



J. Safra Sarasin

Global View

Vorreiter bei ESG-Ratings für staatliche Emittenten
2. Quartal 2024



Sustainable Asset Management

Inhalt

Vorwort	
Wachsender Bedarf für innovative ESG-Bewertungen	3
ESG Ländermodell	
ESG-Länderratings aus einem anderen Blickwinkel	5
Zinsstrategie Schwellenländer	
ESG mit Blick auf die Schwellenländer	11
Zinsstrategie Industrieländer	
ESG-Belange hinterlassen Spuren bei Staatsanleihen aus Industrieländern	15
Diskussion	
Vorreiter bei ESG-Ratings für staatliche Emittenten: Eine Anpassung war nötig	19
Markt- und Prognoseübersicht	24

Wachsender Bedarf für innovative ESG-Bewertungen

Sehr geehrte Leserinnen und Leser

Zahlreiche empirische Untersuchungen belegen, dass ökologische, soziale und Governance-Faktoren (ESG-Faktoren) wichtige Treiber für die Wertentwicklung von Anleihen und Aktien einzelner Unternehmen darstellen. Die Berücksichtigung von ESG-Kriterien bei der Anlageauswahl auf Unternehmensebene ist etabliert und bringt mittel- bis langfristig eine überdurchschnittliche risikobereinigte Wertentwicklung mit sich. Die Betrachtung von ESG-Faktoren bei Anlageentscheidungen auf Länderebene wurde bisher jedoch weniger eingehend untersucht. Daher stellt sich die Frage, ob Anleger ESG-Kriterien bei der Beurteilung des Länderrisikos mit ins Kalkül ziehen sollten. Und was wäre die beste Methode, um ESG-Überlegungen bei Engagements in Staatsanleihen zu integrieren?

In dieser Ausgabe der Global View stellen wir einen neuen Ansatz für die Berücksichtigung von ESG-Überlegungen bei Anlagen in Staatsanleihen vor. Mit unserer Methode identifizieren wir Länder, die bei der Anwendung von ESG-Standards bereits weiter fortgeschritten und somit in Zeiten unerwarteter Schocks widerstandsfähiger sind. Dabei bereinigen wir die ESG-Bewertungen auch um das Entwicklungs- und Einkommensniveau der Länder, denn je besser die Länder in diesen Punkten abschneiden, desto höher sind in der Regel auch die dortigen ESG-Standards.

Unser Rahmenwerk bietet detaillierte zukunftsgerichtete Hinweise in Bezug auf diese einkommensadjustierten ESG-Faktoren. So können wir potenzielle Warnzeichen erkennen, die sich in den aktuellen Marktbewertungen des Länderrisikos nicht widerspiegeln, aber mittel- bis langfristig durchaus wesentliche Auswirkungen haben könnten. Dabei gilt es zu bedenken, dass ESG-Risikofaktoren von Natur aus nicht linear sind. Sie können lange Zeit im Verborgenen schwelen und erst nach plötzlichen Trigger-Ereignissen in Erscheinung treten. Dabei können sie mit enormen menschlichen und finanziellen Verlusten einhergehen, die die finanziellen Mittel des betroffenen Landes übersteigen und seine Schuldentragfähigkeit erheblich beeinträchtigen können.

Folglich überrascht es nicht, dass sich Anleger in Industrieländieranleihen zunehmend bewusst werden, welche wesentlichen Einfluss ESG-Risiken auf das Anlageergebnis haben können. Wir haben festgestellt, dass unsere ESG-Scores gut mit den Kreditrisikoprämien von Staatsanleihen korrelieren und folglich wichtige Treiber für das Bonitätsrisiko reflektieren. Dies trifft sowohl für Staatsanleihen aus bonitätsstarken Industrieländern als auch für Papiere aus Staaten mit niedrigeren Kreditratings und höheren Risikoprämien zu. Zwar können diese auch durch andere Faktoren beeinflusst werden, aber unser

ESG-Ansatz bietet ein Rahmenwerk, das Orientierung jenseits kurzfristiger Trends bietet.

Ein zentrales Ergebnis unserer Analyse ist, dass sich unsere Bewertungen für die Kriterien Governance und Soziales offenbar gut in der Risikobewertung am Markt widerspiegeln. Bei ökologischen Belangen ist dies jedoch nicht der Fall. Wir schliessen daraus, dass die Marktpreise die Umweltrisiken derzeit noch nicht angemessen reflektieren. Dies dürfte in Zukunft für Anleger in Staatsanleihen ein vorrangiges Anliegen sein.

Was die Schwellenländer betrifft, so berücksichtigen Anleger Governance-Risiken routinemässig schon jetzt bei ihren Anlageentscheidungen. Die Einbeziehung sozialer und ökologischer Risiken ist jedoch vergleichsweise neu. Ausschlaggebend für die Marktbewertung des Länderrisikos sind nach wie vor in erster Linie traditionelle Solvenzkriterien. Wir haben jedoch festgestellt, dass die ESG-Einstufungen dabei helfen können, Länder mit ähnlichen Bonitätseinstufungen gegeneinander abzugrenzen. Da die Schwellenländer vermutlich besonders stark von ESG-Risiken betroffen sein werden – insbesondere vom Klimawandel – haben ESG-Belange ein erhebliches Potenzial, Einfluss auf die Beurteilung des Kreditrisikos am Markt zu nehmen. Wir werden dieses Potenzial bei unseren Anlagen zum Wohle unserer Kunden zu nutzen.



Herzlichst Ihr

Dr. Karsten Junius, CFA
Chefökonom



Weinberge bei Jeruzalem, Slovenien

ESG-Länderratings aus einem anderen Blickwinkel

Das Länderrisiko steht wieder im Fokus. Geopolitische Spannungen und Konflikte, der Klimawandel sowie Lebensmittel- und Energiekrisen veranlassen die Anleger dazu, den Einfluss von ESG-Faktoren (Umwelt, Soziales und Governance) auf das Länderrisiko zu überdenken. Mit unserem neuen ESG-Ansatz in Bezug auf souveräne Staaten wollen wir jene Länder ermitteln, deren ESG-Performance basierend auf ihrem Entwicklungsstand und Einkommensniveau die Erwartungen übertrifft oder hinter diesen zurückbleibt. Durch die Bewertung des ESG-Profiles und der ESG-Trends eines Landes erhalten Anleger zusätzliche Einblicke in dessen langfristige finanzielle Tragfähigkeit.



Katya Wisniewski, CFA
Analystin für nachhaltige Anlagen

Die jüngsten geopolitischen Spannungen haben ESG-Erwägungen für Staatsanleiheanleger in den Mittelpunkt gerückt

Das Länderrisiko steht wieder im Fokus. Geopolitische Spannungen und Konflikte, der Klimawandel sowie Lebensmittel- und Energiekrisen veranlassen die Anleger dazu, den Einfluss von ESG-Faktoren (Umwelt, Soziales und Governance) auf das Länderrisiko zu überdenken. ESG-Daten erweisen sich zunehmend als Frühwarnsystem für finanziell wesentliche Ereignisse – seien dies eine ungenügende Rechtsstaatlichkeit, zunehmende Korruption oder fehlende Finanzierung wichtiger Infrastrukturanlagen. Trotz seiner erheblichen Grösse finden ökologische, soziale und Governance-Belange am Markt für Staatsanleihen bislang weniger Beachtung als bei anderen Anlageklassen. Dies ist zum Teil dem mangelnden Verständnis der Anleger darüber geschuldet, wie ESG-Belange bei der Analyse von Staatsanleihen berücksichtigt werden können. Gleichwohl ist die Nachfrage nach einer Integration von ESG-Faktoren in die Risikoanalyse gestiegen. Dies kommt in einer zunehmenden Zahl an Publikationen aus Wissenschaft und Praxis, die untersuchen, wie sich ESG-Faktoren auf die Bewertung von Staatsanleihen auswirken, zum Ausdruck.

ESG-Daten erweisen sich zunehmend als Frühwarnsystem für wesentliche Risiken

Warum ist die ESG-Integration bei Staatsanleihen von Belang?

Die Berücksichtigung von ESG-Faktoren bei der Analyse von Staatsanleihen bietet Anlegern ein umfassenderes Verständnis der Risiken und Chancen, die sich auf die Bonität der staatlichen Emittenten auswirken können. Eine ESG-

Länderanalyse kann Anlegern auch dabei helfen, ihre Portfolios anhand ihrer Werte und Nachhaltigkeitsziele auszurichten. Dies gilt insbesondere für Staaten, bei denen der Anteil von Anleiheemissionen, der von Anlegern zur Finanzierung der Energiewende oder für eine nachhaltige Entwicklung genutzt werden könnten, nur einen Bruchteil des Marktes für Unternehmensanleihen ausmacht. Dabei stehen auch Staatsanleihen aus den Schwellenländern im Vordergrund, bei denen thematische Emissionen weniger stark verbreitet sind als in der Europäischen Union. Mit der Bewertung der ESG-Performance eines Landes lässt sich dieses Problem lösen und feststellen, welche Länder Finanzmittel für eine nachhaltige Entwicklung benötigen und welche in der Lage oder bereits auf dem richtigen Weg sind, die damit verbundenen Ziele zu erreichen.

Thematische Anleiheemissionen 2007 – Sep. 2020



Quelle: World Bank ESG Guide 2020, Bank J. Safra Sarasin, 23.02.2024

Wie lassen sich ESG-Faktoren in die Analyse für Staatsanleihen integrieren?

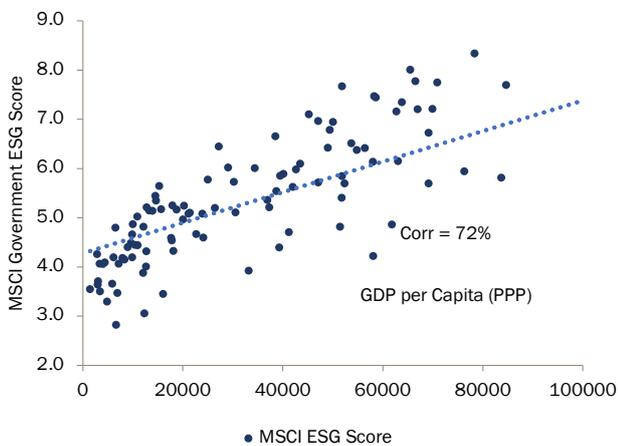
Die Berücksichtigung von ESG-Faktoren bei der Analyse von Staatsanleihen erfordert Zugang zu verlässlichen Datenquellen

ESG Ländermodell

sowie solide analytische Rahmenwerke. Neuere Studien haben gezeigt, dass verschiedene Herausforderungen bewältigt werden müssen, um die ESG-Risiken bei Staatsanleihen besser einschätzen zu können. Eines der grössten Probleme sind die „einkommensbedingten Verzerrungen“, die von Anlegern in Schwellenländern als einer der wichtigsten Punkte in Bezug auf ESG-Anlagen bei Staatsanleihen genannt werden. In einer Studie, bei der ESG-Länderbewertungen verschiedener Datenanbieter verglichen wurden, kam die Weltbank zu dem Schluss, dass diese eine starke Korrelation unter sich aufweisen und die Bewertungen zu rund 90% auf das Pro-Kopf-Einkommen eines Landes zurückzuführen sind. Anders ausgedrückt: Je reicher und weiter entwickelt ein Land ist, desto höher sein ESG-Rating. Und obschon Schwellenländer am dringendsten Anlagegelder benötigen, um ihre Ziele bis 2030 zu erreichen, vermitteln die traditionellen ESG-Länderratings kein vollständiges Bild ihres Transformationspotenzials oder der relativen ESG-Risiken.

Das Transformationspotenzial und die relativen ESG-Risiken von Schwellenländern sind in den traditionellen ESG-Bewertungen nicht vollständig berücksichtigt

Einkommensbedingte Verzerrungen bei ESG-Bewertungen

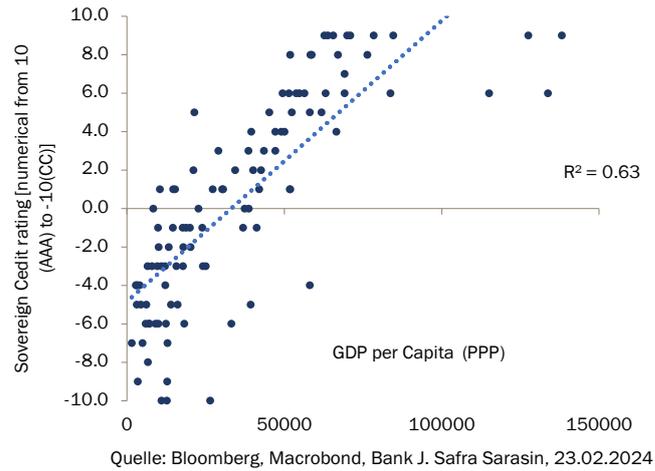


Dieses Manko ist zwar nicht überraschend, erschwert aber die Integration von ESG-Faktoren in die Analyse von Staatsanleihen. Es schränkt zudem die Anlageoptionen aus Renditesicht ein, was es nachhaltigen Anlegern erschwert, Länder bei der Erreichung ihrer Ziele zu unterstützen. Da die traditionellen Bonitätsratings ebenfalls eine hohe Korrelation zum BIP-Niveau eines Landes aufweisen, macht es für Anleger Sinn, ESG-Daten zu benutzen, welche um die Einkommenskomponente bereinigt sind. Damit lässt sich ein grösserer Mehrwert aus der ESG-Analyse ziehen.

Unser proprietäres Rahmenwerk begrenzt einkommensbedingte Verzerrungen

2002 zählte die Bank J. Safra Sarasin zu den ersten Instituten, die Nachhaltigkeitsratings für Länder erstellte. Seither haben wir unsere Methode kontinuierlich aktualisiert und systematisch weiterentwickelt.

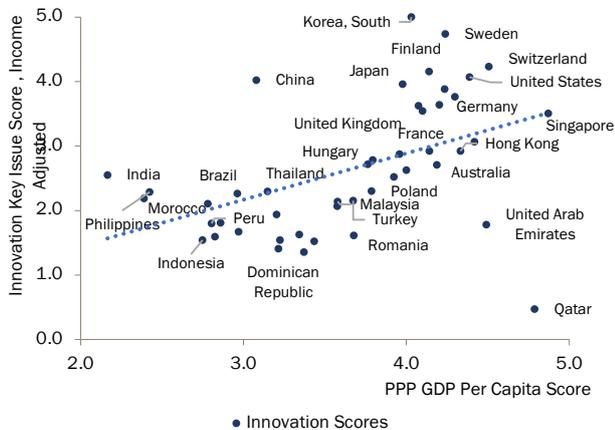
Länderratings sind stark mit dem Pro-Kopf-BIP korreliert



Das neueste Modell wurde 2023 eingeführt. Mit dem neuen ESG-Ansatz in Bezug auf souveräne Staaten wollen wir jene Länder ermitteln, deren ESG-Performance basierend auf ihrem Entwicklungsstand und Einkommensniveau die Erwartungen übertrifft oder hinter diesen zurückbleibt. Unser ESG-Rahmenwerk für Länder deckt 152 Staaten ab. Es umfasst 78 ESG-Indikatoren von angesehenen Drittanbietern und Nichtregierungsorganisationen, mit denen die Leistung der einzelnen Länder in Bezug auf ökologische, soziale und Governance-Themen bewertet wird. Das Länder-ESG-Modell korrigiert die einkommensbedingte Verzerrung wo vorhanden. So nehmen wir beispielsweise eine entsprechende Korrektur bei Indikatoren vor, die eine hohe Korrelation zum Einkommensniveau aufweisen, so etwa die Verfügbarkeit von grundlegendem Humankapital und Infrastruktur oder Innovationskapital. Die Bereinigung um einkommensbedingte Verzerrungen kann Anlegern dabei helfen, Länder zu ermitteln, die trotz ihres niedrigeren Einkommensniveaus Fortschritte in diesen Bereichen erzielen. Ein Beispiel hierfür ist die Innovationsleistung (innerhalb der Säule Governance), welche die Fähigkeit eines Landes zur Generierung von Wissen und kreativen Leistungen misst. Wenngleich das Einkommensniveau ein wichtiger Innovationstreiber zu sein scheint, stehen Länder wie China, Indien, Südkorea und die Philippinen nach Bereinigung der einkommensbedingten Verzerrungen positiv hervor.

Das ESG-Rahmenwerk der Bank J. Safra Sarasin für Länder deckt 152 Staaten ab. Es umfasst 78 ESG-Indikatoren von angesehenen Drittanbietern und Nichtregierungsorganisationen

Die Bereinigung um das Einkommen zeigt besser auf, welche Länder bei Innovationen wirklich führend sind



Quelle: Macrobond, Bank J. Safra Sarasin, 23.02.2024

Unser Rahmenwerk berücksichtigt die Ratifizierung wichtiger Abkommen

Im Zuge des neuen Rahmenwerks werden ESG-Ratings nach unten korrigiert, wenn Länder wichtige Abkommen und Konventionen zum Schutz von Umwelt und Gesellschaft nicht ratifiziert haben. Zwischen dem Verstoß gegen Normen und der fehlenden Ratifizierung internationaler Abkommen und dem Länderrisiko besteht ein komplexer Zusammenhang. Es herrscht diesbezüglich zwar kein klarer Konsens. Die Vergangenheit hat aber gezeigt, dass die Nicht-Einhaltung internationaler Normen und Abkommen eines Landes auf ein erhöhtes Länderrisiko hinweisen kann. So geht aus empirischen Untersuchungen beispielsweise hervor, dass die Einhaltung der Abkommen der Vereinten Nationen mit einer Verbesserung der Menschenrechte im Laufe der Zeit in Verbindung gebracht werden kann. Für jede Säule werden im Rahmen der Methode der Bank J. Safra Sarasin maßgebliche Abkommen, Konventionen sowie Indikatoren, die die Einhaltung internationaler Normen und Gesetze messen, untersucht. In Bezug auf die Säule Umwelt prüfen wir für jedes Land, ob dieses das Übereinkommen über die biologische Vielfalt der Vereinten Nationen, das Übereinkommen von Paris oder die Ramsar-Konvention zum Schutz

von Feuchtgebieten ratifiziert hat. Mit Blick auf die Säule Soziales wird untersucht, ob die in der Erklärung der Internationalen Arbeitsorganisation (IAO) definierten acht Kernarbeitsnormen und mehr als die Hälfte der 18 wichtigsten internationalen Menschenrechtsabkommen ratifiziert wurden. Für die Governance-Säule wird beispielsweise bewertet, ob ein Land die Bio- und Chemiewaffenkonvention oder das Ottawa-Übereinkommen über das Verbot von Antipersonenminen unterzeichnet hat. Darüber hinaus sieht das ESG-Rahmenwerk einen Ausschluss von Ländern vor, die derzeit in einen Konflikt verwickelt sind.

Das ESG-Rahmenwerk für Länder der Bank J. Safra Sarasin



Quelle: Bank J. Safra Sarasin, 23.02.2024

Wie wir die ESG-Länderratings zusammenstellen

Wie bei den meisten ESG-Bewertungen von Ländern beginnt auch unser Ratingansatz mit einer ESG-Scorecard. In einem ersten Schritt wird die relative Bewertung eines Landes im Vergleich zu anderen Staaten anhand von 78 ESG-Indikatoren ermittelt. Danach werden die Indikatoren für jedes Land in 13 Scores für Schlüsselthemen aggregiert, welche die Leistung eines Landes in Bezug auf verschiedene ökologische, soziale und Governance-Aspekte wie Umweltverträglichkeit, Klimawende, grundlegendes Humankapital und politische Stabilität ausweisen. Zwar halten wir nicht alle Indikatoren und ESG-Säulen in gleichem Masse für finanziell wesentlich. Dennoch ist es wichtig, die Fortschritte der Länder im Hinblick auf alle drei Säulen zu betrachten, um ein vollständiges Bild der bestehenden und sich abzeichnenden Risiken zu erhalten.

Governance-Belange finden schon seit längerer Zeit Einzug in die Analyse bei Staatsanleihen

Eine gute Governance wird traditionell als wichtigster ESG-Faktor für Staatsanleihen erachtet und findet auch in den Kreditratingmodellen und Bewertungen in hohem Masse

Überblick über die Architektur des ESG-Länderratings

Environmental Pillar 30%	Social Pillar 30%	Governance Pillar 40%
<p>27 indicators across 4 key issues</p> <ul style="list-style-type: none"> Environmental resilience 20% Biodiversity & ecosystems services 30% Climate transition 30% Water 20% 	<p>35 indicators across 4 key issues</p> <ul style="list-style-type: none"> Basic Human Capital 30% Knowledge Capital 20% Rights and Equality 20% Social Unrest Potential 30% 	<p>16 indicators across 5 key issues</p> <ul style="list-style-type: none"> Innovation 20% Personal Freedoms 20% Controversies 20% Political Governance 25% Political Stability 15%
E Treaties adjustment factor 0.85-1	S Treaties adjustment factor 0.85-1	G Treaties adjustment factor 0.85-1

*Key issues not corrected for income bias

Income-adjusted country ESG rating

Quelle: Bank J. Safra Sarasin, 23.02.2024

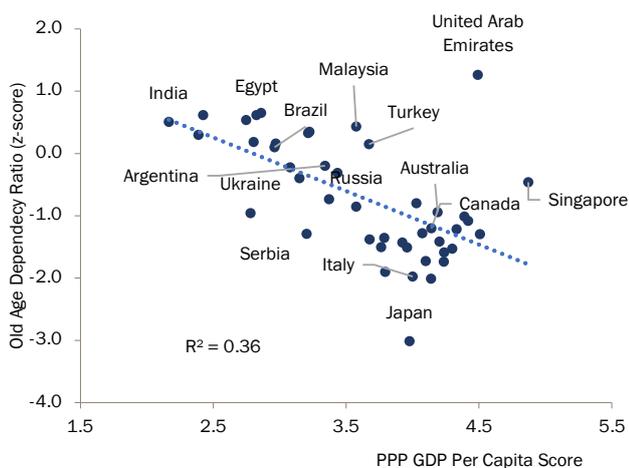
ESG Ländermodell

Berücksichtigung. Aus diesem Grund wird diese Säule im ESG-Länderrating mit 40% am stärksten gewichtet. Die Governance-Dimension misst die Effektivität und Widerstandsfähigkeit des Staates und seiner Institutionen, den Ansatz bei der Umsetzung von Gesetzen und das allgemeine geschäftliche Umfeld (einschliesslich solcher Belange wie Wettbewerb und Korruptionsbekämpfung). Im Rahmen dieser Säule werden auch das Mass an politischer Freiheit sowie die politische Stabilität eines Landes bewertet. Es bestehen zahlreiche Beispiele dafür, dass eine ungenügende Rechtsstaatlichkeit und die Aushöhlung politischer Freiheiten soziale und wirtschaftliche Probleme nach sich ziehen können, welche die Fähigkeit eines Landes, seine Schulden zu bedienen, untergraben können.

Soziale ESG-Belange werden aus finanzieller Sicht wichtiger

Im Rahmen der Säule Soziales des Länder-ESG-Modells wird die Effizienz der Länder bei der Erfüllung der grundlegenden Gesundheits-, Bildungs-, Energie- und Hygienebedürfnisse ihrer Bevölkerungen bewertet. Berücksichtigt werden ausserdem Faktoren wie die demografische Entwicklung, der Bildungsstand sowie Geschlechter- und Einkommensgleichheit. Schwache soziale Strukturen können Länder anfällig für externe Schocks machen und die Wahrscheinlichkeit umfangreicher wirtschaftlicher Auswirkungen infolge dieser Schocks erhöhen. Die Folgen der COVID-19-Pandemie sind ein Paradebeispiel dafür. Länder mit geringeren Gesundheits- und Haushaltskapazitäten wurden wirtschaftlich stärker in Mitleidenschaft gezogen, was Ratingherabstufungen nach sich gezogen hat. So hat S&P Global beispielsweise mehr als zwei Drittel seiner Länderratings während der Pandemie einer Prüfung unterzogen und einen Fünftel der Ratings herabgestuft.

Vergleich von Länderrisiken bezüglich Altersabhängigkeit



Quelle: World Bank 2022, Bank J. Safra Sarasin, 23.02.2024

Viele soziale Belange haben einen direkten Einfluss auf den fiskalischen Spielraum eines Landes

Ein gutes Beispiel für soziale Aspekte, die einen direkten Einfluss auf die langfristige Haushaltslage eines Landes haben, ist

der demografische Wandel. Die Alterung der Bevölkerung erfordert Lösungen, die aus haushaltspolitischer Sicht nachhaltig sind. Ein wichtiger Indikator im Hinblick auf die demografische Entwicklung ist das Verhältnis von Rentnern zu Erwerbstätigen (Old-age Dependency Ratio), welches die wirtschaftlichen Auswirkungen bemisst, die von älteren Menschen für die Erwerbsbevölkerung ausgehen. Diese Kennzahl dürfte sich in den meisten Ländern bis 2060 verdoppeln. Insbesondere in Ostasien und in weiten Teilen Europas scheint die demografische Entwicklung von einem kontinuierlichen Anstieg des «Old-age Dependency Ratios» geprägt zu sein. Werden keine politischen Massnahmen zur Behebung dieses Problems ergriffen, könnten die Ausgaben für altersbedingte Aspekte wie Gesundheitsversorgung und Renten signifikant ansteigen. Dies würde Druck auf die Staatsverschuldung und die Haushaltslage des Landes und damit auf dessen Bonitätsrating ausüben.

Umweltrisiken fliessen noch nicht vollständig in die Kreditratings ein

Umweltrisiken fliessen noch nicht vollständig in die Kreditratings ein

Bei der Säule Umwelt betrachten wir Aspekte im Zusammenhang mit dem Klimawandel, dem ökologischen Fussabdruck und der Biokapazität sowie dem Umweltmanagement. Dem Internationalen Währungsfonds (IWF) zufolge kann sich die Anfälligkeit oder Widerstandsfähigkeit eines Landes gegenüber dem Klimawandel direkt auf dessen Bonität, seine Kreditkosten und letztlich auf die Ausfallwahrscheinlichkeit in Bezug auf die von diesem Land begebenen Staatsanleihen auswirken. Anleiheanleger orientieren sich noch immer an traditionellen Kreditratings, um eine faire Bewertung sämtlicher Risiken, einschliesslich der Klimarisiken, zu erhalten, denen sie ausgesetzt sind. Obschon S&P im Juni 2023 warnte, dass sich der Klimawandel mittlerweile wesentlich auf die Kreditwürdigkeit auswirkt, räumte die Ratingagentur ein, dass seit Anfang 2022 nur sehr wenige klimabedingte Ratinganpassungen vorgenommen wurden. Experten befürchten, dass die Diskrepanz zwischen den realen Auswirkungen des Klimawandels und den Kreditratings, in denen die damit verbundenen Risiken noch nicht vollständig berücksichtigt sind, in Zukunft Herabstufungen um mehrere Stufen bei Unternehmens- wie auch Staatsanleihen zur Folge haben könnte.

Die Berücksichtigung des ökologischen Fussabdrucks ist ebenfalls von Belang

Neben dem Risiko im Zusammenhang mit dem Klimawandel hat auch die Nutzung von Naturkapital durch die Menschheit in den vergangenen Jahrzehnten so stark zugenommen wie nie zuvor. Schätzungen zufolge sind 44 Bio. USD an wirtschaftlichem Wert bzw. über die Hälfte des weltweiten BIP in gewissem Masse oder stark von der Natur und ihren Ressourcen abhängig. Biodiversität, also die Vielfalt aller lebenden Organismen, ist ein grundlegender Bestandteil des Naturkapitals und von entscheidender Bedeutung für die Funktionsweise des Ökosystems und seiner

Leistungen. Trotz dieser beunruhigenden Warnung wird diese Bedrohung von den Anlegern immer noch unterschätzt, und viele Staaten berichten zu wenig darüber. Eine Analyse der 2020 begebenen Staatsanleihen mit langer Laufzeit im Umfang von 783 Mrd. USD ergab, dass bei drei Viertel der analysierten Papiere keine klima- oder naturbezogenen Risiken in den Prospekten offengelegt wurden. Die Anleger müssen daher dem Zustand des Naturkapitals eines Landes mehr Beachtung schenken und genau im Auge behalten, welche Massnahmen die Staaten ergreifen, um dem Biodiversitätsverlust Einhalt zu gebieten. Der Weltbank zufolge können Klima- und Naturrisiken zu makroökonomischer Instabilität führen, wodurch die Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls staatlicher Emittenten steigt. Was die Länder heute tun, um ihr Naturkapital zu verwalten, wird massgeblich über ihre Zukunft und die Gesundheit unseres Planeten entscheiden.

Länder-ESG-Matrix der Bank J. Safra Sarasin

Die proprietäre J. Safra Sarasin Sustainability-Matrix bildet die Grundlage für unsere nachhaltigen Anlageentscheidungen. Im Hinblick auf Staaten veranschaulicht unsere Matrix, wie effektiv Volkswirtschaften ihre finanziellen Ressourcen nutzen, wenn es darum geht, eine nachhaltige Entwicklung zu erzielen und ihre ESG-Merkmale zu verbessern. Sie stellt den einkommensbereinigten ESG-Score der Länder im Verhältnis zu ihrem Wohlstandsniveau (gemessen als Pro-Kopf-BIP) dar. Damit zeigt die Matrix auf, wie gut ein Land aus ESG-Sicht gegenüber vergleichbaren Ländern abschneidet.

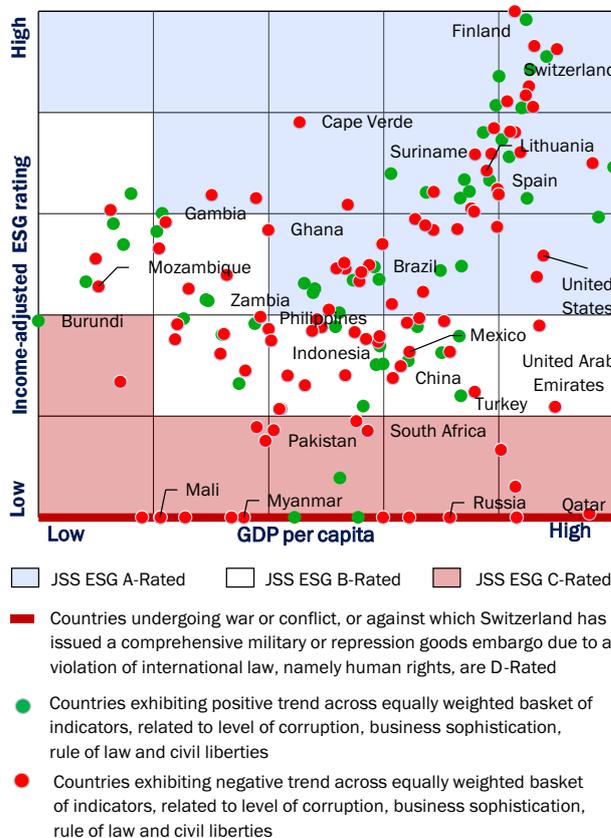
Die ESG-Matrix wird durch einen Indikator für die ESG-Dynamik ergänzt

Jüngste Studien zeigen zudem, dass Anlegern die Analyse der ESG-Dynamik von Ländern zugutekommt. Entsprechend zeigt die Matrix ebenfalls, ob ein Land einen positiven oder negativen ESG-Trend hinsichtlich finanziell wesentlicher Indikatoren wie wahrnehmbarer Korruption, Rechtsstaatlichkeit und bürgerlicher Freiheiten aufweist. Die Ergebnisse in Form eines dreijährigen Trends bei diesen Indikatoren werden farblich (rot oder grün) dargestellt.

Fazit

Die meisten Anleiheanleger sind sich bewusst, dass eine höhere ESG-Bewertung mit einem Rückgang des Risikos bei Staatsanleihen einhergeht. Allerdings mangelt es den zur Verfügung stehenden ESG-Daten an Standardisierung. Überdies bestehen Beschränkungen beim Vergleich von Schwellen-

Länder-ESG-Matrix der Bank J. Safra Sarasin



Quelle: Bank J. Safra Sarasin, 23.02.2024

und Industrieländern: Die starke einkommensbedingte Verzerrung traditioneller Länder-ESG-Modelle verschleiert relative Stärken und Schwächen einzelner Länder im Vergleich zu anderen Staaten, die sich in einer ähnlichen Lage befinden. Zu verstehen, wie ESG-Faktoren am besten berücksichtigt werden können, ist heute wichtiger denn je. Der Ansatz wurde 2023 überarbeitet und hilft beim Vergleich von Ländern, die sich in einer ähnlichen Lage befinden. Gleichzeitig verbessert er das Verständnis der feinen Unterschiede auf ihrem Weg zu Nachhaltigkeit sowie der für sie spezifischen ESG-Risiken und Trends. Durch die Bewertung des ESG-Profiles und der ESG-Trends eines Landes erhalten Anleger wertvolle Einblicke in dessen langfristige finanzielle Tragfähigkeit. Ein fundierterer Ansatz für Investitionen in Staatsanleihen aus den Schwellen- wie auch den Industrieländern dürfte Anlegern einen entscheidenden Vorteil verschaffen.



Mù Cang Chải Reisterrasse, Vietnam

ESG mit Blick auf die Schwellenländer

Anleger in Schwellenmärkte berücksichtigen bereits Governance-Risiken bei ihren Engagements. Die Einbeziehung sozialer und ökologischer Risiken ist hingegen vergleichsweise neu. Eine Fallstudie zu Südafrika verdeutlicht, wie Anfälligkeiten gegenüber sozialen und ökologischen Belangen erhöhte Länderrisiken nach sich ziehen können. Schwellenländermärkte sind aber nicht ein homogener Raum. Zwar zeigt sich, dass höhere ESG-Ratings mit engeren Staatsanleihen-Spreads einhergehen, allerdings nur beim Vergleich von Ländern mit ähnlichen Kredit-Ratings. Trotzdem werden ESG-Bewertungen immer wichtiger werden. Deshalb sollten Anleger nach Ländern Ausschau halten, die Reformen in diesen Bereichen aktiv umsetzen.



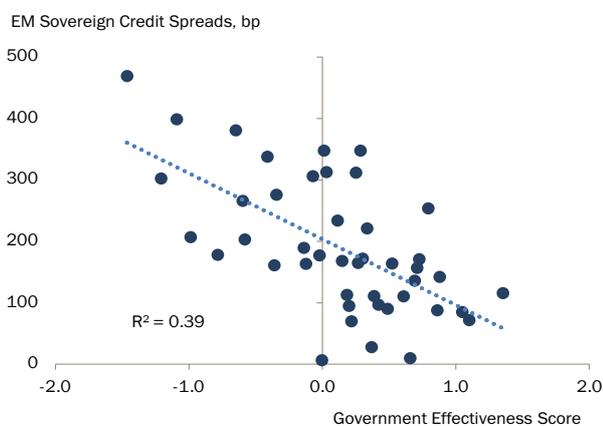
Mali Chivakul

Ökonomin Schwellenländer

Ökologische und gesellschaftliche Risiken sind relatives Neuland für Anleger in Schwellenmärkten

Seit langem berücksichtigen Anleger, die sich in Schwellenländern (Emerging Markets, EM) engagieren, politische und Governance-bezogene Risiken bei ihren Anlageentscheidungen. Eine ineffiziente Regierung oder eine ungenügende Rechtsstaatlichkeit wirkt sich deutlich negativ auf das Geschäftsumfeld, das Wachstumspotenzial und die Wahrscheinlichkeit für eine Staatsinsolvenz aus. Wenig überraschend weisen Staaten mit effizienten Regierungen engere Kreditaufschläge auf.

Tiefere Spreads für Länder mit effizienteren Regierungen



Quelle: Bloomberg, Bank J. Safra Sarasin, 23.02.2024

Die Einbeziehung gesellschaftlicher und ökologischer Leistungen ist jedoch vergleichsweise neu. Größere gesellschaftliche

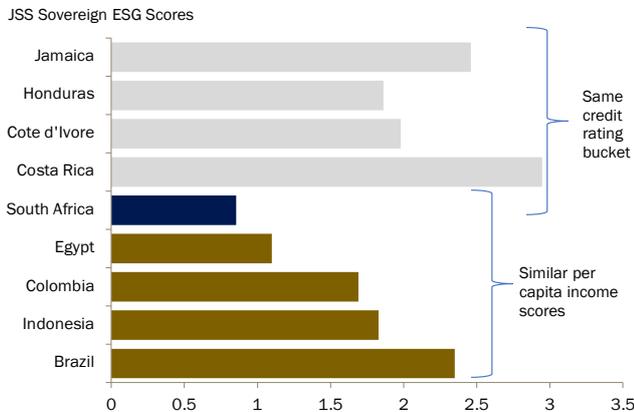
und umweltbezogene Schwachpunkte haben zwar nicht unbedingt sofortige Auswirkungen auf die Länderrisiken. Sie machen einen Staat aber mittelfristig weniger widerstandsfähig gegenüber Schocks wie Naturkatastrophen oder einer Pandemie. Umweltrisiken gehen zudem mit höheren Fiskalausgaben zur Bewältigung des Klimawandels und zur Anpassung an den Übergang einher. In einer Fallstudie zu Südafrika betrachten wir mögliche Auswirkungen ökologischer, sozialer und Governance-bezogener (ESG) Faktoren auf die Entwicklung von Staatsanleihen aus Schwellenländern.

Südafrika hat aufgrund schwacher Bewertungen in den Bereichen Umwelt und Soziales ein niedriges ESG-Rating

Südafrika ist zwar ein bedeutendes Schwellenland, kommt aber auf der Grundlage unserer neuen Länder-ESG-Matrix aktuell nicht für unsere nachhaltigen Anlagestrategien in Frage. Was ist der Grund für das niedrige ESG-Rating? Und welche Verbindung besteht zum Länderrisiko und zur Wertentwicklung der Staatsanleihen? Um diese Fragen zu beantworten, ordnen wir Südafrika in zwei Vergleichsgruppen ein. Die erste Vergleichsgruppe wurde anhand der Länderratings zusammengestellt (gleiche Bonitätsnote wie Südafrika laut Einschätzung der grossen Ratingagenturen), während die zweite Vergleichsgruppe Länder mit gleichem Pro-Kopf-Einkommen umfasst. Innerhalb der ersten Gruppe schneiden Costa Rica und Jamaika aufgrund ihrer relativ hohen Governance-Ratings am besten ab.

Die Governance-Einstufung Südafrikas entspricht zwar dem Durchschnitt, doch sehr schwache Noten in den Bereichen Soziales und Umwelt haben eine deutlich niedrigere Gesamteinstufung des Landes zur Folge. Innerhalb der zweiten Vergleichsgruppe zeichnet sich ein ähnliches Muster ab. Ungeachtet einer überdurchschnittlichen Governance-Einstufung innerhalb dieser Gruppe gehört Südafrika auch hier aufgrund seiner sehr niedrigen sozialen und ökologischen Bewertungen insgesamt zu den Schlusslichtern.

Südafrika bildet in beiden Gruppen das Schlusslicht



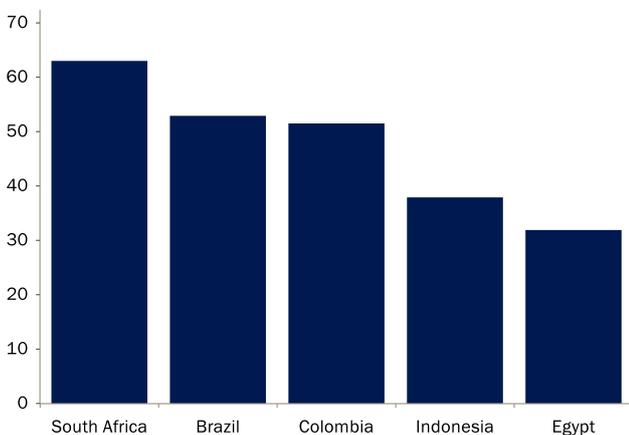
Quelle: Bank J. Safra Sarasin, 23.02.2024

Südafrika hat einen niedrigen sozialen Score aufgrund von hoher Einkommensungleichheit

Die niedrige Einstufung im Bereich Soziales beruht überwiegend auf der hohen Ungleichheit in Südafrika. Die erhöhte Einkommensungleichheit ist kein neues Phänomen, nachdem die wirtschaftlichen Chancen eines Grossteils der Bevölkerung bis in die 1990er-Jahre hinein durch die Politik der Apartheid eingeschränkt wurden. Im Jahr 2000 lag Südafrika bezogen auf den Gini-Index gleichauf mit Brasilien und Kolumbien. Allerdings hat die Ungleichheit in Südafrika in den vergangenen 20 Jahren zugenommen, während sich das Verhältnis in anderen Ländern verbessert hat. Die Einkommensungleichheit ist zudem stark mit anderen sozialen Indikatoren wie dem grundlegenden Humankapital korreliert. Begrenzte Chancen werden endemisch, beispielsweise bei einem eingeschränkten Zugang zu Bildung, was zu einer höheren Arbeitslosigkeit führt und die Gesellschaft anfälliger für externe Schocks macht.

Höchste Einkommensungleichheit in Südafrika

Emerging Markets, Gini Index, World Bank, Latest



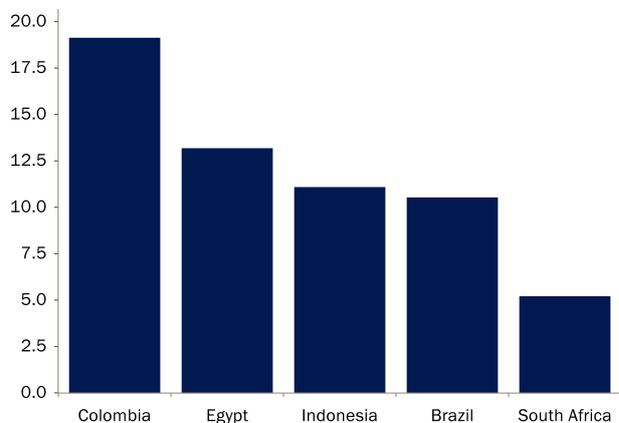
Quelle: Macrobond, Bank J. Safra Sarasin, 23.02.2024

Auswirkungen niedriger sozialer Scores auf das Länderrisiko

Anfälligkeiten gegenüber sozialen Belangen können sich in vielerlei Hinsicht auf das Länderrisiko auswirken. Sie bilden den Nährboden für gesellschaftliche Unzufriedenheit, und eine grössere Wahrscheinlichkeit für soziale Unruhen zeigt sich in höheren Risikoaufschlägen bei Staatsanleihen. Überraschenderweise gibt es keinen empirischen Beweis für eine direkte Verbindung zwischen Ungleichheit und sozialem Unfrieden. Ungleichheit macht eine Gesellschaft jedoch anfälliger für Schocks, die soziale Unruhen auslösen können. Zu solchen Schocks oder Triggern gehörten in der Vergangenheit beispielsweise ein starker Anstieg der Lebensmittel- und Benzinpreise oder eine Pandemie, von der einkommensschwächere Bevölkerungsschichten überproportional betroffen waren. Zum anderen müssen die Regierungen wahrscheinlich ihre Sozialausgaben erhöhen, um der Ungleichheit und Unzufriedenheit zu begegnen. Höhere Ausgaben ohne die Fähigkeit, Einnahmen zu erzielen, könnten künftig zu einer Verschlechterung der Fiskalposition führen, was wiederum in einer höheren Risikoprämie bei den Staatsanleihen zu Buche schlagen könnte.

Südafrika gehört zu den energieintensivsten Volkswirtschaften weltweit

Emerging Markets, GDP per Unit of Energy Use, PPP



Quelle: Macrobond, Bank J. Safra Sarasin, 23.02.2024

Relativ schwache Bewertungen in Bezug auf die Klimawende

Während Südafrika hinsichtlich der Indikatoren für Biodiversität und Umweltverträglichkeit innerhalb der beiden Vergleichsgruppen gut abscheidet, bleibt das Land in Bezug auf die Klimawende deutlich hinter dem Durchschnitt zurück. Grund für die niedrige Einstufung ist die Abhängigkeit Südafrikas von maroden Kohlekraftwerken, was zu häufigen Stromausfällen führt. Neben der überwiegend CO2-intensiven Stromerzeugung kommt auch zum Tragen, dass die Energienutzung zu den ineffizientesten im Schwellenmarktvergleich gehört. Nach Schätzung der Weltbank benötigt Südafrika bis 2050 Mittel von rund 500 Milliarden USD, um sein Programm zur Klimawende zu finanzieren. Angesichts einer erhöhten Staatsverschuldung von über 70% des BIP und des hohen Bedarfs an Sozialausgaben

dürfte der Spielraum für Ausgaben zur Klimawende sehr begrenzt sein. Um seine Klimaziele zu erreichen, ist Südafrika von privaten Investitionen abhängig.

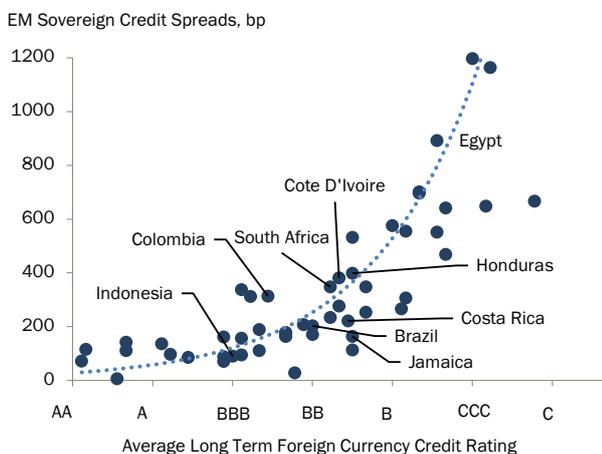
Berücksichtigen Finanzmärkte ESG-Ratings?

Ratings von Staatsanleihen bestimmen üblicherweise die Kreditrisikoprämie. In unserer ausgewählten Gruppe werden Anleihen von Ländern mit besseren ESG-Ratings wie Brasilien, Costa Rica, Indonesien und Jamaika derzeit gemessen an ihren Bonitätsratings mit zu niedrigen Spreads gehandelt. Anleihen von Ländern mit schwächeren ESG-Ratings wie Südafrika, Elfenbeinküste und Honduras weisen im Vergleich zu ihren Bonitätsratings hingegen zu hohe Aufschläge auf. Einzige Ausnahme in unserem Beispiel ist Kolumbien, dessen Spread verglichen mit dem Bonitätsrating deutlich höher ausfällt. Innerhalb ähnlicher Vergleichsgruppen gehen damit tiefere ESG-Bewertungen mit höheren Kreditrisikoprämien einher. Höhere ESG-Ratings sind jedoch nicht zwangsläufig immer die einzige Ursache für engere Spreads. Es spielen auch andere zyklische Faktoren eine Rolle. Zum Beispiel hat in Brasilien der aktuelle Boom im Landwirtschafts- und Ölsektor den Leistungsbilanzausblick des Landes erheblich verbessert, wodurch sich die externen Länderrisiken verringern.

Der Markt berücksichtigt keine Umweltrisiken

Während die ökologischen und gesellschaftlichen Risiken von Südafrika an den Finanzmärkten scheinbar berücksichtigt werden, trifft dies für die breitere Gruppe von Schwellenmärkten nicht zu. Bei gleichem Umweltrating können die Spreads deutlich voneinander abweichen. Wie auch in den Industrieländern werden die Umweltrisiken durch den Markt nicht angemessen berücksichtigt. Im Fall von Südafrika haben sich die ineffiziente Energienutzung und die hohen Sozialausgaben bereits auf die traditionellen Bonitätskennzahlen wie Wachstum und Staatsverschuldung ausgewirkt.

Südafrika weist höhere Spreads auf als Länder mit gleicher Bonitätsnote, aber besseren ESG-Einstufungen



Quelle: Bloomberg, Bank J. Safra Sarasin, 23.02.2024

Da konkrete Auswirkungen dieser Umweltrisiken im Moment nicht sichtbar sind, scheinen die Märkte sie zu ignorieren und die Länderrisiken anhand der traditionellen Kennzahlen für die Staatsverschuldung zu bewerten. Unter den Schwellenländern mit den niedrigsten ökologischen Scores finden sich Länder, deren Bonität mit einem A-Rating eingestuft wird, wie China, Katar, Kuwait und Saudi-Arabien. Ihre niedrigen Spreads beruhen auf starken Öleinnahmen, hohen Leistungsbilanzüberschüssen und umfangreichen Devisenbeständen.

Reformen zur Beseitigung von ESG-Defiziten sind entscheidend für langfristige Verbesserung des Länderrisikos

ESG-Defizite sind zwar nicht statisch, aber Verbesserungen brauchen Zeit. Anleger sollten auf bedeutende Reformen achten, die letztlich eine Wende bei den Ratings herbeiführen könnten. In Bezug auf Südafrika ist es eine gute Nachricht, dass Energiereformen und vermehrte Stromausfälle im Jahr 2023 zu einem raschen Anstieg der privaten Investitionen in erneuerbare Energien geführt haben. Allerdings sind für eine signifikantere Verbesserung weitere Reformen der staatlichen Stromgesellschaft erforderlich. Indes wird es länger dauern, die Ungleichheit in der Gesellschaft zu mindern. Dazu wäre eine Steuerreform mit einer besseren Ausgabenverteilung vonnöten, um den fiskalischen Spielraum für Sozialausgaben zu schaffen. Die landesweiten Wahlen im Frühling bilden möglicherweise einen wichtigen Anlass für neue Reformen, die eine Verbesserung der ESG-Ratings und des Länderrisikos herbeiführen könnten.

Grüne Staatsanleihen sind ein Weg, Verbesserungen in ESG-Belangen zu unterstützen

Obwohl ESG-Überlegungen am Markt für EM-Staatsanleihen noch nicht vollständig zum Tragen kommen, können sich Anleger für ein Engagement bei grünen Anleihen entscheiden, um ihr ESG-Engagement zu steigern. Grüne Staatsanleihen spielen bei Schwellenmarktemittenten ersten seit Kurzem eine Rolle. Allerdings gibt es viele Arten von grünen oder nachhaltigkeitsorientierten Schuldtiteln an den Schwellenmärkten. Ein Beispiel ist die im vergangenen Jahr begebene nachhaltigkeitsorientierte Staatsanleihe von Uruguay. Die Kuponstruktur ist mit zwei Key Performance Indikatoren (KPIs) verknüpft, die sich auf die Erhaltung der einheimischen Waldfläche und die Verringerung der Brutto-Treibhausgasemissionen gemessen am realen BIP beziehen.

Die Berücksichtigung von ESG-Faktoren dürfte Anlegern einen Vorteil gegenüber dem breiteren Markt verschaffen

Ogleich soziale und ökologische Risiken momentan an den Märkten noch nicht genügend Beachtung finden, verdeutlicht die Fallstudie über Südafrika, dass sich diese auf die traditionellen Bonitätskennzahlen und die Marktbewertung auswirken können, wenn sich diese Risiken manifestieren. Daher ist ein zukunftsgerichteter Ansatz im Hinblick auf die ESG-Ratings und deren Auswirkungen für Anleger in EM-Staatsanleihen von wesentlicher Bedeutung.



ESG-Belange hinterlassen Spuren bei Staatsanleihen aus Industrieländern

Unter Obligationenanlegern ist ein wachsendes Bewusstsein dafür zu beobachten, dass ESG-Risiken auch bei staatlichen Emittenten aus den Industrieländern substanzielle Auswirkungen auf die Anlagerenditen haben können. Unseres Erachtens lässt sich mit unseren einkommensbereinigten ESG-Scores ein gewichtiger Teil der an den Staatsanleihenmärkten eingepreisten Bonitätsrisiken erklären. Dies gilt insbesondere für Ländergruppen mit vergleichsweise niedrigen Ratings, einem schwächer ausgeprägten institutionellen Rahmen und einer stärkeren Streuung der Kreditaufschläge. Dank unseres hauseigenen ESG-Rahmenwerks können wir Warnsignale erkennen, die sich zwar auf kurze Sicht nicht auf die Wertentwicklung auswirken, aber mittel- bis langfristig mit erheblichen Risiken für die Anleger verbunden sein können.



Alex Rohner
Zinsstrategie

Wir weiten unseren ESG-Fokus auf Staatsanleihen aus den Industrieländern aus

Es gibt zahlreiche empirische Beweise dafür, dass ökologische, soziale und Governance-bezogene (ESG) Faktoren bedeutende Performancetreiber für Finanzanlagen sein können, da sie die Präferenzen der Anleger im Hinblick auf die erwarteten künftigen Erträge, die Diversifizierung und die Risikominderung beeinflussen. Die Einbeziehung von ESG-Kriterien in den Auswahlprozess für Aktien und Anleihen von Unternehmen aus dem privaten Sektor ist durchaus üblich. Der Fokus hat sich nunmehr dahingehend verlagert, das ESG-Rahmenwerk bei der Suche nach hohen, risikobereinigten Erträgen auch auf Staatsanleihen aus den Industrieländern auszuweiten.

In der traditionellen Analyse werden die Bonitätsrisiken möglicherweise nicht vollständig abgebildet

Die traditionelle Analyse der Bonität eines Staates konzentriert sich auf 1) die Stärke und Diversität der entsprechenden Volkswirtschaft und deren Fähigkeit, die für die Rückzahlung der Schulden erforderliche Produktion zu erzielen, 2) die Haushaltslage, d. h. die Höhe der ausstehenden Schulden im Vergleich zum BIP, 3) den Zinsdeckungsgrad, d. h. das Verhältnis von Zinsaufwendungen zu Steuern, 4) die Resilienz gegenüber verschiedenen Risiken, z. B. Finanzierungs- oder politische Risiken und 5) die Governance. Obgleich es sich beim letzten Punkt um einen wichtigen Bestandteil des ESG-Rahmenwerks handelt, werden bei der traditionellen Analyse mittel- bis längerfristige Trends, welche die Schuldendienstfähigkeit eines

Emittenten beeinträchtigen können, möglicherweise nicht ausreichend berücksichtigt. Daher bilden ESG-Erwägungen eine wichtige Ergänzung der traditionellen Analyse von Staatsanleihen und können frühzeitig wichtige Warnsignale hinsichtlich potenzieller Herausforderungen geben.

Die Aussagekraft der ESG-Scores für Staatsanleihen aus den Industrieländern ist auf kurze Sicht möglicherweise begrenzt ...

Allerdings kann es eine ganze Weile dauern, bis ein niedriges ESG-Länderrating in einer unterdurchschnittlichen Performance zum Ausdruck kommt. Dies liegt zum einen daran, dass die staatlichen Schuldner aus den Industrieländern im Gegensatz zu Emittenten aus dem Privatsektor stets versuchen können, mehr Schuldtitel zu begeben, um ihren Verpflichtungen nachzukommen. Dies trifft umso mehr zu, wenn die staatlichen Emittenten starke Unterstützung durch eine glaubwürdige Zentralbank erhalten. In einem solchen Fall verzeichnen entsprechende Staatsanleihen in Lokalwährung über einen erheblichen Zeitraum eine stärkere Wertentwicklung als eigentlich zu erwarten wäre. Zum anderen ist eine hohe Rendite auf Verfall ein zentraler Treiber für die realisierte Rendite einer Staatsanleihe, sodass sogar Emittenten mit einer schwachen ESG-Bewertung eine Weile gut abschneiden können, wenn sie es schaffen, „sich lange genug durchzulavieren“.

... dies gilt aber nicht für den mittel- bis längerfristigen Zeithorizont

Letztendlich kommen schwache Fundamentaldaten aber immer zum Tragen, und zwar für gewöhnlich nicht linear, sondern in Form eines plötzlichen und bedeutenden Risikoereignisses. Diese Tatsache ist wichtig für ein gutes Verständnis der Bedeutung von ESG-Bewertungen. Ein guter Score impliziert eine solide fundamentale Verfassung, die vorausschauende politische Massnahmen ermöglicht, wodurch sich das Risiko einer negativen Entwicklung spürbar verringern kann. Daher dürften

Länder mit hoher ESG-Einstufung auf mittel- bis längerfristige Sicht weniger Zahlungsausfälle erleiden und höhere risikobereinigte Erträge erzielen. Wenden wir uns nun der Frage zu, ob sich diese Überlegungen in der aktuellen Bewertung der Bonitätsrisiken am Markt bereits widerspiegeln.

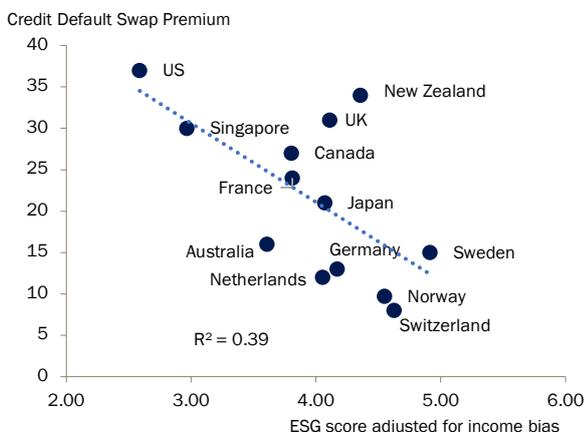
Ein Blick auf die Bewertung der Bonitätsrisiken am Markt

Unser neuer einkommensbereinigter Ansatz in Bezug auf ESG-Bewertungen sorgt für eine bessere Vergleichbarkeit der verschiedenen Länder. Wir befassen uns zunächst mit den relativen einkommensbereinigten ESG-Scores und untersuchen dann, ob diese in der aktuellen Marktbewertung der Bonitätsrisiken bereits berücksichtigt sind. Wir verwenden die Prämien von 5-jährigen Credit Default Swaps als Näherungswert für das vom Markt eingepreiste Bonitätsrisiko. Obwohl diese Instrumente mit gewissen Liquiditätsproblemen behaftet sind, handelt es sich um eine geeignete Messgrösse, um das reine Bonitätsrisiko einer Gruppe von Ländern zu vergleichen. Als Erstes betrachten wir traditionelle Industrieländer mit hohem Rating und niedrigen Kreditaufschlägen.

Höchster Score für skandinavische Länder, niedrigster Score für USA und Singapur

Mit überdurchschnittlichen Bewertungen in den Bereichen Umwelt, Governance und Soziales führen die skandinavischen Länder, Neuseeland und die Schweiz diese Gruppe an. Kanada und Australien bleiben hinter dem Durchschnitt zurück, was vor allem aus ihren schwachen Umwelt-Scores resultiert, die aufgrund ihrer Rolle als wichtige Rohstoffproduzenten aber wenig überraschen. Die USA und Singapur werden auf breiter Basis am schwächsten eingestuft. Die USA verfügen insbesondere über eine schwache ökologische Säule, und Singapur weist innerhalb unserer Länderprobe den tiefsten sozialen Wert auf.

Sichtbare Korrelation zwischen ESG-Scores und Spreads



Quelle: Bloomberg, Bank J. Safra Sarasin, 23.02.2024

Korrelation zwischen Spreads und ESG-Scores von Staatsanleihen aus den Industrieländern

Wir stellen eine deutliche inverse Korrelation zwischen unseren einkommensbereinigten ESG-Bewertungen und den Kreditrisikoprämien fest, was darauf hindeutet, dass hohe ESG-Scores

üblicherweise mit niedrigeren Risikoauflägen einhergehen. Den niedrigsten Spread weisen die skandinavischen Länder sowie die Schweiz gemeinsam mit Deutschland und den Niederlanden auf – wie es ihr ESG-Score vermuten lässt. Daneben scheint die vergleichsweise schwache ESG-Bewertung der USA und Singapurs in leicht erhöhten Spread-Niveaus zum Ausdruck zu kommen. Allerdings schneiden Neuseeland und Grossbritannien wesentlich schlechter ab als ihr jeweiliger ESG-Score dies erwarten lässt. Ausserdem werden für Australien und Kanada, die gleiche ESG-Scores aufweisen, unterschiedliche Risikoprämien eingepreist. Wir beobachten also Abweichungen auf Länderebene, was allerdings wenig überrascht. Die divergierenden Kreditprämien können auf andere Faktoren zurückgehen. Zum einen ist das Niveau generell niedrig, und es kann bei dem zugrundeliegenden Credit Default Swap zu Liquiditätsproblemen kommen. Zum anderen unterliegen die Kreditaufschläge staatlicher Emittenten kurzfristig auch diversen anderen Einflussfaktoren.

Kreditaufschläge von Staatsanleihen können kurzfristig durch andere Faktoren beeinflusst werden

Wir haben bereits darauf hingewiesen, dass das Verschuldungsrisiko von Ländern, die durch eine glaubwürdige Zentralbank unterstützt werden, vorübergehend niedriger ausfallen kann. Durch diese Unterstützung werden die Spreads im Vergleich zu anderen Ländern künstlich niedriger gehalten, als sie normalerweise wären. Im Fall von Grossbritannien und Neuseeland sorgen aber wahrscheinlich vergleichsweise hohe Leistungsbilanzdefizite und ein traditionell hoher Anteil von ausländischen Investoren dafür, dass die Kreditrisikoprämien gemessen an den jeweiligen ESG-Bewertungen erhöht ausfallen.

Governance ist kurzfristig ein dominanterer Treiber für Risikoprämien als ökologische und soziale Faktoren

In vielen Fällen ist eine relativ niedrige ESG-Einstufung womöglich das Ergebnis einer Kombination aus einem hohen Governance-Score und niedrigeren ökologischen und sozialen Bewertungen. Wie mehrere Studien gezeigt haben, ist die Governance der wichtigste ESG-Treiber für die kurzfristige Entwicklung der Risikoaufläge. Dagegen kann es dauern, bis sich niedrige ökologische und soziale Bewertungen auf das Bonitätsprofil eines Landes auswirken und schliesslich auf nicht lineare Weise in Form eines Negativereignisses ihren Tribut fordern. Somit wird eine schwächere ESG-Bewertung aufgrund von niedrigen sozialen und ökologischen Bewertungen unter Umständen in den aktuell eingepreisten Bonitätsprämien nicht angemessen reflektiert.

Ein weiterer Blick auf eine Gruppe mit schwächeren Ratings und stärkerer Streuung der Risikoaufläge

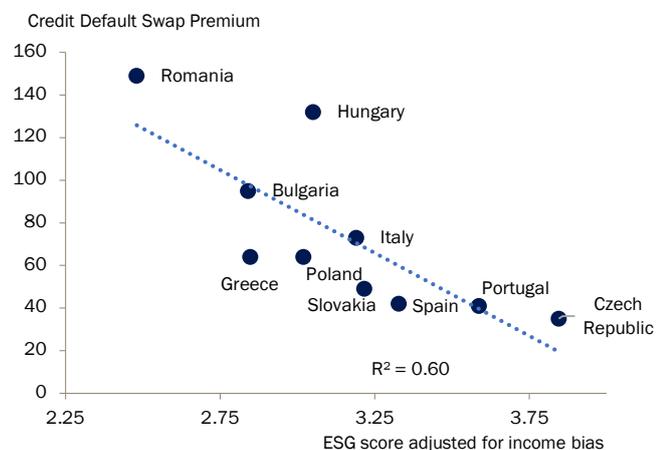
Wenden wir uns nun einer Gruppe von Ländern zu, die durch ein niedrigeres Pro-Kopf-BIP und eine stärkere Streuung der Kreditrisikoprämien bei nach wie vor relativ liquiden Anleihemärkten geprägt sind. Wir gehen davon aus, dass die ESG-Scores innerhalb dieser Gruppe mit schwächeren Ratings eine

stärkere Aussagekraft haben als in der vorherigen. Die zweite Gruppe umfasst Peripherieländer der Eurozone aber auch einige osteuropäische Staaten, die Mitglieder der EU sind und daher einheitliche ökologische, soziale und Governance-Standards anwenden. Unser Hauptinteresse gilt hierbei der Frage, ob einkommensbereinigte ESG-Bewertungen einen höheren Informationsgehalt in Bezug auf bonitätschwächere Kreditnehmer bieten. In unserer Länderauswahl weisen die Tschechische Republik aber auch Portugal die höchsten einkommensbereinigten ESG-Scores auf. Bei den osteuropäischen Ländern führt die Slowakei das Feld an, während Rumänien aber auch Griechenland die Schlusslichter bilden.

Korrelation in der Gruppe mit niedrigeren Bewertungen fällt deutlich stärker aus

In dieser Gruppe herrscht eine wesentlich stärkere inverse Korrelation zwischen der einkommensbereinigten ESG-Bewertung und den Kreditrisikoprämien (wiederum gemessen anhand von 5-jährigen Credit Default Swaps) als in der vorherigen Gruppe. Die Tschechische Republik und Portugal weisen die niedrigsten Spreads auf, ganz im Einklang mit ihrem hohen ESG-Score. Der Spread für Ungarn scheint zu weit, der Spread für Griechenland angesichts seiner ESG-Bewertung hingegen viel zu eng.

Deutliche Korrelation zwischen ESG-Scores und Spreads



Quelle: Bloomberg, Bank J. Safra Sarasin, 23.02.2024

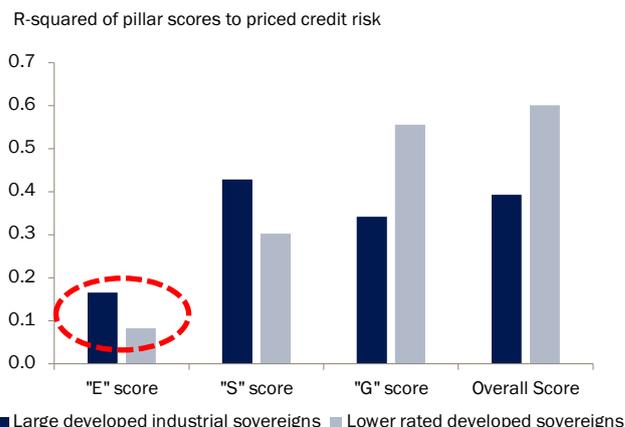
Hier sei noch einmal darauf hingewiesen, dass Länder mit hohen ESG-Scores im Allgemeinen mit einer solideren und nachhaltigeren Politik verbunden sind, was mittelfristig ein geringeres Kreditrisiko für Anleger impliziert. Die gehandelten Kreditrisikoprämien entsprechen jedoch auf kurze Sicht nicht immer den ESG-Fundamentaldaten. So weist Griechenland zum Beispiel die zweitniedrigste Governance-Bewertung unserer Stichprobe auf, weist aber immer noch einen sehr niedrigen Spread auf, während Ungarn wahrscheinlich wegen der angespannten

Fiskalsituation leidet, obwohl es bessere ESG-Bewertungen vorweisen kann als Griechenland.

ESG-Rahmenwerk weist auf unterschätzte Risiken hin

Ein hoher einkommensbereinigter ESG-Score ist nicht automatisch ein Garant für überdurchschnittliche risikobereinigte Erträge, auch nicht bei bonitätsstarken Ländern. Das ESG-Rahmenwerk stellt eine wichtige Ergänzung zur traditionellen Bonitätsrisikoanalyse der einzelnen Länder dar. Mithilfe eines innovativen ESG-Rahmenwerks können Warnsignale erkannt werden, die sich zwar auf kurze Sicht möglicherweise nicht auf die Wertentwicklung auswirken werden, aber mittel- bis langfristig mit erheblichen Risiken für die Anleger verbunden sind. ESG-Risikofaktoren sind von Natur aus nicht linear und neigen dazu, aufgrund eines unerwarteten oder grossen Ereignisses plötzlich schwere Auswirkungen zu haben. Ein typisches Beispiel sind Umweltrisiken, die derzeit von den Märkten nicht angemessen eingepreist zu sein scheinen, sich jedoch in erheblichem Masse auf das Wachstumspotenzial des Landes und seine Schulden tragfähigkeit auswirken können.

Umweltrisiken sind nicht angemessen eingepreist



Quelle: Bloomberg, Bank J. Safra Sarasin, 23.02.2024

Unser ESG-Rahmenwerk spiegelt wichtige Treiber für die gehandelten Kreditrisikoprämien wider

Anleiheanlegern wird zunehmend bewusst, dass ESG-Risiken auch bei staatlichen Emittenten aus den Industrieländern Auswirkungen auf die Anlagerenditen haben können. Insbesondere bei Ländergruppen mit niedrigerer Bonitäts-einstufung, einem schwächer ausgeprägten institutionellen Rahmen und einer höheren Streuung der Kreditprämien erkennen wir eine deutliche Korrelation zwischen den einkommensbereinigten ESG-Scores und der Bewertung des Bonitätsrisikos am Markt. Dies deutet darauf hin, dass unser ESG-Rahmenwerk wichtige Treiber für gehandelte Kreditrisikoprämien widerspiegelt.



Tulpenfelder, Niederlande

Vorreiter bei ESG-Ratings für staatliche Emittenten: Eine Anpassung war nötig

Der Wunsch nach einem innovativen Rahmen für die ESG-Bewertung von Staatsanleihen wird lauter. Herausforderungen wie der Klimawandel und geopolitische Spannungen werden sich in den Kreditratings von Staatsanleihe-Emittenten niederschlagen. Global View hat mit Dr. Daniel Wild (Chief Sustainability Officer), Katya Wisniewski, CFA (Analystin für nachhaltige Anlagen), Mali Chivakul (Ökonomin Schwellenländer) und Alex Rohner (Zinsstrategie) über das neue ESG-Bewertungsmodell der Bank J. Safra Sarasin für Staatsanleihen und dessen Einsatz im aktuellen Investmentfeld gesprochen.

Global View: Daniel, hat der Trend zur stärkeren Berücksichtigung der ESG-Risiken von Staatsanleihen wirklich gerade erst begonnen?

Mit der zunehmenden Verfügbarkeit von Studien und dynamischen Daten zu Staatsanleihen werden ESG-Faktoren bei der Bewertung dieser Anlageklasse eine immer grössere Rolle spielen, davon bin ich überzeugt. Risikoerwägungen im Hinblick auf Klima und Biodiversität dürften sich mit der Zeit immer deutlicher in den Kreditratings niederschlagen. Aktuell ist dies nicht der Fall, und zwischen dem, was gesagt wird, und dem, was die Kreditratings widerspiegeln, besteht ein riesiger Unterschied. Im Juni 2023 wies S&P eindringlich darauf hin, dass sich der Klimawandel bei der Bonitätsbewertung zu einem «signifikanten» Faktor entwickelt. Allerdings habe es seit Anfang 2022 «sehr wenige klimabezogene Ratingveränderungen» gegeben.

Auch Moody's zufolge steigen die Kreditrisiken im Zusammenhang mit ökologischen, gesellschaftlichen und Governance-Faktoren. ESG-Daten werden für Anleger zum entscheidenden Faktor. Er hilft ihnen dabei zu verstehen, welche Länder wie stark unter den Folgen des Klimawandels leiden und welche bereit und in der Lage sind, ihre Energiesysteme umzustellen und dabei ihren erwarteten Energiebedarf zu decken.

Global View: Katya, das Thema Governance spielt in dem Bewertungsmodell eine grosse Rolle. Kannst du uns ein Beispiel dafür geben, wie eine schlechte Governance die Entwicklung von Staatsanleihen beeinträchtigt?

Viele ESG-Faktoren bleiben über lange Zeiträume unverändert, aber manche können sich infolge unerwarteter Schocks, die die Kreditqualität beeinflussen und/oder Ausfälle verursachen,





Katya Wisniewski und Dr. Daniel Wild

verschlechtern und letztendlich eine negative Wertentwicklung nach sich ziehen. Venezuela ist ein gutes Beispiel dafür, wie die ESG-Analyse Erkenntnisse über die Herausforderungen und Chancen einzelner Länder liefern kann. Nachdem die Regierung Maduro das Land jahrelang abgewirtschaftet hatte, wurde Venezuela 2017 zahlungsunfähig.

Obwohl es auf mehr Ölreserven sitzt als jedes andere Land der Welt, fehlten nach einem Einbruch der Ölpreise die Finanzmittel, um in den Sektor zu investieren. Auf dem Höhepunkt der wirtschaftlichen Probleme 2019 gingen die Venezolaner in Scharen gegen Präsident Maduro auf die Strasse. In unserem Länder-ESG-Modell bewerten wir Venezuela mit dem Rating C. Besonders schwach ist dabei der Wert für den Bereich Governance. Der Verlust der fiskalpolitischen Glaubwürdigkeit ist daher direkt auf den sehr schwachen institutionellen Rahmen und die schlechte Wirtschaftspolitik des Landes zurückzuführen. In den zentralen Bereichen Durchsetzung der Gesetze, Effizienz der Regierung, Wirtschaftsfreundlichkeit und Wahrnehmung von Korruption erzielt Venezuela die schlechtesten Ergebnisse seiner Klasse.



Katya Wisniewski, CFA, Analystin für nachhaltige Anlagen

Global View: Daniel, dein Team hat ein Bewertungssystem für verschiedene Industrie- und Schwellenländer entwickelt. Welches waren die Herausforderungen und wie konntet ihr diese überwinden?

Ein zentrales Problem ist, dass die meisten Länder-ESG-Ratings durch den Wohlstand des jeweiligen Landes beeinflusst werden. Mit anderen Worten: Je reicher das Land, desto höher sein ESG-Rating. Es handelt sich dabei um sogenannte „einkommensbedingte Verzerrungen“. Unser neues proprietäres Länder-ESG-Modell korrigiert diese einkommensbedingte Verzerrung wo vorhanden. Einkommensbereinigte Daten zeigen, welche der ärmeren Länder ESG-Risiken und -Chancen besonders erfolgreich steuern. Auch diese Länder benötigen jedoch dringend Finanzmittel, um ihre Nachhaltigkeitsziele zu erreichen – ein weiterer, wirkungsorientierter Gesichtspunkt.



Dr. Daniel Wild, Chief Sustainability Officer

Hinzu kommt das Problem der Datenlage. Nicht selten sind ESG-Daten für einzelne Länder nicht oder nicht rechtzeitig verfügbar. Dieses Problem haben wir dadurch gelöst, dass eine Mindestmenge an Daten vorliegen muss, damit ein Land in unser Bewertungsuniversum aufgenommen wird. Zudem betrachten wir die Dynamik der ESG-Indikatoren, um Verzögerungen bei der Datenlieferung auszugleichen. Mit der zunehmenden Verfügbarkeit von Studien und besseren und dynamischeren Daten zu den verschiedenen staatlichen Emittenten werden ESG-Faktoren bei der Bewertung von Staatsanleihen eine immer grössere Rolle spielen, davon sind wir überzeugt.

Global View: Katya, in der Ergebnismatrix wird Ruanda im Hinblick auf die ESG-Faktoren zum Beispiel sehr gut bewertet. Wie kommt diese sehr gute Bewertung zustande?

Mit dem Rating B ist Ruanda in unserem Modell in der Tat recht hoch bewertet. Es liegt an der Schwelle zu einem A-Rating und zählt zu den Spitzenreitern seiner Einkommensgruppe. Das Land zeigt positive Entwicklungen in allen drei Bereichen: Umwelt, Soziales und Governance. Das Ergebnis im Bereich Umwelt ist auf geringe Kohlenstoffemissionen pro Kopf, einen hohen Anteil an erneuerbaren Energien und eine geringe Anfälligkeit für Wasserstress zurückzuführen.

Die jüngsten Entwicklungen im Hinblick auf die politische Stabilität in der Region – friedliche politische Veränderungen, keine Gewalt – wirken sich positiv auf die Governance-Bewertung aus. Die gegenüber der Vergleichsgruppe guten Ergebnisse bei traditionellen Indikatoren wie das Verhältnis der Rentner zu den Arbeitnehmern, Gesundheitsmassnahmen und der hohe Anteil der Kinder, die eine Grundschule besuchen, untermauern das Ergebnis im Bereich Soziales.

Global View: Alex, gibt es einen Zusammenhang zwischen den einkommensbereinigten ESG-Bewertungen und dem am Markt eingepreisten Risiko staatlicher Emittenten?

Wie zu erwarten ist in einer repräsentativen Stichprobe aus der Gruppe der Industrieländer tatsächlich eine deutliche inverse Korrelation zwischen den von uns vorgenommenen ESG-Bewertungen und dem am Markt eingepreisten Kreditrisiko erkennbar. Bei hoch bewerteten Staatsanleihen ist diese weniger ausgeprägt als bei tiefer bewerteten Emittenten mit einer stärkeren Streuung bei den Risikoprämien. Dennoch scheint unser ESG-Bewertungsmodell die wichtigen Treiber des am Markt eingepreisten Kreditrisikos bei Staatsanleihen ziemlich gut abzubilden.



Alex Rohner, Zinsstrategie

Global View: Mali, und wie verhält es sich damit in den Schwellenländern?

Einige Bewertungsfaktoren im Bereich Governance, wie etwa die Effizienz der Regierung, haben einen gewissen Einfluss auf die Bewertung der Schwellenländerrisiken durch

die Anleger. Im Vordergrund stehen jedoch nach wie vor diejenigen Faktoren, die sich auf die Fähigkeit der Emittenten auswirken, ihre Schulden zurückzuzahlen. Zu diesen traditionellen Kennzahlen zählen beispielsweise die Stärke der Devisenreserven und die Entwicklung der Leistungsbilanzen. Einer der Hauptgründe dafür ist, dass Schwellenländerrisiken von den Anlegern üblicherweise anhand der USD-Anleihen dieser Länder bewertet werden. Die Unfähigkeit der Schwellenländer, Kapital in der eigenen Währung aufzunehmen, bezeichnet man sogar als «Erbsünde». Weil sie sich auf Devisenkredite verlassen, sind Schwellenländer Wechselkursrisiken ausgesetzt, und sie sind abhängig von der Geldpolitik der USA. Dies war Auslöser der Wirtschafts- und Finanzkrisen der 1990er Jahre. Seitdem haben die meisten grossen Schwellenländer Märkte für Lokalwährungsanleihen entwickelt und sind weniger auf externes Kapital in Fremdwährung angewiesen. Die kleineren und weniger weit entwickelten Schwellenländer kämpfen jedoch nach wie vor mit dem Problem, dass sie kein Kapital in ihrer eigenen Währung aufnehmen können. Aus diesem Grund ist die Fähigkeit der Schwellenländer, Einnahmen in Fremdwährung zu generieren, um diese Anleihen zurückzuzahlen, für Finanzmarktteilnehmer von grosser Bedeutung. Viele dieser kleineren Schwellenländer haben unter der Pandemie (keine Einnahmen durch Tourismus) und dem Krieg in der Ukraine (hohe Ausgaben für Energieimporte) stark gelitten. Die Folge waren extrem hohe Kreditrisikoprämien unabhängig vom ESG Score.



Mali Chivakul, Ökonomin Schwellenländer

Global View: Alex, die Käufe von Staatsanleihen durch Notenbanken führen in einigen Fällen zu einer Verzerrung der Kurse. Lohnt sich die Berücksichtigung von ESG-Faktoren dennoch bei der Bewertung von Staatsanleihenrisiken?

Emittenten von Staatsanleihen aus Industrieländern haben in der Tat die Möglichkeit, zusätzliche Schulden aufzunehmen, um ihren Verpflichtungen nachzukommen, das heisst, sie können Probleme für eine Weile aussitzen. Dies gilt insbesondere für Länder, die eine glaubwürdige Zentralbank in der Hinterhand haben, sodass ihre Staatsanleihen für einen gewissen Zeitraum mit zu niedrigen Kreditrisikoprämien gehandelt

werden. Der jüngste Inflationsanstieg und die deutlich höheren Leitzinsen zeigen aber, dass auch Notenbanken nicht zwangsläufig in der Lage sind, für unbegrenzte Zeit Unterstützung zu bieten. Interessanterweise korreliert die Bewertung der Kreditrisiken am Markt bei hoch bewerteten Industrieländern ziemlich gut mit ihren jeweiligen ESG-Bewertungen. Es scheint, dass man sich an den Märkten der Tatsache bewusst ist, dass ESG-Risiken, die sich nicht linear entwickeln und eher unerwartet grossen Schaden anrichten, eine wichtige Rolle spielen.



Alex Rohner und Mali Chivakul

Global View: Mali, deinen vorherigen Äusserungen entnehme ich, dass Kreditrisikoprämien und ESG-Bewertungen in Schwellenländern weniger stark miteinander korrelieren als in Industrieländern?

Das Schwellenländeruniversum ist deutlich weniger homogen als das der Industrieländer. Die vom Markt eingepreisten Risiken von Schwellenländeranleihen beruhen nach wie vor hauptsächlich auf der Fähigkeit eines Landes, seine Devisenkredite zurückzuzahlen. Den traditionellen Kennzahlen kommt nach wie vor die grösste Bedeutung zu, darunter das Wachstumspotenzial, die Haushaltslage und die Einnahmen und Kapitalströme in Fremdwährung. Betrachten wir die Gesamtheit der Schwellenländer, die USD-Anleihen ausgeben,

stellen wir fest, dass bessere ESG-Bewertungen die Risikobewertungen am Markt bislang nicht notwendigerweise beeinflussen. Betrachten wir dagegen Länder mit ähnlichen Ratings und ähnlichen Werten bei den traditionellen Kreditkennzahlen, differenzieren die Anleger tatsächlich entsprechend der ESG-Bewertungen. Bei Ländern mit dem Rating BB (im Durchschnitt der drei grossen Ratingagenturen) wird das Risiko vom Markt geringer eingeschätzt, wenn die ESG-Bewertung höher ausfällt. Da die Schwellenländer den ESG-Risiken, etwa dem Klimawandel, vermutlich besonders stark ausgesetzt sind, besteht ein erhebliches Potenzial, dass sich die ESG-Bewertungen künftig in den Risikobewertungen der Anleger niederschlagen werden. Anleger sind deshalb gut beraten, frühe Warnsignale in Form von niedrigen Bewertungen in den Bereichen Umwelt und Soziales ernst zu nehmen.

Global View: Alex, würdest du sagen, dass ESG-Risiken vom Markt in der Regel angemessen bewertet werden?

Im Bereich der Industrieländer werden Kreditrisiken unseren Beobachtungen nach vor allem anhand der Governance-Bewertungen bemessen. Hier ist die Korrelation am stärksten. Gesellschaftliche Faktoren scheinen eine etwas weniger grosse Rolle zu spielen. Wie von Frau Chivakul erwähnt, korrelieren die Risikobewertungen der Anleger also nach wie vor stark mit traditionellen Risikofaktoren. In den Schwellenländern ist dieses Phänomen sogar noch stärker ausgeprägt. Unsere Analyse verdeutlicht aber auch, dass die potenziellen Auswirkungen von Umweltrisiken wie dem Klimawandel auf Staatsanleihen in den Risikobewertungen der Anleger bislang nicht angemessen berücksichtigt werden. Bei den Risikoauflagen wird offenbar sehr wenig nach Umweltrisiken differenziert. Da sich Umweltrisiken nicht linear entwickeln und unerwartet und mit grosser Vehemenz eintreten, können sie das Wachstumspotenzial eines Landes und seine Fähigkeit, Schulden zu bedienen, in erheblichem Masse beeinflussen. Anleger sollten den Faktor Umwelt daher unbedingt im Auge behalten und in ihre Risikobewertungen einfließen lassen.

Global View: Wir bedanken uns für diese wertvollen Einschätzungen.



Markt- und Prognoseübersicht

Wirtschaftsprognosen

In %		2023	2024	2025
USA	Wirtschaftswachstum	2.5	2.3	1.4
	Inflation	4.1	3.0	2.5
Euroland	Wirtschaftswachstum	0.4	0.5	1.1
	Inflation	5.4	2.6	2.3
Schweiz	Wirtschaftswachstum	0.7	0.9	1.0
	Inflation	2.1	1.5	1.6
UK	Wirtschaftswachstum	0.1	0.1	1.0
	Inflation	7.3	2.3	2.2
Japan	Wirtschaftswachstum	1.9	0.7	0.9
	Inflation	3.3	2.3	1.9
China	Wirtschaftswachstum	5.2	4.5	4.5
	Inflation	0.3	1.1	2.4

Quelle: Macrobond, Bank J. Safra Sarasin, 06.03.2024

Leitzinsen in %

	05.03.	2Q24	4Q24	4Q25
US Fed Funds	5.50	5.25	4.75	3.75
EUR Einlagenzinssatz	4.00	3.75	3.00	2.00
CHF SARON	1.75	1.25	1.00	0.75
BoE Referenzzinssatz	5.25	5.25	4.50	3.25
Japan Tagesgeldsatz	-0.10	0.00	0.10	0.20

Quelle: Macrobond, Bank J. Safra Sarasin, 06.03.2024

Zehnjährige Anleiherendite in %

	05.03.	2Q24	4Q24	4Q25
USA	4.22	3.90	3.80	4.30
Deutschland	2.30	2.10	2.05	2.35
Schweiz	0.74	0.80	0.80	1.15
UK	4.01	4.00	3.80	3.45
Japan	0.70	0.75	0.90	1.10

Quelle: Datastream, Bank J. Safra Sarasin, 06.03.2024

Wechselkursprognosen

	05.03.	2Q24	4Q24	4Q25
EUR-CHF	0.96	0.97	0.93	0.93
EUR-USD	1.09	1.10	1.10	1.12
EUR-GBP	0.86	0.86	0.86	0.90
GBP-USD	1.27	1.28	1.28	1.24
USD-JPY	150	142	138	130
USD-CHF	0.88	0.88	0.85	0.83
USD-CNY	7.20	7.20	7.10	7.05

Quelle: Macrobond, Bank J. Safra Sarasin, 06.03.2024

Aktienindexkursziele

	05.03.	P/E ratio	Dec-24	Dec-25
USA				
S&P 500	5078	20.6	5'400	5'800
Nasdaq 100	17'898	25.9	19'300	21'000
Europa				
MSCI UK	2'196	11.0	2'300	2'450
DJ Euro Stoxx 50	4'893	13.4	5'200	5'500
DAX	17'698	12.0	18'900	20'000
SMI	11'464	17.2	12'200	12'800
SPI	14'894	26.6	16'300	17'500
SMIM (Swiss Mid-Caps)	2'575	18.1	2'800	3'000
Japan				
MSCI Japan	1'688	15.7	1'650	1'750
Aufstrebende Märkte				
MSCI EM	1'022	12.0	1'100	1'150
MSCI China	54	9.0	59	62

Quelle: Datastream, Bank J. Safra Sarasin, 06.03.2024

Aktienmarktstrategie

Regionen	Sektoren
Schweiz Euroland	Übergewichten Verbrauchsgüter Gesundheit Versorger
USA EM China	Neutral Telekommunikations-Dienstleistungen Zyklische Konsumgüter Informationstechnologie Energie Versicherungen Banken Immobilien
Japan GB	Untergewichten Industrie Roh-/Grundstoffe

Quelle: Bank J. Safra Sarasin, 06.03.2024

Vermögensallokation

Anlageklassen	Position
Anleihen	-
Staatsanleihen	+
Unternehmensanleihen mit Investment Grade Rating	=
Hochzinsanleihen	=
EM Anleihen	-
Aktien	+
Entwickelte Märkte	+
Schwellenländermärkte	-
Liquidität	=
Alternative Anlagen	=
Rohstoffe	=
Andere alternative Anlagen	+

Quelle: Bank J. Safra Sarasin, 06.03.2024

Wichtige Hinweise

Diese Publikation wurde von der Bank J. Safra Sarasin AG (die «Bank») ausschliesslich zu Informationszwecken erstellt. Es wurde nicht von der Finanzanalyseabteilung der Bank erstellt. Folglich finden die «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» der Schweizerischen Bankiervereinigung auf die vorliegende Publikation keine Anwendung.

Diese Publikation wurde aus Informationen und Daten («Informationen») aus öffentlich zugänglichen Quellen erstellt, welche von der Bank als zuverlässig und glaubwürdig eingestuft werden. Die Bank hat die Informationen jedoch nicht überprüft und übernimmt keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hier wiedergegebenen Informationen. Mögliche Fehler oder die Unvollständigkeit der Informationen stellen keine rechtlichen (vertraglich festgelegten oder stillschweigend mitvereinbarten) Gründe für eine Haftung dar, weder im Hinblick auf unmittelbare oder mittelbare Schäden noch auf Folgeschäden. Insbesondere haften weder die Bank noch ihre Aktionäre und Mitarbeiter für die in dieser Publikation wiedergegebenen Meinungen. Externe Datenanbieter geben keinerlei Zusicherung oder Gewähr hinsichtlich der Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der zur Verfügung gestellten Daten ab und übernehmen keine Haftung für Schäden jeglicher Art in Bezug auf solche Daten.

Diese Publikation stellt keinerlei Anlageberatung, kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offertstellung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder Finanzdienstleistungen dar und ersetzt nicht die individuelle Beratung und Risikoaufklärung durch einen qualifizierten Finanz-, Rechts- oder Steuerberater. Investoren werden aufgefordert, alle relevanten Unterlagen, insbesondere die Risikohinweise, sorgfältig zu lesen und sich in dem für Sie erforderlichen Umfang von Finanz- und Steuerexperten beraten zu lassen, bevor Sie eine Investition tätigen. Mit Ausnahme ihrer professionellen Berater dürfen Sie diese Publikation nicht an Dritte weitergeben. Sollten Sie dieses Marketingdokument irrtümlich erhalten haben, bitten wir Sie diese zurückzusenden oder es zu vernichten.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis für die laufende oder zukünftige Wertentwicklung.

Kapitalanlagen in Fremdwährungen unterliegen Währungsschwankungen. Entspricht die Bezugswährung des Investors nicht der Anlagewährung bzw. den Anlagewährungen besteht daher ein Wechselkursrisiko. Angaben zu künftigen (Wert-) Entwicklungen werden lediglich zu Informationszwecken gemacht und sind weder als Vorhersagen noch Zusicherungen einer künftigen Wertentwicklung zu verstehen, sie können aus unterschiedlichen Gründen erheblich von der tatsächlichen Wertentwicklung abweichen. Die in dieser Publikation dargestellten Meinungen, Prognosen sowie die erwähnten Zahlen und Daten können jederzeit und ohne Angabe von Gründen geändert werden. Es besteht keine Pflicht von Seiten der Bank oder einer anderen Person, den Inhalt dieser Publikation zu aktualisieren. Die Bank lehnt jede Haftung für Verluste, die sich aus der Weiterverwendung der vorliegenden Informationen (oder Teilen davon) ergeben, ab.

Weder diese Publikation noch Kopien davon dürfen in die Vereinigten Staaten von Amerika (USA) gesendet, gebracht oder in den USA oder an eine US Person verteilt werden. Diese Publikation richtet sich nicht an Personen in Ländern, in denen (z.B. aufgrund der Nationalität dieser Personen, ihres Wohnsitzes oder aus anderen Gründen) die Verteilung dieser Publikation untersagt ist.

Bei dieser Publikation handelt es sich um Marketingmaterial. Bezieht es sich auf ein Finanzinstrument, für das ein Prospekt und/oder ein Basisinformationsblatt vorliegt, sind diese kostenlos bei der Bank J. Safra Sarasin AG, Elisabethenstrasse 62, Postfach, CH-4002 Basel, Schweiz erhältlich.

Bloomberg

„Bloomberg®“ und der/die referenzierte(n) Bloomberg-Index(-Indizes) sind Dienstleistungsmarken von Bloomberg Finance L.P. und seinen verbundenen Unternehmen, darunter Bloomberg Index Services Limited („BISL“), der Verwalter des Index (zusammen „Bloomberg“) und wurden für die Verwendung durch die Bank J. Safra Sarasin AG für bestimmte Zwecke lizenziert. Bloomberg ist nicht mit der Bank J. Safra Sarasin AG verbunden und genehmigt, befürwortet, prüft oder empfiehlt das/die in dieser Publikation genannte(n) Finanzinstrument(e) nicht. Bloomberg gibt keine Garantie bezüglich der Aktualität, Genauigkeit oder Vollständigkeit der mit dem/den in dieser Publikation genannten Finanzinstrument(en) zusammenhängenden Daten oder Informationen.

ICE Data Indices

Die Quelle ICE Data Indices, LLC («ICE Data») wird mit Genehmigung verwendet. ICE Data, seine verbundenen Unternehmen und die jeweiligen Drittanbieter übernehmen keine Gewährleistung und machen keine Zusagen, weder ausdrücklich noch implizit, einschliesslich Gewährleistungen zur Marktgängigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck oder eine bestimmte Verwendung der Indizes, der Index Daten und jeglicher darin enthaltener, damit verbundener oder daraus abgeleiteter Daten. ICE Data, seine verbundenen Unternehmen und die jeweiligen Drittanbieter übernehmen keinerlei Schäden oder Haftung in Bezug auf die Eignung, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Indizes oder der Index Daten oder jeglicher Komponenten derselben. Die Indizes und die Index Daten sowie jegliche Komponenten derselben werden ohne Gewähr zur Verfügung gestellt und die Verwendung erfolgt auf eigene Gefahr. Weder ICE Data noch seine verbundenen Unternehmen oder die jeweiligen Drittanbieter sponsern, unterstützen oder empfehlen Bank J. Safra Sarasin AG oder dessen Produkte oder Dienstleistungen.

J.P. Morgan

Die Informationen wurden von Quellen eingeholt, die als zuverlässig gelten, aber J.P. Morgan übernimmt keine Garantie für deren Vollständigkeit oder Genauigkeit. Der Index wird mit Genehmigung verwendet. Der Index darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung von J.P. Morgan nicht kopiert, verwendet oder verteilt werden. Copyright 2020, J.P. Morgan Chase & Co. Alle Rechte vorbehalten.

MSCI Indices

Quelle: MSCI. Die Informationen von MSCI sind ausschliesslich für Ihren internen Gebrauch bestimmt. Sie dürfen nicht vervielfältigt oder in irgendeiner Form weiterverbreitet werden und sollten nicht als Grundlage für Finanzinstrumente, Produkte oder Indizes

oder als deren Bestandteil verwendet werden. Die Informationen von MSCI dürfen nicht als Anlageberatung oder Empfehlung für oder gegen eine Anlageentscheidung angesehen werden oder einer solchen zugrunde gelegt werden. Historische Daten und Analysen sollten nicht als Hinweis auf oder Garantie für eine Analyse oder Prognose der zukünftigen Wertentwicklung verstanden werden. Die Informationen von MSCI werden wie besehen (auf «as is»-Basis) zur Verfügung gestellt. Die Nutzer dieser Informationen tragen das gesamte Risiko für die Verwendung dieser Informationen. MSCI, seine verbundenen Unternehmen und jede andere Person, die an der Zusammenstellung, Berechnung oder Erstellung der Informationen von MSCI beteiligt ist (zusammen die «MSCI-Parteien»), lehnen hiermit ausdrücklich jegliche Haftung für diese Informationen ab (einschliesslich für ihre Ursprünglichkeit, Richtigkeit, Vollständigkeit, Aktualität, Nichtverletzung, Marktgängigkeit und Eignung für einen bestimmten Zweck). Unbeschadet der vorstehenden Bestimmungen haftet keine MSCI-Partei für direkte, indirekte, besondere, beiläufig entstandene Schäden, für Schadenersatz, Folgeschäden (einschliesslich entgangener Gewinne) oder sonstige Schäden. (www.msci.com)

SMI

«Swiss Exchange AG («SIX Swiss Exchange») ist die Quelle der SMI Indices® und der darin enthaltenen Daten. SIX Swiss Exchange war in keinerlei Form an der Erstellung der in dieser Berichterstattung enthaltenen Informationen beteiligt. SIX Swiss Exchange übernimmt keinerlei Gewährleistung und schliesst jegliche Haftung (sowohl aus fahrlässigem sowie aus anderem Verhalten) in Bezug auf die in dieser Berichterstattung enthaltenen Informationen – wie unter anderem für die Genauigkeit, Angemessenheit, Richtigkeit, Vollständigkeit, Rechtzeitigkeit und Eignung für beliebige Zwecke – sowie hinsichtlich Fehlern, Auslassungen oder Unterbrechungen in den SMI Indices® oder dessen Daten aus. Jegliche Verbreitung oder Weitergabe der von SIX Swiss Exchange stammenden Informationen ist untersagt.»

Informationen zur Verteilung

Sofern nicht anders angegeben, wird diese Publikation von der Bank J. Safra Sarasin AG (Schweiz) verteilt.

Bahamas: Diese Publikation wird Privatkunden der Bank J. Safra Sarasin (Bahamas) Ltd zur Verfügung gestellt. Sie ist nicht bestimmt für die Weitergabe an Staatsangehörige oder Bürger der Bahamas oder an Personen welche gemäss den Bestimmungen über die Devisenkontrolle (exchange control) der Zentralbank der Bahamas als in den Bahamas wohnhaft angesehen werden.

Dubai International Financial Centre (DIFC): Dieses Material ist für die Verteilung durch J. Safra Sarasin (Middle East) Ltd («JSSME») im DIFC an professionelle Kunden im Sinne der Dubai Financial Services Authority (DFSA) bestimmt. JSSME ist von der DFSA ordnungsgemäss autorisiert und beaufsichtigt. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie sich an einen autorisierten Finanzberater wenden. Dieses Material kann auch Fonds enthalten, die keiner Überwachung oder Genehmigung durch die Dubai Financial Services Authority («DFSA») unterliegen. Die DFSA ist nicht für die Prüfung oder Verifizierung von Emissions- oder anderen Dokumenten im Zusammenhang mit solchen Fonds verantwortlich. Die DFSA hat weder ein Ausgabedokument noch andere zugehörige Dokumente genehmigt, noch hat sie irgendwelche Schritte unternommen, um die in etwaigen Ausgabedokument enthaltenen Informationen zu überprüfen, demzufolge übernimmt sie für diese auch keine Verantwortung. Die Anteile, auf die sich das Ausgabedokument bezieht, können illiquide sein und/oder Beschränkungen für den Weiterverkauf unterliegen. Potenzielle Käufer sollten ihre eigene Prüfung der Anteile vornehmen.

Deutschland: Die vorliegende Publikation wird in Deutschland von der J. Safra Sarasin (Deutschland) GmbH, Kirchnerstraße 6-8, 60311 Frankfurt am Main zu reinen Informationszwecken verteilt und erhebt nicht den Anspruch, die vollständige Darstellung aller beschriebenen Produkteigenschaften zu enthalten. Produktunterlagen, wenn es sich um Fonds handelt, sind auf Anfrage kostenlos bei der J. Safra Sarasin (Deutschland) GmbH, Kirchnerstraße 6-8, 60311 Frankfurt am Main in deutscher und englischer Sprache erhältlich. Soweit im Rahmen dieser Publikation zukünftige Wertentwicklungen dargestellt werden, beruhen diese unter anderem auf Prognosen für die zukünftige Entwicklung der Finanzmärkte und entsprechenden Simulationen. Diese Prognosen und Simulationen wiederum beruhen vor allem auf Erfahrungen und konkreten Wertentwicklungsdaten der Vergangenheit. Wir möchten Sie daher ausdrücklich darauf hinweisen, dass historische Wertentwicklungsdaten, Prognoseberechnungen und sonstige Simulationen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind. Eine Garantie für das Eintreten der prognostizierten Werte der Modellrechnungen können wir daher nicht übernehmen. Die in dieser Publikation bereitgestellten Informationen für Kunden mit Wohnsitz oder Sitz in Deutschland richten sich ausschließlich an institutionelle Kunden, die Anlagegeschäfte ausschließlich als Unternehmer zu gewerblichen Zwecken abzuschließen beabsichtigen. Dieser Kundenkreis ist beschränkt auf Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute, Kapitalverwaltungsgesellschaften und Versicherungsunternehmen, soweit sie über die für den Geschäftsbetrieb jeweils erforderliche Erlaubnis verfügen und einer Aufsicht unterliegen, sowie mittelgroße und große Kapitalgesellschaften im Sinne des deutschen Handelsgesetzbuchs (§ 267 Abs. 2 und Abs. 3 HGB).

Gibraltar: Dieses Marketingdokument wird von der Bank J. Safra Sarasin (Gibraltar) Ltd, First Floor Neptune House, Marina Bay, Gibraltar, von Gibraltar aus an ihre Kunden und Interessenten verteilt. Die Bank J. Safra Sarasin (Gibraltar) Ltd. mit eingetragenem Sitz in 57/63 Line Wall Road, Gibraltar, bietet ihren Kunden und Interessenten Produkte und Dienstleistungen im Bereich Vermögens- und Anlageverwaltung an. Sie ist in Gibraltar unter der Registrierungsnummer 82334 eingetragen. Die Bank J. Safra Sarasin (Gibraltar) Ltd ist von der Gibraltar Financial Services Commission autorisiert und reguliert. Telefongespräche können aufgezeichnet werden. Ihre persönlichen Daten werden in Übereinstimmung mit unserer Daten- und Datenschutzerklärung behandelt. Diese Publikation wird Ihnen von der Bank J. Safra Sarasin (Gibraltar) Limited zur Verfügung gestellt: Dieses Dokument ist als Marketingmitteilung im Sinne des Financial Services Act 2019 zugelassen. Nichts in diesem Dokument soll eine Haftung ausschließen oder einschränken, die wir Ihnen gemäß dem für uns geltenden Regulierungssystem schulden, und im Falle eines Konflikts wird jeder gegenteilige Hinweis außer Kraft gesetzt: Sie werden daran erinnert, alle relevanten Unterlagen zu lesen, bevor Sie eine

Anlage tätigen, einschließlich der Risikowarnungen, und sich bei Bedarf von einem Finanz- oder Steuerexperten beraten zu lassen. Es ist Ihnen nicht gestattet, dieses Dokument an andere weiterzugeben, mit Ausnahme Ihrer professionellen Berater. Sollten Sie es irrtümlich erhalten haben, geben Sie es bitte zurück oder vernichten es.

Hong Kong: Dieses Dokument wird in Hong Kong von der Bank J. Safra Sarasin Ltd, Hong Kong Branch verteilt. Die Bank J. Safra Sarasin Ltd, Hong Kong Branch ist eine zugelassene Bank im Sinne der Hong Kong Banking Ordinance (Cap. 155 der Gesetze von Hongkong) und eine eingetragene Institution im Sinne der Securities and Futures Ordinance (Cap. 571 der Gesetze von Hongkong).

Luxemburg: Diese Publikation wird in Luxemburg von der Banque J. Safra Sarasin (Luxembourg) SA (die "Luxemburger Bank") mit Sitz in 17-21, Boulevard Joseph II, L-1840 Luxemburg verteilt. Sie unterliegt der Aufsicht der Commission de Surveillance du Secteur Financier – CSSF. Die Luxemburger Bank stellt dieses Dokument ihren Kunden in Luxemburg zur Verfügung und ist nicht der Autor dieses Dokuments. Dieses Dokument stellt weder eine persönliche Empfehlung in Bezug auf die darin genannten Finanzinstrumente oder Produkte oder Anlagestrategien dar, noch stellt es eine Aufforderung zum Abschluss eines Portfolioverwaltungsmandates mit der Luxemburger Bank oder ein Angebot zur Zeichnung oder zum Kauf eines der darin genannten Produkte oder Instrumente dar. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen keine Grundlage für eine Investitionsentscheidung dar. Nichts in diesem Dokument stellt eine Anlage-, Rechts-, Buchhaltungs- oder Steuerberatung oder eine Zusicherung dar, dass eine Anlage oder Strategie für individuelle Umstände geeignet oder angemessen ist. Jeder Kunde hat seine eigene Bewertung vorzunehmen. Die Luxemburger Bank übernimmt keine Haftung im Zusammenhang mit einer Anlage-, Veräußerungs- oder Aufbewahrungsentscheidung des Kunden resultierend aus der in diesem Dokument enthaltenen Informationen. Der Kunde trägt alle Risiken von Verlusten, die durch diese Entscheidung möglicherweise entstehen. Insbesondere haften weder die Luxemburger Bank noch ihre Aktionäre oder Mitarbeiter für die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen, Einschätzungen und Strategien.

Monaco: In Monaco wird dieses Dokument von der Banque J. Safra Sarasin (Monaco) SA verteilt, einer im «Fürstentum Monaco» eingetragenen Bank, die von der französischen Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) und der monegasischen Regierung und Commission de Contrôle des Activités Financières (CCAF) beaufsichtigt wird.

Panama: Diese Publikation basiert ausschließlich auf öffentlich zugänglichen Informationen und wird von der J. Safra Sarasin Asset Management S.A., Panama, die von der Securities Commission of Panama beaufsichtigt wird, verteilt.

Qatar Financial Centre (QFC): Dieses Dokument ist für den Vertrieb durch die Bank J. Safra Sarasin (QFC) LLC, Qatar [«BJSSQ»] von QFC aus an Geschäftskunden im Sinne der Vorschriften der Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) bestimmt. Die Bank J. Safra Sarasin (QFC) LLC ist von der QFCRA zugelassen. Dieses Dokument kann auch kollektive Kapitalanlagen (Fonds) beinhalten, die nicht im QFC registriert oder von der Regulierungsbehörde beaufsichtigt sind. Weder wurde ein Emissionsdokument noch der Prospekt für den Fonds oder sonstige mit diesem im Zusammenhang stehende Dokumente von der Regulierungsbehörde geprüft oder genehmigt. Anleger in den Fonds haben möglicherweise nicht den gleichen Zugang zu Informationen über den Fonds, die sie zu Informationen über einen im QFC registrierten Fonds haben würden. Der Regress gegen den Fonds und/oder darin involvierte Personen kann eingeschränkt oder schwierig sein und muss möglicherweise in einem Land außerhalb des QFC verfolgt werden.

Singapur: Dieses Dokument wird von der Bank J. Safra Sarasin Ltd, Singapore Branch in Singapur, verteilt. Die Bank J. Safra Sarasin, Singapore Branch ist ein befreiter Finanzberater (exempt financial adviser) gemäss dem Singapore Financial Advisers Act (Cap. 110), eine Firmenkundenbank, die nach dem Singapore Banking Act (Cap. 19) zugelassen ist und von der Monetary Authority of Singapore beaufsichtigt wird.

Vereinigtes Königreich: Dieses Dokument wird aus dem Vereinigten Königreich von der Bank J. Safra Sarasin (Gibraltar) Ltd, London Branch, 47 Berkeley Square, London, W1J 5AU, an ihre Kunden, Interessenten und andere Kontakte verteilt. Die Bank J. Safra Sarasin (Gibraltar) Ltd bietet ihren Kunden und Interessenten über die Bank J. Safra Sarasin (Gibraltar) Ltd, London Branch, Vermögensverwaltungsprodukte und -dienstleistungen an. Eingetragen als ausländisches Unternehmen im Vereinigten Königreich unter der Nummer FC027699. Zugelassen von der Gibraltar Financial Services Commission und unterliegt im Vereinigten Königreich einer begrenzten Regulierung durch die Financial Conduct Authority und die Prudential Regulation Authority. Registrierungsnummer 466838. Einzelheiten über den Umfang unserer Regulierung durch die Financial Conduct Authority und die Prudential Regulation Authority sind auf Anfrage bei uns erhältlich. Eingetragener Sitz 57 - 63 Line Wall Road, Gibraltar. Telefongespräche können aufgezeichnet werden. Ihre persönlichen Daten werden in Übereinstimmung mit unserer Datenschutzerklärung behandelt. Wenn Ihnen diese Publikation von der Bank J. Safra Sarasin (Gibraltar) Limited, Niederlassung London, zur Verfügung gestellt wird: Nichts in diesem Dokument soll eine Haftung ausschliessen oder einschränken, die wir Ihnen im Rahmen des für uns geltenden Regulierungssystems schulden und im Falle eines Konflikts wird jede gegenteilige Angabe außer Kraft gesetzt; Sie werden daran erinnert, alle relevanten Unterlagen im Zusammenhang mit einer Anlage, einschließlich der Risikowarnungen, zu lesen und sich bei Bedarf von Fachleuten in Finanz- oder Steuerfragen beraten zu lassen; es ist Ihnen nicht gestattet, dieses Dokument an andere weiterzugeben, mit Ausnahme Ihrer professionellen Berater. Sollten Sie es irrtümlich erhalten haben, geben Sie es bitte zurück oder vernichten es.

Bank J. Safra Sarasin AG

Elisabethenstrasse 62

Postfach

4002 Basel

Schweiz

T: +41 (0)58 317 44 44

F: +41 (0)58 317 44 00

www.jsafrasarasin.com