Helaba

Im Fokus: Länder

23. März 2022

Nachhaltigkeitsratings – Bonität in 3D

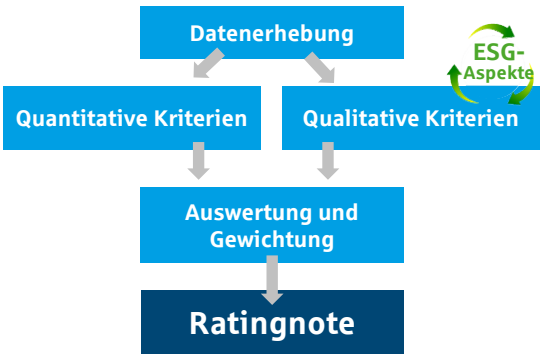
Nachhaltigkeit ist wohl das Schlagwort des 21. Jahrhunderts. Kaum ein Thema ist in Politik, Gesellschaft und Wirtschaft so präsent. Auch bei der Erstellung von Länderbonitätsanalysen spielt Nachhaltigkeit zunehmend eine Rolle, gilt sie doch als Leitbild für zukunftsfähiges Wachstum.

Viola Julien
Länderratinganalystin
Tel. 069/91 32-20 32

Ratings und Bonitätsnoten sollen in erster Linie die Kreditwürdigkeit und das Ausfallrisiko eines Schuldners (z.B. Staaten oder Unternehmen) beziffern. Mit Hilfe einer Risikobewertung wird dabei ein Profil erstellt, das die untersuchten Länder oder Institutionen in verschiedene Investmentkategorien einteilt. Auf dieser Basis wird eine Risikoprämie ermittelt und letztlich der Zinssatz definiert, zu dem sich ein Land an den Kapitalmärkten verschulden kann. Rating und Risikoprämie beeinflussen Anleger und damit Kreditgeber maßgeblich in ihrer Investitionsentscheidung.

Im klassischen Sinne setzt sich ein Länderrating dabei aus den ökonomischen Kriterien Rentabilität, Liquidität und Risiko zusammen. Zum einen werden quantitative Faktoren betrachtet. Hierbei handelt es sich um „harte“ volkswirtschaftliche Daten, wie Wachstumszahlen, Inflationsraten, Leistungsbilanzdaten und Daten zur öffentlichen Verschuldung.

Ablauf des Ratingprozesses



Quelle: Helaba Research & Advisory

Hinzu kommen die sogenannten qualitativen Faktoren. Hierbei werden beispielsweise die (sozial-)politische Stabilität, das außenpolitische Standing sowie fiskalische Aspekte und wirtschaftliche Rahmenbedingungen eines Staates evaluiert. Auch marktgehandelte Risikoprämien wie CDS-Spreads können in die Bonitätsbewertung einfließen, spiegeln sie doch ebenfalls Ausfallwahrscheinlichkeiten wider.

In den qualitativen Faktoren finden sich auch Aspekte, die dem Thema Nachhaltigkeit zugeordnet werden können. Wird ein Land beispielsweise häufig von Naturkatastrophen heimgesucht, führt dies in der Regel zu massiven wirtschaftlichen und auch gesellschaftlichen Einschränkungen – was eine Abstufung in den qualitativen Kriterien nach sich zieht.

Nachhaltigkeit ist mehrdimensional

Gleichwohl wäre es zu kurz gedacht, das komplexe Gefüge Nachhaltigkeit ausschließlich mit Umweltthemen gleichzusetzen. Zwar stammt der Begriff ursprünglich aus der Forstwirtschaft. Dort erwuchs vor mehr als 300 Jahren der Anspruch, nur so viel Holz zu schlagen, wie durch Aufforstung wieder nachwachsen könne – also der verantwortungsbewusste Umgang mit den vorhandenen Ressourcen.

Spätestens seit dem UN-Nachhaltigkeitsgipfel im Jahr 2015 hat sich jedoch eine dreidimensionale Definition des Begriffs etabliert. Damals verständigten sich die UN-Mitgliedstaaten auf die 17 Sustainable Development Goals

(SDG) aus den Themenbereichen Umwelt (**Environment**), Gesellschaft (**Social**) und Wirtschaft (**Governance**, im Sinne von verantwortungsbewusster Unternehmens- oder Staatsführung). Zu diesen Zielen, die bis zum Jahr 2030 erreicht werden sollen, gehören die Bekämpfung von Armut und Ungleichheit ebenso wie Infrastrukturförderung oder Klimaschutz. Mit der Aufnahme der drei Dimensionen in die Abschlusscharta des UN-Gipfels wird deutlich: Was früher als Thema für Idealisten und Weltverbesserer galt und oftmals belächelt wurde, ist heute auf höchster Ebene in seiner Brisanz erkannt und an der Spitze der politischen Agenda angekommen.

Quelle: Helaba Research & Advisory

Viele Konzerne haben Nachhaltigkeit daher inzwischen als Chance aufgegriffen und in ihre Unternehmensziele integriert; Ratingagenturen erstellen ihre Bonitätsanalysen zunehmend unter Beachtung von ESG-Kriterien. Auch Länder können auf dieser Grundlage bewertet werden, um Investoren zusätzliche Einblicke in die Stärken und Schwächen sowie Chancen und Risiken eines Landes zu gewähren.

Die Einbeziehung von Nachhaltigkeitsaspekten kann die klassische ökonomische Risikobeurteilung sinnvoll um die Ebenen Umwelt, Gesellschaft und Staatsführung ergänzen. Damit wird ein alternativer und umfassender Blick auf die grundlegenden Faktoren ermöglicht, die den zukunftsfähigen Wandel und die langfristige Stabilität einer Volkswirtschaft vorantreiben. Im Folgenden geben wir einen Überblick über die drei ESG-Säulen und ihre Relevanz für das Länderrating.

E – Environment

Der Umweltaspekt wird wohl am ehesten mit dem Begriff Nachhaltigkeit in Verbindung gebracht. Neben klassischen Themen wie Ressourcenknappheit oder Luftverschmutzung sind auch die Auswirkungen des Klimawandels, (Ab-)Wasser- und Entsorgungsmanagement oder der Einsatz erneuerbarer Energien relevant. Ein intaktes und vielfältiges natürliches Umfeld trägt zum Wohlbefinden und der Gesundheit der Bevölkerung bei und bewahrt so die Wirtschaftsgrundlagen.

Üppige natürliche Ressourcen helfen, die wirtschaftliche Entwicklung eines Landes zu unterstützen, Exporterträge und Staatseinnahmen zu erzielen und tragen damit zum Wachstum bei. Exzessive Ressourcenausbeutung kann hingegen zu Umweltschäden, schrumpfender Biodiversität und der Verringerung natürlicher Lebensräume führen.

Die Analyse umweltbezogener Risikokriterien ist wichtig, um Rückschlüsse auf Auswirkungen und mögliche Beeinträchtigungen für die Wirtschaft zu ziehen. Denn neben humanitären Schicksalen sind auch die ökonomischen Folgen oft verheerend. Länder, die dem Klimawandel in seinen verschiedensten Ausprägungen ausgesetzt sind, erfahren teils gravierende Schädigungen ihrer Infrastruktur oder der Produktion von Waren und Dienstleistungen. Wachstumseinbrüche, hohe Inflation und Probleme bei der Bedienung von Schulden können die Folge sein.

Staaten, die massiven Raubbau an natürlichen Ressourcen betreiben oder verstärkt auf fossile Brennstoffe setzen, sind ebenfalls unter dem Environment-Aspekt zu bewerten – können sie doch bei der Umsetzung der SDGs sowie anderer Vorgaben und Richtlinien vor regulatorische, strukturelle und finanzielle Herausforderungen gestellt werden. Dies muss in der Bonitätsanalyse berücksichtigt werden.

S – Social

Der soziale Teilbereich der Nachhaltigkeit ist ein ebenso breit gestreutes und komplexes Feld. Die staatliche Verantwortlichkeit auf diesem Gebiet liegt unter anderem in der Bereitstellung eines funktionierenden und erschwinglichen Bildungs- und Gesundheitssystems, der Bekämpfung von Armut und anderen sozialen Disparitäten, der Wahrung von gesellschaftlichem Frieden und Sicherheit, der Einhaltung zentraler Menschen- und Arbeits-

rechte oder auch der Bewältigung des demografischen Wandels (Generationengerechtigkeit). Die soziale Komponente der ESG-Kriterien zielt damit maßgeblich auf die Förderung und den Erhalt des sogenannten Humankapitals ab. Gesundheit, Bildung und Chancengleichheit sind das Rückgrat für künftiges Wachstum, Innovationen und Wettbewerbsfähigkeit – und damit für den allgemeinen Wohlstand einer Nation.

Soziale Ungleichheit mündet oftmals in Gewalt oder illegale Aktivitäten (z.B. Kinderarbeit, Umweltverschmutzung, ökologischer Raubbau); Gesellschaftliche Konflikte können zudem erhebliche wirtschaftliche und soziale Kosten nach sich ziehen, die staatlichen Institutionen schwächen und das Investorenvertrauen beeinträchtigen.

G – Governance

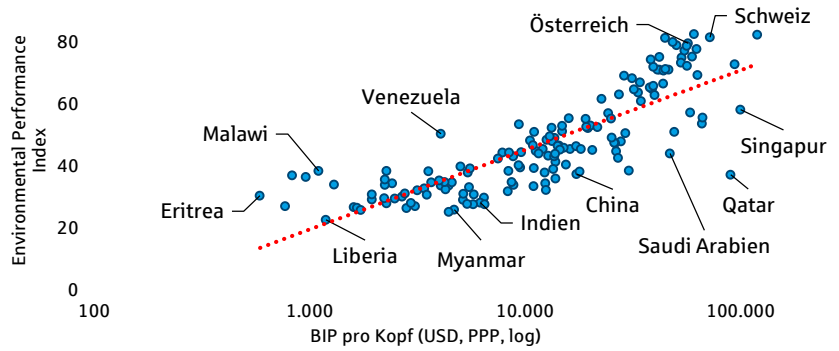
Eine verantwortungsvolle Staatsführung und politische Stabilität, die Wahrung der Menschenrechte, rechtsstaatliche Sicherheit sowie funktionierende und zuverlässige Institutionen sind bedeutende Teilaspekte der dritten ESG-Säule. Sie legen den Grundstein für die wirtschaftliche Entwicklung und damit das Wirtschaftswachstum eines Landes. Unternehmen, Privatpersonen, Finanzmärkte, Investoren – also das gesamte Wirtschaftssystem – sind ständig von politischen Entscheidungen betroffen: Steuergesetzgebung, Haushalts- und Geldpolitik, Finanzmarktkontrollen, Arbeitsrecht, Außenhandel oder auch Umweltgesetze sind nur einige Beispiele hierfür.

Eine gute Governance erhöht erheblich das Vertrauen von Kapitalgebern und wirkt sich daher positiv auf das Geschäfts- und Investitionsklima aus. Auch die Bekämpfung von Korruption ist eine wichtige Facette. Es liegt auf der Hand, dass die erfolgreiche Umsetzung umwelt- und gesellschaftspolitischer Standards nur mit der entsprechenden Bereitschaft und Selbstverpflichtung von staatlicher Seite sowie einem funktionierenden Institutionengerüst gelingen kann. Eine stabile Governance-Säule ist somit die Voraussetzung, die Herausforderungen angehen zu können, die die beiden anderen Säulen mit sich bringen.

Am Beispiel der ökologischen Säule untermalt dies der Blick auf den Environmental Performance Index (EPI)[1]. Dieser wurde von der Universität Yale entwickelt und fokussiert auf den ökologischen Aspekt der Nachhaltigkeit. Der EPI setzt sich aus 32 Indikatoren der Bereiche Ökosystem- und Umweltgesundheit zusammen, mit dem Anspruch, die umweltpolitischen Bestrebungen von insgesamt 180 Ländern zu quantifizieren. Auffällig – und gleichzeitig wenig verwunderlich – ist, dass der Erfolg dieser Bestrebungen klar positiv mit dem Wohlstandsniveau eines Landes und einer starken Governance verknüpft ist.

Unter den Top 30 im EPI-Ranking finden sich ausschließlich demokratische Staaten, die nach Definition der Weltbank in die „High Income"-Kategorie fallen – also Länder, die sich entsprechende Investitionen und Programme tatsächlich „leisten" können und wollen. Die Schlusslichter, zu denen Länder wie Liberia, Afghanistan oder Myanmar gehören, sind nicht nur wirtschaftlich schwach, sondern vor allem auch von unzulänglichen Governance-Strukturen und daraus resultierenden sozialen Problemen geprägt.

Wohlstand und Demokratie als Basis für nachhaltige Entwicklung



Quellen: EIU, Yale University, Helaba Research & Advisory

Die nebenstehende Grafik zeigt die klar positive Korrelation zwischen dem Pro-Kopf-BIP und dem EPI-Ergebnis, auch wenn einige Länder durchaus besser oder schlechter abschneiden, als es ihre Wirtschaftskraft vermuten ließe. Als Grundpfeiler jeglicher Nachhaltigkeitsbestrebungen sollte unseres Erachtens der Aspekt der Governance bei der Einbeziehung von ESG-Kriterien in Länderratings das größte Gewicht einnehmen.

[1] https://epi.yale.edu/

Auswirkungen der ESG-Kriterien auf die Bonitätsbewertung

Wie eingangs erwähnt, finden bereits zahlreiche ESG-Aspekte über die qualitative Analyse Einzug in die klassische Bonitätsbewertung. Dennoch kann die Implementierung weiterer Nachhaltigkeitskriterien sinnvoll sein, um einen realistischeren und zukunftsgerichteten Blick auf die Kreditwürdigkeit von Staaten zu ermöglichen. Wenn allerdings entsprechende Nachhaltigkeitsrankings größtenteils die ohnehin bestehende Rangordnung der Bonitätseinstufung widerspiegeln, stellt sich die Frage, ob es unter diesen Voraussetzungen überhaupt notwendig ist, ESG-Kriterien in die Beurteilung der Kreditwürdigkeit einzubeziehen.

Werden ärmere Staaten hierdurch möglicherweise zusätzlich abgestraft, da ihnen für Investitionen und Reformen im ökologischen und gesellschaftlichen Bereich schlicht die entsprechenden Ressourcen oder Institutionen fehlen? Dies muss nicht zwangsläufig der Fall sein. So können sich auf der einen Seite kleine, wirtschaftlich eher schwache Staaten, die bereits in Eigeninitiative oder mit Hilfe von bi- und multilateralen Kooperationen ESG-Kriterien vor allem in umweltpolitischer Hinsicht umgesetzt haben, im Vergleich zu regulären Ratings sogar deutlich verbessern – eine Hochstufung, die sie in der klassischen Bonitätsanalyse vermutlich nicht erreichen könnten. Auf der anderen Seite gibt es wirtschaftlich starke Industriestaaten, die teilweise eine katastrophale ökologische Bilanz haben und daher im Rating abgestraft werden.

Dies zeigt auch der Global Sustainable Competitiveness Index (GSCI)[2] des schweizerisch-koreanischen Think-Tanks SolAbility. Der seit 2012 veröffentlichte Index ermittelt für 180 Länder anhand der wichtigsten ESG-Aspekte eine nachhaltigkeitsbasierte Wettbewerbsfähigkeit. Während die 20 vorderen Ränge ebenfalls von nordeuropäischen Staaten dominiert werden, landen die USA wegen schwacher Ressourceneffizienz und aufgrund von Defiziten im sozialen Bereich lediglich auf Platz 32.

In einem Ratingschema, welches an die im GSCI verwendeten Nachhaltigkeitskriterien angepasst ist, erhielten die Vereinigten Staaten statt der Spitzenbewertung AAA (Mittelwert der drei großen Ratingagenturen S&P, Moody's und Fitch) daher nur die Note AA-. Anders beispielsweise das südostasiatische Laos, das nach klassischer Bonitätsbewertung im Durchschnitt bei CCC+ liegt und damit als hochspekulative Anlage gilt. Das Land muss sich zu entsprechend hohen Kapitalkosten am Markt finanzieren. Der GSCI attestiert dem Schwellenland jedoch eine besondere Stärke und Potenzial im Bereich des „natürlichen Kapitals" sowie der ökologischen Ressourcen. Das um die ESG-Faktoren adjustierte Rating würde sich hier um ganze 4 Notches auf die Note B+ verbessern.

Ausgewählte Länder im Ratingvergleich

Land	Ratingnote*	GSCI-adjustiertes Rating**	Differenz
Costa Rica	B	BBB-	+5
Laos	CCC+	B+	+4
Fidschi	B+	BB+	+3
Kenia	B	BB	+3
Portugal	BBB	A-	+2
Seychellen	B+	BB-	+1
Slowakei	A	A	0
China	A+	A	-1
Deutschland	AAA	AA+	-1
Indien	BBB-	BB	-2
USA	AAA	AA-	-3
Saudi Arabien	A+	BBB	-4
Qatar	AA-	BBB-	-6

*Mittelwert Fitch, Moody's und S&P **Mittelwert Ratingnote und GSCI-Index
Quellen: SolAbility GSCI report 2021, Helaba Research & Advisory

Nebenstehende Tabelle gibt einen kleinen Überblick über die Auswirkungen von GSCI-Anpassungen auf ausgewählte Länder mit unterschiedlichen Ratingprofilen. Auffällig dabei ist, dass Staaten, deren Wohlstand maßgeblich auf der Förderung nicht erneuerbarer, fossiler Energien fußt – vor allem die ölreichen Nationen im Nahen Osten – nach einer ESG-Adjustierung wesentlich höhere Finanzierungskosten aufbringen müssten.

Hier zeigt sich auch, warum ESG-Ratings ein zukunftsgerichtetes Bild widerspiegeln: Wachstum und Wohlstand, welche auf der massiven Ausbeutung endlicher Ressourcen beruhen, sind ebenfalls endlich und werden sich mit fortschreitendem Ressourcenschwund verringern, sofern Erträge und Wohlstand nicht rechtzeitig zu Gunsten einer nachhaltigen Wachstumsstrategie auf Basis der ESG-Säulen investiert werden.

[2] https://solability.com/the-global-sustainable-competitiveness-index/the-index

ESG-Indizes für Länder: Eine anspruchsvolle Analyse

Der GSCI-Index repräsentiert nur einen von vielen Ansätzen, Nachhaltigkeit auf Länderebene zu quantifizieren. Aus zahlreichen Subkomponenten, die oftmals nicht explizit messbare Kriterien umfassen, soll im Idealfall ein umfassendes Abbild der Nachhaltigkeitsfortschritte und -bestrebungen entstehen. Derartige Indizes enthalten aber stets auch subjektive Elemente und es gibt keine allgemeingültige Formel oder Deutungshoheit.

Zudem ist die Definition von Nachhaltigkeit und ESG-Standards ein dynamischer Prozess: Im zeitlichen Verlauf haben sich gesellschaftliche und politische Ansprüche sowie Anforderungen immer weiterentwickelt – und werden es auch künftig tun. Hierbei spielen neue wissenschaftliche Erkenntnisse ebenso eine Rolle wie veränderte gesellschaftliche Werte und Normen.

Die Inklusion von ESG-Standards in Länderratings gestaltet sich entsprechend anspruchsvoll und setzt eine durchdachte Datenerhebung und Methodologie voraus, auch um die Vergleichbarkeit zwischen Ländern herzustellen. Das Thema Nachhaltigkeit gewinnt jedoch stetig an Relevanz und ist für eine wachsende Zahl von Anlegern inzwischen sogar ausschlaggebend geworden. Staaten und Regierungen können also durchaus davon profitieren, indem sie den Fokus auf die Verbesserung ihrer ESG-Performance legen. Für Investoren bietet die zunehmende Verfügbarkeit von ESG-Länderratings die Möglichkeit, Anlageentscheidungen auf ein realistischeres – und nachhaltigeres – Bonitätsprofil zu stützen.

Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:

https://news.helaba.de/research/

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:
Dr. Stefan Mitropoulos

Verantwortlich:
Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirtin /
Head of Research & Advisory

Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Tel. 069/91 32-20 24
Internet: **http://www.helaba.de**

Disclaimer

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.