

Die nachhaltige Leistungsfähigkeit bestimmt die Bonität von Staaten

Für die meisten Anleger in Staatsanleihen steht der Vermögenserhalt im Vordergrund. Zur Erfüllung dieser Zielsetzung muss insbesondere auf die reale langfristige Leistungsfähigkeit der investierten Staaten geachtet werden. Angesichts globaler Themen wie allgemeine Wohlstandszunahme, demografischer Wandel und Ressourcenverknappung bietet die Nachhaltigkeitsanalyse hier eine hilfreiche Stütze.



Von Balazs Magyar
Nachhaltigkeits-Research
Notenstein Privatbank AG

Finanzinvestitionen werden zwar in Geld getätigt und gemessen, ihr eigentliches Ziel ist jedoch die zeitliche Verschiebung und Vermehrung von realen Werten. Dies gilt auch für Investitionen in Staatsanleihen. Der Investor hofft zwar auf planmässige Zins- und Tilgungszahlungen, schlussendlich ist er jedoch an den damit verbundenen realen Werten interessiert. Der Schuldner, also der Staat, verspricht zwar nur monetäre Zahlungen. Dennoch ist die tatsächliche Erfüllung dieses Versprechens vom Vorhandensein realer Werte abhängig. Somit hängt die Sicherheit einer Investition in Staatsanleihen letztlich davon ab, in welcher realen

Verfassung sich das Schuldnerland und insbesondere dessen Wirtschaft in der Zukunft befinden werden. Die Frage, die sich Anleger stellen müssen, lautet demnach: Wird das Land über ausreichend reale Vermögenswerte verfügen bzw. wird es die Fähigkeit besitzen, reale Güter und Dienstleistungen zu erzeugen?

Verknappung realer Vermögenswerte

Reale Vermögenswerte können in verschiedenen Formen vorliegen. Die Basis bilden die natürlichen Ressourcen, wozu sowohl die erneuerbaren (zum Beispiel Wasser, Boden, Biomasse) als auch die nicht-erneuerbaren Ressourcen (zum Beispiel Öl, Gas, Kohle, Eisen, Kupfer) gehören. Weitere reale Vermögenswerte sind das Sachkapital und – im erweiterten Sinne – auch das Humankapital. Ersteres beinhaltet hauptsächlich den produzierten Kapitalstock an Gebäuden, Maschinen und der physischen Infrastruktur. Zum Letzteren gehören immaterielle Vermögenswerte, wie beispielsweise Wissen, Institutionen oder auch Arbeit. Im Gegensatz zu den realen stellen finanzielle Vermögenswerte nur eine Art Spiegelung der Eigentumsrechte dar. Bei einem positiven Finanzvermögen bestehen reale Ansprüche gegenüber Dritten, bei Schulden wurde ein Teil der eigenen realen Werte bereits Dritten versprochen.

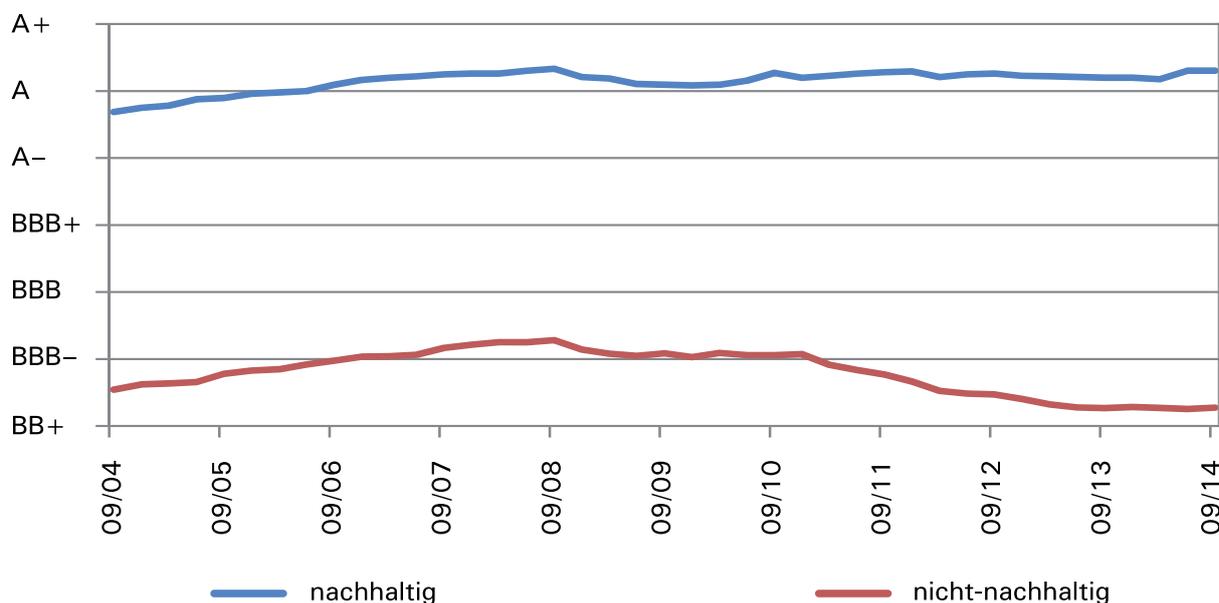
Eine gemeinsame Eigenschaft vieler dieser realen Vermögenswerte ist deren laufende Verknappung, wenn auch aus teilweise unterschiedlichen

Gründen und – je nach Land – in verschiedenem Ausmass. So führt das anhaltende globale Bevölkerungswachstum, gepaart mit der kontinuierlichen Zunahme des Wohlstands, zu einer immer intensiveren Nutzung aller natürlichen Ressourcen. Ferner dürfte beispielsweise die Verfügbarkeit von Wasser und fruchtbarem Boden infolge des Klimawandels in gewissen Regionen unter Druck kommen. Natur- aber auch menschengemachte Katastrophen können die physische Infrastruktur schädigen. Die Zahl und der Anteil arbeitsfähiger Menschen wird infolge des demografischen Wandels in einzelnen Ländern – trotz der globalen Zunahme – zurückgehen.

Erfolgreiche Volkswirtschaften nutzen Ressourcen effizient

Gleichzeitig sind reale Vermögenswerte wiederum auch nur Mittel zum Zweck: Sie werden bei der Produktion von Gütern und Dienstleistungen eingesetzt mit dem Ziel, Lebensqualität zu erzeugen. Diese definiert sich neben dem materiellen Wohlstand durch weitere Faktoren, wie zum Beispiel Bildungsstand, Gesundheit und Zufriedenheit. Angesichts der oben erwähnten Verknappung vieler Ressourcen sollten diese jedoch möglichst sparsam und effizient im Produktionsprozess verwendet werden. Dies wird neben technologischen Faktoren auch von den wirtschaftlichen, politischen und sozialen Rahmenbedingungen beeinflusst. Beispielsweise sind grössere, gut diversifizierte und wettbewerbsfähige Volkswirtschaften tendenziell stabiler und schockresistenter. Höhere Sparquoten ermöglichen die erforder-

Die durchschnittlichen Kreditratings von 32 nachhaltigen und 65 nicht-nachhaltigen Ländern im Vergleich



Quelle: Thomson Reuters, Notenstein Privatbank

lichen Investitionen in Infrastruktur, Institutionen und Bildung. Eine demokratisch legitimierte, verantwortungsvolle und effiziente Regierung begünstigt mit Hilfe von klaren, glaubwürdigen und fairen Spielregeln die politisch-gesellschaftliche Einheit. Dagegen führt ein gewaltbereites und korruptes politisches System zwangsläufig zu Ineffizienzen und Reibungsverlusten. Auch grössere Ungleichheiten zwischen den gesellschaftlichen Schichten oder den Geschlechtern bergen ernst zu nehmende Konfliktpotentiale.

Schlussendlich schliesst sich der Kreis, indem gewisse Aspekte der erzeugten Lebensqualität, wie beispielsweise Bildung und Gesundheit oder auch physische Güter, in den Produktionsprozess hineinfliesen. Wenn dieser Kreislauf effizient und reibungslos läuft und auch in Zukunft funktionsfähig bleibt, kann man von langfristiger Leistungsfähigkeit oder eben Nachhaltigkeit sprechen. In solchen Fällen kann der Investor stärker damit rechnen, dass die ihm versprochenen realen Werte auch auf lange Sicht hinaus tatsächlich geliefert werden. Dies ist das eigentliche Ziel der Nachhaltigkeitsanalyse von Staaten.

Nachhaltigkeitsanalyse lohnt sich für Investoren

Die Berücksichtigung von Nachhaltigkeit bei der Investition in Staatsanleihen hat sich in der Vergangenheit bereits gelohnt. So waren von der jüngsten Staatsschuldenkrise in Europa hauptsächlich nicht-nachhaltige Länder aus dem mediterranen Raum betroffen, während sich ihre nachhaltigen Kontrahenten deutlich stabiler und krisenresistenter entwickelt haben. Auch die Ausweitung der Optik auf andere Kontinente zeugt einerseits von der absolut höheren Qualität und andererseits insbesondere von der relativ grösseren Stabilität nachhaltiger Länder (s. Grafik). Diese konnten beispielsweise ihre «traditionellen» Kreditratings – vergeben von den drei grössten Agenturen Standard & Poor's, Moody's und Fitch – auch nach der globalen Finanzkrise grösstenteils halten, während die nicht-nachhaltigen Länder im Durchschnitt um eine Note herabgestuft wurden.

Obwohl sich Kreditratings per Definition auf die – langfristige – Ausfallwahrscheinlichkeit von Obligationen beziehen, sind deren Herauf- bzw. Herabstufungen häufig von kurz- und mittelfristigen Ereignissen getrieben und bilden oft beinahe deckungsgleich

die Wertentwicklung der eigentlichen Obligationen ab. Der genannte Unterschied mag auf den ersten Blick klein erscheinen, er ist aber angesichts der Berücksichtigung von insgesamt rund 100 Staaten bedeutend.

Die grundlegenden Treiber dieser Entwicklungen, wie allgemeine Wohlstandszunahme, intensiver Wettbewerb, demografischer Wandel und Ressourcenverknappung, werden in absehbarer Zukunft weiter Bestand haben. Dies dürfte nicht nur den gesamten Globus, sondern auch einzelne Länder vor kleinere und grössere Herausforderungen stellen. Ein möglichst grosses Ressourcenvermögen, gepaart mit einer produktiven und reibungslosen Ressourcennutzung, schafft eine gute Ausgangslage, um sich diesen Herausforderungen zu stellen. Davon dürften nicht nur Umwelt, Gesellschaft und Wirtschaft der jeweiligen Länder, sondern auch die Staatsfinanzen und die Käufer von Staatsanleihen profitieren. Bei Investitionen in Staatspapiere sollten daher neben den klassischen finanziellen Kriterien auch die zugrundeliegenden realen Werte im Rahmen einer Nachhaltigkeitsanalyse berücksichtigt werden.

balazs.magyar@notenstein.ch
www.notenstein.ch