

A person in a grey pinstriped suit is shown from the chest up, holding a silver pen in their right hand and a tablet in their left. The tablet displays a landscape with green trees and a blue sky. The background is a blurred landscape with green hills and a blue sky. The overall image has a light blue tint.

Stijgende CO₂-prijzen: risico of kans?

In een notendop

- De prijzen van CO₂-emissierechten zijn recentelijk sterk gestegen en de verwachting is dat deze ook hoog blijven.
- Dit leidt tot risico's voor sommige bedrijven, terwijl andere hier juist van kunnen profiteren.
- Gedetailleerde ESG-data, samen met fundamentele analyse, kan helpen om mogelijke winnaars en verliezers in een vroeg stadium te identificeren.

In de afgelopen maanden is de prijs van CO₂-emissierechten volgens de EU-regeling voor handel in emissierechten (EU ETS) sterk gestegen, van € 5 tot € 25, nadat deze sinds de financiële crisis van 2008 (waarschijnlijk te laag was. Vanwaar deze stijging? De belangrijkste reden voor de prijsstijging is de inwerkingtreding van de Europese marktstabiliteitsreserve in januari 2019. In combinatie met de snellere verlaging van de jaarlijkse emissiegrens zoekt de Europese Commissie met deze reserve een oplossing voor het systematische overaanbod van emissierechten op de Europese markt sinds de financiële crisis.

Benchmark EUA-prijs ICE-futures



Bron: Bloomberg LP, BloombergNEF.

NB: de benchmark verwijst naar futures op ICE met een vervaldatum in december (begin december)

Over het nut van emissierechten als onmisbaar middel voor het stimuleren van de transitie naar een CO₂-arme economie en het beperken van de opwarming van de aarde tot maximaal 1,5-2°C bestaat brede consensus. Het belang wordt weerspiegeld in de verschillende prijsinitiatieven. Op dit moment zijn er 51 initiatieven wereldwijd. Dichter bij huis overweegt de Nederlandse regering de invoering van een CO₂-heffing, naast de EU ETS. De critici van dit soort regelingen zeggen dat daardoor de productie wordt verdriven naar plaatsen waar CO₂-emissies geen geld kosten. Om dit tegen te gaan, is er steeds meer internationale steun voor het instellen van een "groene grens"-correctie om CO₂-emissies van geïmporteerde goederen te belasten.

Op de lange termijn is de verwachting dat de toename van de verschillende initiatieven de prijzen van emissierechten hoog zal houden en dat de prijzen daardoor de komende jaren zelfs verder kunnen stijgen. De toename in Europa over de afgelopen maanden is een goede reden om te kijken naar de gevolgen voor bedrijven en beleggers.

Deze publicatie is opgesteld door het aandelenteam van ACTIAM. Dit team bestaat uit negen experts die gezamenlijk over gemiddeld 18 jaar aan beleggingservaring beschikken. Het team is verantwoordelijk voor een totaal beheerd vermogen van € 10 miljard (december 2018).

ACTIAM beheert een vermogen van ruim € 56 miljard en behoort daarmee tot de grootste tien Nederlandse vermogensbeheerders. Met robuuste strategieën en een solide performance trackrecord helpen wij u bij het behalen van uw doelstellingen. Wij bieden duurzame oplossingen aan verzekeraars, pensioenfondsen, banken en distributiepartners en aan particuliere beleggers. We doen dat via actief en passief beheerde beleggingsfondsen, via impact investing, mandaten en ESG-advies (Environmental, Social & Governance).

CONTACT

Marketing & Communicatie

+31-20-543 6777

marcom@actiam.nl

www.actiam.com

REGELING VOOR DE HANDEL IN EMISSIERECHTEN

De in 2005 vastgestelde Europese regeling voor de handel in emissierechten is een hoeksteen van het Europese beleid in de strijd tegen klimaatverandering en is een belangrijk instrument voor het kostenefficiënt terugdringen van broeikasgassen. De EU ETS stelt een bovengrens aan het totaal van bepaalde broeikasgassen die installaties die onder de EU-regeling vallen, mogen uitstoten. De regeling omvat ongeveer 45% van de uitstoot van broeikasgassen in de EU.

Voor bedrijven die actief zijn in de sectoren die onder de regeling vallen, is deelname aan de EU ETS verplicht. De bovengrens wordt steeds verder verlaagd, zodat de totale emissie uiteindelijk daalt. Binnen de emissiegrenzen ontvangen of kopen bedrijven emissierechten, die zij waar nodig onderling kunnen verhandelen. Bedrijven die meer CO₂ uitstoten dan hun emissierechten toestaan, krijgen een boete. Deze bedraagt € 100 per teveel uitgestoten ton CO₂. Bedrijven hebben zo een prikkel om hun emissies te verlagen door te investeren in energie-efficiëntie, omdat zij vervolgens hun overtollige emissierechten kunnen verkopen.

EU ETS EN BREXIT

Een no-deal-Brexit houdt een risico in voor de EU ETS. Wanneer bedrijven uit het Verenigd Koninkrijk na de Brexit niet langer onder de regeling vallen, zouden zij hun emissierechten in korte tijd op de markt kunnen verkopen, wat zou kunnen leiden tot een plotselinge CO₂-prijsdaling. Of internationale bedrijven zouden hun emissierechten kunnen overhevelen naar installaties in de Europese Unie, met een overaanbod tot gevolg. Een gecontroleerde exit van het Verenigd Koninkrijk zal naar verwachting een beperkt effect hebben op de prijzen van emissierechten.

IS DE EU ETS EFFECTIEF?

De EU ETS heeft aangetoond dat het verbinden van een prijs aan en de handel in CO₂ kan werken. Er is, als beoogd, als gevolg van innovatie, de verschuiving naar hernieuwbare energie en energie-efficiëntie, sprake van dalende emissies van installaties die onder de regeling vallen. EU- emissies zijn **tussen 1990 en 2017 met 22% gedaald**, terwijl de economie in diezelfde periode met 58% groeide.

SECTOREN NADER BESCHOUWD

Bedrijven hebben in de laatste tien jaar verschillend gereageerd op de introductie van de emissieregeling en de verwachte stijging van emissieprijs. Sommige bedrijven gingen over tot een diversificatie richting producten en activiteiten met lagere CO₂-emissies. Andere innoveerden en voerden wijzigingen door in hun productieprocessen. De hogere CO₂-prijs zal naar verwachting nog meer initiatieven met het oog op energie-efficiëntie en de transitie naar hernieuwbare energie teweegbrengen. Vanuit beleggingsoogpunt is de impact op bedrijven wisselend. Voor sommige bedrijven is sprake van negatieve gevolgen voor de verwachte rendementen op de lange termijn of de winstgevendheid op de kortere termijn. Voor andere bedrijven biedt de hoge CO₂-prijs kansen. Hieronder nemen we enkele van de gevolgen nader onder de loep.

De IRR (Internal Rate of Return) van oliemaatschappijen op projecten voor nieuwe olie is bijvoorbeeld ongeveer 15%. Het intern rendement van windenergieprojecten, de belangrijkste hernieuwbare energiebron waarin oliebedrijven momenteel investeren, is gemiddeld slechts 5 tot 10%. De verschuiving naar activiteiten met een lagere CO₂-emissie zet de hoge rendementen die deze bedrijven gewoonlijk behalen dus onder druk.

Bij de nutsbedrijven zijn er winnaars en verliezers. De winnaars zijn de voorlopers met al een belangrijk aandeel in activiteiten met een lage CO₂-emissie, zoals Fortum, Orsted en Verbund. Zij profiteren van de hogere CO₂-prijs dankzij hogere elektriciteitsstarieven. Voor Fortum betekent elke stijging van de CO₂-prijs met € 5 een positief effect op de winst van 5 tot 10%. De verliezers zijn de bedrijven met nog steeds een belangrijk aandeel in steenkoolactiviteiten. Zij zullen op de korte tot middellange termijn last hebben van de hogere CO₂-prijzen. Emissieprijs worden in rap tempo steeds relevanter bij de beoordeling van de middellange-termijninvesteringen van nutsbedrijven. Op de lange termijn zal de hogere CO₂-prijs deze bedrijven echter dwingen tot aanpassing van hun productiemix, waardoor het effect van een hogere emissieprijs weer zal worden gedempt.

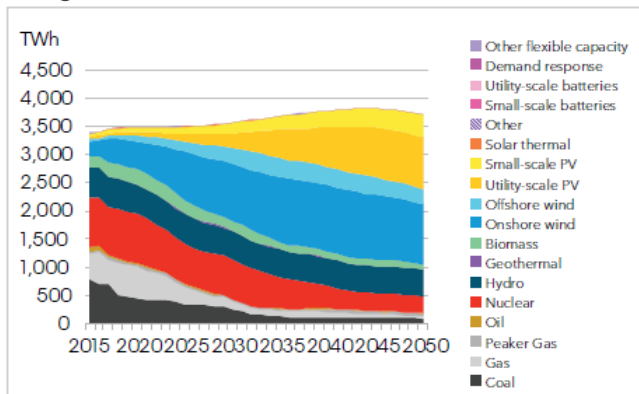
In de grondstoffen- en voedingssector en de industrie zet de CO₂-prijs bedrijven ertoe aan te investeren in wijziging van hun bestaande productieprocessen. In industriële processen bijvoorbeeld is verhitte de belangrijkste bron van energieverbruik en, dientengevolge, het terrein waar de hogere CO₂-prijs het meest relevant is. Wereldwijd vertegenwoordigt industriële verhitte 25% van het energieverbruik dat nog steeds voor meer dan 50% plaatsvindt met gebruikmaking van kolen en olie. Binnen deze groep zijn de staalsector en vlak daarachter de cement- en papierindustrie de meest energie-intensieve sectoren. Ter vermindering van de CO₂-intensiteit wordt gewerkt aan elektrificatie, implementatie van efficiëntie maatregelen of een verschuiving naar gebruik van hernieuwbare energie. Zo vervangen staalbedrijven de traditionele vervuilende hoogovens gedeeltelijk door vlamboogovens die metaalschroot kunnen smelten.

Een ander interessant voorbeeld is de recentelijk aangekondigde samenwerking tussen Boliden en Vattenfall voor technologische ontwikkelingen op het gebied van smeltovens. Aangezien de productie van aluminium een elektriciteitsintensief proces is, vormen energie- en transportkosten 18% van de operationele kosten van Boliden. Een verschuiving naar hernieuwbare energie zou de emissies met 31% terugbrengen en Boliden op jaarbasis € 5,6 miljoen besparen, uitgaande van de gemiddelde CO₂-prijs in 2018.

In de voedings- en drankensector is slechts beperkte proceswarmte nodig en deze is gemakkelijk te elektrificeren. Vanuit beleggingsoogpunt kunnen wijzigingen in productieprocessen leiden tot hogere kosten voor R&D en capex, waardoor op de korte termijn druk op de marges kan ontstaan.

Zelfs wanneer productieprocessen worden geëlektrificeerd, zijn zij op de korte tot middellange termijn toch kwetsbaar voor hogere CO₂-prijzen vanwege hogere elektriciteits-tarieven. Waarom? Met name op de korte termijn bestaat een sterk verband tussen de prijs van CO₂ en die van elektriciteit. Op de lange termijn zal deze relatie afzwakken, omdat nutsbedrijven in de loop der tijd steeds minder gebruik zullen maken van kolen, olie en gas en zullen overschakelen op hernieuwbare energie.

Nutsbedrijven schakelen over op hernieuwbare energie



Bron: Bloomberg NEF

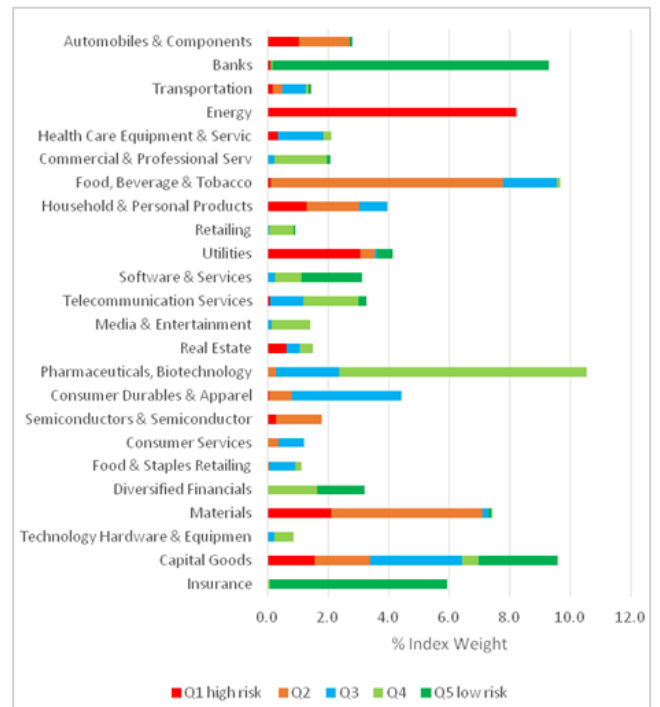
BELEGGERSPERSPECTIEF

Zoals hierboven uiteengezet, kunnen de gevolgen voor en binnen sectoren zeer verschillen. Het hangt tevens af van de beleggingshorizon. Het herkennen en analyseren van ESG-risico's, zoals een stijgende CO₂-emissieprijs, door middel van fundamenteel onderzoek kan zeer tijdrovend zijn.

Een goede eerste stap in het beleggingsproces is het gebruik van data voor het screenen van uw beleggingsmogelijkheden op ESG-risico's. De meeste grote data-aanbieders leveren, naast de traditionele ESG-data, ook data over ESG-risico's. Er zijn zelfs gespecialiseerde aanbieders van data, zoals Carbon Delta en 427, die gedetailleerde data aanbieden over één specifiek ESG-risico (bijvoorbeeld het klimaatrisico).

Onderstaande grafiek toont - per MSCI-sector - het transitierisico naar een CO₂-arme economie in Europa, enkel gebaseerd op één datapunt. Deze resultaten vormen een eerste aanwijzing voor waar u verdergaand onderzoek moet verrichten. Zoals u kunt zien, concentreert het transitierisico zich in de energie-, nuts-, grondstoffen- en automobielsector. Verrassend genoeg kent ook de voedings- en drankensector een verhoogd risico; dit helpt het effect van een hogere CO₂-prijs op de kosten van proceswarmte te herkennen.

Transitie naar 'Low Carbon MSCI Europe'



Het gebruik van een enkel datapunt is echter niet genoeg. Daarvoor is de realiteit veel te complex. Hoe gevarieerder de data die u bij de eerste stap gebruikt, hoe beter het resultaat. Combineer de data over het transitierisico zoals hierboven weergegeven bijvoorbeeld met de MSCI-ESG-datascore die weerspiegelt hoe goed een bedrijf in staat is met het oog op de toekomst het transitierisico te beheersen. U zult zien dat de energiesector en de nutssector goed scoren en de kapitaalgoederensector minder goed, met een aanzienlijk risico. Nadat een eerste indruk is verkregen op basis van ESG-data, is een solide fundamentele analyse nog steeds essentieel alvorens tot een finale beoordeling te komen.

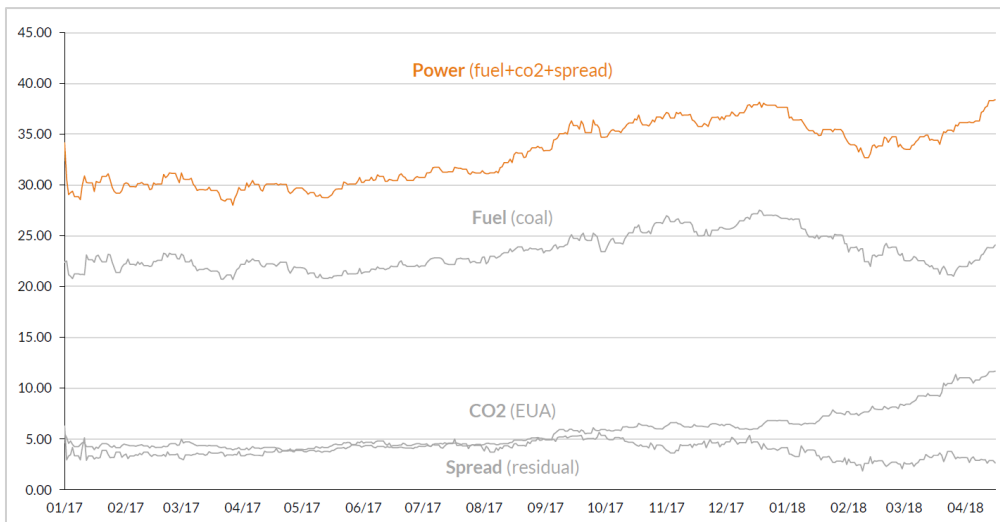
Voorbeeld: automobielsector

Een voorbeeld waarbij veel dilemma's rondom emissierechten samenkomen, is de aandelenselectie in de automobielsector. Het wegvervoer zorgt voor 17% van de wereldwijde CO₂-uitstoot. Het is dan ook geen verrassing dat de sector midden in de transitie zit van bedrijfsmodellen, nieuwe technologieën, automatisering en regulering, wat leidt tot extra kosten, strategische heroriëntatie, boetes, gestrande activa en potentiële arbeidsconflicten. Hoe te kiezen tussen Renault (met momenteel de hoogste verwachte verkoopboetes als gevolg van het niet-halen van emissiedoelstellingen) en Daimler (achterop met uitrol van elektrische voertuigen en zelfs een stijgende uitstoot van het wagenpark, maar toch koploper in het aangaan van overeenkomsten voor schone energie)? En dan BMW, die het meeste uitsteekt aan Research & Development en het grootste marktaandeel heeft in elektrische voertuigen. Maar zijn elektrische voertuigen wel zo duurzaam? Ze zijn zeker een oplossing voor autobedrijven tegen het wettelijke emissierisico. Als u bij elektrische voertuigen echter rekening houdt met de uitstoot die wordt veroorzaakt door de productie van batterijen in Azië of de slechte werkomstandigheden in de kobaltmijnen in Kongo, zijn de conclusies uiteenlopend.

CONCLUSIE

Het herkennen van blootstelling aan CO₂-intensieve activiteiten en het analyseren van de gevolgen van stijgende emissieprijsen wordt in rap tempo relevanter voor beleggers. Wanneer u eenmaal, op basis van data, de bedrijven met een groter risico hebt geïdentificeerd, is een fundamentele analyse onontbeerlijk. Als belegger kunt u gemakkelijk tegen meerdere problemen en dilemma's aanlopen. Hoe waardeert u bijvoorbeeld korte-termijn-capex versus (nog onzekere) strategische voordelen op de lange termijn of hoe waardeert u de kosten van CO₂-emissies in het productieproces versus de positieve gevolgen van bepaalde eindproducten?

Bijvoorbeeld: de CO₂-emissiekosten van de koperproductie versus de behoefte aan koper als grondstof voor de noodzakelijke uitbreiding van het elektriciteitsdistributienetwerk. Soms wordt een rode lijn overschreden en is de beleggingsbeslissing eenvoudig, bijvoorbeeld in geval van controverses, schendingen van de criteria van het Global Compact van de VN of serieuze negatieve gevolgen in verband met het overschrijden van planetaire grenzen. Maar vaak is de beoordeling niet zwart-wit. De uitkomst hangt sterk af van uw beleggingsvisie / -overtuigingen en financiële en maatschappelijke doelen, omdat er geen exacte formule bestaat waarin alle mogelijke factoren worden meegewogen.

Ontwikkeling elektriciteitsprijzen in Centraal-Europa (EUR/MWh(ell)), 2017-18

Bron: Kepler Cheuvreux, Bloomberg data

DISCLAIMER

ACTIAM NV beoogt juiste en actuele informatie te verstrekken uit betrouwbare bronnen. ACTIAM kan de nauwkeurigheid en volledigheid van de in deze presentatie verstrekte informatie (hierna te noemen: de informatie) echter niet garanderen. De informatie kan technische of redactionele onnauwkeurigheden of typfouten bevatten. ACTIAM geeft geen uitdrukkelijke of stilzwijgende garanties over de vraag of de door deze presentatie verkregen informatie juist, volledig of actueel is. ACTIAM NV is niet verplicht de verstrekte informatie aan te passen of onnauwkeurigheden of fouten te verbeteren. De ontvangers van deze informatie kunnen geen rechten daaraan ontleen. De in deze presentatie verstrekte informatie is gebaseerd op historische gegevens en vormt geen betrouwbare bron voor het voorspellen van toekomstige waarden of koersen. De informatie is vergelijkbaar met, maar mogelijk niet gelijk aan de informatie die door ACTIAM voor interne doeleinden wordt gebruikt. ACTIAM garandeert niet dat de kwantitatieve rendementen/winsten of andere resultaten met betrekking tot de verstrekte informatie hetzelfde zullen zijn als de mogelijke winsten en resultaten volgens de waarderingmodellen van ACTIAM NV. De bespreking van de aan informatie verbonden risico's mag niet worden beschouwd als een uitputtende opsomming van alle terugkerende risico's. De ontvanger mag de hier vermelde informatie niet opvatten als zakelijk, financieel, beleggings-, afdekkings-, handels-, juridisch, regelgevings-, fiscaal of boekhoudkundig advies. De ontvanger van de informatie is zelf verantwoordelijk voor het gebruik daarvan. De beslissingen die op basis van de informatie worden genomen zijn voor rekening en risico van de ontvanger. De ontvanger kan derhalve geen rechten ontleen aan de verstrekte informatie.