



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

24. Oktober 2019

Great, Greater, Greta? In der nachhaltigen Geldanlage steckt der Teufel im Detail

Angenommen, man wäre gezwungen, so konsensfähig wie möglich die fünf Gebote des nachhaltigen Wirtschaftens aufzustellen, so sähen diese vermutlich wie folgt aus:

- Gehe schonend und sparsam mit Ressourcen um und sei Dir der Verantwortung Deines Handelns auch für nachfolgende Generationen bewusst.
- Reduziere Belastungen für die Umwelt so weit wie möglich.
- Erhalte den Lebensraum für Tiere und Pflanzen.
- Gehe fair mit Mitarbeitern, Kunden und Zulieferern um.
- Halte Dich an Regeln und Gesetze und bekämpfe die Korruption.

Immer mehr Unternehmen tendieren dazu, ihr wirtschaftliches Handeln nach solchen Kriterien auszurichten und sich daran messen zu lassen. Zum einen tun sie das aus einer echten Überzeugung heraus, aber auch, weil der Druck der Märkte dies zunehmend erfordert. Denn Unternehmen, die auf Eigen- und Fremdkapital angewiesen sind, müssen zunehmend Investoren im Blick haben, die ihr Investitionsverhalten auch an nachhaltigen Kriterien orientieren. So geht seit einigen Jahren von nachhaltig investierenden Investoren eine zunehmende Macht an den Kapitalmärkten aus, die tatsächlich zu realen Veränderungen in der Wirtschaft führt und diese weiter befördert. Allerdings liegt der Teufel wie immer auch hier im Detail. Denn selbst wenn die oben aufgestellten fünf Gebote vermutlich von jedem Investor ohne größeres Zögern unterschrieben

werden würden, so wäre doch nie eindeutig definierbar, wie solche Ziele exakt operationalisiert werden können und wie Unternehmen in Bezug auf den jeweiligen Zielerreichungsgrad zu „benoten“ wären. Hier muss es hier zu diskretionären Entscheidungen kommen, die zum Teil auf rein qualitativen Einschätzungen und Werturteilen beruhen, die nicht in jedem Fall konsensfähig sind. Das lässt sich an einem Beispiel leicht erläutern. So erscheint es zunächst einfach, das Thema CO₂-Emissionen interpretations- und werturteilsfrei zu quantifizieren, indem beispielsweise die CO₂-Emissionen eines Unternehmens in Relation zu dessen Wertschöpfung gesetzt werden. Auf den ersten Blick ergibt sich damit ein logisches und konsistentes Ranking. Der zweite Blick auf dieses Ranking offenbart aber schon Probleme, die nicht leicht zu lösen sind. So finden sich auf den ersten, vermeintlich CO₂-freundlichsten Positionen fast nur Banken und Versicherungen. Kein Wunder, denn im Vergleich zur Wertschöpfung verursacht eine Bank oder eine Versicherung geradezu zwangsläufig zu vernachlässigende CO₂-Emissionen. Gleichzeitig ist es aber denkbar, dass eine in diesem Ranking vermeintlich auf einem guten Platz liegende Bank Projekte finanziert, die alles andere als CO₂-neutral sind. Auf der anderen Seite existieren Unternehmen, die zwar technologisch bedingt einen hohen CO₂-Ausstoß relativ zur Wertschöpfung aufweisen, jedoch mit größtem Aufwand versuchen, diesen im Rahmen physikalischer Grenzen so weit wie möglich zu reduzieren. Ist es dann fair, solche Unternehmen im Ranking massiv abzustrafen? Müssten Vergleiche nicht stattdessen immer inner-

halb von Branchen stattfinden, sodass man Äpfel mit Äpfeln vergleicht und nicht mit Birnen? Aber selbst hier kommt man zuweilen in schwere Fahrwasser. Angenommen, zwei Versorgungsunternehmen weisen die gleichen, in Relation zur Wertschöpfung auffallend geringen CO₂-Emissionen auf und finden sich daher innerhalb ihrer Branche auf den vorderen Plätzen im CO₂-Ranking. Der Grund für das gute Abschneiden ist in einem Fall die Stromproduktion mit Windkraftträdern, im anderen Fall die Stromproduktion mit Atomkraft. Sollten sich nun beide Unternehmen auf dem gleichen Rangplatz befinden, oder muss es einen Malus für „bösen“ Strom aus dem Atomkraftwerk geben? Spätestens hier kommen u.U. doch wieder Werturteile ins Spiel und ein französischer (oder auch schwedischer) Datenbankanbieter hätte hier vermutlich einen ganz anderen Blick auf die Sachlage als ein deutscher Anbieter. Dieses einfache Beispiel zeigt schon, dass es die Wahrheit schlechthin nicht gibt, wenn es um nachhaltiges Investieren geht. Und so kann es passieren, dass ein Portfolio, das von einem Datenbankanbieter als nachhaltig eingestuft wird, von einem anderen Datenbankanbieter nur als durchschnittlich bewertet wird. Ist das ein Problem? Aus unserer Sicht ist das nicht der Fall. Schließlich führt der Wettbewerb der Anbieter auch zu einem Wettbewerb der Ideen, der das Qualitätsniveau in der Bewertung und Einschätzung nachhaltiger Aspekte mittelfristig insgesamt heben sollte.

Aber selbst wenn sich – und das ist vollkommen unwahrscheinlich – eines Tages ein weltweiter Standard hinsichtlich der Bewertung nachhaltiger Kriterien etabliert haben sollte, ist damit noch lange nicht die Frage beantwortet, wie aus Kundensicht eine optimale, nachhaltige Portfoliostruktur aussieht. Denn schließlich hat jeder Kunde seine eigenen Vorstellungen davon, welche Aspekte der Nachhaltigkeit wichtig sind und welche nicht. So mag für den einen Kunden das Thema Ressourcenschonung von zentraler Bedeutung sein, während ein anderer Kunde einen stärkeren Wert auf Governance-Themen legt. Das führt auch schon in der heutigen Praxis dazu, dass beispielsweise kirchliche Institutionen nachhaltige Portfolios präferieren, die sich von nachhaltig investierenden Versicherungen deutlich unterscheiden. Auch das ist nicht von Nachteil, denn auch hier führt die Meinungsvielfalt im Sinne einer Schwarmintelligenz vermutlich zu deutlich besseren Ergebnissen, als wenn beispielsweise Behörden exakt

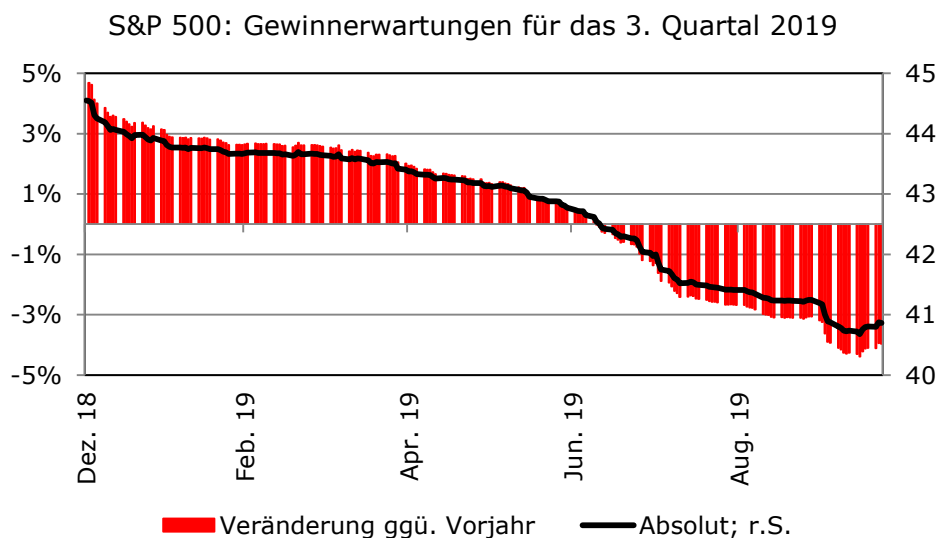
vorgeben würden, was unter nachhaltigem Investieren zu verstehen ist. Unter diesem Aspekt müssen übrigens die Überlegungen der EU zu nachhaltigen Investitionen eher kritisch gesehen werden, da sie für die Zukunft eine gewisse „Regulierungswut“ befürchten lassen, die an dieser Stelle nicht unbedingt notwendig wäre und vermutlich kontraproduktiv ist. Wenn aber nun ein Kunde eine klare Präferenz hinsichtlich der zu berücksichtigenden und zu gewichtenden Nachhaltigkeitskriterien äußert, dann ist nicht sichergestellt, dass verschiedene Asset Manager zu ähnlichen Portfoliostrukturen gelangen, selbst wenn sie den gleichen Datenbankanbieter für die Nachhaltigkeitsratings nutzen und auf das gleiche Investmentuniversum zurückgreifen. Der Laie mag sich fragen, wie das sein kann – die Antwort ist auch hier recht einfach: Es existieren einfach keine Standardverfahren, um Informationen hinsichtlich der Nachhaltigkeitskriterien in Portfoliostrukturen zu überführen. Die einfachste Art, Nachhaltigkeitskriterien zu berücksichtigen, besteht beispielsweise im sog. Screening und Filtern. Ist einem Kunden eine ressourcenschonende Produktion besonders wichtig, könnte man einfach die Aktien oder Anleihen von Unternehmen aus dem Investmentuniversum entfernen, die hinsichtlich dieses Kriteriums besonders schlecht abschneiden. Doch ist das schon die Lösung? Aus unserer Sicht ist das nur zum Teil der Fall, denn durch das Filtern ist nur garantiert, dass die größten „Sünder“ nicht mehr gekauft werden können. Es ist aber noch lange nicht sichergestellt, dass tatsächlich die Unternehmen in das Portfolio gekauft werden, die im Durchschnitt überdurchschnittlich gut sind. Rechnerisch wäre es durchaus denkbar, dass selbst nach dem Filtern der größten „Sünder“ immer noch Unternehmen gekauft werden, die im Durchschnitt einen eher schlechten Rangplatz hinsichtlich des präferierten Kriteriums aufweisen. Entscheidend ist die Fähigkeit, durchschnittliche Rankings bezüglich der gewünschten Kriterien zu maximieren, ohne andere gewünschte Eigenschaften zu verwässern. An all diesen Punkten zeigt sich, wie facettenreich und komplex nachhaltiges Investieren sein kann. Wer hier einfache Antworten und Lösungen erwartet, hat die Natur des nachhaltigen Investierens nicht verstanden. Und wer von seinem Asset Manager nur sehr einfache Lösungen präsentiert bekommt, sollte auch dies zum Anlass nehmen, kritisch zu prüfen und genau nachzufragen. Denn wie schon gesagt: In der nachhaltigen Geldanlage steckt der Teufel im Detail!

Wochenausblick für die Zeit vom 28. Oktober bis 1. November 2019

	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Veröffentlichung
D: Importpreise, m/m	-0,1%	-1,4%	-0,2%	-0,6%	-0,2%		29. Oktober
D: Importpreise, y/y	0,2%	-2,0%	-2,1%	-2,7%	-3,3%		29. Oktober
D: Änderung Anzahl Arbeitslose in tsd.	61	0	1	2	-10	2	30. Oktober
D: Arbeitslosenquote	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	30. Oktober
D: vorl. Konsumentenpreise, m/m	0,2%	0,3%	0,5%	-0,2%	0,0%	-0,1%	30. Oktober
D: vorl. Konsumentenpreise, y/y	1,4%	1,6%	1,7%	1,4%	1,2%	1,0%	30. Oktober
D: Einzelhandelsumsätze, m/m	-0,5%	1,9%	-0,8%	0,5%	0,4%		31. Oktober
D: Einzelhandelsumsätze, y/y	4,3%	-1,3%	5,2%	3,2%	2,9%		31. Oktober
E-19: Geldmenge M3, y/y	4,8%	4,5%	5,2%	5,7%	5,5%		28. Oktober
E-19: Kreditvergabe Haushalte, y/y	3,3%	3,3%	3,4%	3,4%	3,4%		28. Oktober
E-19: Geschäftsklimaindex	0,30	0,17	-0,11	0,12	-0,22	-0,10	30. Oktober
E-19: Industrievertrauen	-2,9	-5,6	-7,3	-5,8	-8,8		30. Oktober
E-19: Verbrauchervertrauen – Final	-6,5	-7,2	-6,6	-7,1	-6,5	-7,6	30. Oktober
E-19: Inflationsrate, y/y -Flash	1,2%	1,2%	1,1%	1,0%	0,9%	0,9%	31. Oktober
E-19: Kerninflationsrate, y/y - Flash	1,0%	1,3%	1,1%	1,1%	1,2%	1,1%	31. Oktober
E-19: Arbeitslosenquote	7,6%	7,5%	7,5%	7,4%	7,4%		31. Oktober
	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019				
E-19: BIP, q/q – s.a.	0,4%	0,2%	0,1%				31. Oktober
E-19: BIP, y/y – s.a.	1,3%	1,2%	1,0%				31. Oktober

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Wie gut läuft die Berichtssaison?



In den USA ist die Berichtssaison für das 3. Quartal in vollem Gange. Von den gut 170 Unternehmen, die aus dem S&P 500 ihre Gewinne berichtet haben, konnten 81 Prozent die Erwartungen übertreffen. Dennoch sollte man dieses Ergebnis nicht zu euphorisch bewerten, denn der hohe Anteil positiver Gewinnüberraschungen ist mehr oder weniger üblich und darauf zurückzuführen, dass die Unternehmensanalysten im Vorfeld der Berichtssaison ihre Erwartungen stark zurückgeschraubt

haben, sodass die Latte für positive Überraschungen niedrig hängt. Im Vergleich zum Vorjahr sind die Gewinne dagegen trotz der „guten“ Berichterstattung immer noch rund 4 Prozent niedriger, während Ende September das erwartete Minus nur bei etwa 3 Prozent lag. Dass das Ergebnis nicht besser ausfällt, ist darauf zurückzuführen, dass das Ausmaß der positiven Überraschungen geringer, dass der negativen Abweichungen dagegen größer ist als in den letzten Quartalen.

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	24.10.2019 17:47	16.10.2019 -1 Woche	20.09.2019 -1 Monat	22.07.2019 -3 Monate	22.10.2018 -12 Monate	31.12.2018 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	26803	-0,7%	-0,5%	-1,4%	5,9%	14,9%
S&P 500	3012	0,7%	0,7%	0,9%	9,3%	20,1%
Nasdaq	8179	0,7%	0,8%	-0,3%	9,5%	23,3%
DAX	12872	1,6%	3,2%	4,7%	11,7%	21,9%
MDAX	26299	1,3%	1,6%	1,7%	9,4%	21,8%
TecDAX	2834	1,1%	-1,2%	-2,1%	7,3%	15,7%
EuroStoxx 50	3621	0,6%	1,4%	3,8%	13,5%	20,7%
Stoxx 50	3283	1,5%	1,4%	2,9%	12,0%	18,9%
SMI (Swiss Market Index)	10106	0,7%	0,5%	1,9%	14,0%	19,9%
FTSE 100	7327	2,2%	-0,2%	-2,5%	4,0%	8,9%
Nikkei 225	22751	1,2%	3,0%	6,2%	0,6%	13,7%
Brasilien BOVESPA	107315	1,8%	2,4%	3,2%	25,4%	22,1%
Russland RTS	1410	4,6%	2,4%	5,1%	26,3%	32,3%
Indien BSE 30	39020	1,1%	2,6%	2,6%	14,3%	8,2%
China Shanghai Composite	2941	-1,3%	-2,2%	1,9%	10,8%	17,9%
MSCI Welt (in €)	2208	0,0%	-0,1%	1,6%	11,4%	21,0%
MSCI Emerging Markets (in €)	1031	0,1%	0,4%	-1,1%	8,7%	10,2%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	171,67	9	-180	-211	1233	813
Bobl-Future	134,66	-8	-58	-15	359	214
Schatz-Future	112,09	-3	-13	-24	18	15
3 Monats Euribor	-0,40	1	-1	-3	-9	-9
3M Euribor Future, Dez 2019	-0,41	0	2	10	-31	0
3 Monats \$ Libor	1,94	-7	-20	-35	-55	-87
Fed Funds Future, Dez 2019	1,57	-2	-14	-16	-133	-1
10-jährige US Treasuries	1,75	0	-1	-30	-145	-94
10-jährige Bunds	-0,40	-2	12	-2	-86	-65
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,14	3	9	0	-29	-14
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,60	0	17	3	-63	-43
US Treas 10Y Performance	643,59	-0,2%	0,2%	3,3%	16,6%	10,8%
Bund 10Y Performance	670,46	-0,2%	-1,5%	0,1%	9,1%	6,9%
REX Performance Index	497,43	-0,2%	-0,6%	-0,4%	3,0%	2,0%
IBOXX AA, €	0,21	0	5	7	-61	-66
IBOXX BBB, €	0,89	-1	7	3	-89	-117
ML US High Yield	6,33	-1	10	-15	-47	-169
JPM EMBI+, Index	863	-0,2%	-0,3%	-2,1%	10,5%	9,0%
Wandelanleihen Exane 25	7540	-0,1%	-0,2%	1,0%	4,8%	9,4%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	392,15	-0,3%	1,7%	-3,4%	-5,9%	-4,2%
MG Base Metal Index	296,87	1,0%	-0,5%	-1,1%	-5,5%	0,7%
Rohöl Brent	61,52	3,7%	-5,3%	-2,7%	-23,0%	15,8%
Gold	1500,17	0,9%	-0,2%	5,1%	22,8%	17,1%
Silber	17,47	0,4%	-1,9%	6,5%	19,8%	12,6%
Aluminium	1710,25	-0,7%	-3,6%	-4,4%	-14,3%	-8,2%
Kupfer	5790,50	1,6%	0,4%	-3,4%	-7,2%	-2,7%
Eisenerz	90,45	-1,0%	-3,1%	-24,6%	26,1%	30,7%
Frachtraten Baltic Dry Index	1779	-6,2%	-16,5%	-18,8%	12,7%	40,0%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1092	0,6%	0,6%	-1,1%	-3,5%	-3,1%
EUR/ GBP	0,8653	0,3%	-1,7%	-3,7%	-2,1%	-3,6%
EUR/ JPY	120,45	0,5%	1,1%	-0,5%	-7,1%	-4,3%
EUR/ CHF	1,1008	0,1%	0,6%	0,0%	-3,9%	-2,3%
USD/ CNY	7,0684	-0,4%	-0,3%	2,7%	1,7%	2,8%
USD/ JPY	108,49	-0,3%	0,9%	0,6%	-3,8%	-1,0%
USD/ GBP	0,7803	-0,1%	-2,4%	-2,5%	1,2%	-0,6%

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

Bente Lorenzen
+49 40 3282-2409
blorenzen@mmwarburg.com

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

Julius Böttger
+49 40 3282-2229
jboettger@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.