

STAATSANLEIHEN DER SCHWELLENLÄNDER

KRITERIEN FÜR NACHHALTIGKEIT BEACHTEN

BRETT DIMENT

Für die Kreditwürdigkeit eines Landes sind vor allem zwei Faktoren entscheidend: seine Wettbewerbsfähigkeit und die Nachhaltigkeit seines Wirtschaftswachstums. Investoren analysieren diese in der Regel anhand zahlreicher makroökonomischer Kennzahlen wie Staatsschulden, Inflation sowie Haushalts- und Leistungsbilanzdefizit. Neben Governance- und Politik-Faktoren sind diese entscheidend für die wirtschaftliche Entwicklung eines Landes und geben einen Hinweis auf seine Fähigkeit und Bereitschaft zur Schuldentilgung.

Daneben sind sozio-ökonomische Faktoren für nachhaltiges Wachstum ebenso wichtig, etwa Gleichstellung und soziales Gefälle, Bildung, Gesundheitssysteme, die Qualität der Infrastruktur und Umwelt sowie die Verfügbarkeit von Ressourcen. Für eine ganzheitliche Analyse staatlicher Kreditwürdigkeit sind daher auch die Faktoren Umwelt, Gesellschaft, Governance und Politik (ESGP) ein integrales Element. Nach unserer Einschätzung sind ESGP-Faktoren für die Analyse von Schwellenländern sogar noch wichtiger als bei Industrienationen.

Einbeziehung von ESGP-Faktoren

Schwellenländer unterscheiden sich in ihrer sozio-ökonomischen Entwicklung und

ihrer politischen Stabilität zum Teil deutlich voneinander, auch das Prinzip der Rechtsstaatlichkeit ist in einigen Ländern stärker verankert als in anderen. Für das Wachstum sowie die Wettbewerbs- und Zahlungsfähigkeit eines Landes hat das erhebliche Auswirkungen. ESGP-Faktoren können die wirtschaftliche Entwicklung entweder fördern oder hemmen, ausserdem sind sozio-ökonomische Einflüsse oft miteinander verknüpft und verstärken sich gegenseitig. Ein schlechtes Niveau bei Bildung oder öffentlicher Gesundheitsversorgung beispielsweise kann Ungleichheit verstärken und das Wirtschaftswachstum belasten, welches wiederum die politische Stabilität gefährdet. Nimmt ein Land sich seiner ökologischen und sozialen Probleme nicht an, setzt es möglicherweise sein langfristiges Wachs-

tum aufs Spiel. Das chinesische Wirtschaftswachstum etwa könnte sich nach Jahren rapider industrieller Entwicklung wegen hoher Luft-, Wasser- und Bodenkontamination in Zukunft verlangsamen. Länder mit gutem ESGP-Rating sollten äusseren Erschütterungen wie Naturkatastrophen, Finanzkrisen oder geopolitischer Instabilität hingegen besser widerstehen können.

Deshalb beziehen wir auch diese Unterschiede in unseren Analyseprozess ein. Unser Emerging Market Debt Team und das Responsible Investment Team haben hierfür gemeinsam ein eigenes ESGP-Analysemodell entwickelt. Anhand dieses ESGP-Ratings können wir leichter langfristige Faktoren und Entwicklungen identifizieren, die in den Kredit-Spreads von Staatsanleihen unter Umständen nicht vollständig abgebildet sind. Unsere ersten Auswertungen haben gezeigt, dass ESGP-Ratings den Anlageprozess sinnvoll ergänzen können – um Risiken zu begrenzen und die Renditen gegenüber passiven Markt-Benchmarks zu verbessern. Investoren können so unter Umständen bestimmte Risiken reduzieren, ohne die damit verbundenen Renditen aufgeben zu müssen.

Eigenständiges ESGP-Analysemodell

Das ESGP-Analysemodell erfasst 84 Schwellenländer und bewertet diese anhand von 18 Indikatoren. Zunächst haben wir Indikatoren ausgewählt, die wir speziell auf Schwellenländer zugeschnitten haben. Wir suchen zum Beispiel nach Hinweisen für institutionelle Stabilität und Governance, die sich als notwendig für eine nachhaltige Entwicklung herausgestellt haben. Ökologische Nachhaltigkeit in Schwellenländern lässt sich nur schwer bewerten. Teilweise liegt das an der schlechten Datenqualität, teilweise an der unterschiedlich weit fortge-

schrrittenen Industrialisierung und Entwicklung der Staaten, die das ESGP-Rating signifikant und manchmal ungerecht belasten können. Wir wollen diese Verzerrung möglichst begrenzen und beschränken unsere Umweltanalyse nicht auf CO₂-Emissionen, sondern berücksichtigen ebenfalls den allgemeineren Indikator der Luftqualität, welcher auch Feinstaub erfasst. Ein weiterer Faktor ist Zugang zu sauberem Trinkwasser und sanitärer Grundversorgung sowie Anfälligkeit für Naturkatastrophen, welche die Entwicklung eines Landes erheblich behindern können.

Soziale Indikatoren sind das Ergebnis früherer Entwicklungspolitik, gleichzeitig können sie die wirtschaftliche Entwicklung fördern oder behindern und sind daher eng mit staatlichen und politischen Faktoren verknüpft. Wir haben aus den zahlreichen Sozialindikatoren vier Themen ausgesucht, die für die wirtschaftliche Entwicklung wesentlich sind: wirtschaftliche und geschlechtliche Gleichstellung, Qualität der Infrastruktur, Bildungszugang und Zugang zu medizinischer Grundversorgung.

Governance-Indikatoren messen die Qualität der demokratischen Institutionen und die politische Stabilität. Wir untersuchen hier die Stabilität rechtstaatlicher Ordnung, die Effektivität des Staates, Hindernisse für Geschäftstätigkeit sowie die Budgettransparenz der Zentralregierung. Für Käufer von Schwellenländer-Anleihen ist es nicht immer ganz einfach nachzuvollziehen, wie die Erlöse aus Emissionen verwendet werden. Bei der Bewertung der Risiken können Indikatoren für finanzpolitische Transparenz helfen, etwa der «Open Budget»-Index.

Einbezug politischer Indikatoren

Mit politischen Indikatoren lassen sich Regierungseinrichtungen anhand dynamischer Bewertungskriterien einschätzen. Sie erfassen Faktoren, welche die nationale Sicherheit oder die Demokratie gefährden können. Wir betrachten hier

vor allem das Ausmass der Korruption im öffentlichen Sektor (nach Wahrnehmung der Bürger) sowie bestimmte Umstände, die zu Konflikten und Gewaltausbrüchen führen können. Politik ist für Anleger ein zentraler Aspekt, da sie den wirtschaftlichen Kurs bestimmt und das Wachstum in Schwellenländern sehr viel stärker beeinflusst als in Industrieländern. Mit transparenter Politikgestaltung und nachhaltigem Wachstum steigt auch die Wahrscheinlichkeit, dass ein Land seine Schulden zurückzahlt.

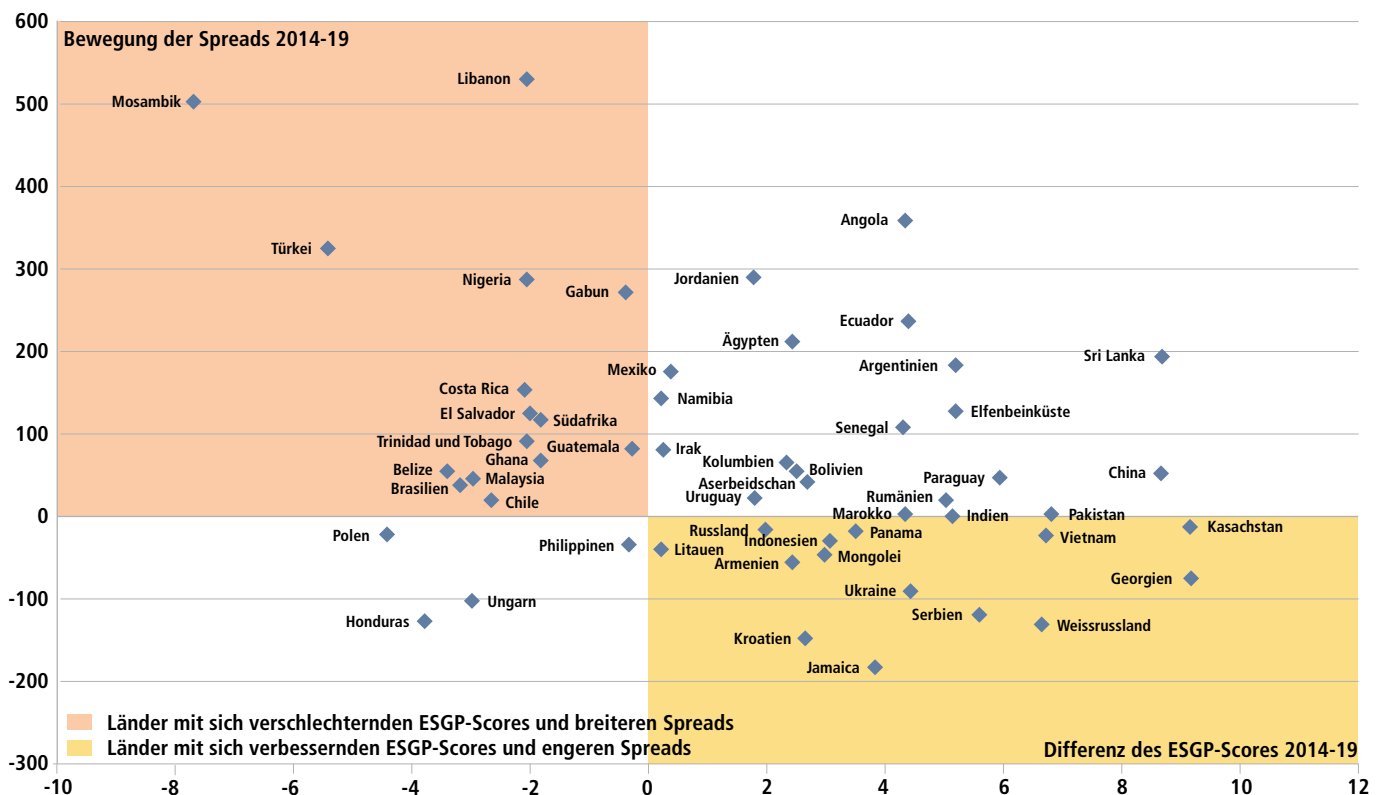
So berechnen wir für jeden Indikator Z-Scores, welche die Position jedes Landes gegenüber dem Durchschnitt eines bestimmten Indikators angeben. Aus den Z-Scores berechnen wir anschliessend für jede der vier Dimensionen den Durchschnitt und erhalten so das Ergebnis für jede Säule. Die abschliessende ESGP-Bewertung entspricht dem gewichteten Durchschnitt jeder Säule (Gewichtung: Umwelt 15 %, Gesellschaft: 35 %, Governance: 25 %, Politik: 25 %). Die ESGP-Ratings werden auf einer Skala von 0 bis 100 normiert dargestellt, die Länder mit der schlechtesten Bewertung erhalten 0 und die mit der besten 100 Punkte, gleichzeitig bleibt die Verteilung der Abweichungen vom Mittelwert erhalten.

In einen umfassenderen Anlageprozess integriert, kann das ESGP-Modell dazu beitragen, Unterschiede und Kredit-Spreads von Staatsanleihen besser zu verstehen. Rein intuitiv sollten die Risikoaufschläge steigen, wenn das ESGP-Rating eines Landes sinkt. So werden Länder interessant, die unser einfaches ESGP-Korrelationsmodell als günstig bewertet und die sich gleichzeitig positiv entwickeln. Das Modell zeigt dann, an welcher Stelle ESGP-Faktoren noch nicht vollständig eingepreist sind und die erwarteten Renditen höher ausfallen könnten, als dies durch die ESGP-Risiken gerechtfertigt wäre.

Jamaika etwa hat ein relativ gutes ESGP-Rating, vor allem dank seiner star-

ESGP-Score-Unterschiede bei Einengung und Ausweitung von Spreads

Zeitraum 2014–2019



Quelle: Aberdeen Standard Investments, Bloomberg (Juni 2019)

Der Wert jedes Investments und die Einkünfte daraus können sowohl steigen als auch fallen und Sie erhalten möglicherweise weniger als den investierten Geldbetrag zurück. Dieses Dokument stellt keine Anlage-, Rechts-, Steuer oder irgendeine andere Art von Beratung dar und darf nicht als Grundlage für Anlageentscheidungen herangezogen werden. Unter der Marke Aberdeen Standard Investments ist das Anlagegeschäft von Aberdeen Asset Management und Aberdeen Standard Investments zusammengefasst.

ken Institutionen. Die Risikoaufschläge erscheinen höher, als dieses Rating rechtfertigen würde. Aufgrund der anhaltenden Reformen von Politik und Justiz sowie der robusteren Steuergesetze sind wir zuversichtlich, dass das Land seine positive Entwicklung fortsetzen wird. Ausserdem bemüht sich Jamaika um eine Neuausrichtung seiner Energiegewinnung, weg vom Öl und hin zu Gas. Auch erneuerbare Energien werden immer wichtiger (und könnten das Umwelt-Rating des Landes verbessern). In anderen Fällen können die beiden Signale in entgegengesetzte Richtungen weisen, zum Beispiel in der Türkei: Betrachtet man das ESGP-Modell, erscheint das Land günstig. Allerdings lässt die Qualität der staatlichen Führung immer weiter nach, der Präsident regiert mittlerweile auto-

ritär. Hier könnte die scheinbar günstige Bewertung lediglich darauf hindeuten, dass der wahrscheinliche Verfall der ESGP-Faktoren bereits eingepreist ist.

Risiken besser bewerten

Da ESGP-Faktoren die Kreditwürdigkeit eines Landes offenbar deutlich beeinflussen, könnte unser Modell dabei helfen, mögliche Fehlbewertungen des Marktes und neue Entwicklungen klar zu erkennen. Dies gilt insbesondere für die Obligationenmärkte der Schwellenländer, denn die ESGP-Indikatoren fallen hier je nach Land sehr unterschiedlich aus. Ausserdem ist ihr Einfluss auf Wachstum und Nachhaltigkeit in Schwellenländern häufig grösser. Das Ziel besteht darin, mit unserem ESGP-Analysemodell die bestehenden Instrumente zur Analy-

se «herkömmlicher» makroökonomischer Kennzahlen sinnvoll zu ergänzen. Für eine ganzheitliche Analyse staatlicher Kreditwürdigkeit halten wir ESGP-Faktoren daher für essenziell.

**Brett Diment**

Head of Global Emerging Markets, Aberdeen Standard Investments.