

TVG Country Rating

Erklärung von Länderrisiken durch nicht-finanzielle Faktoren

Die jüngste Staatsschuldenkrise in Europa und auch die Unsicherheit über die langfristige Bonität vermeintlich sicherer Schuldner wie Japan oder die USA haben eindrucksvoll gezeigt, dass es eine risikolose Anlage nicht gibt. Pensionsfonds, Banken, Versicherungen und andere institutionelle Investoren, die Staatsanleihen in ihren Portfolios halten, sollten daher über Methoden verfügen, durch die sie mögliche Risiken frühzeitig erkennen und ihre Anlagestrategie dementsprechend anpassen können.

Eine neue Möglichkeit zur Früherkennung von Länderrisiken stellen neben klassischen Finanzkennzahlen nicht-finanzielle Indikatoren dar. Wie die folgende Analyse zeigt, bieten diese Leistungsindikatoren aussagekräftige Mehrinformationen über die Zukunftsfähigkeit eines Landes und sind somit optimal geeignet, die Kreditratings traditioneller Ratingagenturen zu ergänzen. Die nicht-finanziellen Indikatoren stammen insbesondere aus den Bereichen Wettbewerbsfähigkeit und Forschung, aber auch aus klassisch nachhaltigen Bereichen wie Umwelt, Soziales oder Governance.

Die Kennzahlen vermitteln einen detaillierten Einblick in Stärken und Schwächen einzelner Länder und Regionen und geben spezifische Prognosen über deren zukünftige Entwicklung. Staaten, die frühzeitig etwa in Bildung und Forschung investieren, demonstrieren so beispielsweise beim Indikator Innovation, dass sie bereit sind, gegenwärtig höhere Kosten einzugehen, um dafür langfristige Vorteile für ihr Land und ihre Bevölkerung zu erreichen. Mit einer hohen Lebensqualität für die Bevölkerung, effizienten Institutionen und einer exzellenten Infrastruktur sorgen sie dafür, dass ihr Land für hochqualifizierte Zuwanderer, Unternehmen und Investoren attraktiv wird und dass die internationale Wettbewerbsfähigkeit dauerhaft garantiert ist. Gerade weil diese Faktoren von institutionellen Anlegern häufig noch vernachlässigt werden, kann durch ihre Berücksichtigung ein verbessertes Risiko/Rendite-Verhältnis erzielt werden.

Evaluation der Prognosekraft nicht-finanzieller Faktoren

Um die Vorhersagewirkung der nicht-finanziellen Indikatoren auf das Länderrisiko zu überprüfen, wurde als Zielvariable die Differenz des CDS-Spreads zwischen zwei Jahren für die einjährige Staatsanleihe des Landes, im Verhältnis zur durchschnittlichen Differenz aller betrachteten Staaten im Zeitraum, gewählt. Somit wird überprüft, ob der Nachhaltigkeitsfaktor Informationen über das künftige Länderrisiko enthält, die zu dem Zeitpunkt ihrer Publikation noch nicht von den Finanzmärkten berücksichtigt wurden. Mittels OLS-Regressionen wurde für ein Set von mehr als 500 Indikatoren getestet, ob ein signifikant negativer Zusammenhang zwischen den Faktoren und der Entwicklung des Spreads nachgewiesen werden kann.

Die Regressionsgleichung zur Überprüfung der Vorhersagekraft der einzelnen nicht-finanziellen Faktoren lautet:

$$[\log(\text{Spread}_{j,t+1}) - \log(\text{Spread}_{j,t})] / [\sum_j \log(\text{Spread}_{j,t+1}) - \log(\text{Spread}_{j,t})] = \text{const} + \sum_i \beta_i * \text{Faktor}_{i,j,t} + \varepsilon_{j,t}$$

– wobei i den Laufindex für die nicht-finanziellen Faktoren, j den der einzelnen Länder und t den der betrachteten Jahre bezeichnet.

Die Analyse der Ergebnisse zeigt den starken **Mehrwert einer Kombination von klassischen sowie nicht-finanziellen Faktoren**. Die Hypothese eines signifikanten Zusammenhangs konnte für eine Vielzahl an Faktoren bestätigt werden, was bedeutet, dass die um außerfinanzielle Faktoren erweiterten Länderbewertungen dem Investor wertvolle Informationen zu den Ausfallrisiken von Staatsanleihen liefern können, die noch nicht ausreichend in den CDS eingepreist wurden. Unten wird beispielhaft der statistische Zusammenhang zwischen dem Klimascore und der ersten Differenz im logarithmierten CDS-Spread für die 40 Länder des Research-Universums im betrachteten Zeitraum gezeigt. Länder, die sich mehr um die Bekämpfung des Klimawandels bemühen, können so ihr Kreditausfallrisiko stärker senken als weniger engagierte Länder.

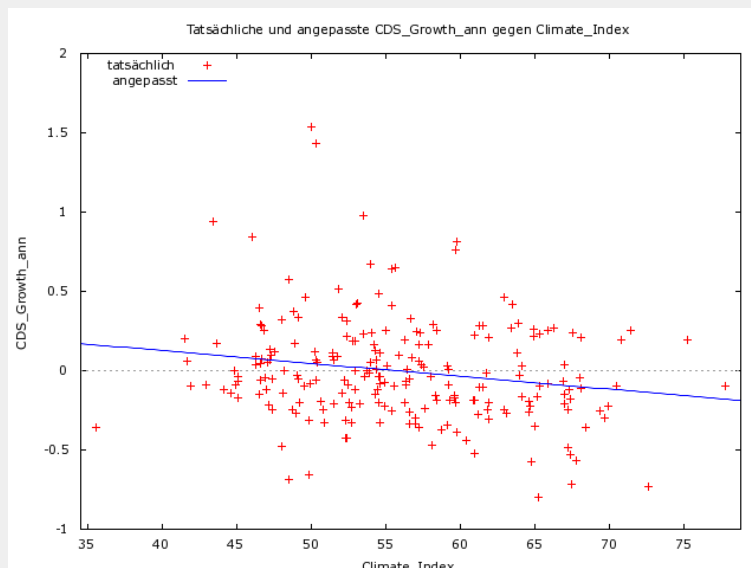


Abb. 1: Scatterplot mit erster Differenz im Klimascore und CDS-Spread

Erstellung des TVG Country Rating

Zur Ermittlung eines Länderratings wurden zunächst die durch die Regression ermittelten signifikanten Prognoseindikatoren ausgewählt und entsprechend ihrem Inhalt eingruppiert. Die gewählten nicht-finanziellen Faktoren lassen sich in folgende vier Hauptindikatoren unterteilen: Umwelt und Klima, Bildung, Gesundheit und Soziales, Wettbewerbsfähigkeit sowie Governance und internationale Kooperation.

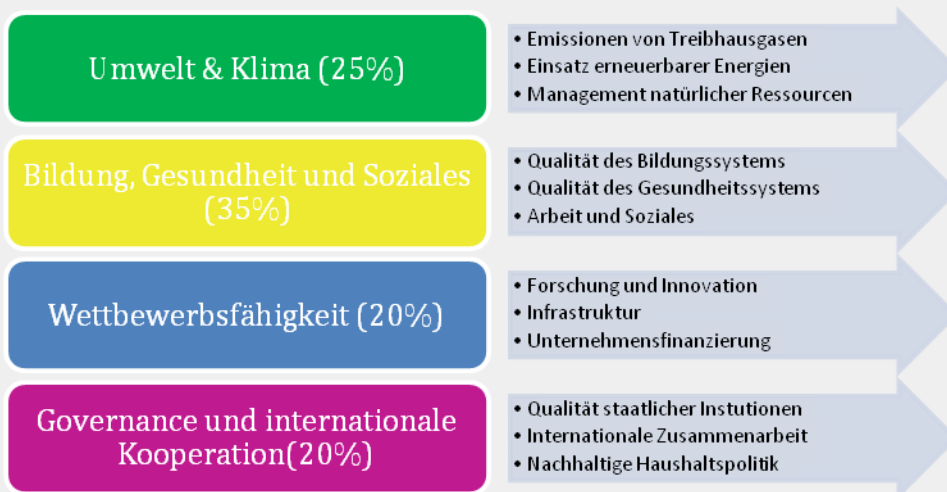


Abb. 2: Aufschlüsselung und relative Gewichtung der Faktoren

Im Bereich **Umwelt und Klima** spielen vor allem der Umgang mit dem Klimawandel und der Emission von Treibhausgasen eine wichtige Rolle, aber auch die Vermeidung von Luft- und Wasserverschmutzung und der Umgang mit den natürlichen Ressourcen des Landes. Für den Bereich **Bildung, Gesundheit und Soziales** werden so unterschiedliche Parameter wie die Qualität des Bildungssystems, die durchschnittliche Lebenserwartung Neugeborener oder die generelle Lebensqualität betrachtet. Im Bereich **Wettbewerbsfähigkeit** wird berücksichtigt, in welchem Umfang Unternehmen Zugang zu qualifizierten Mitarbeitern, Finanzierung oder technischen Innovationen haben. Der Faktor **Governance und Internationale Kooperation** spiegelt die Qualität staatlicher Institutionen, die Nachhaltigkeit seiner Haushaltspolitik sowie die Einbindung des Landes in internationalen Organisationen und Abkommen wieder.



Für die Raterstellung wurden die 40 größten Volkswirtschaften der Welt über die vergangenen sieben Jahre in über 250 verschiedenen nicht-finanziellen Faktoren betrachtet. Über die Auswahl und die Gewichtung der Faktoren wurde mit Hilfe ihrer statistischen Signifikanz in der Vorhersage der Spreadentwicklung entschieden. Die Indikatoren wurden anhand einer numerischen Skala von 0 (sehr schlecht) bis 10 (sehr gut) eingeteilt und in einem nächsten Schritt in das bekannte Kreditratingformat transformiert. Das Ergebnis der Studie wurde in dem **TVG Country Rating** zusammengefasst, das von der Note AAA für Länder mit einem sehr niedrigen Risiko bis hin zu C für Länder mit einem sehr hohen Risiko in Bezug auf die Rückzahlung ihrer Anleihen reicht. Im Jahresrating für 2013 hat jedoch keines der betrachteten 40 Länder die Note C erhalten.

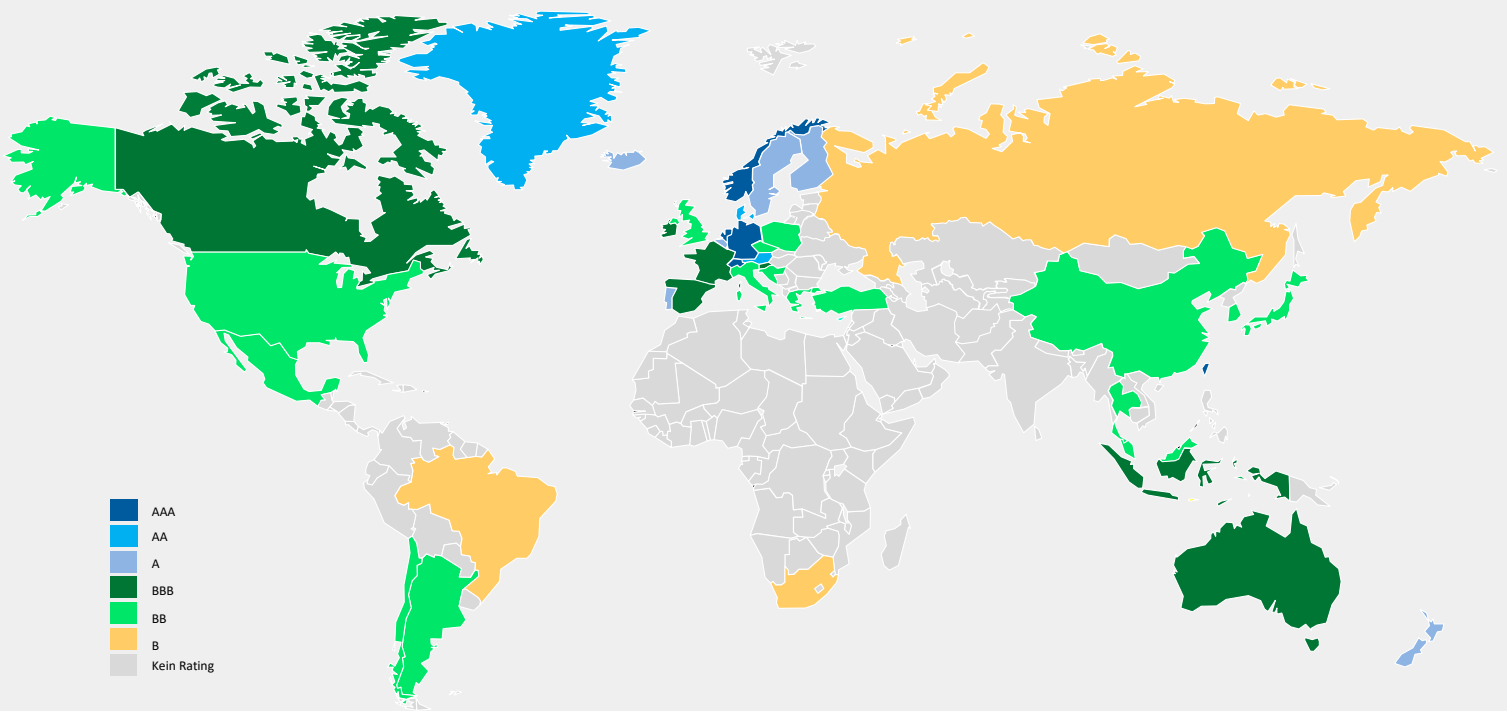


Abb. 3: Weltkarte mit Ratingergebnissen

Das Ergebnis des **TVG Country Rating** spiegelt die erwartete positive oder negative Veränderung in der Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls wider. Das vorliegende Rating eignet sich somit in Kombination mit einem klassischen Länderrating optimal zur Ermittlung des tatsächlichen Länderrisikos.

Rank	Country	2014	2013	2012	2011	2010
1	Schweiz	AAA	AAA	AAA	AAA	AA
2	Island	AAA	A	A	A	BBB
3	Dänemark	AAA	AA-	A	A	BBB
4	Norwegen	AAA-	AA	A	A	BBB
5	Deutschland	AA	AA	AAA	AA	A
6	Niederlande	AA	AA	AA	A	BBB
7	Singapur	AA	A+	AA	A	BBB+
8	Schweden	AA	AA	AA	AA	A-
9	Neuseeland	AA	AA	AA-	AA	A
10	Irland	AA	A+	A	A-	BBB-
11	Tschechien	AA	A	A-	A-	BB
12	Hong Kong	AA-	A	BBB	BBB	BB
13	Belgien	A	A	A	BBB+	BBB
14	Kanada	A	A	A	BBB+	BB+
15	Österreich	A	A	AA-	A+	BBB
16	Finnland	A	A	A	A+	BBB
17	Japan	A	A	BBB+	BBB	BBB
18	UK	A	A	BBB	BBB	BB
19	Slowenien	A	BBB	BBB	BBB	BB
20	Australien	A-	BBB	A	BBB+	BBB
21	Frankreich	A-	BBB	BBB	BBB-	BB
22	USA	BBB+	BBB	BBB-	BB	BB-
23	Portugal	BBB	BBB	BBB	BBB	B
24	Spanien	BBB	BBB	BBB	BBB	BB
25	Italien	BBB	BBB	BBB	BBB	B
26	Malaysia	BBB	BBB	BBB	BB+	BBB-
27	Polen	BBB	BB+	BB+	BBB	B
28	Indonesien	BBB	BBB	BBB	BB	BB
29	China	BBB	BB	BB	BB	BB
30	Mexiko	BBB	BBB	BBB	BBB+	BBB-
31	Zypern	BBB	BB+	BB	B+	B-
32	Südkorea	BBB-	BBB	BB+	BBB	BBB
33	Chile	BB+	BB	BB+	BBB	BB
34	Thailand	BB+	BB	BB	BB	BB+
35	Südafrika	BB	BB	BB	BB	B
36	Griechenland	BB	BB	BB	BB-	B
37	Kroatien	BB	BB	BB	BB	B
38	Argentinien	BB	BB	BB-	B	BB
39	Türkei	BB	BB	BB	BB+	B
40	Russland	BB	B	BB	BB	B
41	Brasilien	B	B	B+	BB	BB

Abb. 4: Die Länderratings im Vierjahresvergleich

Neben der Einschätzung der Kreditratingagenturen zur Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls bietet das **TVG Country Rating** Informationen, die in einem rein auf finanzwirtschaftlichen und volkswirtschaftlichen Faktoren basierten Rating nicht enthalten sind. So sind etwa in den USA und in Frankreich in den Bereichen Soziales und Governance seit Jahren erhebliche Defizite festzustellen. In beiden Ländern kann die Haushaltspolitik der Regierung nicht als besonders nachhaltig bezeichnet werden, und ein zu großer Teil des staatlichen Budgets fließt in militärische Aufrüstung, während das marode Bildungssystem die langfristige Wettbewerbsfähigkeit der Länder gefährdet. In Südkorea belastet ein starker Rückgang in der Qualität der Infrastruktur und des Bildungssystems das Rating, neben einer geringen Einbindung von Frauen in Entscheidungsprozessen, einer hohen Militarisierung und einer langjährigen wirtschaftlichen Abschottungspolitik.

Bestes Land ist wie auch im letzten Jahr die Schweiz, die in Sachen Wettbewerbsfähigkeit mit weitem Abstand führend ist und auch in allen anderen Bereichen weltweit zu den Besten zählt. Deutschland landet unter den beobachteten Ländern auf Platz vier. Es glänzt vor allem in den Bereichen Innovation, Gesundheits- und Bildungspolitik. Verbesserungsbedarf besteht in der Klimapolitik, und in der Entwicklung der Infrastruktur sind gar besorgniserregende Defizite auszumachen.

EU-Neuzugang Kroatien macht zwar sehr lobenswerte Fortschritte im Bereich Bildung und Gesundheit, jedoch sind in Sachen Innovation und Wettbewerbsfähigkeit noch erhebliche Defizite festzustellen, und auch die Budgetpolitik des Staates bietet Grund zur Sorge. Schlechtestes EU-Land im Rating ist Zypern, das auf dem drittletzten Platz landete, im Jahr 2011 mit einem C-Rating aber noch den letzten Platz unter allen 40 Ländern belegte.

Den letzten Platz beim **TVG Country Rating** nimmt Brasilien ein, hinter Russland, Zypern und Südafrika, die jeweils die Note B erhalten. Trotz der bevorstehenden Fußballweltmeisterschaft bietet das Land eine unzureichende Infrastruktur und eine wenig überzeugende Klimapolitik. Frauen werden in dem Land noch sehr wenig in politische Entscheidungsprozesse miteinbezogen und auch die Budgetpolitik lässt zu wünschen übrig.

Größter Gewinner des Jahres ist Frankreich, das sein Bildungs- und Gesundheitssystem sowie seine Klimaschutzpolitik gegenüber dem vergangenen Jahr stark verbessern konnte. Größter Verlierer ist Mexiko, das in allen vier Bereichen, vor allem aber in Governance und Soziales starke Verluste hinnehmen musste und damit von einem A-Rating auf die Note BB fiel. Hier schlugen vor allem eine schlechte Entwicklung des Gesundheitssystems, eine nicht nachhaltige Budgetpolitik des Staates und eine starke Militarisierung zu Buche.

Auffällig bei der Betrachtung der Ergebnisse sind die guten Platzierungen der Krisenländer Irland, Island und Portugal. Die Aufschlüsselung der Ratingergebnisse in die vier Hauptindikatoren (Abbildung 5) illustriert verdeckte Stärken abseits der rein makroökonomischen Finanzkennzahlen. Während alle drei Länder im Bereich Wettbewerbsfähigkeit durchschnittlich abschneiden, punkten Island und Portugal vor allem im Bereich Umweltpolitik. Irland sticht im direkten Vergleich durch starke Werte im Bereich Governance hervor. Island, das traditionell einen hohen Bildungsstandard hat, muss seit Jahren einen Rückgang in der Qualität seines Bildungssystems hinnehmen, während Portugal von einem für europäische Verhältnisse niedrigen Niveau aus startet und zu den Qualitätsstandards anderer EU-Länder aufschließt.

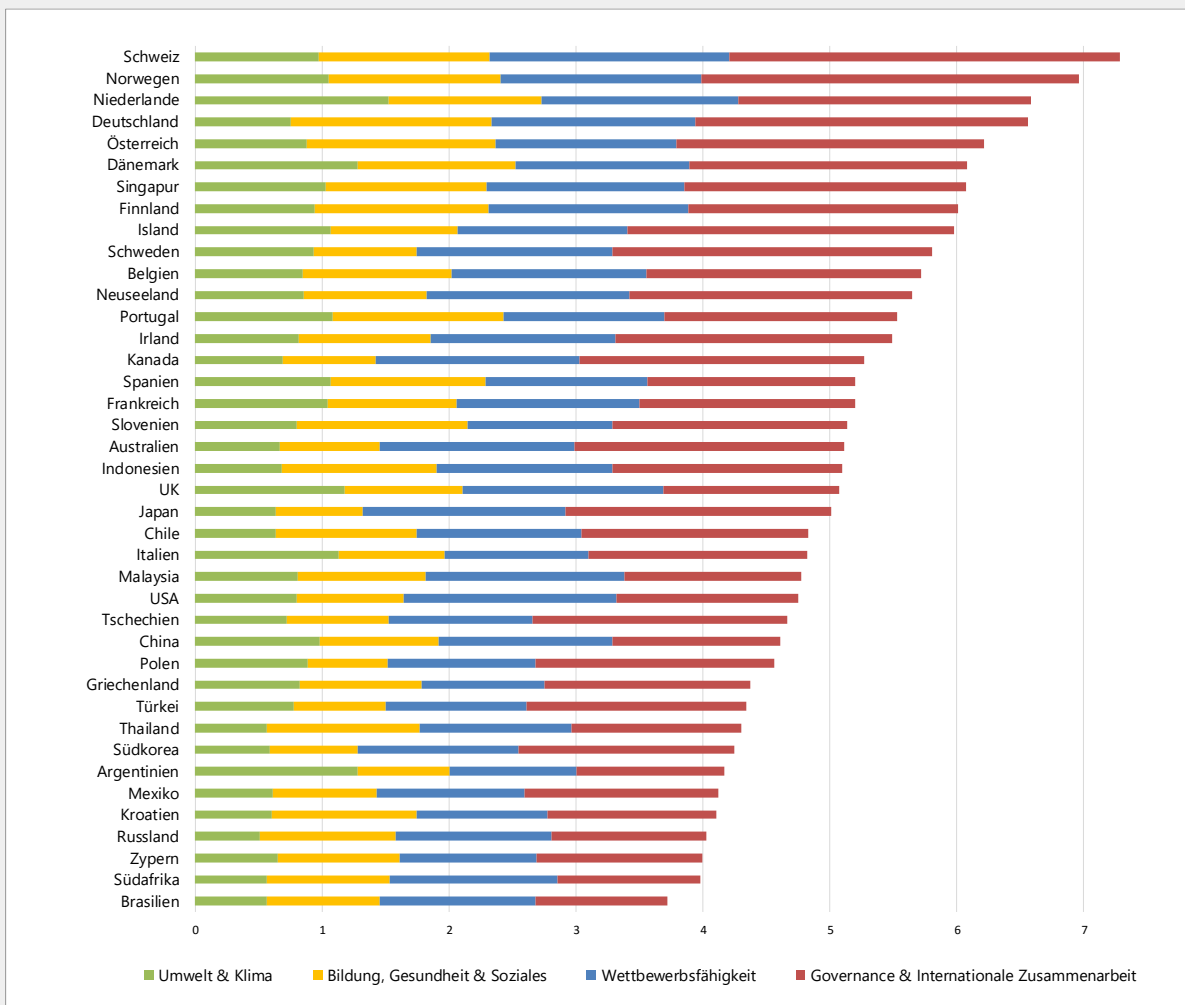


Abb. 5: Die Teilergebnisse des Ratings im Länderüberblick

Im Vergleich der Hauptindikatoren überrascht insbesondere der weltgrößte Inselstaat, Indonesien, da sich das Land im **TVG Country Rating** noch vor bedeutenden Industrieländern wie Großbritannien, den USA, Japan und Südkorea einreicht. Das starke Abschneiden ist vor allem den enormen Fortschritten geschuldet, die das Land innerhalb kürzester Zeit in den Bereichen Bildungssystem, Gesundheitssystem und Infrastruktur erzielt hat. Nachholbedarf weist das MINT-Land insbesondere bei der Umweltpolitik auf.

Mehrwert durch Kombination des TVG Country Rating mit klassischen Kreditratings

Für einen Investor hat ein Rating nur dann Relevanz, wenn es ihn auf künftige Risiken adäquat und frühzeitig hinweist. Um dies zu testen, wurde mittels OLS der statistische Zusammenhang zwischen dem aggregierten Rating von S&P, Moody's und Fitch, dem **TVG Country Rating** sowie einem Durchschnitt der beiden Länderratings mit den CDS-Spreads des jeweils nächsten Jahres ermittelt.

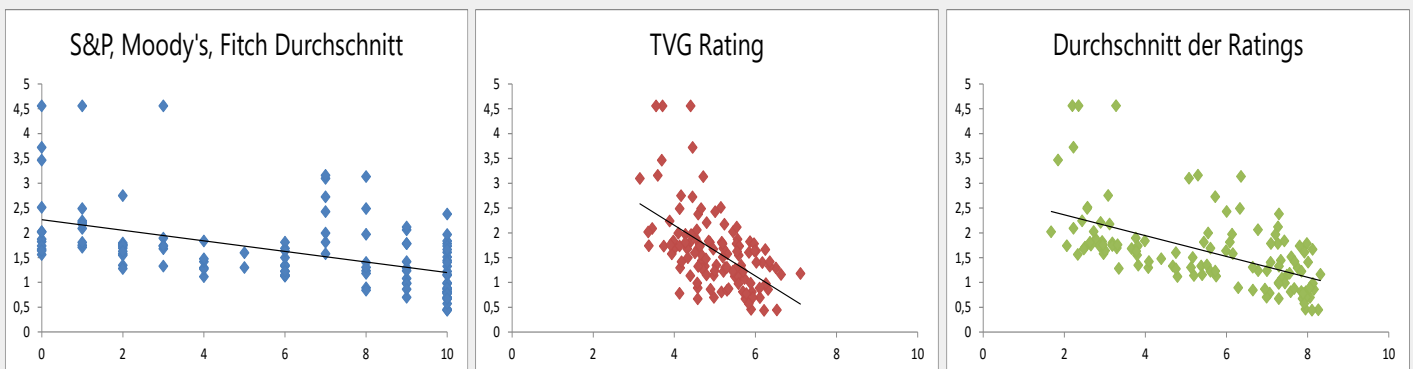


Abb. 6: Scatterplots mit Rating in t und den CDS-Spreads in $t+1$

Wie man auf den dargestellten Panels erkennen kann, existiert ein eindeutig negativer Zusammenhang zwischen den Länderratings und den CDS-Spreads des jeweils nächsten Jahres. Die Prognosequalität der einzelnen Ratings kann mit Hilfe des adjustierten Bestimmtheitsmaßes gezeigt werden. Dieses beträgt 24% bei den klassischen Länderratings, 29% beim **TVG Country Rating** und über 30% bei einem gleichgewichteten Durchschnitt aus dem extra-finanziellen Rating und dem aggregierten Kreditrating der drei klassischen Ratingagenturen.



Fazit:

Gerade in Zeiten großer ökonomischer Unsicherheiten sollte ein Investor über ein möglichst breites Spektrum von Parametern verfügen, die ihn frühzeitig vor versteckten Risiken in seinem Portfolio warnen. Das auf nicht-finanziellen Faktoren basierte **TVG Country Rating** betrachtet Indikatoren, die seitens der Kapitalanleger vielfach noch übersehen werden, obwohl sie über eine signifikante Prognosekraft für künftige Länderrisiken verfügen. Vor allem gemeinsam mit einem klassischen Länderrating kann das Portfoliorisiko stark gesenkt und ein verbessertes Risiko-Rendite-Verhältnis erzielt werden.

Kontakt:

The Value Group GmbH

Dr. Claus Dürndorfer

Amalienstraße 77 | 80799 München

Telefon: +49 (0)89 287 298-74 | Fax: +49 (0)89 287 298-79

Mail: claus.duerndorfer@thevaluegroup.de | www.thevaluegroup.de