

Deutsche Sachversicherer

Inflation und Klimawandel als Spielverderber



zielke

research
consult



VORWORT

Inflation und Klima als Spielverderber

Das Sachversicherungsgeschäft war in den letzten Jahren durch geringe Kapitalerträge und striktes Risikomanagement geprägt.

Nun bringen höhere Zinsen Freude, aber die Inflation machen Kalkulationen für die Zukunft schwieriger. Schlimmer noch, der Klimawandel hat einen doppelten Effekt sowohl auf die versicherten Risiken wie auch auf die Kapitalerträge.

In dieser Studie wollen wir erstmals uns den SFCR-Zahlen deutscher Sachversicherer widmen. Hieraus erkennen wir schon,

welche Sparten risikoreicher als andere sind. Anschließend gehen wir mit einem unkonventionellen Ansatz das Thema Elementarschutzversicherung an. So kann auch eine Pflichtversicherung zumeist privatwirtschaftlich gestemmt werden.

Danach folgt der Teil zum Kapitalanlagenmanagement unter Berücksichtigung von Klimarisiken. Dieser Teil wurde von Fidelity geschrieben.

Viel Spaß beim Lesen.

*Ihr
Carsten Zielke*



DR. CARSTEN ZIELKE
GESCHÄFTSFÜHRER
ZIELKE RESEARCH CONSULT



Inflation und Klimawandel als Spielverderber

Unsere Analyse der Solvenzberichte deutscher Sachversicherer zeigt, dass die Solvenzquoten weiterhin auskömmlich sind, jedoch spreizen sie sich stark von Sparte zu Sparte. Das geringste Niveau zeigt die Sparte Rechtsschutz mit 246,04%. Diese Sparte zeichnet sich auch durch einen hohen Selbstbehalt aus. Das höchste Solvenzniveau zeigt die Sparte Feuer mit

288,31%. Die größten Herausforderungen sind derzeit die Inflation und Klimarisiken. Bisherige Schadensschätzungen müssen um diese Faktoren angepasst werden, um ein gerechtes Pricing zu gewähren. In 2021 nahmen die Abwicklungsgewinne ggü. 2020 außer bei Krankheitskosten wieder zu. Diese entstehen, wenn

ABB. 1: ÜBERSICHT ABWICKLUNGSERGEBNISSE

QUELLE: ZIELKE RESEARCH CONSULT

Krankheitskosten	Abwicklungsergebnis		See Luftfahrt	Abwicklungsergebnis		Rechtsschutz	Abwicklungsergebnis	
	2021	2020		2021	2020		2021	2020
Durchschnitt	-60,89%	-44,64%	Durchschnitt	48,13%	31,62%	Durchschnitt	33,00%	24,58%
Max	99,00%	87,00%	Max	224,00%	87,00%	Max	123,00%	94,00%
Min	-545,00%	-537,00%	Min	6,00%	-81,00%	Min	-339,00%	-223,00%
Median	15,00%	17,00%	Median	45,50%	35,50%	Median	49,00%	34,00%
Einkommensersatz	Abwicklungsergebnis		Feuer	Abwicklungsergebnis		Beistand	Abwicklungsergebnis	
	2021	2020		2021	2020		2021	2020
Durchschnitt	18,53%	13,15%	Durchschnitt	23,12%	-1,33%	Durchschnitt	33,00%	24,58%
Max	111,00%	137,00%	Max	1179,00%	137,00%	Max	123,00%	94,00%
Min	-545,00%	-537,00%	Min	-991,00%	-1060,00%	Min	-339,00%	-223,00%
Median	38,00%	28,50%	Median	36,00%	27,00%	Median	49,00%	34,00%
KFZ	Abwicklungsergebnis		Haftpflicht	Abwicklungsergebnis		Finanzielle Verluste	Abwicklungsergebnis	
	2021	2020		2021	2020		2021	2020
Durchschnitt	8,41%	5,27%	Durchschnitt	16,19%	2,26%	Durchschnitt	14,38%	-24,52%
Max	224,00%	137,00%	Max	224,00%	137,00%	Max	1179,00%	137,00%
Min	-991,00%	-626,00%	Min	-545,00%	-626,00%	Min	-545,00%	-1060,00%
Median	38,00%	27,50%	Median	36,00%	26,50%	Median	39,00%	31,00%
Sonstige KFZ	Abwicklungsergebnis		Kredit	Abwicklungsergebnis				
	2021	2020		2021	2020			
Durchschnitt	27,11%	-1,23%	Durchschnitt	16,58%	-0,74%			
Max	1179,00%	87,00%	Max	1179,00%	137,00%			
Min	-545,00%	-1060,00%	Min	-991,00%	-1060,00%			
Median	34,00%	27,00%	Median	40,00%	28,50%			

Quelle: Zielke Research Consult GmbH

eingetretene Schäden sehr konservativ reserviert werden. Mit Kostensteigerungen von über 10% reicht das aber jetzt gegebenenfalls nicht mehr aus. Die Rückversicherer sind nun auch skeptischer in ihrer Zeichnungspolitik geworden. Von daher bleibt den Erstversicherern meist nur der Weg

eines höheren Selbstbehaltes, wenn sie Marktanteile halten wollen. Dies bedingt gerade aber im Bereich Haushalt- und Elementarversicherung, dass hier Klimawandeleffekte berücksichtigt werden.

ABB. 2: ÜBERSICHT KAPITALANLAGEN

QUELLE: GDV

Assetallokation deutsche Schaden- und Unfallversicherer (%)	2011	2015	2018	2019	2020	2021
Renten	78,5	76,8	71,6	69,9	71,2	69
Hypotheken			1,7	1,8	1,8	2
Ausleihungen			18,9	17,4	16,3	15,3
Inhaberschuldverschreibungen und andere festverzinsliche Wertpapiere			21,9	22	22	22,1
über Fonds gehaltene Renten			27,7	27,6	30,1	28,8
Einlagen bei Kreditinstituten			1,4	1,1	1,1	0,8
Aktien	4,6	7,2	7,7	8,1	6,1	7,1
Beteiligungen	11,1	10	15,2	16	15,9	16
Immobilien	3,9	4	3,9	4,3	4,8	5,1
sonstige	1,8	1,9	1,7	1,7	2	2,7
insgesamt (%)	100	100	100	100	100	100
insgesamt (Mrd €)	138	160,6	167,5	175,8	182	189,8

Quelle: GDV

Auf der anderen Seite ist es wichtiger denn je, dass Inflationseffekte mit einer geeigneten Kapitalanlagepolitik aufgefangen werden. Je niedriger die Stornowahrscheinlichkeit (in Deutschland erneuern sich im Privatkundenbereich die Verträge automatisch) und je länger die Schadenregulierungszeit, desto höher kann der Sachwerteanteil bei den Kapitalanlagen sein. Jedoch anders als bei Lebens- und Krankenversicherern sollte stark auf die

Liquidierbarkeit des Investmentportefeuilles geachtet werden. Von daher überrascht, dass die Beteiligungsquote so hoch ist im Vergleich zur reinen Aktienquote. Zudem überwiegen auch wie in der Lebensversicherung die festverzinslichen Papiere. Durchschnittlich steigen die Kapitalanlagensummen um 3,8% pro Jahr.

Die Spartendefinition gemäß Solvency II

In Solvency II werden folgende Sparten definiert:

Kfz, Feuer, Einkommensersatz, Arbeitsunfall, Krankheitskosten, See Luftfahrt, Haftpflicht, Rechtsschutz, Kredit, Beistand und finanzielle Verluste.

Solvency II ist eine EU-weite Regelung für die Aufsicht von Versicherungsunternehmen. Es definiert verschiedene Sparten von Versicherungen, darunter Kfz, Feuer, Einkommensersatz, Arbeitsunfall, Krankheitskosten, See Luftfahrt, Haftpflicht, Rechtsschutz, Kredit, Beistand und finanzielle Verluste.

Einkommensersatzversicherungen:

Einkommensersatzversicherungen sind Versicherungen, die den Einkommensverlust eines Versicherten aufgrund von Krankheit, Unfall oder Arbeitslosigkeit abdecken.

Krankheitskostenversicherungen:

Krankheitskostenversicherungen sind Versicherungen, die die Kosten für die Behandlung von Krankheiten oder Verletzungen abdecken.

See Luftfahrtversicherungen:

See-Luftfahrtversicherungen sind Versicherungen, die Schäden an Schiffs- und Luftfahrzeugen sowie an Fracht und Passagieren abdecken, die durch Unfälle, Naturkatastrophen oder andere Ereignisse verursacht werden.

Haftpflichtversicherungen:

Haftpflichtversicherungen sind Versicherungen, die den Versicherten vor Schadenersatzansprüchen schützen, die durch Schäden verursacht werden, die er verursacht hat.

Rechtsschutzversicherungen:

Rechtsschutzversicherungen sind Versicherungen, die die Kosten für die Durchsetzung oder Verteidigung von rechtlichen Ansprüchen abdecken.

Kreditversicherungen:

Kreditversicherungen sind Versicherungen, die Unternehmen vor Verlusten durch Ausfall von Schuldnern schützen.

Beistandsversicherungen:

Beistandsversicherungen sind Versicherungen, die die Kosten für Dienstleistungen wie Pflege, Reinigung und Transport bei Krankheit, Unfall oder Alter abdecken.

Finanzielle Verluste: F

inanzielle Verluste sind Verluste, die aus finanziellen Risiken wie z.B. Zins- oder Währungsschwankungen resultieren.

In Deutschland berichtet nur die Delvag Arbeitsunfall an, von daher sehen wir von einer Analyse in diesem Bereich ab.

Alle Sparten liegen im Schnitt deutlich über 200%, wobei aber Minima und Maxima sehr weit auseinanderreichen. Kfz, Haftpflicht und Beistand sind hierfür gute Beispiele. Insgesamt haben sich die Solvenzquoten in 2021 etwas gegenüber 2020 verschlechtert, wenn auch nur unwesentlich. Die höchste durchschnittliche Solvenzquote zeigt die Sparte Feuer mit 279,4%. Die niedrigste Finanzielle Verluste mit 233,7%. Die Problemsparten wären hier Feuer, Rechtsschutz, Sonstige Kfz und Haftpflicht. Sehr gut dagegen sehen Einkommensersatz und Kredit aus.

ABB. 3: SOLVENZANALYSE NACH SPARTEN

QUELLE: ZIELKE RESEARCH CONSULT

Krankheitskosten	SII-Quote		See Luftfahrt	SII-Quote		Rechtsschutz	SII-Quote	
	2021	2020		2021	2020		2021	2020
Durchschnitt	254,37%	268,91%	Durchschnitt	272,96%	270,93%	Durchschnitt	238,49%	246,04%
Max	633,22%	667,30%	Max	2054,00%	1862,00%	Max	509,31%	622,69%
Min	142,03%	161,00%	Min	133,30%	123,80%	Min	131,20%	114,39%
Median	215,06%	244,00%	Median	212,74%	214,49%	Median	209,10%	205,19%
Einkommensersatz			Feuer			Beistand		
SII-Quote			SII-Quote			SII-Quote		
2021	2020		2021	2020		2021	2020	
Durchschnitt	257,43%	266,52%	Durchschnitt	279,36%	288,31%	Durchschnitt	272,69%	280,43%
Max	633,22%	667,30%	Max	2054,00%	1862,00%	Max	2054,00%	1862,00%
Min	120,41%	123,80%	Min	131,00%	123,80%	Min	120,41%	114,39%
Median	226,16%	240,37%	Median	230,44%	252,84%	Median	224,89%	244,00%
KFZ			Haftpflicht			Finanzielle Verluste		
SII-Quote			SII-Quote			SII-Quote		
2021	2020		2021	2020		2021	2020	
Durchschnitt	272,05%	279,60%	Durchschnitt	275,79%	282,13%	Durchschnitt	233,71%	252,73%
Max	2054,00%	1862,00%	Max	2054,00%	1862,00%	Max	495,72%	891,69%
Min	120,41%	114,39%	Min	132,00%	117,47%	Min	120,41%	117,47%
Median	224,00%	240,37%	Median	222,65%	244,00%	Median	220,00%	211,00%
Sonstige KFZ			Kredit					
SII-Quote			SII-Quote					
2021	2020		2021	2020				
Durchschnitt	243,91%	253,54%	Durchschnitt	272,77%	280,78%			
Max	633,22%	667,30%	Max	2054,00%	1862,00%			
Min	131,00%	123,80%	Min	120,41%	114,39%			
Median	210,78%	214,49%	Median	224,89%	244,00%			

Quelle: Zielke Research Consult GmbH

ABB. 4: PROFITABILITÄT NACH SPARTEN

QUELLE: ZIELKE RESEARCH CONSULT

Krankheitskosten	Combined Ratio		See Luftfahrt	Combined Ratio		Rechtsschutz	Combined Ratio	
	2021	2020		2021	2020		2021	2020
Durchschnitt	94,39%	995,99%	Durchschnitt	91,43%	482,53%	Durchschnitt	96,18%	99,11%
Max	156,96%	20542,31%	Max	134,71%	20542,31%	Max	143,98%	210,64%
Min	48,07%	66,31%	Min	55,35%	-45,67%	Min	48,07%	66,31%
Median	91,08%	91,86%	Median	91,52%	89,62%	Median	95,42%	94,62%
Einkommensersatz			Feuer			Beistand		
Combined Ratio			Combined Ratio			Combined Ratio		
2021	2020		2021	2020		2021	2020	
Durchschnitt	96,39%	260,93%	Durchschnitt	-40,81%	261,72%	Durchschnitt	96,22%	420,02%
Max	403,39%	20542,31%	Max	1067,21%	20542,31%	Max	403,39%	20542,31%
Min	-1,94%	-4,29%	Min	-13088,15%	-45,67%	Min	-1,94%	33,16%
Median	91,53%	89,22%	Median	91,97%	87,90%	Median	92,10%	88,90%
KFZ			Haftpflicht			Finanzielle Verluste		
Combined Ratio			Combined Ratio			Combined Ratio		
2021	2020		2021	2020		2021	2020	
Durchschnitt	101,88%	446,76%	Durchschnitt	104,95%	260,77%	Durchschnitt	91,52%	103,42%
Max	1067,21%	48600,00%	Max	1037,70%	20542,31%	Max	238,42%	453,27%
Min	-1,94%	-17080,00%	Min	-1,94%	-45,67%	Min	17,05%	49,85%
Median	92,10%	91,27%	Median	91,82%	88,57%	Median	90,87%	89,28%
Sonstige KFZ			Kredit					
Combined Ratio			Combined Ratio					
2021	2020		2021	2020				
Durchschnitt	93,20%	188,49%	Durchschnitt	96,47%	95,18%			
Max	152,44%	8706,25%	Max	403,39%	166,87%			
Min	53,23%	27,20%	Min	-1,94%	79,00%			
Median	91,63%	91,17%	Median	92,10%	91,15%			

Quelle: Zielke Research Consult GmbH

ABB. 5: ERWARTETE GEWINNE NACH SPARTEN

QUELLE: ZIELKE RESEARCH CONSULT

Krankheitskosten	erwartete Gewinne		See Luftfahrt	erwartete Gewinne		Rechtsschutz	erwartete Gewinne	
	2021	2020		2021	2020		2021	2020
Durchschnitt	3,32%	3,09%	Durchschnitt	8,82%	8,79%	Durchschnitt	7,23%	8,14%
Max	18,24%	17,55%	Max	46,02%	37,06%	Max	78,54%	101,33%
Min	-25,84%	-25,98%	Min	-1,84%	0,00%	Min	-34,02%	-36,19%
Median	3,61%	4,54%	Median	6,50%	6,52%	Median	5,24%	4,69%
Einkommensersatz			Feuer			Beistand		
Durchschnitt	7,13%	6,95%	Durchschnitt	7,21%	6,89%	Durchschnitt	7,23%	7,15%
Max	80,31%	101,33%	Max	78,54%	101,33%	Max	80,31%	101,33%
Min	-34,02%	-36,19%	Min	-34,02%	-36,19%	Min	-34,02%	-36,19%
Median	5,04%	4,68%	Median	4,95%	4,58%	Median	4,75%	4,31%
KFZ			Haftpflicht			Finanzielle Verluste		
Durchschnitt	7,24%	7,15%	Durchschnitt	6,70%	6,47%	Durchschnitt	10,16%	10,27%
Max	80,31%	101,33%	Max	78,54%	101,33%	Max	80,31%	97,69%
Min	-34,02%	-36,19%	Min	-34,02%	-36,19%	Min	-25,84%	-25,98%
Median	4,78%	4,41%	Median	4,95%	4,68%	Median	7,55%	5,76%
Sonstige KFZ			Kredit					
Durchschnitt	7,89%	7,27%	Durchschnitt	7,08%	6,99%			
Max	75,49%	80,61%	Max	80,31%	101,33%			
Min	-25,84%	-29,05%	Min	-34,02%	-36,19%			
Median	5,04%	4,70%	Median	4,69%	4,26%			

Quelle: Zielke Research Consult GmbH

Bei den erwarteten Gewinnen sind die Minima zwar weit weg von den Maxima, doch unterscheiden sich die durchschnittlichen Gewinnerwartungen (und auch der Median) nur kaum zwischen den Sparten. Sie pendeln außer bei Krankheitskosten um die 7% der Eigenmittel. Die höchste Profitabilität erwartet man bei den finanziellen Verlusten, die niedrigste bei den Krankheitskosten. Das erwartete Niveau hat sich ggü. 2020 nahezu nicht verändert. I

Ein hoher Selbstbehalt erfordert ein sehr gutes Zeichnungsmanagement. Rückversicherungsschutz vermindert die Kapitalbindung. Zwischen den einzelnen Sparten fällt auf, dass gerade bei langfristigen Deckungen (die sog. long tails) die Selbstbehalte niedrig sind.

Die höchsten Selbstbehaltsquoten sind bei Rechtsschutz zu verzeichnen, während sie bei See- und Luftfahrt am niedrigsten sind. Bei Feuer und Beistand, worunter auch die Elementarversicherung fallen, geben die Erstversicherer nahezu 40% ihrer Prämien an Rückversicherer weiter.

Mit den verheerenden Fluten im Jahr 2021 und den Kostensteigerungen haben die Rückversicherer ihre Kapazität einerseits eingeschränkt und folglich auch die Preise erhöht. Die Privathaushalte, die schon heute Schwierigkeiten haben, ihren Lebensstandard zu halten, dürften Preiserhöhungen um 30% zur Nichtversicherung führen, was nicht im volkswirtschaftlichen Interesse sein kann.

ABB. 6: SELBSTBEHALT NACH SPARTEN

QUELLE: ZIELKE RESEARCH CONSULT

Krankheitskosten	Selbstbehalt	See Luftfahrt	Selbstbehalt	Rechtsschutz	Selbstbehalt
	2021		2021		2021
Durchschnitt	61,75%	Durchschnitt	57,01%	Durchschnitt	74,43%
Max	99,80%	Max	97,45%	Max	100,00%
Min	-30,93%	Min	-129,93%	Min	-30,93%
Median	83,16%	Median	73,60%	Median	82,39%
Einkommensersatz		Feuer		Beistand	
Durchschnitt	67,87%	Durchschnitt	62,42%	Durchschnitt	64,99%
Max	100,00%	Max	98,43%	Max	100,01%
Min	-30,93%	Min	-129,93%	Min	-129,93%
Median	74,76%	Median	71,08%	Median	72,42%
KFZ		Haftpflicht		Finanzielle Verluste	
Durchschnitt	65,18%	Durchschnitt	64,51%	Durchschnitt	64,94%
Max	100,01%	Max	100,00%	Max	100,00%
Min	-129,93%	Min	-129,93%	Min	-71,36%
Median	72,80%	Median	72,17%	Median	74,22%
Sonstige KFZ		Kredit			
Durchschnitt	68,67%	Durchschnitt	64,78%		
Max	100,01%	Max	100,01%		
Min	-30,93%	Min	-129,93%		
Median	77,42%	Median	72,17%		

Quelle: Zielke Research Consult GmbH

Prognose von zukünftigen Schadenereignissen

„Auswertungen von Klimadaten, insbesondere Temperatur und Niederschlag und den Modellberechnungen dazu zeigen, dass Wetterextreme wie Starkregen, Sturm und Hagel infolge der Temperaturerhöhungen weiter zunehmen werden. Die Vorhersage dieser meist kleinräumig auftretenden Ereignisse ist schwer möglich, Schadensfälle zeigen, dass diese in allen Regionen Deutschlands und Europas auftreten. Zugleich werden infolge des Siedlungsdrucks und der Wohnungsnot Immer mehr Objekte in gefährdeten Gebieten errichtet. Dadurch ist zu erwarten, dass sich sowohl die Eintrittswahrscheinlichkeit von Schäden als auch deren Auswirkungen erhöhen wird und damit die Schadensereignisse und Ausmaße weiter zuzunehmen werden.“

Diese ernüchternde Aussage wird auch von den Rückversicherern geteilt, die in der letzten Erneuerungsrunde schon massiv ihre Kapazität für Elementarschäden reduziert bzw. die Preise erhöht haben. Eine Pflichtversicherung würde diesen Preisdruck noch erhöhen. Allerdings ist eine Nichtversicherung auch keine Option. Wir wollen von daher nach einem Misch zwischen markt- und staatlicher Absicherung schauen.

-Prof Wolfgang Günthert
(Bundesuniversität München, Beirat Zielke Research Consult)

Elementarschadenversicherung

Beitrag von

Dr. Michael Pickel (VV E+S-Rück)
Bernd Zens (Vorstand DEVK Re)
Dr. Carsten Zielke

Das Justizministerium hat vorerst Pläne zur Einführung einer Elementarschadenpflichtversicherung abgelehnt. Gerade der Zeichnungsengpass im Rückversicherungsmarkt für diese Risiken würde zu einer Explosion der Preise führen, wenn eine Pflicht eingeführt würde. Dennoch ist die Notwendigkeit einer solchen Versicherung aufgrund des Klimawandels nicht von der Hand zu weisen, wünscht der Staat nicht, nach jeder Naturkatastrophe mit Steuergeldern die Nichtversicherten zu stützen. Letzteres hat zum Effekt, dass die versicherten Haushalte nicht besser als die nichtversicherten dastehen, womit Moral Hazard Verhalten gefördert wird.

Die Lösung kann nur die Mischung eines privat- und öffentlichen Versicherungsschutzes darstellen. Als erstes sollten die privaten Versicherer die Zeichnungen wie auch die Schadenzahlungen übernehmen. Somit hat der Kunde nur einen Ansprechpartner und bekommt auch relativ schnell sein Geld. Hier sollte der Staat wie in Frankreich einen maximalen Auszahlungszeitraum von drei Monaten anstreben, damit der Kunde schneller entschädigt wird. Natürlich gab es im Ahrtal Fälle, wo nicht klar war, ob die Gebäude aufgrund eventueller Kontaminierungen überhaupt saniert werden konnten. Zudem machte sich der Ansturm auf die Handwerker sofort auf die Preise und Verfügbarkeit bemerkbar. Dies zeigt die Grenzen einer schnellen Entschädigung auf.

Neben den Elementarschäden stellen aber auch die Gefahren weiterer Pandemien favorisiert durch den Klimawandel die Gesellschaft vor immer neue Herausforderungen. Ähnlich große Hilfspakete, die ausschließlich durch Staatsverschuldung finanziert wurden, lassen sich auch aufgrund der veränderten Zinssituation nicht ohne weiteres wiederholen.

Von daher wäre ein interessantes Modell, gerade auf europäischer Ebene, beide Risikoarten unter Einbezug der Finanzmärkte zu kombinieren. Die Wahrscheinlichkeit, dass zeitgleich eine Pandemie in Schweden und Starkregen in Deutschland auftreten, ist nicht besonders hoch. Folglich könnte man entsprechende CatBonds an den Finanzmärkten platzieren. Eine Abdeckung dieser beiden Risiken würde eine Stabilisierung der öffentlichen Finanzen darstellen aber auch der Privatwirtschaft viele Sorgen abnehmen.

Sicher bleibt ein Restrisiko, das sogenannte Tail Risk. Doch könnte es durch die Kombination dieser beiden Risikoarten entsprechend minimiert werden. Die EU-Staaten könnten durch die Übernahme dieses aber eine Verzinsung erzielen, da die Erstversicherer über die Rückversicherer hierfür eine Prämie zahlen (siehe Abbildung 7).

Der Erstversicherer rückversichert sich ggf. bei einem privaten oder öffentlichen Rückversicherer, der zunächst Catbonds herausgibt. Diese können z.B. Pandemierisiken in Schweden mit Elementarschäden in Deutschland kombinieren. Ähnliche Emissionen gibt es bereits in den USA. Das dann noch verbleibende Restrisiko sollte der Staat bzw. die EU tragen. Der Vorteil wäre weiterhin bezahlbarer Elementarschaden- und Pandemieschutz, der den Wirtschaftskreislauf am Laufen hält. Zusätzlich würde der Finanzmarkt gefördert. Es entsteht eine Marktpreisbildung, die den sog. Moral Hazard vermindert (unbedachtes Risikoverhalten). Die Bürger und Unternehmer würden zur Schadenprävention animiert, da es hierfür niedrigere Prämien zu zahlen gäbe. Über die große Anzahl von Risiken ließen sich auch schlechte Risiken versichern, sofern entsprechende Schadenpräventionsmaßnahme gewährleistet werden.

ABB. 7: VORSCHLAG FÜR EIN RÜCKVERSICHERUNGSKONZEPT

QUELLE: E+S RÜCK, DEVK RE, ZIELKE RESEARCH CONSULT

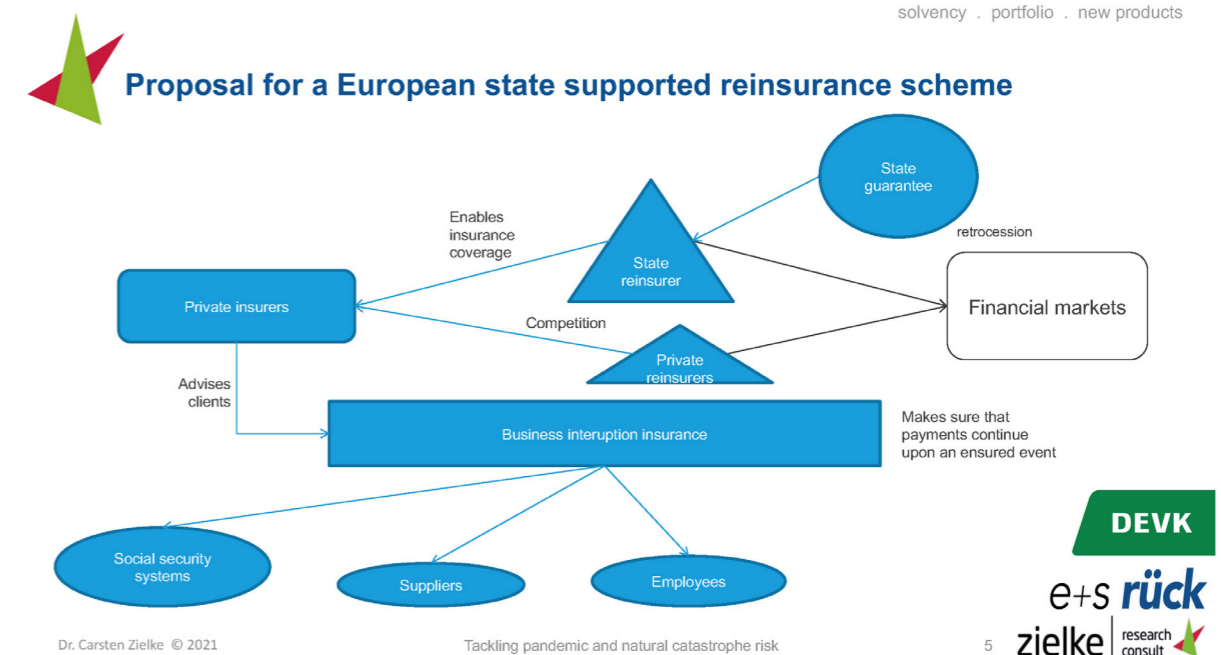
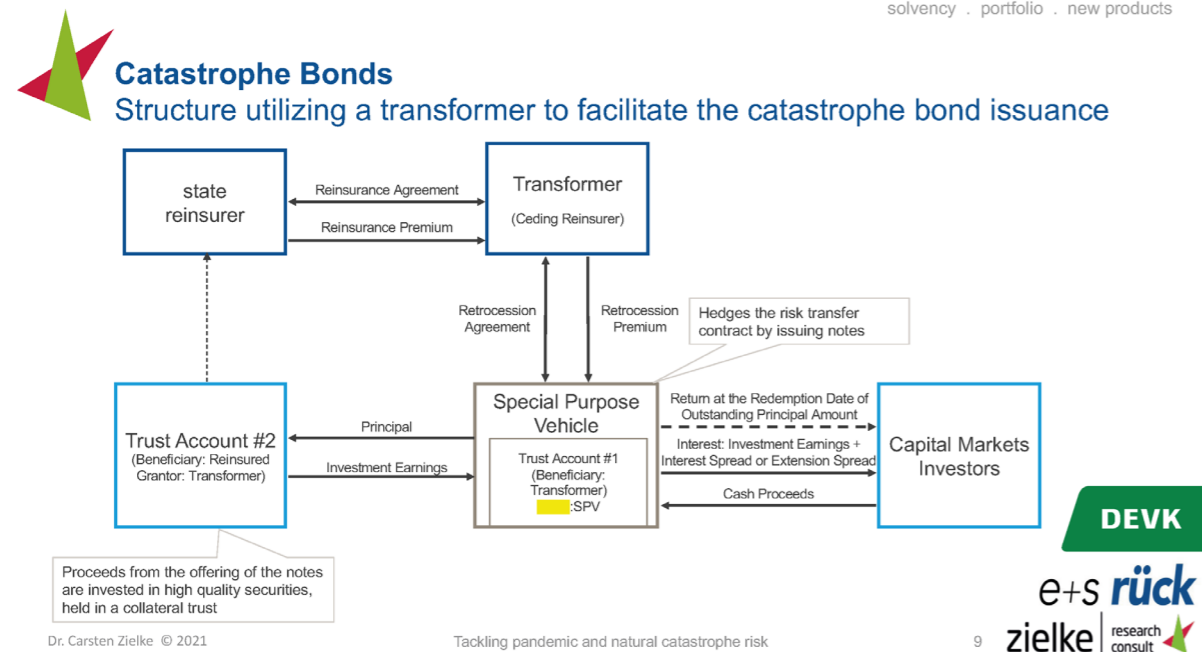


ABB. 8: FINANZMÄRKTE

QUELLE: E+S RÜCK, DEVK RE, ZIELKE RESEARCH CONSULT



ABB. 9: STRUKTUR DER KATASTROPHENBONDS
 QUELLE: E+S RÜCK, DEVK RE, ZIELKE RESEARCH CONSULT



Die Frage wäre, wer denn in diese CatBonds investieren würde. Erfahrungsgemäß Investoren, die einen Hedge für entgegengesetzte Risiken suchen, wie das Langlebigkeitsrisiko. Ohne Pandemie und ohne Überschwemmungen und Temperaturanstiege leben die Versicherten länger. Von daher stellen diese CatBonds einen guten Hedge dar.

Das Zusammenspiel zwischen staatlichen und privaten Rückversicherer zusammen mit Investoren machen diese Risiken versicherbar. Das französische System mit dem staatlichen Rückversicherer CCR ist weniger kapitalintensiv als das deutsche Beispiel mit Extremus, da bei der CCR nur eine Garantie ausgesprochen wird und erst im Schadenfall kapitalisiert wird. Trotzdem erhält der französische Staat von der CCR eine Prämie für diese Garantie. In den USA gibt es schon genügend funktionierende Beispiele (Abbildung 10).

Zusammengefasst ließe sich durch ein neues Modell der Public Private Partnership in der Katastrophenabsicherung auf europäischer Ebene eine nachhaltige Absicherung darstellen, den den Großteil der Bevölkerung absichert, sofern sie zur Pflicht wird, um einen genügenden Risikoausgleich zu erzielen.

STATEMENT VON
 PROF. HANS-WILHELM ZEIDLER

(Universität Göttingen, ehem. Vorstand Zürich, Gothaer, Inter und Ideal Versicherungen):

Ein Aspekt gewinnt in diesen Zusammenhängen noch mehr an Bedeutung als es bisher so oder so schon der Fall ist: Die Schadenverhütung.

Je effektiver diese eingesetzt wird, desto deutlicher ist die direkte Auswirkung auf die Profitabilität der Sparten. Das gilt, solange die Schadenverhütungsaufwendungen kleiner sind als die verhinderten Schadenaufwendungen plus dem gegebenenfalls eingeräumten Prämienachlass für die Schadenverhütungsmaßnahmen. Was die Regel ist.

Die Instrumente der Schadenverhütung werden dauernd effizienter und die Kommunikation zwischen den Versicherern sowie Maklern und deren Kunden hierzu intensiver. Das allein zeigt sich durch die große Anzahl der Informations- und Hilfeangebote zur Schadenverhütung im Internet. Dazu

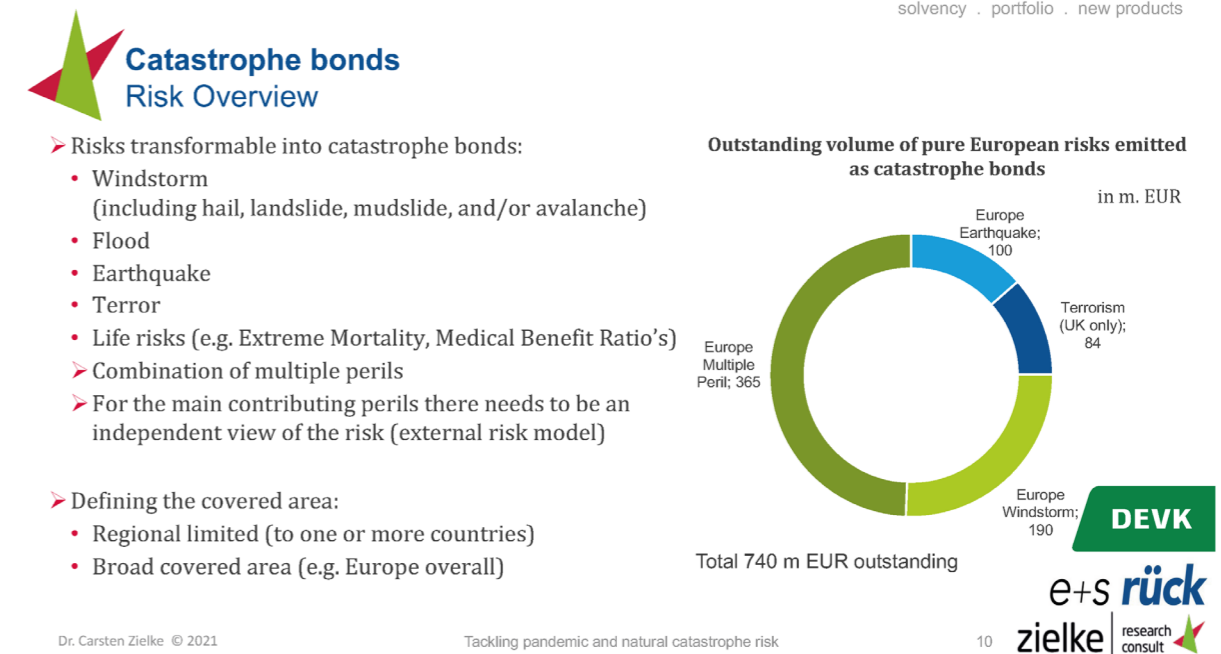
gehört auch die professionelle Begleitung zu diesen Fragen durch selbstständige Berater.

Der Gesamtverband der deutschen Versicherungswirtschaft e.V. hat bereits sehr früh mit seiner 100 %-igen Tochtergesellschaft VdS Schadenverhütung GmbH Beratungskompetenz zur Schadenverhütung zur Verfügung gestellt. Richtigerweise weist die VdS Schadenverhütung GmbH darauf hin, daß die aktive Schadenverhütung Risiken beherrschbar und damit versicherbar macht.

Alle Risiken, die aus dem Klimawandel erwachsen, bedürfen der Schadenverhütungsanalyse, wenn sie nicht in eine risikotechnisch unkontrollierbare Schadenkette hineinlaufen sollen.

In Bezug auf das Klima ist natürlich festzuhalten, dass jeder Schaden, der nicht eintritt, und so Reparatur oder Ersatz der geschädigten oder zerstörten Sache vermeidet, ein Beitrag zur Nachhaltigkeit darstellt.

ABB. 10: RISIKOÜBERBLICK DER KATASTROPHENBONDS
 QUELLE: E+S RÜCK, DEVK RE, ZIELKE RESEARCH CONSULT



Auswirkungen des Klimawandels auf langfristige Kapitalmarktannahmen

Beitrag von

Selçuk Kes (Fidelity International)

Das Wirtschaftsleben in diesem Jahrhundert wird geprägt sein vom Klimawandel und von den politischen Bemühungen, die Erderwärmung zu bremsen. Dabei unterschätzen viele Investoren nach wie vor die immensen Auswirkungen des Klimawandels auf Wirtschaftswachstum, Inflation und Vermögenspreise. Dies ist besonders für Schadenversicherer relevant, da ihre Leistungen hieran gekoppelt sind.

Dabei wird ebenfalls immer deutlicher, dass das Klimarisiko eben auch ein finanzielles Risiko für Unternehmen darstellt. So prognostiziert das Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC), der zwischenstaatliche Ausschuss für Klimawandel im Umweltprogramm der Vereinten Nationen, dass der Klimawandel beträchtliche direkte wirtschaftliche Schäden verursachen und das Wirtschaftswachstum kurz- und langfristig verringern kann.¹ Forschungsarbeiten anderer Organisationen kommen zu ähnlichen Ergebnissen, sei es die Unternehmensberatung McKinsey, der britische Verein Carbon Disclosure Project, die US-Denkfabrik Brookings Institution oder die zur Weltbank gehörende Entwicklungsbank International Finance Corporation. All ihre Analysen zeigen, wie sehr das Klimarisiko die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte inzwischen beeinflusst. Die Sachversicherer müssen hierbei aufpassen, dass sie nicht sowohl auf der Passiv- wie auch auf der Aktivseite davon betroffen werden. Aus Investorensicht folgt daraus unmittelbar eine Frage, die für jedes Anlagerisiko gilt: Inwieweit ist das Klimarisiko in ihrer Vermögensallokation berücksichtigt? Und ist es bei den Anlagezielen bereits eingepreist? Unserer Ansicht nach sollten Investoren dazu sowohl „Verschmutzungs-Abschläge“, als auch „grüne Prämien“ gleichermaßen aus einer Bottom-up- und einer Top-down-Perspektive bewerten. Konkret geht es dabei einerseits um die Verwendung von Klimaszenarien und Wirkungsanalysen auf die langfristigen Renditeerwartungen für verschiedene Anlageklassen. Andererseits geht es um

die Nutzung von Fundamentalanalysen und um direktes Engagement auf Unternehmensebene, um die auf lange Sicht vielversprechendsten Gewinner in jedem Sektor und in jeder Region zu identifizieren.

Für Versicherer bedeutet das: Die herkömmlichen Methoden, mit denen sie Kapitalmarktannahmen modellieren und ihre strategische Vermögensallokation im Rahmen des Asset-Liability-Managements (ALM) synthetisieren, gehören auf den Prüfstand. Dabei sind wir überzeugt davon, dass es von Vorteil ist, die beschriebenen Top-down- und Bottom-up-Analysen einzubeziehen.

Auf beide Elemente und unsere vorläufigen Schlussfolgerungen gehen wir im folgenden Beitrag näher ein.

Die Kernergebnisse:

1. Sämtliche Klimaszenarien des von weltweiten Notenbanken und Aufsichtsbehörden getragenen Netzwerks NGFS (Network for Greening the Financial System) gehen davon aus, dass der Klimawandel sich negativ auf das BIP-Wachstum auswirkt. Die Auswirkungen sind allerdings wesentlich geringer in jenen Szenarien, in denen die Welt einen geordneten Übergang zu Netto-Null-Emissionen schafft, als in Szenarien mit einem ungeordneten Übergang in eine sogenannte hot house world.
2. Die negativen Effekte auf das Wachstum basieren einerseits darauf, dass der Übergang in eine CO₂-neutrale Wirtschaft auf makroökonomische Variablen wie die Inflation und die Zinssätze einwirkt. Andererseits entstehen aus der Erderwärmung selbst physikalischen Risiken. Kurz- bis mittelfristig überwiegen Risiken aus der Übergangsphase, während die physikalischen Risiken nach dem derzeitigen Kenntnisstand der Klimawissenschaft eher ab dem Jahr 2050 an Bedeutung gewinnen werden.
3. Zur Modellierung unserer Kapitalmarktprognosen (capital market assumptions, CMAs) wenden wir die Auswirkungen der Übergangsrisiken sowie der physikalischen Risiken im Rahmen

des NGFS-Rahmens an. Dabei analysieren wir getrennt die Effekte auf die drei fundamentalen Performancefaktoren Einkommen, Wachstum und Bewertung, um zu berechnen, wie einzelne Verschiebungen aufgrund von Klimarisiken die Performance und die realen Renditeerwartungen verändern.

4. Festverzinsliche Wertpapiere sind vom Klimawandel weniger stark betroffen, da hier Preisveränderungen in der Regel durch höhere Zinserträge ausgeglichen werden, auch wenn das Ausmaß variieren kann. Eine Ausnahme bildet das Szenario des ungeordneten Übergangs, bei dem verzögerte Anstrengungen zur Bewältigung von Klimarisiken gegen Ende des Jahrzehnts zu einem plötzlichen Anstieg der Leitzinsen und damit der Anleiherenditen führen würden.

5. Aktien reagieren empfindlicher auf den Klimawandel, da ihre Bewertung in der Regel auf sehr langfristig abgezinsten künftigen Cashflows basiert. Und diese wären gerade bei einem ungeordneten Übergang in eine hot house world wegen der besonders hohen Risiken stark belastet.

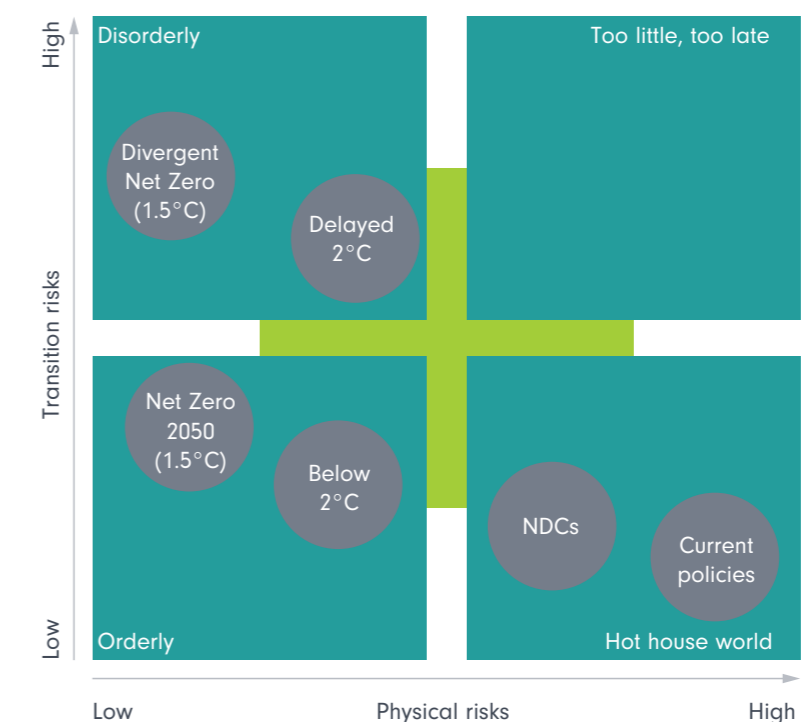
6. Die Volatilität der Renditen steigt, sobald wir den Klimawandel in unsere CMA-Modellierung integrieren, insbesondere in Szenarien des ungeordneten Übergangs zu einer hot house world. Dies ist auf die höhere Unsicherheit zurückzuführen, die mit plötzlichen und unkoordinierten Klimaschutz- und Anpassungsmaßnahmen weltweit entsteht – vor allem, wenn diese erst verzögert greifen.

7. Um die Ergebnisse der CMA-Modellierung zu untermauern, ist es hilfreich, Entwicklungspfade einzelner Emittenten am Kapitalmarkt individuell zu verfolgen und den Ergebnissen verschiedener Klimaszenarien gegenüberzustellen. Die Climate-Ratings-Plattform von Fidelity bewertet dazu bereits das Übergangspotenzial von etwa 2.000 Emittenten.

8. Eine Bewertung der politischen Ambitionen in verschiedenen Regionen mit Hinblick auf CO₂-Preise, politischer Anreizsysteme und die internationale Zusammenarbeit kann die Robustheit einer Analyse erhöhen.

In einer Studie unseres Global-Macro&SAA-Teams haben wir mögliche Auswirkungen der hot house world ohne

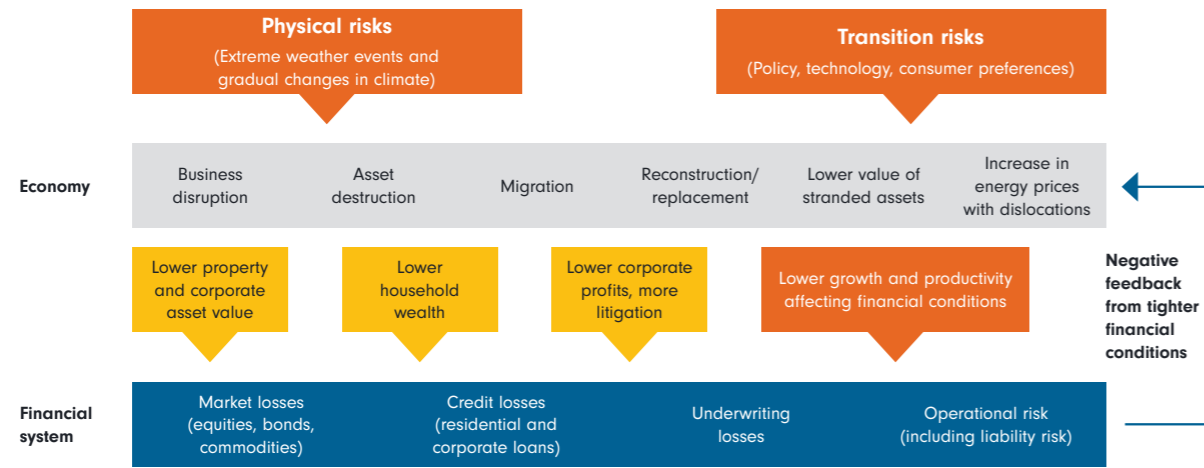
Abbildung 1: Die sechs NGFS-Szenarien zum Klimawandel



Source: Fidelity International, NGFS, September 2022.

¹ Climate Change 2022: Impacts, Adaptation, and Vulnerabilities, IPCC, 2022.

Abbildung 2: Risiken des Klimawandels und Wirkungsketten



Source: [Climate Change, Central Banks and Financial Risk – IMF F&D | December 2019](#)

weitere Anpassungen der Klimapolitik auf unterschiedliche Anlageklassen modelliert. Dabei gehen wir davon aus, dass langfristige makroökonomische Projektionen sowohl die physikalischen als auch die mit dem Klimawandel verbundenen Übergangsrisiken einbeziehen müssen, um ein vollständigeres Bild der erwarteten Renditen aus Perspektive der langfristigen Strategic Asset Allocation (SAA) zu erhalten. In Anbetracht der enormen Unsicherheiten und der verschiedenen Dynamiken, die dabei eine Rolle spielen, haben wir auch einen Analyserahmen entworfen, um die Wahrscheinlichkeit verschiedener Klimawandelszenarien zu bewerten. Danach sehen wir als wahrscheinlichstes Szenario den ungeordneten Übergang an (siehe Abbildung 1). In diesem Szenario verzögern sich die Maßnahmen, die erforderlich sind, um den Temperaturanstieg auf unter 2°C über dem vorindustriellen Niveau zu begrenzen. Sie fallen zudem in den einzelnen Ländern und Sektoren unterschiedlich aus.

Unsere Einschätzung hat sich im Jahr 2022 trotz der einschneidenden weltpolitischen Veränderungen nicht verändert. Auf der Grundlage der jüngsten Klimaszenarien, die das NGFS vorgelegt hat, sind wir weiterhin der Auffassung, dass ein Szenario des ungeordneten Übergangs den wahrscheinlichsten Weg zum Klimawandel darstellt. Allerdings ist und bleibt die kurzfristige Unsicherheit groß. Einerseits besteht die Gefahr, dass die in Reaktion auf den Krieg ergriffenen Sofortmaßnahmen laufende Bemühungen um eine Umstellung der Energiesysteme auf sauberere

Alternativen untergraben. Dann wäre die globale Klimaagenda gefährdet. Andererseits könnte der durch die kriegsbedingte Energiekrise ausgelöste politische Veränderungsdruck weltweit steigen und die Dynamik der Klimagesetzgebung in der ganzen Welt erhöhen. Sollte das in den kommenden Jahren umgesetzt werden, würde die Wahrscheinlichkeit einer klimaneutralen Wirtschaft bis zum Jahr 2050 sogar steigen.

→ Wie können Investoren diese Überlegungen nun in ihre langfristigen Annahmen zum Kapitalmarktgeschehen einbeziehen?

Von Klimarisiken zu finanziellen Risiken

Wir nutzen sechs klimaökonomische Szenarien der NGFS, die auf wissenschaftlichen Studien basieren und sich in drei breitere Kategorien einteilen lassen (siehe Abbildung 3):

Geordneter Übergang: Klimapolitische Maßnahmen werden frühzeitig eingeführt und schrittweise verschärft. Die makrofinanziellen, physikalischen und Übergangsrisiken sind relativ gering.

Ungeordneter Übergang: Höheres Übergangsrisiko aufgrund verzögerter oder uneinheitlicher politischer Maßnahmen in einzelnen Ländern und Sektoren. Während die physikalischen Risiken potenziell begrenzt sind, sind die makrofinanziellen Risiken insbesondere in den kommenden zehn Jahren relativ hoch.

Abbildung 3: Die NGFS-Klimaszenarien unterscheiden sich durch den Grad der politischen Ambitionen, zeitliche und organisatorische Aspekte sowie den technologischen Wandel

Category	Scenario	Physical risk		Transition risk		
		Policy ambition	Policy reaction	Technology change	Carbon dioxide removal	Regional policy variation
Orderly	Net Zero 2050	1.4°C	Immediate and smooth	Fast change	Medium-high use	Medium variation
	Below 2°C	1.6°C	Immediate and smooth	Moderate change	Medium-high use	Low variation
Disorderly	Divergent Net Zero	1.4°C	Immediate but divergent across sectors	Fast change	Low-medium use	Medium variation
	Delayed Transition	1.6°C	Delayed	Slow / Fast change	Low-medium use	High variation
Hot house world	Nationally Determined Contributions (NDCs)	2.6°C	NDCs	Slow change	Low-medium use	Medium variation
	Current Policies	3°C+	Non-current policies	Slow change	Low use	Low variation

Colour coding indicates whether the characteristic makes the scenario more or less severe from a macro-financial risk perspective'

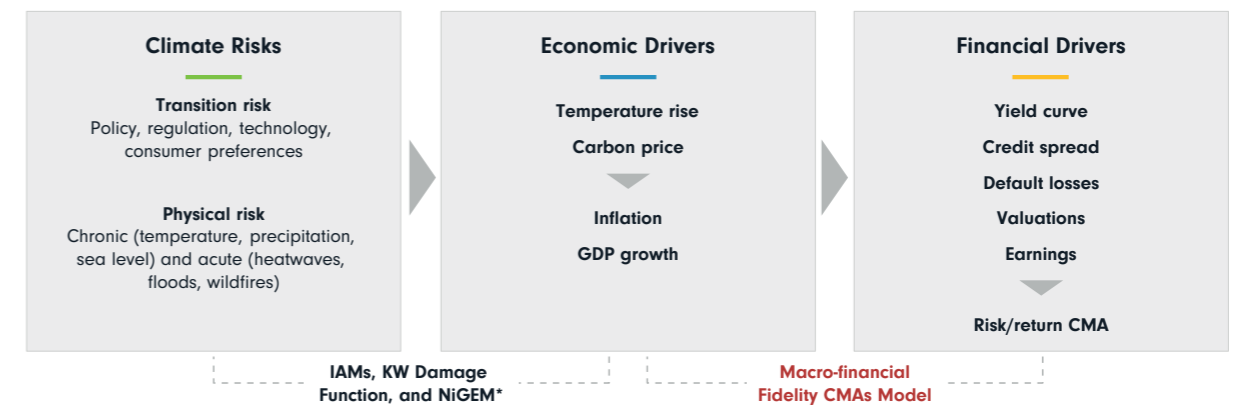
- Lower risk
- Moderate risk
- Higher risk

Hot House World: Szenarien, in denen keine oder nur unzureichende Anstrengungen zur Bekämpfung des Klimawandels unternommen werden. Langfristig besteht hier ein schwerwiegendes physikalisches Risiko.

Anschließend modellieren wir die direkten makrofinanziellen Auswirkungen der Übergangsrisiken (Politik, Regulierung,

Technologie, Verbraucherverhalten) und die physikalischen Risiken (Temperaturanstieg, Meeresspiegelanstieg, Niederschlagsmengen, Hitzewellen, Überschwemmungen, Waldbrände) über die NGFS-Klimapfade auf Wirtschaftsindikatoren wie Inflation, BIP-Wachstum und Leitzinsen.

Abbildung 4: Vom Klimarisiko zum Finanzrisiko – Wirkungsketten



Source: Fidelity International, March 2023. *See the appendix for more information about NGFS modelling. They include integrated assessment models (IAMs), Kalkuhl & Wenz (KW) damage function, and National Institute Global Econometric Model (NiGEM).

Abbildung 5: Veränderungen der annualisierten 10-Jahres-Realrenditen aufgrund von Klimarisiken im Vergleich zur Basislinie (US-Dollar)

10Y annualised real expected returns (USD)		Cash	Global Govt	Global IG	Global HY	EM Sov HC	Global Equity	EM Equity
FIL Baseline		0.3%	0.7%	2.2%	2.9%	4.6%	3.5%	4.8%
Orderly	Below 2 C	0.4%	0.7%	2.1%	2.8%	4.4%	3.1%	4.2%
	Net Zero 2050	0.7%	0.7%	2.2%	2.9%	4.4%	2.9%	4.3%
Disorderly	Delayed Transition	-0.1%	0.0%	1.6%	2.2%	3.9%	3.1%	4.3%
	Divergent Net Zero	0.6%	0.2%	1.8%	2.5%	3.9%	2.8%	4.6%
Hot House	NDCs	0.3%	0.6%	2.1%	2.7%	4.4%	2.5%	3.8%
	Current Policies	0.2%	0.7%	2.2%	2.8%	4.6%	2.6%	3.4%

10Y annualised real returns deviation from baseline (USD)		Cash	Global Govt	Global IG	Global HY	EM Sov HC	Global Equity	EM Equity
Below 2 C		0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.4%	-0.6%
Orderly	Net Zero 2050	0.4%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.2%	-0.6%	-0.5%
	Delayed Transition	-0.4%	-0.7%	-0.6%	-0.6%	-0.7%	-0.5%	-0.5%
Disorderly	Divergent Net Zero	0.3%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	-0.8%	-0.7%	-0.2%
	NDCs	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-1.0%	-1.0%
Hot House	Current Policies	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-1.0%	-1.4%

Source: Fidelity International, March 2023. Assumptions are based on proprietary CMA's modelling. Baseline refers to Fidelity's climate-agnostic baseline. **For illustrative purposes only.** Note: The 10-year period from February 28, 2023, to February 27, 2033. Global Govt refers to global government bonds. Global IG refers to global investment grade bonds. Global HY refers to global high yield bonds. EM Sov HC refers to emerging market sovereign bonds in hard currency.

Unser CMA-Modell trennt die Renditekomponenten von Vermögenswerten in relevante Treiber wie Zinsstrukturkurven, Kreditspreads, Ausfälle, Bewertungen und Gewinne. Anschließend testen wir diese Variablen anhand der verschiedenen NGFS-Klimapfade und ihrer Einflüsse auf Inflation, Leitzinsen und BIP-Wachstum. So können wir die Nettoauswirkungen auf das Gesamtrisiko und die Renditeerwartungen bewerten.

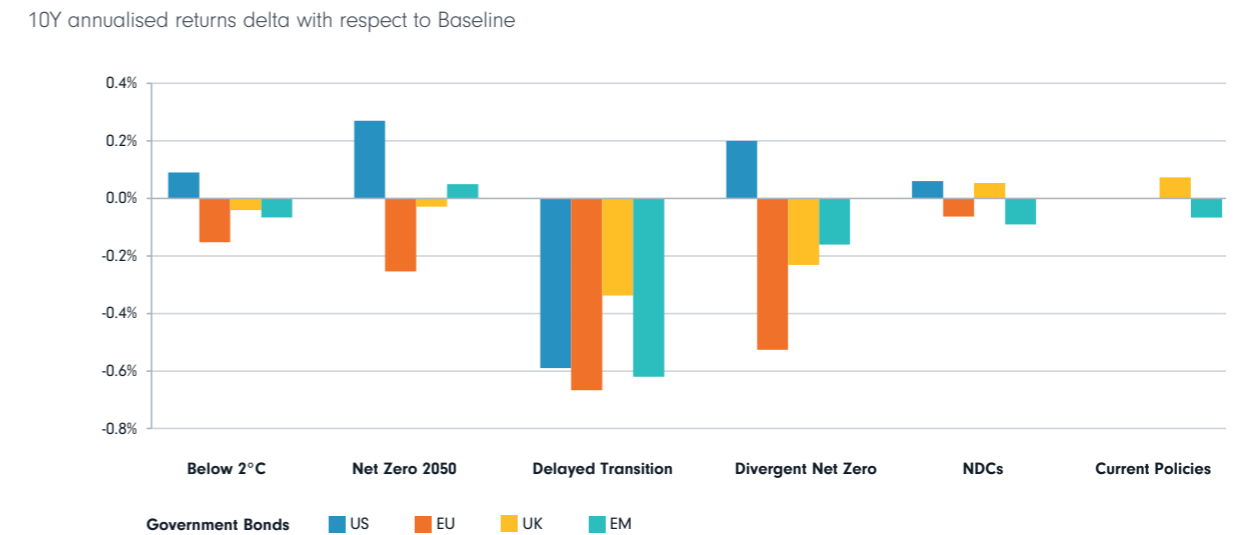
→ In allen oben genannten Szenarien gibt es negative Auswirkungen auf das BIP-Wachstum. Inflation und die Leitzinsen werden kurz- bis mittelfristig ebenfalls beeinflusst, in erster Linie durch Einführung höherer CO2-Preise.

Auf der Grundlage der Ergebnisse unserer CMA-Modellierung haben wir zudem festgestellt, dass sich der Klimawandel in den kommenden zehn Jahren wahrscheinlich auch negativ auf die realen Renditeerwartungen auswirken wird, und zwar in unterschiedlichem Ausmaß in den Industrie- und Schwellenländern (siehe Abbildung 5.)

Die regionalen Unterschiede spiegeln wider, wie unterschiedlich die drei grundlegende Renditetreiber Einkommen, Wachstum und Bewertung bei einem Stresstest mit klimabezogenen makroökonomischen Variablen reagieren und zusammenwirken. So hängen beispielsweise die

Renditeerwartungen von Staatsanleihen davon ab, inwieweit Erträge aufgrund höherer Leitzinsen die Kapitalverluste aus steigenden Renditen ausgleichen können. Im Szenario eines verzögerten Übergangs steigen die Renditen gegen Ende des zehnjährigen Anlagehorizonts, was zu größeren Kapitalverlusten führt, die sich auch nicht mehr ausreichend durch verbesserte Zinserträge ausgleichen lassen. Daher ist die Abweichung vom Basisszenario hier höher. Im Falle der EU ist die Abweichung vom Basisszenario im Vergleich geringer. Die Leitzinsen werden hier wahrscheinlich relativ niedrig bleiben, um das Wachstum zu stimulieren. Daher ist die Abweichung von unserem Basisszenario bei EU-Staatsanleihen in den meisten Szenarien geringer. Entscheidend ist dafür die Fähigkeit der EU, ihre gemeinsamen und einheitlichen finanzpolitischen Rahmenbedingungen zu stärken (Siehe Abbildung 6.)

Abbildung 6: Veränderungen der annualisierten 10-Jahres-Realrenditen aufgrund von Klimarisiken im Vergleich zur Basislinie (US-Dollar)



Aktien reagieren im Allgemeinen empfindlicher auf den Klimawandel, da sie einen kontinuierlichen Cashflow aufweisen. Im Vergleich zu Schwellenländern tragen Industrieländer - allen voran die USA - tendenziell einen größeren Teil des Übergangsrisikos. Daher ist das Risiko des

Rückgangs der Aktienerträge aus Industrieländern aufgrund des Klimawandels höher, auch bei den Szenarien „Netto-Null“ und „Netto-Null bis 2050“, bei denen wir das Übergangsrisiko höher bewerten.

Abbildung 7: Annualisierte 10-Jahres-Realrenditen im Vergleich zur Basislinie



Auf der anderen Seite schneiden Aktien aus Schwellenländern unter den aktuellen politischen Rahmenbedingungen in den hot-house-Szenarien schlechter ab als die der Industrienationen (siehe Abbildung 7).

Die Abweichung von unserem Basisszenario ist bei Aktien aufgrund der höheren physikalischen Risiken besonders groß. Die aufstrebenden Volkswirtschaften sind von den physikalischen Risiken noch stärker betroffen, was dazu führt, dass die Multiplikatoren in diesen Ländern noch deutlicher neu zu bewerten sind.

Globale Unternehmensanleihen, die auf dem Risiko-Ertrags-Spektrum zwischen Staatsanleihen und Aktien liegen, weisen ähnliche Merkmale auf, wenn Klimarisiken in die Modelle der CMAs integriert werden: Höhere Zinssätze führen zu Kapitalverlusten, höheren Ausfallraten und Herabstufungen bei Ratings. Daher verlangen Investoren höhere Risikoprämien, was die Bewertungen drückt. Die höheren Kreditspreads führen jedoch auch zu höheren Erträgen, die Kapitalverluste zumindest teilweise ausgleichen können.

Vermögensallokationsentscheidungen unter Klimaaspekten

Eine solide strategische Vermögensallokation bereitet ein Anlageportfolio auf diverse Zukunftsszenarien vor. Investoren könnten andernfalls versucht sein, Anlageklassen, die voraussichtlich stärker vom Klimawandel betroffen sein werden, einfach unterzugewichten. Das jedoch wäre nicht ratsam.

Entscheidungen über die Vermögensallokation hängen vielmehr von einer Vielzahl finanzieller und nicht-finanzieller Ziele ab, darunter Ertragssziele, Risikobudgets und auch Fragen der Organisation. Klimarisiken sollten in den Anlageprozess genauso einbezogen werden wie andere Risiko- und Ertragsfaktoren zu berücksichtigen sind, etwa die erwartete Geldpolitik der Zentralbanken. Eine sorgfältige Bewertung des - absichtlich oder unabsichtlich eingegangenen - Klimarisikos im Vergleich zu den zugrundeliegenden Performance-Treibern durch verschiedene Klimaszenarien kann helfen, risikobereinigte Erträge zu optimieren.

Folgende Überlegungen gehören dazu:

- Bei der Integration von Klimarisiken in Kapitalmarktprognosen (CMA) wird ein breiteres Spektrum an Ergebnissen erwartet. Unserer Ansicht nach werden die durchschnittlich zu erwartenden Renditen wahrscheinlich niedriger sein, während die Volatilität zunimmt. Die gilt insbesondere in den Szenarien des ungeordneten Übergangs und der hot house world. Investoren benötigen möglicherweise neue Instrumente und Modelle zur Messung und Bewertung dieser Risiken.

- Eine größere Streuung und höhere Unsicherheit auf Ebene von Regionen, Ländern und Sektoren aufgrund von Klimarisiken kann eine dynamischere Umsetzung von Anlagestrategien erfordern.

- Wenn Klimarisiken in CMAs integriert werden, sind dabei auch die zugrundeliegenden Performancefaktoren zu beachten. Diese Renditekomponenten können sich im Laufe der Zeit erheblich verändern, weshalb Investoren sie überwachen und genauso in ihre Anlageentscheidungen einbeziehen sollten. Damit lässt sich auch die Wahrscheinlichkeit reduzieren, beim Abwägen zwischen finanziellen Zielen und Dekarbonisierung-Bemühungen unbeabsichtigte Risiken einzugehen.

Die Volatilität bestimmter Regionen und Anlageklassen wird voraussichtlich zunehmen, wenn Klimarisiken in die CMAs integriert werden. In einem Netto-Null-Szenario wird dies für festverzinsliche Wertpapiere bedeutender sein als für Aktien, während Aktien bei einem hot-house-Szenario tendenziell eine höhere Volatilität aufweisen.

Investoren sollten ihre Risiko-Ertrags-Annahmen dahingehend anpassen. Denn die physikalischen Risiken und die Übergangsrisiken sind miteinander verknüpft. Sie können auf einen äußerst unsicheren Pfad führen. Sie sind teilweise irreversibel. Und sie können zudem eine Fat-Tail-Verteilung aufweisen, bei der Extremereignisse wahrscheinlicher sind als bei einer Normalverteilung. Das Risiko solcher auch als „Grüner Schwan“ bezeichneten extremer Markt Ereignisse mit hohen Abweichungen vom Basisszenario steigt aufgrund von Klimarisiken.

Der Abgleich von Anlageideen und -strategien mit unterschiedlichen Marktprognosen war schon immer nötig, um Performanceerwartungen besser zu antizipieren. Angesichts der hier beschriebenen massiven Auswirkungen des Klimawandels auf diverse Risiko-Rendite-Merkmale ist es von entscheidender Bedeutung, strategische Asset Allocation-Entscheidungen anhand der neuen Klima-CMAs zu rekalisieren und Klimarisiken zukunftsorientiert, transparent und konsistent zu integrieren.

Wie Unternehmen handeln: Nur wenige sind auf dem Weg zu Netto-Null-Emissionen im Plan

Die aus unserer Sicht wesentlichen Treiber, die das Potential haben den Prozess der Netto-Null-Umstellung zu beschleunigen oder zu verlangsamen, sind:

- a) die Zielsetzungen und Maßnahmen von Unternehmen,
- b) die notwendigen technologische Entwicklungen und
- c) die regionale und internationale Klimapolitik

Ein genaueres Verständnis der Umweltrisiken und -chancen auf granularer Unternehmensebene kann Investoren daher helfen, mehr Ballast in ihre Portfolios einzubauen, um die Folgen des Klimawandels abzufangen.

Wie lassen sich nun diese regionalen Unterschiede in der Klimapolitik, der Regulierung und dem Verhalten der Unternehmen erfassen und in die eigene Analyse miteinbeziehen?

Ein globales Analystennetzwerk mit einer starken lokalen Verwurzelung kann dabei helfen differenziertere Erkenntnisse zu erlangen:

- Die von Fidelity entwickelten Klima-Ratings bspw. zeigen, dass sich die meisten Unternehmen Ziele setzen und Maßnahmen ergreifen, um Auswirkungen auf den Klimawandel abzumildern (Abbildungen 1 & 2). Zugleich haben viele von ihnen aber Schwierigkeiten, ihre Aktivitäten auf einen Netto-Null-Pfad auszurichten.

- Um bis zum Jahr 2050 das Netto-Null-Ziel zu erreichen, müssten die Unternehmen in den meisten Sektoren den Übergang dorthin umgehend beschleunigen (siehe Abbildung 2).

- Betrachtet man die klimapolitischen Maßnahmen des vergangenen Jahres aus einer Top-Down-Perspektive, lassen sich ermutigende Fortschritte auf Ebene einzelner Länder erkennen, wobei Europa und die USA hervorstechen (Tabelle 1). Die internationale Zusammenarbeit bleibt aber schwach.

Seit Start der FIL Climate Ratings im Jahr 2021 ist die Zahl der darin erfassten Unternehmen von 1.600 auf über 2.000 gestiegen. In dieser Stichprobe erreichen derzeit nur 2 % das Netto-Null-Emissionsziel (Abbildung 1). Die Mehrheit dieser Unternehmen stammt aus den Sektoren Versorger, Grundstoffe und Industrie, die zusammen für rund 38 % der weltweiten Emissionen verantwortlich sind (Abbildung 2). 5 % der Unternehmen haben sich auf einen Netto-Null-Emissionspfad verpflichtet, wobei hier die Sektoren zyklische Konsumgüter, Grundstoffe, IT und Kommunikationsdienste überwiegen, die wiederum rund 20 % der weltweiten Emissionen vereinen.

Bei der geografischen Verteilung dominieren Unternehmen aus der EMEA-Region und aus Nordamerika, sowohl bei den Unternehmen, die bereits Netto-Null-Emissionen erreichen, also auch bei jenen, die sich darauf ausrichten (Abbildung 3). Asien und Südamerika schneiden in beiden Feldern besonders schlecht ab, in Unternehmen dieser beiden Regionen ist das Übergangstempo besonders gering. In Australien und Ozeanien ist der Anteil der Unternehmen am höchsten, die in die Kategorien mit hohem oder niedrigem Übergangspotenzial fallen.

Um das übergeordnete Netto-Null-Emissionsziel bei Unternehmen zu erreichen, sollten mindestens 90 % der von uns erfassten Unternehmen bis zum Jahr 2050 entweder emissionsfrei wirtschaften oder sich zumindest an einem Netto-Null-Emissionspfad ausrichten. Um das zu erreichen, müssten alle fünf Jahre etwa die Hälfte der Unternehmen jeder Kategorie in der Bewertung aufsteigen. Auch wenn der Übergang wahrscheinlich nicht linear verlaufen wird, vermittelt uns diese Modellierung ein Gefühl für die erforderliche Geschwindigkeit und das Ausmaß des nötigen Wandels in den

kommenden Jahrzehnten.

Bei der Bewertung der politischen Maßnahmen in den Kategorien CO2-Bepreisung, politisches Umfeld, politische Anreize und internationale Zusammenarbeit haben wir im vergangenen Jahr einige ermutigende Fortschritte auf Länderebene festgestellt. Auch hier stehen Europa und

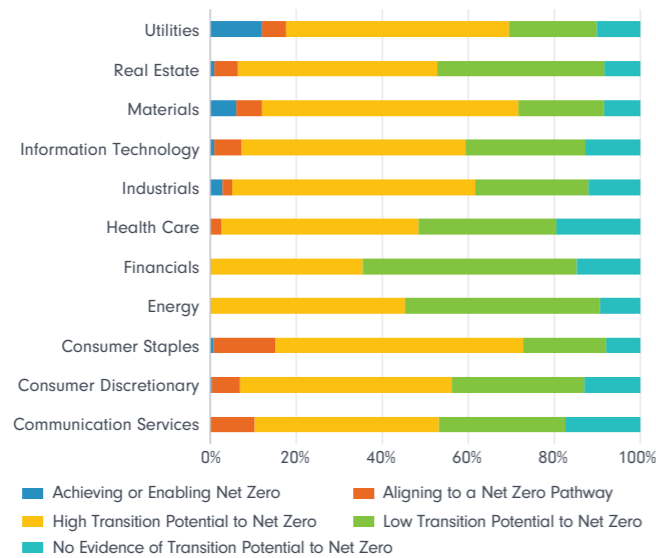
die USA hervor, und auch hier zeigt sich eine anhaltend schwache Dynamik bei der internationalen Zusammenarbeit. Die enttäuschenden Ergebnisse des jüngsten Klimagipfels COP27 und die mangelnde Konkretisierung des neuen „Loss-and-Damage“-Fonds für Verluste und Schäden in den vom Klimawandel am stärksten betroffenen Ländern haben

Abbildung 8: Die USA wurden in unserem Climate Policy Action Tracker auf „Medium“ hochgestuft

	EU	UK	US	China	India
Carbon pricing	High	High	Low to medium	Medium	Low to medium
Political environment	High	Medium	Medium	High	Low
Policy incentives	High	Medium to high	Medium to high	Medium	Low
International cooperation	Medium to high	Medium	Low to medium	Low to medium	Low
Overall rating	High	Medium to high	Medium	Medium	Low

Source: Fidelity International, February 2023.

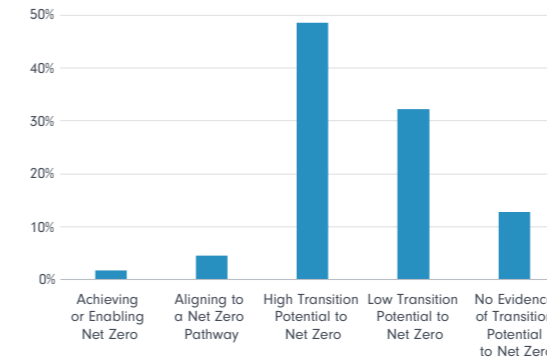
Abbildung 9: Versorger, Baustoffe, IT und Basiskonsumgüter weisen die meisten Unternehmen in den beiden besten Rating-Kategorien auf



Source: Fidelity International, February 2023.

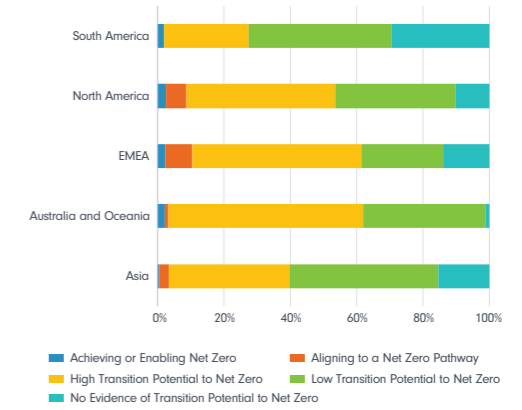
Abbildung 10: Knapp die Hälfte aller Unternehmen weist wenig oder kein Potenzial für einen Übergang zu Netto-Null

Rating distribution of 2080 companies, share of total



Source: Fidelity International, February 2023.

Abbildung 11: Unternehmen aus EMEA und Nordamerika dominieren die beiden Top-Kategorien unseres Klimaratings



Source: Fidelity International, February 2023.

gezeigt, dass es schwer ist, globale Einigungen zu erzielen. Wir haben daher in unserer Einschätzung auf regionaler Ebene nur eine einzige Änderung vorgenommen und die Gesamtbewertung der USA von „niedrig bis mittel“ auf „mittel“ angehoben. Hintergrund dafür warne vor allem die verstärkten politischen Anreize zum Klimaschutz innerhalb des milliardenschweren Investitionspakets Inflation Reduction Act und einige regionale Fortschritte bei der CO2-Bepreisung. Zu den weiteren Änderungen gehört die Aufnahme des Vereinigten Königreichs in den Regionalvergleich, eines der weltweit führenden Länder in der Klimapolitik. Russland haben wir aus der Liste gestrichen. Abbildung 8 fasst unsere jüngsten Einschätzungen zusammen.

Schlussfolgerung

Die Nachverfolgung von Transformations-Wegbereitern soll Investoren helfen, sich in der enormen Unsicherheit zurechtzufinden, die mit dem Klimawandel und seinen Auswirkungen auf Volkswirtschaften verbunden ist. Zudem ist es mit Unterstützung des Researchs unserer Analysten von Fidelity möglich, unmittelbar Verschiebungen zu erfassen, wenn sich die Wahrscheinlichkeiten verschiedener Klimaszenarien ändern. Die Top-Down- und Bottom-Up-Analyse kann helfen zu verstehen, wie sich langfristige Kapitalmarktprognosen (CMAs) und strategische Asset

Allocation (SAA) ändern, wenn sich die Risiken der großen Transition und die physikalischen Klimarisiken in der Zukunft verändern.

Solange wir noch keine absolute Klarheit über die Folgen des Klimawandels haben, sollten wir uns auf alle Eventualitäten vorbereiten.

Wie der Zukunftsforscher Karl Schroeder einmal sagte: „Bei Prognosen geht es weniger darum, die Zukunft vorherzusagen, sondern darum, Überraschungen zu vermeiden.“ Unserer Ansicht nach kann die Anwendung von Verfahren zur Portfoliooptimierung, die Klimarisiken aus einer Top-Down-Perspektive berücksichtigen und sie in die Annahmen des Kapitalmarkts und die strategischen Entscheidungen zur Vermögensallokation einbeziehen, dazu beitragen, das Risiko negativer Überraschungen zu verringern und die Widerstandsfähigkeit von Anlageportfolios zu erhöhen.

Impressum

HERAUSGEBER

Dr. Carsten Zielke
Zielke Research Consult GmbH
Promenade 9
52076 Aachen

IN ZUSAMMENARBEIT MIT

Fidelity International

AUTOREN

Prof. Wolfgang Günthert (BW Uni München)
Selçuk Kes (Fidelity International)
Dr. Micheal Pickel (E+S Rück)
Prof. Hans-Wilhelm Zeidler (Uni Göttingen)
Bernd Zens (DEVK Re)
Dr. Carsten Zielke (CEO Zielke Research Consult)

REDAKTIONSSCHLUSS

14. März 2023

BILDQUELLEN

Elements Envato

Besondere Hinweise

Dieses Druckwerk darf ohne die schriftliche Zustimmung der Zielke Research Consult GmbH weder ganz noch in Teilen verändert oder vervielfältigt werden. Die enthaltenen Daten und Angaben entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Drucklegung. Alle Angaben wurden mit großer Sorgfalt zusammengestellt. Gleichwohl übernimmt die Zielke Research Consult GmbH keine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit, Aktualität und Angemessenheit der Daten und Angaben.

Alle Meinungsäußerungen geben die Einschätzung des jeweiligen Verfassers wieder, die ohne vorherige Ankündigung geändert werden kann. Soweit in diesem Druckwerk Hinweise auf Internetseiten Dritter enthalten sind, unterliegen diese Webseiten der Haftung der jeweiligen Betreiber. Zielke Research Consult GmbH hat keinerlei Einfluss auf die aktuelle und zukünftige Gestaltung und auf die Inhalte der genannten Seiten. Für Schäden, die im Zusammenhang mit einer Verwendung/Verteilung dieses Druckwerks entstehen oder entstanden sind, übernimmt die Zielke Research Consult GmbH keine Haftung.

Soweit Anlageinstrumente im Druckwerk genannt werden, sind diese Beispiele für die jeweils von ihnen repräsentierte Produktgattung. Die Angaben im Druckwerk stellen allein keine Empfehlung oder Rat dar. Die dargestellten Sachverhalte dienen ausschließlich der generellen Erläuterung und lassen keine Aussagen über zukünftige Verluste oder Gewinne zu. Vor Abschluss eines Anlagegeschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung durch den jeweiligen Kunden bzw. Fachbetreuer des Lesers notwendig.

Diese Informationen dürfen nicht ohne vorherige Genehmigung von Fidelity vervielfältigt oder weitergegeben werden. Fidelity bietet lediglich Informationen über Produkte und Dienstleistungen an und erteilt keine Anlageberatung auf der Grundlage individueller Umstände, es sei denn, dies wird von einem entsprechend zugelassenen Unternehmen in einer formellen Mitteilung an den Kunden ausdrücklich verlangt.

Fidelity International bezieht sich auf die Gruppe von Unternehmen, die die globale Investment-Management-Organisation bilden, die Informationen über Produkte und Dienstleistungen in bestimmten Ländern außerhalb Nordamerikas anbietet. Diese Mitteilung richtet sich nicht an Personen innerhalb der Vereinigten Staaten und darf von diesen auch nicht befolgt werden. Sie richtet sich im Übrigen nur an Personen mit Wohnsitz in Rechtsordnungen, in denen die betreffenden Fonds zum Vertrieb zugelassen sind oder in denen eine solche Zulassung nicht erforderlich ist.

Sofern nicht anders angegeben, werden alle Produkte und Dienstleistungen von Fidelity International angeboten, und alle geäußerten Ansichten sind die von Fidelity International. Fidelity, Fidelity International, das Fidelity International-Logo und das F-Symbol sind eingetragene Marken von FIL Limited. Zu den Research-Experten gehören sowohl Analysten als auch Mitarbeiter. Die in diesem Dokument gemachten Aussagen oder Zusicherungen sind weder für Fidelity noch für den Empfänger rechtlich bindend. Jedes Angebot steht unter dem Vorbehalt der Vereinbarung von Vertragsbedingungen.

Bitte beachten Sie, dass eine Ernennung von einer zufriedenstellenden Kundenüberprüfung abhängt, wie sie von den Anti-Geldwäsche-Vorschriften gefordert wird. Wir empfehlen Ihnen, detaillierte Informationen einzuholen, bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen. Anlagen sollten auf der Grundlage des aktuellen Verkaufsprospekts (in deutscher und englischer Sprache) und des KID (Key Information Document) in deutscher und englischer Sprache getätigt werden, die zusammen mit den aktuellen Jahres- und Halbjahresberichten kostenlos unter <https://www.fidelityinternational.com> oder bei unseren Vertriebspartnern sowie bei unserem europäischen Servicezentrum in Luxemburg, FIL (Luxembourg) S.A., 2a, rue Albert Borschette BP 2174 L-1021 Luxemburg, erhältlich sind. Anleger / potenzielle Anleger können sich unter folgendem Link über ihre jeweiligen Rechte in Bezug auf Beschwerden und Rechtsstreitigkeiten informieren: <https://www.fidelity.lu> in englischer Sprache. Jegliche Offenlegung der Wertentwicklung entspricht nicht den deutschen Vorschriften für Privatkunden und darf daher nicht an diese ausgehändigt werden. Für deutsche institutionelle Kunden herausgegeben von FIL (Luxembourg) S.A., 2a, rue Albert Borschette BP 2174 L-1021 Luxemburg.

