Qualität hinsichtlich der Nachhaltigkeitskriterien deutlich besser ist – genau das war ja auch beabsichtigt. Die Qualität bei allen anderen fundamentalen Kriterien ändert sich dagegen kaum. Zwar gehen die durchschnittlich erreichten Rangplätze je nach Faktor um einige wenige Rangplätze zurück – bei einem Investmentuniversum von 600 Aktien aus dem STOXX 600 kann man aber kaum davon sprechen, dass sich dadurch ernsthaft die fundamentale Qualität geändert hätte. Mit anderen Worten: Es gibt keinen relevanten Trade-Off zwischen Nachhaltigkeit und fundamentalen Kriterien. Eine Fokussierung auf Nachhaltigkeit verwässert nicht ernsthaft das angestrebte fundamentale Profil. Wenn aber das fundamentale Profil ohne explizite Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien weitgehend dem entspricht, was inklusive einer expliziten Berücksichtigung von Kriterien erzielt werden kann, lässt sich auch erwarten, dass das Performanceprofil eines auf Nachhaltigkeit getrimmten Portfolios nicht zwangsläufig deutlich von „normalen“ Benchmarkportfolios abweichen sollte. Damit sollte klar sein, dass man sich unter Performancegesichtspunkten nicht davon abhalten lassen sollte, in nachhaltige Portfolios zu investieren. Es sollte aber ebenfalls klar sein, dass es keinen guten fundamentalen Grund zur Annahme gibt, nach dem Investments in nachhaltige Portfolios sogar das Potenzial für eine strukturelle Outperformance bieten. Nachhaltige Investments sollte man aus Überzeugung tätigen, und nicht, weil sie eine Opportunität darstellen. Und dabei sollte jeder Investor im besten Fall für sich entscheiden, was für ihn konkret Nachhaltigkeit bedeutet – frei von unausgereiften staatlichen Vorgaben.

Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	31.03.2022 15:39	22.03.2022 -1 Woche	28.02.2022 -1 Monat	28.12.2021 -3 Monate	26.03.2021 -12 Monate	31.12.2021 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	35107	0,9%	3,6%	-3,5%	6,2%	-3,4%
S&P 500	4602	2,0%	5,2%	-3,8%	15,8%	-3,4%
Nasdaq	14442	2,4%	5,0%	-8,5%	9,9%	-7,7%
Russell 2000	2091	0,1%	2,1%	-6,9%	-5,9%	-6,9%
DAX	14488	0,1%	0,2%	-9,2%	-1,8%	-8,8%
MDAX	31271	-2,0%	-1,9%	-11,4%	-1,0%	-11,0%
TecDAX	3315	-0,1%	2,4%	-15,7%	-1,9%	-15,4%
EuroStoxx 50	3932	0,2%	0,2%	-8,8%	1,7%	-8,5%
Stoxx 50	3740	0,9%	2,7%	-2,3%	13,4%	-2,1%
SMI (Swiss Market Index)	12246	0,4%	2,2%	-5,6%	10,2%	-4,9%
FTSE 100	7562	1,1%	1,4%	2,6%	12,2%	2,4%
Nikkei 225	27821	2,2%	4,9%	-4,3%	-4,6%	-3,4%
Brasilien BOVESPA	120536	2,8%	6,5%	14,9%	5,0%	15,0%
Russland RTS	995	6,2%	6,2%	-38,3%	-31,4%	-37,6%
Indien BSE 30	58569	1,0%	4,1%	1,2%	19,5%	0,5%
China CSI 300	4223	-0,8%	-7,8%	-14,8%	-16,2%	-14,5%
MSCI Welt (in €)	3097	1,3%	5,1%	-2,2%	17,0%	-2,1%
MSCI Emerging Markets (in €)	1149	1,1%	-0,8%	-4,2%	-6,5%	-4,7%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	157,16	-227	-988	-1520	-1496	-1421
Bobl-Future	128,66	-110	-320	-480	-673	-458
Schatz-Future	110,70	-37	-129	-136	-146	-133
3 Monats Euribor	-0,46	11	12	11	7	13
3M Euribor Future, Dez 2022	0,37	20	45	#NV	92	1
3 Monats \$ Libor	1,00	4	49	78	80	79
Fed Funds Future, Dez 2022	2,27	13	90	219	219	2
10-jährige US Treasuries	2,33	-4	49	85	67	84
10-jährige Bunds	0,58	12	46	82	97	76
10-jährige Staatsanl. Japan	0,21	-1	3	15	13	14
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,63	14	37	82	95	77
US Treas 10Y Performance	640,64	-0,8%	-5,4%	-8,4%	-4,9%	-8,3%
Bund 10Y Performance	618,90	-0,7%	-3,9%	-7,1%	-7,9%	-6,6%
REX Performance Index	469,88	-1,0%	-2,4%	-4,4%	-5,2%	-4,3%
IBOXX AA, €	1,38	4	30	94	119	90
IBOXX BBB, €	2,11	7	33	127	145	124
ML US High Yield	6,37	6	53	152	148	146
Wandelanleihen Exane 25	7360	0,0%	-2,3%	-10,0%	-9,8%	-10,1%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	746,63	-1,1%	10,9%	31,9%	57,5%	33,0%
MG Base Metal Index	537,19	1,9%	6,5%	17,2%	38,1%	16,5%
Rohöl Brent	108,12	-6,3%	6,8%	42,3%	67,4%	37,9%
Gold	1939,51	1,0%	1,9%	7,2%	11,9%	6,4%
Silber	25,05	1,0%	3,3%	8,3%	-0,1%	7,6%
Aluminium	3593,00	2,8%	6,1%	26,5%	57,9%	28,0%
Kupfer	10341,00	0,8%	4,3%	7,8%	15,3%	6,2%
Eisenerz	150,61	0,6%	6,1%	34,1%	-9,8%	33,9%
Frachtraten Baltic Dry Index	2369	-7,0%	16,1%	6,9%	8,8%	6,9%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1081	0,5%	-1,1%	-2,2%	-5,9%	-2,2%
EUR/ GBP	0,8437	1,5%	0,8%	0,3%	-1,4%	0,5%
EUR/ JPY	134,81	1,4%	4,3%	3,6%	4,2%	3,4%
EUR/ CHF	1,0243	-0,3%	-0,9%	-1,3%	-7,6%	-0,9%
USD/ CNY	6,3351	-0,5%	0,4%	-0,5%	-3,2%	-0,3%
USD/ JPY	123,92	2,6%	7,8%	7,9%	13,0%	7,7%
USD/ GBP	0,7616	1,0%	2,2%	2,2%	5,0%	3,2%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude
+49403282-2572
cklude@mmwarburg.com

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

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

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

Mark Simon Landt
+49 40 3282-2988
mlandt@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 Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.