

## Aktueller Kommentar

### Carbon Bubble: Reale Gefahr oder überzogene Befürchtungen?

24. August 2015

**Was ist dran an der Carbon Bubble? Wie groß ist das Risiko, dass die Bewertung traditioneller Energiekonzerne aufgrund einer ambitionierten Klimaschutzpolitik stark sinkt? Es mag viele Gründe für Investoren geben, weniger als bislang oder nicht mehr in „fossile Energiekonzerne“ zu investieren und stattdessen andere Anlageformen zu präferieren. Auf eine ambitionierte, verlässliche und international umfassende Klimaschutzpolitik sowie eine global sinkende Nachfrage nach fossilen Energieträgern sollte man als Begründung dabei jedoch nicht allzu sehr vertrauen. Eine Carbon Bubble ist in einem solchen Umfeld unwahrscheinlich, zumal der evolutionäre Charakter der Klimaschutzpolitik und der technologischen Veränderungen in der Energiewirtschaft den betreffenden Unternehmen Anpassungsmöglichkeiten eröffnen.**

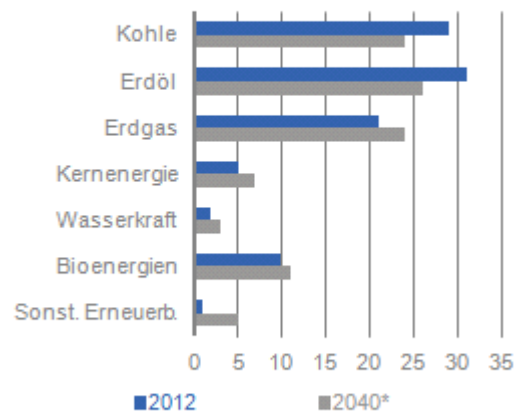
Seit einiger Zeit wird über eine mögliche „Carbon Bubble“ sowie deren potenzielle Gefahr für die Finanzmärkte diskutiert. Die Idee der Carbon Bubble basiert auf folgender Argumentation: Anleger investieren in Unternehmen, deren Geschäftsmodell darin besteht, fossile Energieträger zu fördern und zu verkaufen, dabei auch auf eigene Rohstoffquellen zurückzugreifen, und deren Gewinne maßgeblich von den Energiepreisen abhängen (v.a. große Energiekonzerne). Durch solche Investitionen steigt, bei sonst gleichen Bedingungen, der Börsenwert jener Unternehmen. Gleichzeitig bekennt sich die internationale Staatengemeinschaft grundsätzlich zu ambitionierten globalen Klimaschutzzielen; das so genannte 2°C-Ziel ist dabei das prominenteste Beispiel. Sollen diese Ziele erreicht werden, dürfte ein nennenswerter Teil der fossilen Energiereserven jedoch gar nicht genutzt werden, sondern müsste unter der Erde bleiben. Laut Carbon Tracker Initiative müssten bis zu 80% der in den Büchern der großen Energiekonzerne bilanzierten Vorkommen ungenutzt bleiben. Durch ambitionierte Klimapolitik würden also große Vermögensteile der Energieunternehmen entwertet. Ein hoher Börsenwert solcher Unternehmen basiere daher, so die Vertreter der Carbon-Bubble-These, auf der fälschlichen Annahme, dass die Unternehmen ihre eigenen Rohstoffquellen tatsächlich vollständig nutzen könnten.

Zu einem Platzen dieser Carbon Bubble könne es dann kommen, wenn viele Investoren in kurzer Zeit ihre Anteile an den Energieunternehmen verkaufen würden, weil sie Zweifel an deren Geschäftsmodell bekommen. Ein starker Rückgang der betreffenden Aktienkurse könnte dann wiederum negative Auswirkungen auf deren Gläubiger und den gesamten Finanzmarkt haben, nicht zuletzt weil die großen Energiekonzerne in vielen internationalen Aktienindizes ein hohes Gewicht haben. Tatsächlich haben in der Vergangenheit einige Investoren (z.B. Staatsfonds, Banken und Versicherungen) angekündigt bzw. damit begonnen, ihre Beteiligungen an entsprechenden Unternehmen ganz oder teilweise zu verkaufen oder nicht mehr in diese Sektoren zu investieren. Die Gefahr einer Carbon Bubble dürfte bei diesen Entscheidungen eine Rolle gespielt haben, wenngleich wohl auch andere Faktoren maßgeblich sind (u.a. niedrige Preise für Energierohstoffe).

Ziel des vorliegenden Kommentars ist es weder, die Investitionsentscheidungen einzelner Akteure noch die aktuelle oder künftige Bewertung der Energiekonzerne an der Börse zu beurteilen. Vielmehr will der Beitrag die grundsätzliche Argumentation hinterfragen, auf der die Carbon-Bubble-These basiert. Dabei ist zunächst festzuhalten, dass ein wesentliches Element der oben skizzierten Kausalkette Sinn ergibt: Wenn die

#### Fossile Energien bleiben langfristig dominant

Anteile einzelner Energieträger am globalen Primärenergieverbrauch, %



\* Gemäß New Policies Scenario

Quelle: IEA



Staatengemeinschaft ihre ambitionierten mittel- bis langfristigen Klimaschutzziele ernst nähme, müsste die Nachfrage nach und damit die Förderung von fossilen Energierohstoffen tatsächlich schon bald (rasch) sinken. Die bisherigen Erfahrungen mit der internationalen Klimaschutzpolitik zeigen jedoch, dass diese Konditionalität eine hohe Hürde darstellt. Es handelt sich also um ein großes „Wenn“.

### Skepsis gegenüber Fortschritten in der internationalen Klimaschutzpolitik

Beim Blick in die Vergangenheit finden sich viele ambitionierte mittel- bis langfristige Klimaschutzziele. So wurde im Jahr 1997 die Ratifizierung des Kyoto-Protokolls, an dem freilich nicht alle Länder der Erde beteiligt waren, als wichtiger Erfolg gefeiert, weil sich große Industrieländer erstmals dazu verpflichtet hatten, ihre Treibhausgasemissionen zu reduzieren. Tatsächlich beschleunigte sich in der ersten Dekade des laufenden Jahrhunderts das Wachstum der globalen Emissionen deutlich. Ein wichtiger Grund war die stärkere Integration Chinas in die Weltwirtschaft (WTO-Beitritt 2001), die mit einer massiven Industrialisierung des Landes, einem höheren Energieverbrauch und entsprechend steigenden CO<sub>2</sub>-Emissionen einherging. Zuletzt wurden auch die „Beschlüsse“ bei der G7-Konferenz positiv aufgenommen, die Weltwirtschaft im Laufe des 21. Jahrhunderts zu dekarbonisieren, also vollständig auf Öl, Kohle und Gas zu verzichten. Zudem sollen die globalen Treibhausgasemissionen bis 2050 um 40 bis 70% gegenüber dem Jahr 2010 reduziert werden. Nun haben langfristige Ziele als Orientierung für die Zukunft eine wichtige Funktion. Die Langfristigkeit schmälert jedoch zugleich die politische Substanz solcher Ziele, denn für deren Umsetzung wird letztlich kein Politiker verantwortlich sein, der heute noch im Amt ist. Insofern ist es leichter, anspruchsvolle langfristige Ziele zu formulieren statt unpopuläre kurzfristige Maßnahmen zu ergreifen.

Große Hoffnungen in puncto Klimaschutz ruhen auf der anstehenden UN-Klimakonferenz in Paris Ende 2015. Man möchte sagen „wieder einmal“, denn die mit ähnlichen Hoffnungen verknüpfte UN-Konferenz von Kopenhagen im Jahr 2009 war weitgehend gescheitert. Was einzelne Staaten im Vorfeld von Paris als mögliche nationale Klimaschutzziele auf den Tisch gelegt haben, ist im Vergleich zu früheren Jahren beachtlich. Gleichwohl reichen laut Carbon Action Tracker die Maßnahmen nicht aus, um das oft beschworene 2°C-Ziel zu erreichen, wobei die Unsicherheiten über globale Temperaturmessungen sowie Tempo und Ausmaß des Klimawandels ohnehin groß sind. Abzuwarten bleibt, welche Beschlüsse und Ziele tatsächlich in Paris gefasst bzw. formuliert werden – von der anschließenden praktischen Umsetzung ganz zu schweigen.

### Globaler Energiehunger wächst weiter

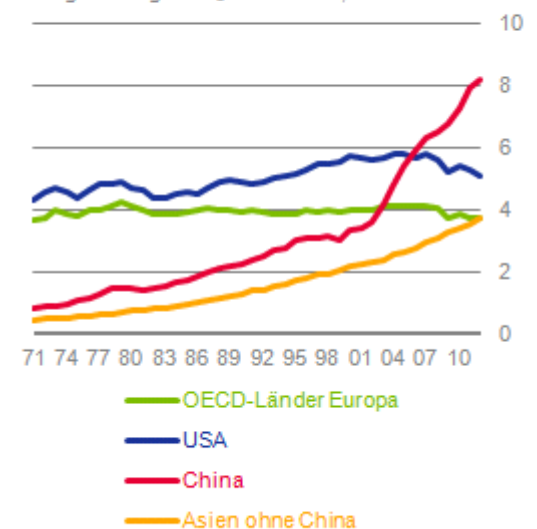
Ein weiteres Argument, das einen gegenüber der Carbon-Bubble-These skeptisch stimmt, ist der wachsende Energieverbrauch der Welt. Die Gründe für den anhaltenden Energiehunger sind hinlänglich bekannt. Dabei dominieren noch immer die fossilen Energieträger; laut Internationaler Energieagentur (IEA) machten sie 2012 mehr als 80% des globalen Primärenergieverbrauchs aus. Im Hauptszenario der IEA, das bereits erhebliche Investitionen in erneubare Energien oder Energieeffizienzmaßnahmen umfasst, wird bis 2040 die Förderung von Öl, Kohle und Gas weiter zunehmen (bei steigenden durchschnittlichen Förderkosten). Ihr Anteil am Primärenergieverbrauch sinkt danach „nur“ auf 74%, wobei die Lücke primär von Erneuerbaren geschlossen wird. Es mag sein, dass die Investoren, Energieunternehmen und Staaten, die in den kommenden Jahren im Segment der fossilen Energien eine dominierende Rolle spielen, andere sind als heute. Am steigenden globalen Energieverbrauch und der Dominanz der fossilen Energieträger ändert dies jedoch wahrscheinlich nichts.

### Evolutionäre Entwicklung spricht gegen Blasenbildung

Kritisch zu hinterfragen ist schließlich die These, warum es überhaupt zu einer Blasenbildung bei den Energiekonzernen kommen sollte. Sowohl die Klimaschutzpolitik als auch die regulatorischen und technologischen Veränderungen im Energiesektor gleichen eher einem evolutionären und nicht einem revolutionären Prozess. Daran ändert auch die Tatsache nichts, dass der technische Fortschritt bei ausgewählten erneuerbaren Energien (z.B. Photovoltaik, Windkraft) in den letzten Jahren massiv ausfiel, denn der Anteil dieser

### CO<sub>2</sub>-Emissionen verlagern sich nach Asien

Energiebedingte CO<sub>2</sub>-Emissionen, Mrd. Tonnen



Quelle: IEA

„jungen“ Erneuerbaren (also nicht Bioenergien und nicht Wasserkraft) am globalen Primärenergieverbrauch ist mit rd. 1% verschwindend gering. Viele Erneuerbare sind bei Betrachtung der gesamten Systemkosten (z.B. Speicher) und unter Berücksichtigung der maximal möglichen Volllaststunden noch nicht gegenüber der bestehenden fossilen Konkurrenz wettbewerbsfähig. Letztere profitieren dabei davon, dass die externen Effekte fossiler Energieformen nicht (ausreichend) durch geeignete Instrumente internalisiert und somit in ein Preissignal umgewandelt werden; damit wären wir wieder bei den Defiziten der Klimaschutzpolitik. Zudem werden fossile Energien in einigen Ländern noch immer hoch subventioniert.

Wie auch immer: In einem solchen evolutionären Umfeld kann man traditionellen Energiekonzernen durchaus zutrauen, sich mittel- bis langfristig auf neue wirtschaftliche und regulatorische Gegebenheiten einzustellen und das eigene Geschäftsmodell anzupassen. Eine solche Umstellung wird den Unternehmen nicht gleich gut gelingen, und manche dürften daran scheitern. Aber die genannten Punkte sprechen gegen eine Blasenbildung innerhalb eines gesamten globalen Sektors. Unzweifelhaft werden die Investitionen in Erneuerbare in den nächsten Jahren überproportional zulegen. Da hier staatliche Fördermaßnahmen häufig eine wichtige Rolle spielen, sind Regulierungsrisiken jedoch ebenfalls nicht auszuschließen.

Zusammenfassend lässt sich festhalten: Es mag viele gute, von Land zu Land unterschiedliche Gründe für Investoren geben, weniger als bislang oder nicht mehr in „fossile Energiekonzerne“ zu investieren und stattdessen andere Anlageformen mit anderen Risiko-Rendite-Profilen zu präferieren. Auf eine ambitionierte, verlässliche und international umfassende Klimaschutzpolitik sowie eine global sinkende Nachfrage nach fossilen Energieträgern sollte man als Begründung dabei jedoch nicht allzu sehr vertrauen. Eine Carbon Bubble ist in einem solchen Umfeld unwahrscheinlich.

Die Aktuellen Kommentare im Audio-Format finden Sie [hier](#)...

Autoren:

Eric Heymann (+49) 69 910-31730

Parinaz Khademi

mehr zum Research-Bereich **Branchen und Ressourcen**

[Aktuelle Kommentare - Archiv](#)

© Copyright 2015. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.