

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

14. März 2019

Smart ESG: Factor Investing trifft Nachhaltigkeit

Unter der Abkürzung „Environment Social Governance (ESG)“, also Umwelt, Soziales und Unternehmensführung, werden nachhaltige Verantwortungsbereiche zusammengefasst, die Aufschluss darüber geben sollen, inwieweit Unternehmen in ihren Entscheidungen ökologische und sozial-gesellschaftliche Aspekte berücksichtigen und in die Unternehmensführung einfließen lassen. In den letzten Jahren hat sich das nachhaltige Investieren, d.h. die Berücksichtigung von ESG-konformen Anlagekriterien, im Asset Management zu einem unaufhaltbarer Trend entwickelt.

Angefangen hat dieser Trend bereits in den 90er-Jahren, als das Thema mit dem Begriffen „ethische“ und „grüne“ Investments noch in erster Linie moralisch aufgeladen war und zu Beginn vor allem kirchliche Investoren angezogen hat. Insbesondere die Befürchtung, dass nachhaltiges Investieren mit einer Einbuße an Rendite verbunden sein könnte, schreckte viele Investoren zunächst ab. Dies hat sich in den vergangenen Jahren grundlegend geändert. So werden bereits heute geschätzte 20 Billionen US-Dollar und damit 25 Prozent der global verwalteten Anlagegelder unter Berücksichtigung von nachhaltigen Anlagekriterien gesteuert. Und hier wird das Ende der Fahnenstange noch lange nicht erreicht sein. Zum einen hat sich die Erkenntnis durchgesetzt, dass Nachhaltigkeit keinesfalls zu Renditeeinbußen führen muss und es damit keinen Zielkonflikt zwischen Nachhaltigkeit und Rendite gibt. Dahinter steht die Überlegung, dass nachhaltig geführte Unternehmen dauerhaft besser aufgestellt sind und profitabler arbeiten. Zum anderen wird ESG auch zunehmend im Zusammenhang mit einem effizienten Risikomanage-

ment eine Bedeutung beigemessen. So können durch die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien Reputationsrisiken, operationelle Risiken und Event-Risiken deutlich reduziert werden. Es verwundert daher auch nicht, dass die empirische Evidenz zeigt, dass Anlageportfolios, die nach Aspekten der Nachhaltigkeit aufgestellt sind, geringeren Schwankungs- und Rückschlagrisiken als herkömmliche Portfolios unterliegen.

Gleichzeitig haben auch gesellschaftliche, politische und regulatorische Veränderungen zu einer höheren Nachfrage nach nachhaltigen Investments geführt. Beispielsweise sei hier die UN-Klimakonferenz von 2015 in Paris genannt, in deren Folge namhafte institutionelle Investoren wie der norwegische Staatsfonds oder der Rockefeller Brothers Fonds Kohleinvestments aus ihren Portfolios weitestgehend ausgeschlossen haben. Auch die Aufsicht hat sich dem Thema Nachhaltigkeit inzwischen mit Nachdruck angenommen. So arbeitet die EU-Kommission aktuell an einem Kriterienkatalog zur Schaffung von einheitlichen Standards für nachhaltige Investments. Die Vereinten Nationen haben zudem mit den „Sustainable Development Goals (SDG)“ Ziele für eine nachhaltige Entwicklung definiert, denen institutionellen Investoren in Zukunft ebenfalls Beachtung schenken müssen. Und auch für Versicherer und Einrichtungen der betrieblichen Altersvorsorge (EbAVs), ist mit der EbAV-II-Richtlinie zu Jahresbeginn eine Verordnung in Kraft getreten, die Berichts- und Informationspflichten hinsichtlich der Einbeziehung von Kriterien der Nachhaltigkeit sowie deren Einbindung in das Risikomanagement vorsieht. Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass Investoren in Zukunft gar

Konjunktur und Strategie

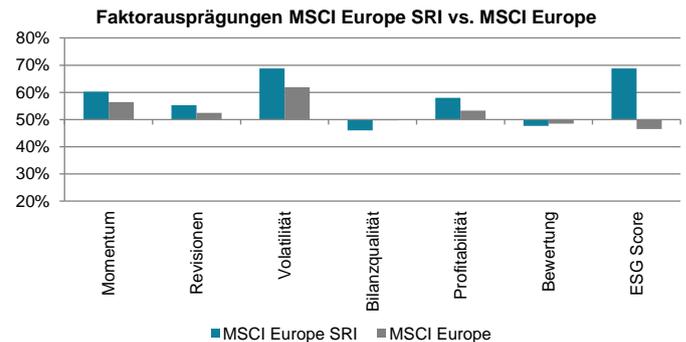
nicht mehr um das Thema Nachhaltigkeit herumkommen werden.

Mit dieser rasanten Entwicklung hat sich auch ein umfangreiches Angebot an mehr und auch weniger ausgeklügelten nachhaltigen Investmentansätzen verbreitet. Dies wird nicht zuletzt durch die inzwischen deutlich verbesserte Datenverfügbarkeit unterstützt. ESG-Datenbanken, wie sie z.B. von MSCI angeboten werden, erlauben es Anlageuniversen extrem differenziert nach verschiedenen Kriterien zu filtern und zu analysieren.

Dominant unter den nachhaltigen Investmentansätzen sind zwei Ansätze, die auf Positiv- oder Negativlisten für Wertpapiere beruhen. Bei dem „Best-in-Class“ Ansatz werden Unternehmen selektiert, die innerhalb einer definierten Gruppe (Index, Subindex, Industriegruppe) die beste ESG Ausprägung haben. Der zweite Ansatz geht auf Ausschlusskriterien ein, d.h. das Investmentuniversum wird um Unternehmen, auf die bestimmte Kriterien zutreffen (z.B. Tabakherstellung, Verletzung von Menschenrechten), bereinigt. Beiden Ansätzen gelingt es zwar die ESG-Qualität auf Portfolioebene zu verbessern, sie bergen aber das Risiko von Renditeeinbußen über die Implementierung von harten Restriktionen bis hin zum Ausschluss von ganzen Industrien. Insbesondere leiden beide Ansätze unter dem Manko, dass weitere fundamentale Kriterien, die für die Entwicklung des Aktienkurses bzw. des Portfolios bedeutend sind, nicht ausreichend berücksichtigt werden. Dies ist erkennbar, wenn man geläufige Nachhaltigkeitsindizes nach renditeerklärenden Faktoren untersucht.

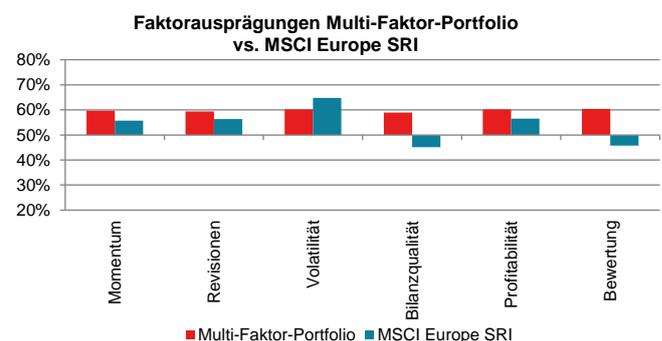
In einem wohldefinierten Portfolio sollten alle Faktoren mit einer möglichst hohen und ausgewogenen Ausprägung vertreten sein. Zur Überprüfung drücken wir sowohl die Faktorintensität als auch die ESG-Qualität numerisch aus, nehmen eine Rangbildung für die einzelnen Aktien und die daraus abgeleiteten Portfolios vor und zentrieren die Ergebnisse zwischen 0% (schlechteste Ausprägung) und 100% (beste Ausprägung). Als Kriterium für die ESG-Qualität stellen wir auf eine von MSCI angebotene Maßzahl ab, die eine Vielzahl von Unterkriterien aus den Bereichen Umwelt, Soziales und Unternehmensführung zu einer Kennzahl verdichtet. Schaut man sich zum Beispiel den MSCI Europe SRI Index an, der unter Anwendung des Best-in-Class-Ansatzes aus dem Indexuniversum des MSCI Europe hervorgeht, so zeigt sich in dem nachstehenden Chart, dass dieser zwar gegenüber dem MSCI Europe die

ESG-Qualität verbessert, dass aber das fundamentale Faktorprofil weiterhin Optimierungsbedarf aufweist. Zwar bestätigt sich in dem Chart die eingangs getätigte Aussage, dass die Berücksichtigung von Nachhaltigkeit zu einer Reduktion der Risiken beiträgt (ein Balken über 50% steht für geringere Volatilität) und die Unternehmen im Durchschnitt profitabler sind, aber es zeigt sich auch, dass Unternehmen im Index im Durchschnitt eher teuer sind und eine geringere Bilanzqualität aufweisen.



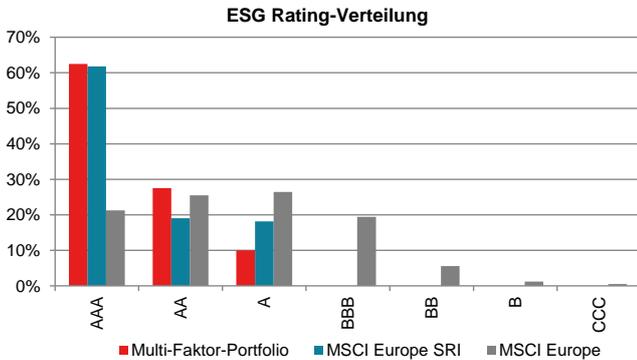
Wir stellen daher im Folgenden einen Investmentansatz vor, der diesen Schwachpunkt aufgreift und auf eine unmittelbare Integration von ESG-Kriterien abstellt. Dieser Ansatz beruht auf einer Symbiose von Nachhaltigkeit und Factor Investing. Dazu integrieren wir ESG-Kriterien in unseren seit vielen Jahren gelebten Multi-Faktor-Ansatz, der die oben dargestellten renditeerklärenden Faktoren ausgehend von den einzelnen Aktien im Anlageuniversum und deren fundamentalen Eigenschaften über ein Portfolio abbildet und auf die simultane Vereinnahmung der Faktorprämien abstellt.

Eine erste Möglichkeit zur Verbindung dieser beiden Ansätze besteht darin, von einem nach Nachhaltigkeitskriterien „gefilterten“ Anlageuniversum auszugehen und aus diesem das Multi-Faktor-Portfolio zu konstruieren. Dazu wenden wir unsere selbst entwickelte Optimierungsroutine zur Konstruktion von Faktorportfolios auf das Indexuniversum des MSCI Europe SRI an, um das ungenügende fundamentale Profil dieses Index weiter zu verbessern. Dies gelingt, wie der Faktor-Chart zeigt.



Konjunktur und Strategie

Wie sieht es nun aber mit der ESG-Qualität des Multi-Faktor-Portfolios aus? Zur Beantwortung dieser Frage verweisen wir auf die ESG Rating-Verteilung der Aktien in dem Portfolio und in den Indizes MSCI Europe SRI und MSCI Europe, die vergleichbar der Ratingklassifikation von Anleihen zu lesen ist und ebenfalls aus der ESG-Datenbank von MSCI entnommen wurde.

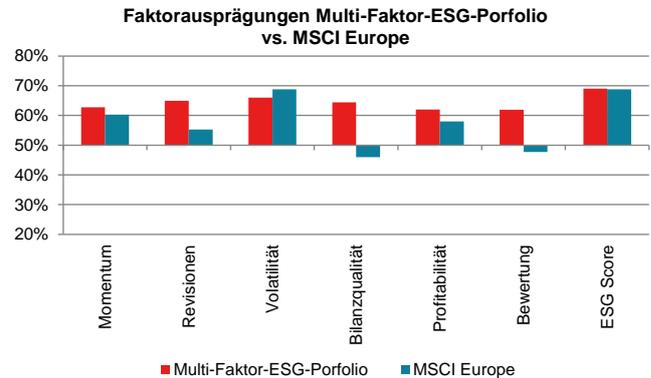


Während der MSCI Europe bis hin zu „BBB“ eher einer Gleichverteilung folgt und auch in den unteren Rating-Segmente noch Titel beinhaltet, weisen der MSCI Europe SRI und das Multi-Faktor-Portfolio per Konstruktion nur Werte aus der Kategorie „Investment Grade“ auf, wobei unser Portfolio nicht nur fundamental attraktiv und ausgewogen ist, sondern die Rating-Verteilung sogar noch weiter verbessern kann. Hier zeigt sich eine allgemeine Erkenntnis, wonach fundamental solide aufgestellte Unternehmen und Portfolios bereits über eine gewisse ESG-Qualität verfügen.

In einem zweiten Ansatz gehen wir nun aber noch einen Schritt weiter und wenden unsere Methodik direkt auf ein „ungefiltertes“ Ausgangsuniversum wie den MSCI Europe an, berücksichtigen aber ESG als weiteren Faktor im Rahmen unserer Optimierungsroutine zur Ableitung eines um Nachhaltigkeit erweiterten Multi-Faktor-Portfolios. Dabei werden keinerlei Restriktionen gesetzt, sondern der Trade-Off zwischen den fundamentalen und dem ESG-Faktor derart gesteuert, dass sich auf Portfolioebene sowohl ein hohes und ausgewogenes fundamentales als auch nachhaltiges Faktorprofil ergibt.

Durch die Einbeziehung von ESG-Kriterien in die Optimierung werden Werte mit ungünstigem Nachhaltigkeitsprofil für das Portfolio weniger attraktiv, ohne dass jedoch gänzlich vermieden werden kann, dass einzelne Werte mit Verletzungen von Nachhaltigkeitskriterien aufgrund von attraktiven fundamentalen Eigenschaften in das Portfolio gelangen. Dem kann durch eine stärkere Gewichtung der ESG-Kriterien im Rahmen der Optimierung entgegengewirkt werden oder durch eine itera-

tive Vorgehensweise, bei der in mehreren Optimierungsdurchläufen jeweils unerwünschte Kandidaten eliminiert werden.



Da der beschriebene Ansatz frei von Restriktionen arbeitet, kann eine höhere Faktorintensität realisiert werden ohne die ESG-Qualität dabei zu verwässern. Tatsächlich geht die Flexibilität dieses Ansatzes aber noch weiter. So können sehr filigran und unter Berücksichtigung von Kundenvorgaben individuelle und gleichzeitig mehrere Merkmale einbezogen und simultan mit den fundamentalen Faktoren optimiert werden. Im Ergebnis gelangt man zu maßgeschneiderten Portfolios, die dem Nachhaltigkeitsverständnis einzelner Kunden entsprechen.

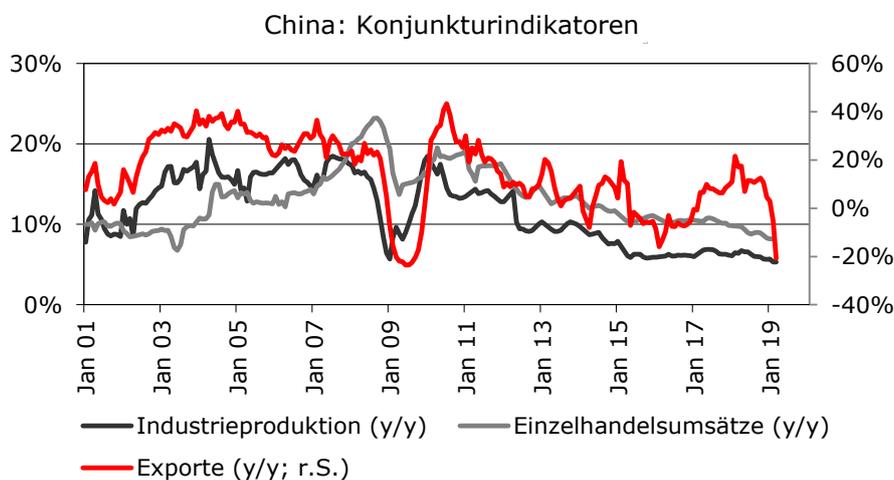
Wurde Nachhaltigkeit in den Anfangstagen noch als Modeerscheinung gesehen, so hat sich in der Gesellschaft inzwischen das Verständnis fest verankert, dass nachhaltiges Wirtschaften generationenübergreifend zum Erhalt von Werten und Ressourcen beiträgt und nachhaltig geführte Unternehmen dauerhaft besser aufgestellt sind. Im Umkehrschluss bedeutet dies, dass Unternehmen, die Nachhaltigkeitsprinzipien missachten, Gefahr laufen, von Anlegern gemieden zu werden und deutlich höhere Kapitalkosten tragen zu müssen. In diesem Kontext ist die Asset Management Industrie gefragt effiziente Konzepte bereitzustellen, die Nachhaltigkeit zunehmend in die Anlagestrategie integrieren. Das hier dargestellte systematische Investmentkonzept verbindet Elemente des Factor Investing mit ESG zu einem geschlossenen Portfolioansatz und zeigt einen neuen Weg zum Umgang mit dem Thema Nachhaltigkeit im Bereich des Asset Managements auf.

Wochenausblick für die Zeit vom 18. März bis 22. März 2019

	Okt	Nov	Dez	Jan	Feb	Mrz	Veröffentlichung
D: ZEW Konjunkturerwartungen	-24,7	-24,1	-17,5	-15,0	-13,4	-13,5	19. März
D: ZEW Lageeinschätzung	70,1	58,2	45,3	27,6	15,0	14,8	19- März
D: Produzentenpreise m/m	0,3%	0,1%	-0,4%	0,4%	0,2%		20. März
D: Produzentenpreise y/y	3,3%	3,3%	2,7%	2,6%	2,9%		20. März
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. – Flash	52,2	51,8	51,5	49,7	47,6	48,2	22. März
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl. – Flash	54,7	53,3	51,8	53,0	55,3	54,8	22. März
E-19: Konsumentenvertrauen – Flash	-5,9	-6,6	-8,3	-7,9	-7,4	-7,1	21. März
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. – Flash	52,0	51,8	51,4	50,5	49,3	50,1	22. März
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl. – Flash	53,7	53,4	51,2	51,2	52,8	52,6	22. März

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: China – Neujahrskater oder neue Krise?



Lange sah es so aus, als könne der Handelskonflikt mit den USA und die schwächeren Konjunkturdaten in Europa China nichts anhaben. Bis in den Herbst 2018 hinein konnte das Land solide realwirtschaftliche Daten vorweisen. Seit Oktober verschlechtern sich die Daten aber zusehends. Insgesamt hat sich das Wachstum der chinesischen Wirtschaft bereits in 2018 abgeschwächt. So ist das reale Bruttoinlandsprodukt 6,6 Prozent gegenüber dem Vorjahr gewachsen (2017: 6,9 Prozent), was allerdings auch dem „Plan“ der Regierung entspricht. Das Wachstum im vierten Quartal betrug jedoch nur noch 6,4 Prozent. Die eingeführten Handelsbeschränkungen und die globale Konjunkturabschwächung wirken sich immer negativer aus. Die Exporte haben 2018 zunächst noch von Vorzieheffekten profitiert, die aber nun auslaufen. Auch der private Konsum hat deutlich an Dynamik eingebüßt. Ministerpräsident Li hat für 2019 ein Wachstumsziel von nur noch 6,0 bis 6,5 Prozent ausgegeben. Die Führung in Peking will sich mit milliardenschweren Steuersenkungen und Investitionen gegen eine heraufziehende Flaute stemmen,

um das Ziel zu erreichen. Nun sind viele der für den Januar und Februar gemeldeten Konjunkturdaten überraschend stark zurückgegangen. Die Exporte sanken um 20,7 Prozent im Vergleich zum Vorjahr und die Industrieproduktion stieg „nur“ um 5,3 Prozent – der schwächste Wert seit 2002. Auch die umfragebasierte Arbeitslosenquote stieg auf 5,3 Prozent, gegenüber 4,9 Prozent im Dezember. Da allerdings auch gleichzeitig die Immobilieninvestitionen anzogen und sich die Einzelhandelsumsätze zwar träge, aber stabil präsentierten, ist auch nicht davon auszugehen, dass sich die Wirtschaft inmitten einer stärkeren Abschwächung befindet. Außerdem unterliegen die Wirtschaftsdaten aus China aufgrund den Neujahrfeierlichkeiten zum Jahresanfang häufig starken Schwankungen. Diese fanden Anfang Februar statt und gehen oft mit erheblichen Geschäftsausfällen einher. Wir gehen daher zunächst nur von einem Neujahrskater im Land der aufgehenden Sonne aus, werden die zukünftigen Konjunkturdaten aber genau beobachten.

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	14.03.2019 15:02	07.03.2019 -1 Woche	13.02.2019 -1 Monat	13.12.2018 -3 Monate	13.03.2018 -12 Monate	31.12.2018 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	25685	0,8%	0,6%	4,4%	2,7%	10,1%
S&P 500	2809	2,2%	2,0%	6,0%	1,6%	12,0%
Nasdaq	7637	2,9%	2,9%	8,0%	1,7%	15,1%
DAX	11599	0,7%	3,9%	6,2%	-5,1%	9,8%
MDAX	25033	2,4%	5,0%	11,4%	-3,2%	16,0%
TecDAX	2657	1,2%	4,3%	4,3%	-1,4%	8,5%
EuroStoxx 50	3339	0,9%	4,3%	7,3%	-1,7%	11,3%
Stoxx 50	3086	1,1%	4,1%	7,8%	3,1%	11,8%
SMI (Swiss Market Index)	9434	1,2%	2,9%	7,0%	6,2%	11,9%
FTSE 100	7195	0,5%	0,1%	4,6%	0,8%	6,9%
Nikkei 225	21287	-0,8%	0,7%	-2,4%	-3,1%	6,4%
Brasilien BOVESPA	98765	4,7%	3,0%	12,4%	14,3%	12,4%
Russland RTS	1186	0,5%	-0,4%	5,0%	-7,8%	11,2%
Indien BSE 30	37755	2,8%	4,8%	5,1%	11,5%	4,7%
China Shanghai Composite	2991	-3,7%	9,9%	13,5%	-9,7%	19,9%
MSCI Welt (in €)	2096	1,4%	2,2%	6,8%	7,1%	12,7%
MSCI Emerging Markets (in €)	1050	0,4%	0,9%	7,3%	-6,0%	10,2%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	164,47	-177	-165	160	700	93
Bobl-Future	132,49	-46	-58	31	202	-3
Schatz-Future	111,86	2	-1	0	1	-8
3 Monats Euribor	-0,31	0	0	0	2	0
3M Euribor Future, Dez 2019	-0,29	0	-3	-9	-39	0
3 Monats \$ Libor	2,61	1	-7	-18	49	-20
Fed Funds Future, Dez 2019	2,34	-3	-8	-28	-13	0
10-jährige US Treasuries	2,62	-2	-9	-29	-23	-7
10-jährige Bunds	0,07	1	-5	-21	-54	-17
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,04	-3	-3	-10	-8	-4
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,32	8	-1	-17	-38	-8
US Treas 10Y Performance	587,98	0,1%	0,9%	3,7%	4,7%	1,3%
Bund 10Y Performance	641,67	0,0%	0,6%	2,7%	6,9%	2,3%
REX Performance Index	489,91	0,2%	0,6%	0,7%	2,4%	0,5%
IBOXX AA, €	0,59	0	-8	-32	-15	-29
IBOXX BBB, €	1,61	-3	-14	-46	28	-45
ML US High Yield	6,83	-8	-14	-57	33	-118
JPM EMBI+, Index	831	0,7%	0,2%	5,2%	2,1%	5,0%
Wandelanleihen Exane 25	7118	0,0%	1,1%	2,2%	-2,9%	3,3%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	419,42	1,4%	1,9%	0,8%	-6,1%	2,5%
MG Base Metal Index	319,56	0,9%	4,9%	5,1%	-8,4%	8,4%
Rohöl Brent	67,78	2,7%	6,3%	11,8%	5,1%	27,6%
Gold	1294,70	0,7%	-1,4%	4,2%	-2,4%	1,0%
Silber	15,49	3,0%	-1,4%	4,8%	-6,7%	-0,1%
Aluminium	1881,00	2,3%	2,6%	-1,7%	-9,6%	1,0%
Kupfer	6501,50	0,6%	6,2%	5,6%	-6,0%	9,3%
Eisenerz	85,01	-2,0%	-3,4%	26,4%	17,5%	22,8%
Frachtraten Baltic Dry Index	654	-0,5%	7,6%	-52,1%	-44,5%	-48,5%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1298	0,2%	-0,1%	-0,6%	-8,7%	-1,3%
EUR/ GBP	0,8537	-0,3%	-2,6%	-5,1%	-3,7%	-4,9%
EUR/ JPY	126,05	0,1%	0,7%	-2,3%	-4,7%	0,2%
EUR/ CHF	1,1351	0,0%	-0,2%	0,6%	-2,9%	0,7%
USD/ CNY	6,7271	0,2%	-0,5%	-2,3%	6,4%	-2,2%
USD/ JPY	111,17	-0,4%	0,1%	-2,2%	4,3%	1,5%
USD/ GBP	0,7559	-0,8%	-2,6%	-4,6%	5,7%	-3,7%

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.