



SARASIN

Nachhaltige Erfüllung staatlicher Verpflichtungen

Nachhaltigkeit und Performance
von Staatsanleihen

Juli 2011

Inhalt

Zusammenfassung	3
Staatsanleihe ist nicht gleich Staatsanleihe	4
Nachhaltige Staatsanleihen mit höherer Rendite	6
Nachhaltigkeitsanalyse als Ergänzung der Kreditratings von Staaten	13
Kontakte	15
Publikationen	16

Zusammenfassung

Die Verfügbarkeit von Ressourcen und deren effiziente Nutzung sind die Hauptthemen bei unserer Nachhaltigkeitsanalyse von Ländern. Diese dient zur Identifikation von Staaten, welche eher in der Lage sind, ein langfristiges oder eben nachhaltiges Wirtschaften aufrechtzuerhalten, was wiederum eine Grundvoraussetzung für die Bedienung der Staatsschulden ist. Vergleiche der letzten Jahre zeigen bereits eine positive Auswirkung der Nachhaltigkeit auf die Wertentwicklung der Staatsanleihen. Diese Beziehung dürfte sich auch in der Zukunft fortsetzen.

Verfügbarkeit und effiziente Nutzung von Ressourcen immer wichtiger

Angesichts des anhaltenden globalen Bevölkerungswachstums gepaart mit einer stetigen Wohlstandszunahme werden natürliche, soziale und wirtschaftliche Ressourcen immer intensiver genutzt. Diese sind jedoch keinesfalls unbegrenzt verfügbar, in vielen Fällen können bereits heute erste Knappheitserscheinungen beobachtet werden, was sich häufig in steigenden Preisen für die betroffenen Ressourcen bemerkbar macht. Aus diesen Gründen werden die Verfügbarkeit und die effiziente Nutzung von Ressourcen sowohl für die Weltwirtschaft als auch für einzelne Länder immer wichtiger.

Staatsanleihen sind künftige Zahlungsverprechen

Durch das Begeben von Staatsanleihen verspricht die öffentliche Hand, im Austausch für einen heutigen Einmalbetrag in der Zukunft Zins- und Tilgungszahlungen zu leisten. Die Erfüllung der versprochenen Zahlungen hängt in grossem Masse von der Realisierbarkeit zukünftiger Steuereinnahmen ab, was wiederum eng mit der langfristigen Leistungsfähigkeit einer Volkswirtschaft verbunden ist. Obwohl «traditionelle Kreditratings» eigentlich zum Ziel haben, genau diese künftige Leistungs- und Zahlungsfähigkeit abzuschätzen, wirkten sie in jüngster Vergangenheit in vielen Fällen eher als Begleiterscheinung der Gegenwart und nicht – wie eigentlich beabsichtigt – als Indikation für die Zukunft. Nachhaltigkeitskriterien liefern hier eine sinnvolle Ergänzung, indem sie Frühindikatoren darstellen.

Nachhaltigkeit hat sich ausgezahlt

Die Ergänzung der sich eher auf finanzwirtschaftliche Kennzahlen stützenden traditionellen Bonitätsbewertung um ökologische und soziale Kriterien zahlte sich in den letzten Jahren bereits aus. Sowohl in Industrie- als auch

in Schwellenländern war die Wertentwicklung von Staatsanleihen nachhaltiger Länder klar überdurchschnittlich. Während nachhaltige Industriestaaten vor allem von der aktuellen Schuldenkrise weitgehend verschont blieben, lieferten nachhaltige Schwellenländer – mit einer kurzen und schnell wettgemachten Unterbrechung – eine seit Jahren bessere Wertentwicklung als nicht-nachhaltige Staaten aus derselben Ländergruppe. Diese zum Teil deutlich bessere Performance wurde zwar teilweise durch höhere Volatilitäten begleitet, dennoch verzeichneten nachhaltige Staatsanleihen meistens auch klar bessere risikoadjustierte Renditen. Die positive Beziehung zwischen Nachhaltigkeit und Wertentwicklung liess sich in den meisten Fällen sowohl für die Performance in Lokalwährung als auch für die Wechselkursentwicklung herstellen. Mit unter den wichtigsten Treibern waren dabei Ökologie, Bildung, Gesundheit und Staatsführung. Alles Faktoren, welche die Produktionsmöglichkeiten und die Produktivität einer Volkswirtschaft positiv beeinflussen.

Der Trend dürfte sich fortsetzen

Für die Zukunft erwarten wir eine graduelle Fortsetzung dieses Trends. Grundsätzlich gilt zwar auch hier die Aussage, dass die vergangene Performance keine Garantie für zukünftige Entwicklungen ist. Dennoch muss vor Augen geführt werden, dass sich die Problematik der Ressourcenknappheit in der Zukunft eher verschärfen als entspannen wird. Somit wird zwangsläufig auch der effizienten Nutzung dieser immer knapper werdenden Ressourcen mehr Bedeutung zukommen. Deshalb werden nur Länder mit hoher Ressourcenverfügbarkeit und/oder -effizienz langfristig erfolgreich und leistungsfähig bleiben und somit ihre staatlichen Verpflichtungen – wozu auch die Bedienung der Staatsschulden gehört – nachhaltig erfüllen können.

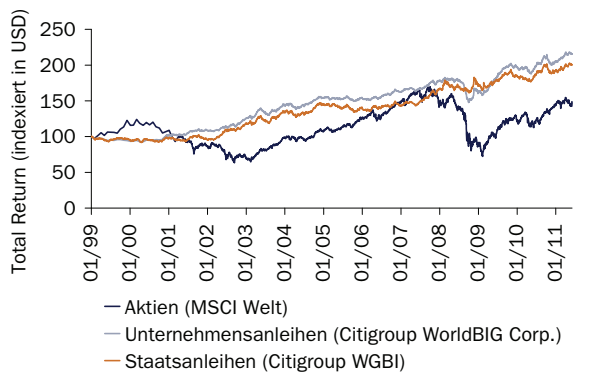
Staatsanleihe ist nicht gleich Staatsanleihe

Vermeintlich sichere Staatsanleihen stellten sich in jüngster Vergangenheit als weitaus riskanter heraus als vermutet und mussten dementsprechend deutliche Kursverluste hinnehmen. «Traditionelle» Kreditratings wirkten dabei in vielen Fällen eher als Begleiterscheinung der Gegenwart und nicht – wie eigentlich beabsichtigt – als Indikation für die Zukunft. Die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien könnte hier eine sinnvolle Ergänzung sein.

Obligationen als sichere Anlagen

Das Auszahlungsprofil einer Obligation, meistens bestehend aus periodischen Zinszahlungen und einer einmaligen Tilgungszahlung am Ende der Laufzeit, ist für den Investor grösstenteils bereits im Voraus bekannt. Solange der Schuldner zahlungsfähig – und zahlungsbereit – bleibt, finden die Zahlungsströme in vordefinierter Höhe zu vordefinierten Zeitpunkten statt. Demgegenüber erhalten Aktionäre einen unbestimmten und mehr oder weniger stark schwankenden Dividendenstrom. Auch werden ihre Dividenden erst ausbezahlt, nachdem die Obligationäre bereits bedient worden sind. Aus diesen Gründen gelten Obligationen im Vergleich zu Aktien tendenziell als sicherer, was langfristig kleinere Schwankungen aber auch tiefere Renditen erwarten lässt.

Abb. 1: Risiko vs. Rendite von Aktien und Anleihen



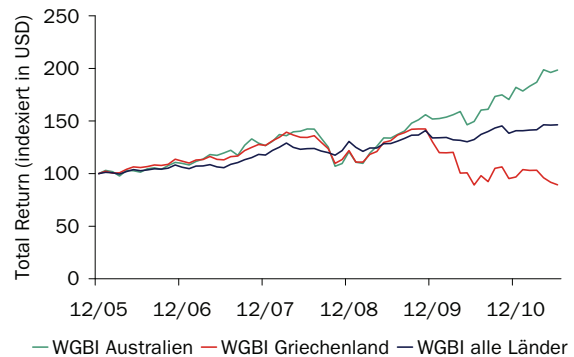
Im Falle von Staatsanleihen ist diese Sicherheit tendenziell noch grösser. Obwohl die Unternehmensbesteuerung grösstenteils zwischen Zins- und Dividendenzahlung in Form von Gewinnsteuern stattfindet, verfügt der Staat über weitere, zum Teil deutlich wichtigere Einnahmequellen, allen voran die Einkommens- und Umsatzsteuern. Diese sind dem Schuldendienst der Unternehmen grund-

sätzlich vorgelagert. Ein weiterer Sicherheitsfaktor ist die Tatsache, dass ein Staat im Grunde genommen eine ganze Volkswirtschaft hinter sich hat. Deshalb gelten Staatsanleihen im Vergleich zu Unternehmensanleihen als noch sicherer, was tendenziell zu noch kleineren Schwankungen aber auch zu noch tieferen Renditen führt (siehe Abb. 1).

Staatsanleihe nicht gleich Staatsanleihe

Die Gültigkeit der obigen Überlegungen ist bei einer Durchschnittsbetrachtung natürlich viel eher gegeben als im Falle von Einzelinvestments. Insbesondere in Krisenzeiten – seien das «negative» oder auch «positive» Krisen – können deutliche Einzelabweichungen beobachtet werden. Ein gutes Beispiel hierfür ist die aktuelle Euroschuldenkrise. Vermeintlich sichere Staatsanleihen stellten sich dabei als viel riskanter heraus als vermutet und mussten dementsprechend deutliche Kursverluste hinnehmen, um die in der Zukunft erwartete Rendite dem tatsächlichen Risikoprofil anzupassen.

Abb. 2: Die Spreu trennt sich vom Weizen



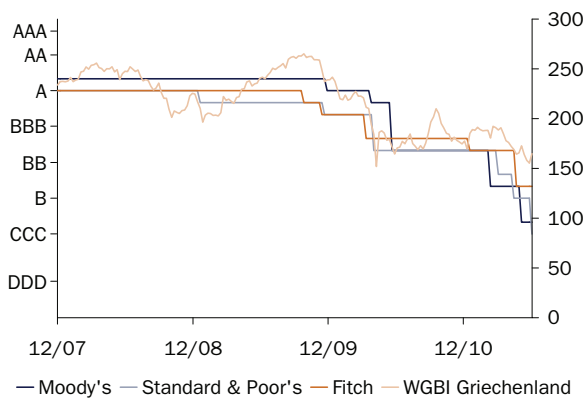
Um dies zu illustrieren, zeigt Abbildung 2 die Wertentwicklung des Citigroup «World Government Bond Index»

(WGBI), bestehend aus rund 25 Industriestaaten, zusammen mit dem stärksten bzw. schwächsten Land im Index¹. Auffallend ist die deutliche Performance-Schere zwischen Australien und Griechenland, welche sich nach jahrelanger, mehr oder weniger gleichmässiger Entwicklung öffnete.

Indikation im Vorfeld

Es stellt sich dabei die Frage, ob es für solche negativen Überraschungen, welche z.B. den griechischen Staatsanleihen widerfahren ist, bereits im Vorfeld eine gewisse Indikation gab. Eine denkbare und häufig verwendete Lösung ist, die «traditionellen» Kreditratings der grossen Ratingagenturen Moody's, Standard & Poor's und Fitch heranzuziehen. Es lässt sich dabei tatsächlich feststellen, dass das Rating von Griechenland bereits vor der Krise schwächer war als dasjenige von Australien. Der Ratingunterschied war jedoch keinesfalls so ausgeprägt, dass dieser den später beobachteten Performanceunterschied hätte erwarten lassen. Auch wurden die Ratings beinahe parallel zum Wertverfall laufend nach unten angepasst (siehe Abb. 3). Somit waren sie aber keine Indikation für die Zukunft, sondern eher eine Begleiterscheinung der Gegenwart. Sie waren also mehr Präsenz- als Frühindikatoren, möglicherweise weil sie zu stark auf Symptombeobachtung in Form aktueller Finanzzahlen fokussiert sind.

Abb. 3: Indikation oder Begleiterscheinung?



Quelle: Datastream, Moody's, Standard & Poor's, Fitch, Sarasin

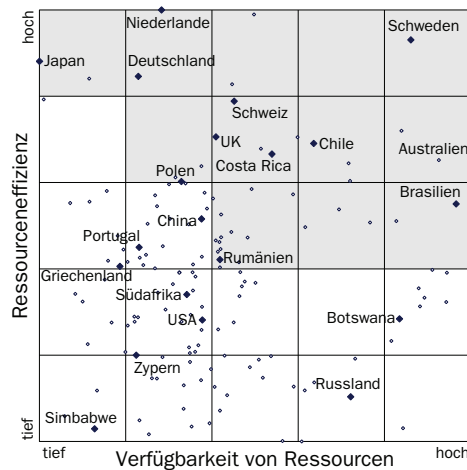
Daraus lässt sich folgern, dass Ratingänderungen für die Wertentwicklung mindestens gleich wichtig sind wie die

absolute Höhe der Ratings selbst. In gewisser Weise ist eine Änderung der Krediteinstufung nur eine Bestätigung – und teilweise eine Verstärkung – der bereits stattfindenden Entwicklung. Deshalb wäre es nützlich, Frühindikatoren für künftige Ratingänderungen und somit auch für mögliche – negative oder auch positive – Überraschungen zu haben. Genau an diesem Punkt setzt unsere Nachhaltigkeitsanalyse an, indem sie versucht, Chancen und Risiken zu identifizieren, welche in den aktuellen Kursen noch nicht enthalten sind, sich aber mittel- bis langfristig mit hoher Wahrscheinlichkeit monetarisieren werden.

Ressourcenverfügbarkeit und -effizienz

Die langfristige Zahlungsfähigkeit eines Landes hängt in grossem Masse von der Realisierbarkeit zukünftiger Steuereinnahmen ab. Hierfür braucht es ein nachhaltiges Steuersubstrat, welches in erster Linie in Form von künftigen Gütern und Dienstleistungen vorliegen muss. Dies wiederum ist einerseits abhängig von der Verfügbarkeit von natürlichen, sozialen und wirtschaftlichen Ressourcen in einem Land und andererseits von der Effizienz der Ressourcenumwandlung in Güter und Dienstleistungen. Deshalb legen wir den Fokus unserer Nachhaltigkeitsanalyse von Staatsanleihen auf die Hauptthemen Ressourcenverfügbarkeit und -effizienz und positionieren einzelne Staaten in unserer Nachhaltigkeitsmatrix in diesen beiden Dimensionen (Abb. 4). Für weitere Details bezüglich unserer Bewertungsmethodik verweisen wir auf unsere im März 2010 publizierte Nachhaltigkeitsstudie «Die Welt in der Zwickmühle zwischen Wohlstand und Ressourcenschutz – Nachhaltigkeitsbewertung von Staatsanleihen».

Abb. 4: Nachhaltigkeitsmatrix von Ländern (per 2010)



Quelle: Sarasin

¹ Aufgrund der laufenden Herabstufung der Bonität ist Griechenland mittlerweile nicht mehr im «WGBI» enthalten.

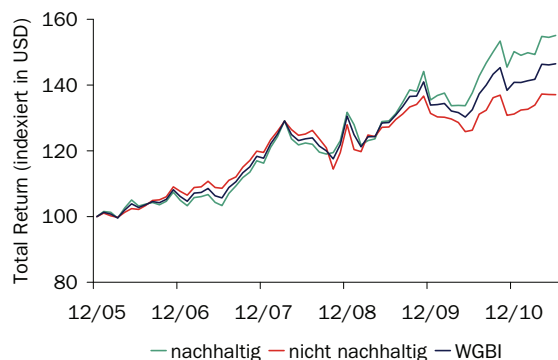
Nachhaltige Staatsanleihen mit höherer Rendite

Sowohl in Industrie- als auch in Schwellenländern hatte die Nachhaltigkeit in den letzten Jahren einen positiven Einfluss auf die Wertentwicklung von Staatsanleihen. Diese Beziehung liess sich in den meisten Fällen sowohl für die Performance in Lokalwährung als auch für die Wechselkursentwicklung herstellen. Mit unter den wichtigsten Treibern waren Ökologie, Bildung, Gesundheit und Staatsführung.

Performancevergleich bei den Industriestaaten

Die signifikanten Performanceunterschiede, wie dies am Beispiel von Griechenland und Australien weiter oben gezeigt wurde, beschränken sich nicht auf einige wenige Länder. Um die durchschnittliche Wertentwicklung von Staatsanleihen nachhaltiger und nicht-nachhaltiger Industrieländer zu vergleichen, haben wir den «World Government Bond Index» (WGBI) von Citigroup in zwei Gruppen aufgeteilt. 15 von den insgesamt 25 im Index vertretenen Staaten sind gemäss unserem Rating als «nachhaltig» eingestuft, der Rest ist «nicht nachhaltig».

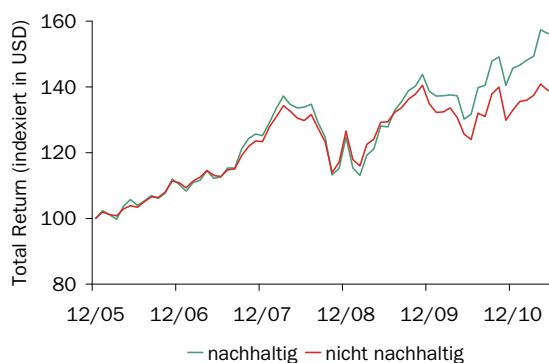
Abb. 5: Marktwertgewichtete Performance der Anleihen nachhaltiger und nicht-nachhaltiger Industriestaaten



Quelle: Datastream, Sarasin

Bei der Gewichtung der einzelnen Länder haben wir in einem ersten Schritt die jeweiligen Indexgewichte verwendet (Abb. 5). Dabei muss jedoch im Hinterkopf behalten werden, dass nur zwei Länder, die USA und Japan, bereits rund 60% vom Index ausmachen und somit dessen Wertentwicklung massgeblich beeinflussen. Deshalb haben wir in einem zweiten Schritt auch eine Berechnung mit gleichen Gewichten und monatlichem «Rebalancing» durchgeführt (Abb. 6). Auf diese Weise lässt sich auch eine Aussage über den Einfluss kleinerer Länder machen.

Abb. 6: Gleichgewichtete Performance der Anleihen nachhaltiger und nicht-nachhaltiger Industriestaaten



Quelle: Datastream, Sarasin

Während nicht-nachhaltige Industrieländer einbrechen...

Auffallend in den Abbildungen 5 und 6 ist die jeweilige Entkopplung beider Gruppen ungefähr ab Mitte des Jahres 2009 und vor allem im Jahr 2010. Hierfür gibt es zwei Hauptgründe. Einerseits sind insbesondere an der südlichen Peripherie von Europa die Kurse der Staatsanleihen infolge der beginnenden Schuldenkrise – zum Teil massiv – eingebrochen. Die davon betroffenen Länder haben vieles gemeinsam. Sie leben seit vielen Jahren nicht nur über ihre finanziellen, sondern auch über ihre ökologischen Verhältnisse. Dazu kommt eine bereits stattfindende und sich künftig noch verstärkende Überalterung der Gesellschaft. Ferner führt eine weniger effiziente Ressourcennutzung zu einer niedrigen Wettbewerbsfähigkeit. Auch bei den politischen und sozialen Rahmenbedingungen gibt es nicht zu unterschätzende Defizite, wie z.B. die weit verbreitete Korruption oder die grossen Einkommensunterschiede in der Bevölkerung.

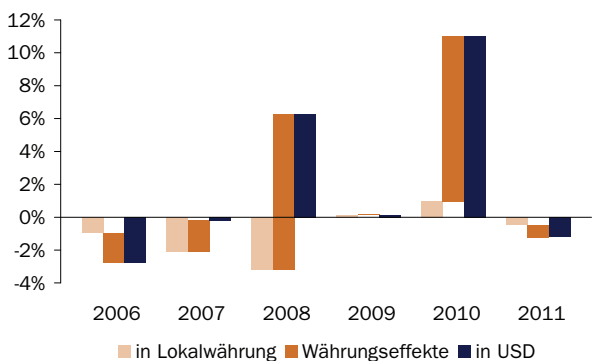
...sind die Nachhaltigen gut in Form

Andererseits verzeichneten Länder mit einer hohen Ressourcenverfügbarkeit und/oder einer effizienten Ressourcennutzung – wie beispielsweise Australien und die Schweiz – sowohl eine positive Wertentwicklung ihrer Staatsanleihen in Lokalwährung als auch eine tendenzielle Aufwertung ihrer jeweiligen Landeswährungen. In gewissen Fällen war der Effekt der Wechselkurse sogar die Hauptursache für das gute Abschneiden. Dies hing oft mit der Exportstärke und/oder Funktion als sicherer Hafen eines Landes zusammen. Diese Attribute kommen aber eben Ländern mit einer guten Ressourcenbasis und/oder hoher ökologischer, ökonomischer, politischer und sozialer Effizienz zugute.

Komponenten der Performanceunterschiede

Diese Unterschiede sind auch in den Abbildung 7 und 8 gut ersichtlich. Hier werden die jährlichen Performancedifferenzen der marktwert- bzw. der gleichgewichteten Indices dargestellt (blaue Balken). Ausserdem werden diese in Out-/Underperformance in Lokalwährung bzw. Out-/Underperformance der jeweiligen Landeswährungen (inkl. Residualgrössen) aufgeteilt (hellbraune bzw. dunkelbraune Balken).

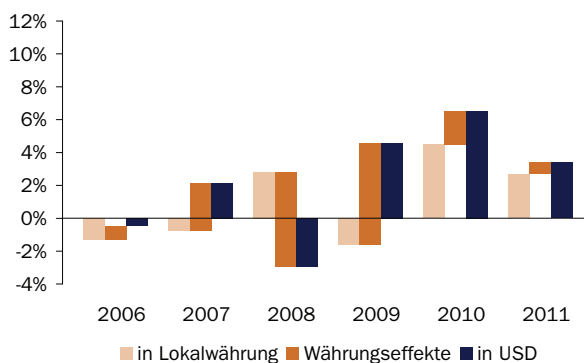
Abb. 7: Jährliche Out-/Underperformance der nachhaltigen Industrieland-Indices bei Marktwertgewichtung



Auf den ersten Blick überraschend ist die deutlich unterschiedliche Herkunft der Performancedifferenzen. Dies ist jedoch nicht weiter verwunderlich, wenn man beachtet, dass beispielsweise die USA im ersten Fall mit rund 25%, im zweiten Fall jedoch nur mit 4% vertreten sind. So kommt auch der laufende Wertverfall der US-Währung bei der marktwertgewichteten Berechnung (Abb. 7) deutlich stärker zur Geltung. Gleichzeitig werden die gleichgewich-

teten Indices (Abb. 8) stärker von den «südeuropäischen Sorgenkindern» beeinflusst. Die Performanceunterschiede haben also je nach Ländergewichtung zwar verschiedene (Haupt-)Ursachen, es resultiert aber in beiden Fällen eine Outperformance von nachhaltigen Staaten.

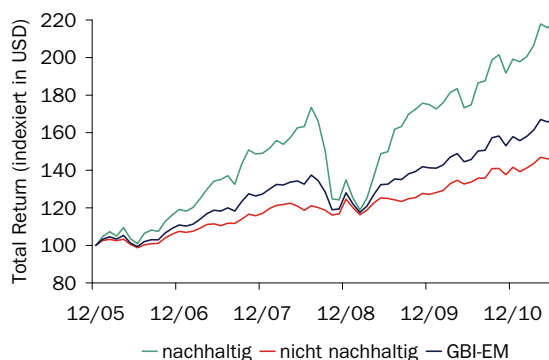
Abb. 8: Jährliche Out-/Underperformance der nachhaltigen Industrieland-Indices bei Gleichgewichtung



Performancevergleich bei den Schwellenländern

Einen ähnlichen Vergleich haben wir mithilfe des «Government Bond Index - Emerging Markets» (GBI-EM) von JPMorgan vorgenommen. Dabei sind wiederum 9 von den insgesamt 20 im Index vertretenen Schwellenländern in die Kategorie «nachhaltig» und der Rest in die Kategorie «nicht nachhaltig» eingeteilt und einerseits mit dem jeweiligen Anteil am Index gewichtet worden (Abb. 9).

Abb. 9: Marktwertgewichtete Performance der Anleihen nachhaltiger und nicht-nachhaltiger Schwellenländer

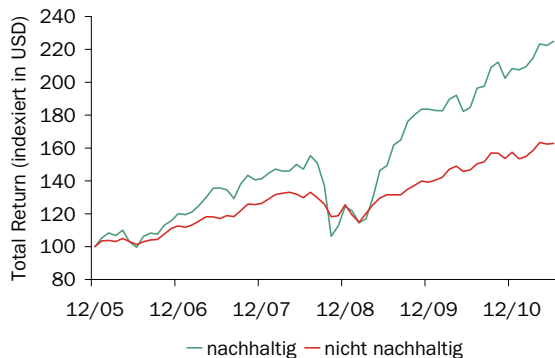


Wie im Falle der Industriestaaten haben wir andererseits auch für die Schwellenländer eine Berechnung mit gleichen Gewichten und monatlichem «Rebalancing» durchgeführt

Nachhaltige Staatsanleihen mit höherer Rendite

(Abb. 10). Im Gegensatz zum WGBI ist der GBI-EM jedoch etwas besser diversifiziert. So bestehen rund zwei Drittel des Index nicht nur aus zwei, sondern immerhin aus vier Ländern (China, Indien, Brasilien und Polen). Nichtsdestotrotz sind die Resultate bei unterschiedlicher Gewichtung leicht verschieden, was vor allem auf die im Vergleich zu den Industrieländern etwas grössere Heterogenität der Schwellenländer zurückzuführen ist. Dennoch bleiben die qualitativen Aussage dieselben, nur die Grössenordnungen ändern sich ein wenig.

Abb. 10: Gleichgewichtete Performance der Anleihen nachhaltiger und nicht-nachhaltiger Schwellenländer



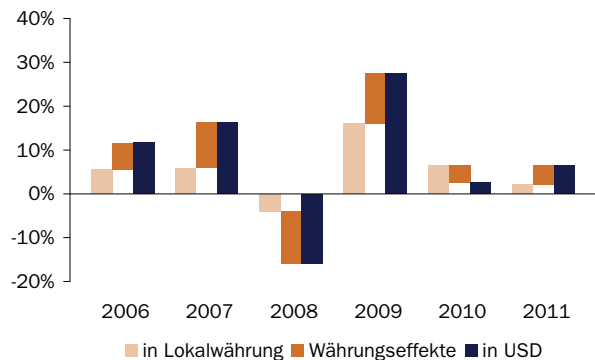
Quelle: Datastream, Sarasin

Nachhaltige Schwellenländer ebenfalls stärker

Die unterschiedliche Wertentwicklung ist bei den Schwellenländern noch augenfälliger als bei den Industrieländern. Bis auf eine kurze – aber isoliert betrachtet durchaus schmerzhaft – Periode während des Höhepunktes der globalen Finanzkrise in der zweiten Hälfte des Jahres 2008 haben sich Staatsanleihen von nachhaltigen Schwellenländern klar besser entwickelt. Sie verzeichneten aber auch – vor allem wegen dieses Einbruchs – eine höhere Volatilität. Dabei ist die Outperformance bei der Marktwertgewichtung ungefähr zu 2/3 auf eine stärkere Wertentwicklung der Staatsanleihen in Lokalwährung und zu 1/3 auf eine Aufwertung der jeweiligen Landeswährung zurückzuführen (siehe Abb. 11). Nur der bereits erwähnte Einbruch im Jahr 2008 hatte seinen Ursprung zu einem grossen Teil in einer starken Korrektur an den Devisenmärkten. Dieser Korrektur sind jedoch ähnlich starke Gegenbewegungen vorausgegangen und gefolgt. Bei der gleichgewichteten Berechnung drängen sich die Unterschiede der lokalen Renditen noch mehr in den Vordergrund und die Währungseffekte werden für die Performancedifferenzen weniger relevant (siehe Abb. 12). Dies

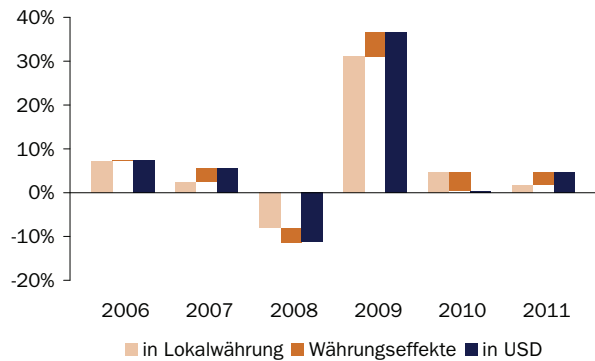
hat zwei Hauptgründe. Einerseits fällt der Einfluss der «einzigartig unvolatilen» chinesischen Währung bei Gleichgewichtung aller Länder schwächer aus. Andererseits werden die lokalen Renditeschwankungen kleinerer Schwellenländer, welche vor allem während der Subprime-Krise ein relativ starkes Auf und Ab erleben mussten, wichtiger.

Abb. 11: Jährliche Out-/Underperformance der nachhaltigen Schwellenland-Indices bei Marktwertgewichtung



Quelle: Datastream, Sarasin

Abb. 12: Jährliche Out-/Underperformance der nachhaltigen Schwellenland-Indices bei Gleichgewichtung



Quelle: Datastream, Sarasin

Südamerika vs. Südeuropa

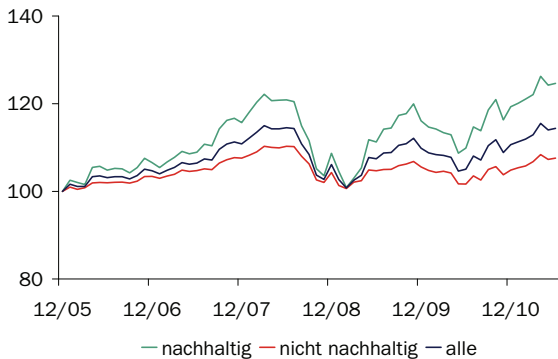
Einen grossen Teil der nachhaltigen Schwellenländer machen südamerikanische Staaten aus. Aus der Nachhaltigkeitsperspektive sind diese in vielerlei Hinsicht das Gegenteil nicht nur von den nicht-nachhaltigen Schwellenländern – wie beispielsweise China und Russland –, sondern auch von den krisengeplagten südeuropäischen Staaten. So leben die Südamerikaner weitgehend innerhalb ihrer ökologischen Verhältnisse und verfügen in vielen Fällen sogar noch über Reserven. Auch vom demogra-

fischen Wandel werden sie vergleichsweise verschont bleiben, ohne dabei in das andere Extrem des ungebremsten Bevölkerungswachstums zu fallen. Ihre Effizienz bei der Umwandlung von Ressourcen in materiellen Wohlstand, Bildung und Gesundheit kann sich im globalen Vergleich durchaus sehen lassen. Auch wenn sie betreffend Wettbewerbsfähigkeit, Staatsführung und soziale Rahmenbedingungen noch nicht das Niveau beispielsweise von den skandinavischen Ländern erreichen, müssen sie sich keinesfalls verstecken. Natürlich bestehen hier und dort noch Defizite, diese werden aber eher abgebaut als ausgeweitet.

Einfluss der Nachhaltigkeit auf die Wechselkurse

Neben den Bondrenditen in Lokalwährung hat in vielen Fällen auch die Entwicklung der Wechselkurse einen wichtigen Beitrag zur unterschiedlichen Performance nachhaltiger und nicht-nachhaltiger Staatsanleihen geleistet. Obwohl Wechselkursprognosen – insbesondere in der kurzen Frist – äusserst schwierig sind, werden als Erklärung für die mittel- bis langfristige Währungsentwicklung oft folgende Faktoren genannt: Zinsniveau, Inflation, Produktion, Beschäftigung, Kapital- und Handelsströme, politische Lage, Verschuldung. Eigentlich sind alle diese Faktoren – in der richtigen Ausprägung – Zeichen wirtschaftlicher Stärke. Bei unserer Nachhaltigkeitsanalyse von Ländern versuchen wir im Grunde genommen dieselbe Frage zu beantworten, nämlich die Frage nach den Ländern, welche ein erfolgreiches Wirtschaften langfristig aufrechterhalten können.

Abb. 13: Globale, BIP-gewichtete Wechselkursentwicklung gegenüber dem US-Dollar

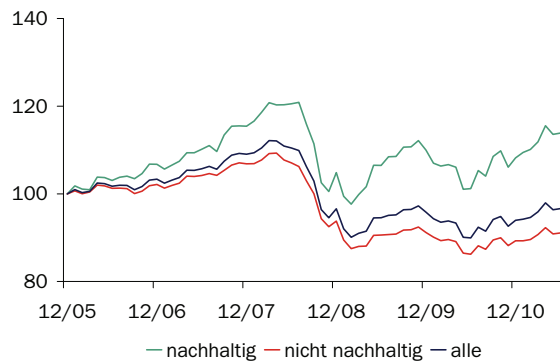


Quelle: Bloomberg, Datastream, Sarasin

Dies legt die Vermutung nahe, dass sich die Währungen von nachhaltigen Staaten tendenziell besser entwickeln

als diejenigen von nicht-nachhaltigen Staaten. Um diese These zu prüfen, haben wir aus allen 153 von uns gerateten Ländern einen nachhaltigen und einen nicht-nachhaltigen Währungskorb gebildet. Als Gewichte haben wir einmal das jeweilige Bruttoinlandsprodukt genommen (Abb. 13), ein zweites Mal haben wir alle Länder gleich gewichtet (Abb. 14).

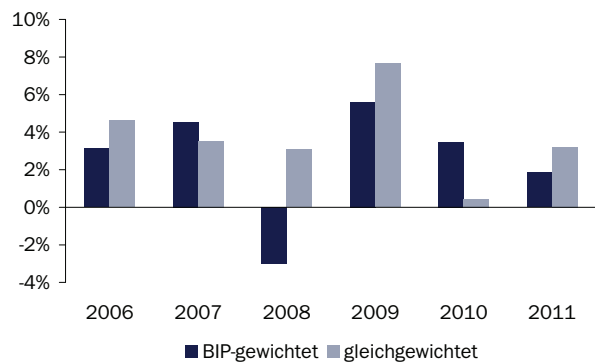
Abb. 14: Globale, gleichgewichtete Wechselkursentwicklung gegenüber dem US-Dollar



Quelle: Bloomberg, Datastream, Sarasin

In beiden Fällen haben die nachhaltigen Währungskörbe wertmässig klar stärker abgeschnitten als die Nicht-nachhaltigen. Sogar die jährliche Betrachtung beider Gewichtungsvarianten ergibt eine beinahe ausschliessliche Dominanz nachhaltiger Währungen (Abb. 15). Die einzige Ausnahme ist auf die zwischenzeitliche Erholung des US-Dollars im Jahr 2008 bei der Verwendung von BIP-Gewichten zurückzuführen.

Abb. 15: Jährliche Out-/Underperformance der nachhaltigen Landeswährungen



Quelle: Bloomberg, Datastream, Sarasin

Nachhaltige Staatsanleihen mit höherer Rendite

Risikoadjustierte Renditen

Es stellt sich natürlich die Frage, ob die bessere Wertentwicklung mit höherem Risiko erkaufte werden musste, in erster Linie in Form höherer Volatilität. Aus diesem Grund haben wir neben den obigen Performancevergleichen auch die Schwankungen der nachhaltigen bzw. nicht-nachhaltigen Subindices berechnet und verglichen.² Schliesslich haben wir als risikoadjustierte Renditekennzahl die Sharpe-Ratios der verschiedenen Strategien ermittelt (siehe Abb. 16).³

Abb. 16: Jährliche Performance und Volatilität nachhaltiger und nicht-nachhaltiger Staatsanleihen in USD

		Performance	Volatilität	Sharpe-Ratio
WGBI markt-gewichtet	nachhaltig	8.3%	8.6%	0.50
	nicht nachhaltig	5.9%	7.6%	0.25
WGBI gleich-gewichtet	nachhaltig	8.5%	10.8%	0.41
	nicht nachhaltig	6.1%	9.8%	0.21
GBI-EM markt-gewichtet	nachhaltig	15.3%	15.5%	0.73
	nicht nachhaltig	7.2%	6.1%	0.53
GBI-EM gleich-gewichtet	nachhaltig	15.9%	17.2%	0.69
	nicht nachhaltig	9.3%	7.7%	0.68

Quelle: Datastream, Sarasin

Im Falle der Industrieländer hielt sich der «Preis der Out-performance» in Grenzen. Ein Volatilitätszuwachs von einem Prozentpunkt wurde mit einer um mehr als zwei Prozentpunkte höheren jährlichen Performance entschädigt. Dies zeigte sich auch in einer doppelt so hohen Sharpe-Ratio. Der Preis in den Schwellenländern war zwar um einiges höher, dementsprechend höher fielen jedoch auch die Renditen aus. Für eine um 9-10 Prozentpunkte höhere Volatilität lieferten nachhaltige Staatsanleihen eine um 7-8 Prozentpunkte höhere jährliche Performance, je nach Berechnungsmethode. Auch hier warfen nachhaltige Staatsanleihen – insbesondere bei Marktwertgewichtung – eine höhere risikoadjustierte Rendite ab, wobei die Sharpe-Ratios der Schwellenländer generell über denjenigen der Industrieländer lagen. Somit führte die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsratings in allen Fällen zu mehr oder weniger höheren risikoadjustierten Renditen.

² Dazu haben wir der Einfachheit halber die diskreten, monatlichen Renditen genommen und aus diesen annualisierte Volatilitäten berechnet.

³ Die Sharpe-Ratio misst die Überrendite einer Geldanlage in Abhängigkeit vom Risiko. Dabei wird die Überrendite als die den risikofreien Zinssatz übersteigende Rendite definiert. Als risikofreien Zinssatz haben wir 4% angenommen, was in etwa der Rendite deutscher Staatsanleihen in unserer Betrachtungsperiode entspricht.

Eine interessante Randbemerkung ist, dass bei beiden Ländergruppen die Volatilitätsunterschiede zu einem grossen Teil von der Währungsseite herrührten. Im Falle der Industrieländer waren die Lokalrenditen nachhaltiger Staatsanleihen sogar weniger volatil als diejenigen nicht-nachhaltiger Staatsanleihen – trotz oder gerade wegen teilweise besserer Performance –, sodass diese tieferen «Lokalrenditen-Volatilitäten» durch deutlich höhere Währungsvolatilitäten überkompensiert wurden. Dabei darf jedoch nicht vergessen werden, dass als Basiswährung – aus «traditionellen Gründen» seitens der Index-Anbieter – der US-Dollar verwendet wurde. Somit wurde natürlich die Volatilität der US-Währung implizit auf Null gesetzt, was vor allem die Volatilität der Währungen in der Gruppe der nicht-nachhaltigen Industrieländer – in welcher die USA ein hohes Gewicht haben – massgeblich reduzierte. Während die Wahl der Basiswährung für Performancevergleiche weniger von Bedeutung ist, können Volatilitätsvergleiche – insbesondere diejenigen von Währungen – je nach Basiswährung stark unterschiedliche Resultate liefern. Zusammenfassend bedeutet es, dass sich die Volatilitätsunterschiede bei der Wahl einer anderen Basiswährung zugunsten der nachhaltigen Länder verschieben würden.

Einfluss einzelner Nachhaltigkeitsaspekte

Es wurde gezeigt, dass die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien bei Investitionen in Staatsanleihen zu einer tendenziell höheren Performance führt, verbunden mit einem vergleichsweise moderaten Volatilitätsanstieg. Es stellt sich dabei die Frage, wie sich dieser positive Zusammenhang zwischen Nachhaltigkeit und finanzieller Performance erklären lässt. Bei der bisherigen Analyse wurde die Nachhaltigkeit generell auf eine aggregierte Masseinheit mit nur zwei möglichen Ausprägungen beschränkt: nachhaltig bzw. nicht nachhaltig. Beim Nachhaltigkeitsrating von Ländern verwenden wir jedoch rund 50 Indikatoren, von denen viele wiederum mehrere Unterindikatoren beinhalten. Zwar haben alle diese Indikatoren einen Einfluss auf die nachhaltige Leistungsfähigkeit der Länder, dennoch sind wir uns bewusst, dass die finanzielle Relevanz nicht bei allen absolut identisch ist. Deshalb haben wir eine Korrelationsanalyse zwischen den einzelnen Teilratings⁴ und der jeweiligen Performance durchgeführt (siehe Abb. 17).⁵

⁴ Für eine ausführliche Beschreibung unserer Bewertungsmethodik verweisen wir nochmals auf unsere im März 2010 publizierte Nachhaltig-

Abb. 17: Korrelationskoeffizienten zwischen Teilratings und Performance (31.12.2005 - 30.06.2011)

	WGBI in USD (25 Länder)	GBI-EM in USD (13 Länder)	Währungen (153 Länder)
Ökologische Ressourcen	0.322	0.659	0.051
Soziale und wirtschaftliche Ressourcen	0.250	0.144	0.216
Transformations-effizienz	0.336	0.362	0.139
Prozesseffizienz	0.230	-0.052	0.539

Quelle: Bloomberg, Datastream, Sarasin

Für Industrieländer sind Verschuldung, Bildung und Ökologie am wichtigsten

Die errechneten Korrelationen sind bis auf eine leichte Ausnahme alle positiv und zum Teil sogar relativ stark ausgeprägt. Für Industrieländer (gemessen am WGBI) scheinen die ökologischen Ressourcen bzw. die Transformationseffizienz (d.h. die ökologische Effizienz bei der Umwandlung von Ressourcen in Lebensqualität) im Durchschnitt etwas wichtiger gewesen zu sein als die sozialen und wirtschaftlichen Ressourcen bzw. die sozialen, wirtschaftlichen und politischen Rahmenbedingungen (Prozesseffizienz). Im Einzelnen haben folgende Indikatoren einen vergleichsweise grossen Einfluss auf die Performance der Staatsanleihen der Industrieländer gehabt:

- Verschuldung (Korrelationskoeffizient von 0.440) mit Auslandsverschuldung (0.415) und öffentlicher Verschuldung (0.248),
- Bildungseffizienz (0.378), insb. Patentdichte (0.341),
- ökologisches Kapital (0.349), insb. Schutzgebiete (0.416), ökologische Reserve⁶ (0.354) und Biokapazität⁶ (0.329),

keitsstudie «Die Welt in der Zwickmühle zwischen Wohlstand und Ressourcenschutz – Nachhaltigkeitsbewertung von Staatsanleihen».

⁵ Auch wenn die statistische Signifikanz und Robustheit aufgrund der teilweise kleinen Stichproben und der kurzen Zeitreihe nicht immer gegeben sind, ergeben sich dennoch interessante Anhaltspunkte. Weiter muss man immer daran denken, dass eine Korrelation nicht zwingend auch eine Kausalität bedeutet, d.h. der beobachtete Zusammenhang muss in gewisser Weise auch «Sinn machen».

⁶ Die ökologische Reserve bzw. das ökologische Defizit ist die Differenz zwischen Biokapazität und Ökologischem Fussabdruck. Dabei misst der Ökologische Fussabdruck die Land- und Wasserfläche, die zur Erzeugung der ökologischen Ressourcen und zur Bindung der Kohlendioxidemissionen aus der Energiegewinnung unter Berücksichtigung gegenwärtiger Technologien benötigt wird, um die aktuelle Produktion bzw. den aktuellen Konsum einer bestimmten Bevölkerung zu ermöglichen. Demgegenüber misst die Biokapazität die Fähigkeit der Natur, Ressour-

- Staatsführung (0.291), insb. Effektivität der Regierung (0.419) und Korruptionsbekämpfung (0.379),
- Ökoeffizienz bei der Herstellung von Gütern und Dienstleistungen (0.257).

Der kausale Zusammenhang ist im Grunde genommen bei allen aufgeführten Indikatoren gegeben. So wird die Bedienung der Staatsanleihen bei einer steigenden Verschuldung laufend schwieriger. Auch können hohe Schulden ab einem gewissen Niveau wie ein Hemmschuh auf die Produktivität wirken. Oft sind sie auch erst aufgrund niedriger Produktivität entstanden. Demgegenüber ist ein innovationsfreudiges Land mit einer gut ausgebildeten Bevölkerung produktiver und deshalb eher in der Lage, seinen finanziellen Verpflichtungen nachzukommen. Auch werden die Produktionsmöglichkeiten durch die Verfügbarkeit und die gleichzeitig sparsame Verwendung von ökologischen Ressourcen erweitert. Schliesslich sorgt eine gute Staatsführung für eine effiziente Allokation von Ressourcen und für einen reibungsarmen Ablauf wirtschaftlicher Aktivitäten.

Für Schwellenländer sind Ökologie, Gesundheit, Bildung und Demografie am bedeutendsten

Im Falle der Schwellenländer (gemessen am GBI-EM) zeigen ökologische Faktoren im Durchschnitt ebenfalls stärkere Korrelationen als soziale und wirtschaftliche Faktoren. Insbesondere die Verfügbarkeit von ökologischen Ressourcen korreliert stark mit der Wertentwicklung der Staatsanleihen. Gleichzeitig scheint die Effizienz ökonomischer, politischer und sozialer Prozesse praktisch keinen Einfluss auf die Performance gehabt zu haben. In beiden Fällen darf jedoch die eher kleine Stichprobe von nur 13 Ländern⁷ nicht vergessen werden. Nichtsdestotrotz waren die für die Wertentwicklung wichtigsten Indikatoren die Folgenden:

- ökologisches Kapital (Korrelationskoeffizient von 0.693), insb. ökologische Reserve (0.703), Wasserknappheit (0.528), Biokapazität (0.491) und Schutzgebiete (0.403),
- Gesundheitseffizienz (0.411), insb. Selbstmordrate (0.366),
- soziales und ökonomisches Kapital (0.396), insb. Demografie (0.276),

zen zu erneuern und Abfälle aus der Energieerzeugung abzubauen. Beide Kennzahlen werden vom Global Footprint Network berechnet.

⁷ Für die anderen 7 im Index vertretenen Länder waren die Performance-Zeitreihen leider nicht vollständig verfügbar.

Nachhaltige Staatsanleihen mit höherer Rendite

- Bildungseffizienz (0.363).

Auch hier kann der kausale Zusammenhang relativ leicht hergestellt werden. Ein grosser «Startbonus» vieler – aber nicht aller – Schwellenländer für ihre wirtschaftliche Entwicklung ist die grosszügige Verfügbarkeit ökologischer Ressourcen. Darüber hinaus ist die «Grenzproduktivität» von Gesundheit und Bildung in dieser Ländergruppe vergleichsweise hoch, d.h. bereits kleine Verbesserungen führen zu relativ grossen Produktivitätssteigerungen. Ein kritischer Punkt könnte hier jedoch die «Verschlimmberung» der Gesundheit werden, wie das in einigen Schwellenländern angesichts der markanten Zunahme von Zivilisationskrankheiten bereits heute beobachtet werden kann. Ferner führt der vergleichsweise hohe Anteil jüngerer Generationen zu einer dynamischen Wirtschaftsentwicklung, wobei ein zu starker Überhang von Kindern und jungen Erwachsenen aufgrund verschiedener Herausforderungen – wie Ausbildung, Beschäftigung und nicht zuletzt auch der Druck auf natürliche Ressourcen – eher wieder bremsend wirkt.

Devisenmärkte «vergöttern» Stabilität

Wird die Entwicklung der Wechselkurse separat betrachtet, verschieben sich die Schwerpunkte. Ökologische Faktoren scheinen die Devisenmärkte – im globalen Durchschnitt von 153 Ländern – eher weniger zu interessieren, dafür wird ein besonderes Augenmerk auf effiziente soziale, wirtschaftliche und politische Prozesse gelegt. Die für die Währungsentwicklung wichtigsten Indikatoren waren die Folgenden:

- Inflation (Korrelationskoeffizient von 0.682) und Wettbewerbsfähigkeit (0.407),
- regulatorische Qualität (0.519), Rechtsstaatlichkeit (0.467), Effektivität der Regierung (0.465), Korruptionsbekämpfung (0.437) sowie Mitsprache und Verantwortlichkeit (0.427),
- materielles und immaterielles Kapital (0.421),
- Zivildfreiheiten (0.410) sowie Frieden und Sicherheit (0.390).

Auch in diesem Fall ist die Kausalität relativ offensichtlich. Es gibt nämlich einen Faktor, den Devisenmärkte gar nicht honorieren: Instabilität. Egal, ob es sich um wirtschaftliche, monetäre, politische oder friedentechnische Instabilität handelt. Demgegenüber wird Stabilität von den Devisenmärkten – insbesondere in Krisenzeiten – beinahe «vergöttert», wobei es häufig sogar zu zwischenzeitlichen Übertreibungen kommt. Was ausserdem noch relativ stark belohnt wird, ist das Vorhandensein eines gewissen «Reservepolsters» in Form von materiellen und immateriellen Vermögenswerten. Diese können als eine Art Gesamtkapitalstock aufgefasst werden, angefangen bei den – oft nicht erneuerbaren – Bodenschätzen, über das Sachkapital wie beispielsweise Gebäude, Maschinen und die physische Infrastruktur bis zu den verschiedenen Formen des Humankapitals (Wissen, Arbeit, Institutionen, usw.). Letztendlich dienen diese jedoch auch in gewisser Weise der Stabilität.

Nachhaltigkeitsanalyse als Ergänzung der Kreditratings von Staaten

Die Nachhaltigkeitsanalyse liefert Frühindikatoren für Veränderungen der Kreditwürdigkeit von Staaten. Unsere letztjährige Prognose einer Verbesserung der Kreditratings von nachhaltigen bzw. einer Verschlechterung der Kreditratings von nicht-nachhaltigen Ländern hat sich in den letzten eineinhalb Jahren bereits bestätigt. Für die Zukunft erwarten wir eine graduelle Fortsetzung dieses Trends.

Nachhaltigkeit deutet auf Bonitätsänderungen hin

In unserer letztjährigen Studie haben wir insbesondere auf Länder aufmerksam gemacht, bei welchen die Kreditratings von den Nachhaltigkeitsratings stark abgewichen haben (d.h. hohes Nachhaltigkeitsrating bei schwachem Kreditrating bzw. tiefes Nachhaltigkeitsrating bei starkem Kreditrating). Wegen des beschriebenen Zusammenhangs zwischen Nachhaltigkeit und Wertentwicklung von Staatsanleihen besteht die Tendenz, dass die Kreditratings von nachhaltigeren Emittenten herauf- bzw. diejenigen von weniger nachhaltigen Emittenten herabgestuft werden könnten, sobald sich die eher langfristigen Nachhaltigkeitsthemen mehr und mehr materialisieren. Als mittelfristige Zwischenbilanz dieser langfristigen These stellen wir in Abbildung 18 die Änderungen der Kreditratings⁸ von insgesamt 118 Ländern in den letzten eineinhalb Jahren den Nachhaltigkeitsratings gegenüber.⁹

Während das durchschnittliche Kreditrating der nachhaltigen Länder sich um 0,1 Stufen verbesserte, verloren nicht-nachhaltige Länder durchschnittlich 0,5 Ratingstufen. Das mag auf den ersten Blick zwar nach wenig aussehen, bedeutet aber, dass im Durchschnitt jedes zehnte nachhaltige Land um eine Stufe herauf- und jedes zweite nicht-nachhaltige Land um eine Stufe herabgestuft wurde. Die grössten Verlierer waren dabei ressourcenarme und ineffiziente Länder (z.B. Griechenland und Portugal), gewonnen haben vor allem Staaten mit einer hohen Res-

sourcenverfügbarkeit (z.B. Chile). Darüber hinaus kann das Verteidigen des AAA-Ratings für viele Länder mit hoher Ressourceneffizienz bereits als Erfolg verbucht werden, da diese bezüglich der Bonitätsbewertung gar kein Verbesserungspotenzial mehr haben. Somit hat sich unsere Prognose vom Vorjahr bis zu einem gewissen Grad bereits bestätigt.

Abb. 18: Nachhaltigkeitsmatrix mit Änderungen der Kreditratings in der Periode 31.12.2009 - 30.06.2011

Ressourceneffizienz	hoch	AA- » A+	AAA	AAA	–	AAA
		AAA	A-	AA- » A+	BBB » BBB	AAA
		A- » BBB	BBB » BBB-	BB- » BB-	BBB- » BBB	BB-
		A » A	BB+ » BB+	BBB-	–	BB » BB+
	tief	–	BB- » B+	B » B	BBB	B » B+
	tief	Verfügbarkeit von Ressourcen				hoch

Gesamte Änderungen:

nachhaltige Länder: BBB+ » BBB+

nicht nachhaltige Länder: BBB- » BB+

Quelle: Moody's, Standard & Poor's, Fitch, Sarasin

⁸ Die verwendeten Ratings gelten für langfristige Fremdwährungsanleihen und spiegeln jeweils die niedrigste Einschätzung der Ratingagenturen Moody's, Standard & Poor's und Fitch per Ende 2009 bzw. Mitte 2011 wider.

⁹ Die roten bzw. grünen Felder signalisieren eine durchschnittliche Herab- bzw. Heraufstufung der Kreditratings. Wenn im gleichen Feld zweimal dasselbe Rating steht, heisst das, dass die Ratingänderungen im Durchschnitt keine ganze Stufe erreicht haben.

Nachhaltigkeitsanalyse als Ergänzung der Kreditratings von Staaten

Fortsetzung des Trends erwartet

Für die Zukunft erwarten wir eine graduelle Fortsetzung dieses Trends. Grundsätzlich gilt zwar auch hier die Aussage, dass die vergangene Performance keine Garantie für zukünftige Entwicklungen ist. Dennoch muss vor Augen geführt werden, dass sich die Problematik der Ressourcenknappheit in der Zukunft eher verschärfen als entspannen wird. Somit wird zwangsläufig auch der effizienten Nutzung dieser immer knapper werdenden Ressourcen mehr Bedeutung zukommen. Im globalen Wett-

bewerb werden deshalb nur Länder mit hoher Ressourcenverfügbarkeit und/oder -effizienz langfristig erfolgreich und leistungsfähig bleiben. Und erfolgreiche, leistungsfähige Länder sind eher in der Lage, ihre staatlichen Verpflichtungen – wozu auch die planmässigen Zins- und Tilgungszahlungen auf Staatsanleihen gehören – nachhaltig zu erfüllen. Eine häufige Begleiterscheinung dieser Leistungsfähigkeit sind ausserdem auch in der langen Frist tendenziell stärkere Währungen. Beides sind Argumente, welche Bondinvestoren stark interessieren sollten.

Kontakte

Andreas Knörzer Tel. +41 61 277 74 77
Leiter Sustainable Investment andreas.knoerzer@sarasin.ch

Yvonne Emmerich-Weissflog Tel. +41 61 277 70 24
Management Support yvonne.emmerich-weissflog@sarasin.ch

Bianca Maier Tel. +41 61 277 79 08
Business Development bianca.maier@sarasin.ch

Gabriela Pace Tel. +41 61 277 73 31
Assistenz gabriela.pace@sarasin.ch

Sustainability Research

Dr. Eckhard Plinke Tel. +41 61 277 75 74
Leiter Sustainability Research eckhard.plinke@sarasin.ch
Maschinenbau, Elektrotechnik,
Elektronik

Makiko Ashida Tel. +41 61 277 74 70
Versicherungen, Konsumgüter,
Handel, Software makiko.ashida@sarasin.ch

Thomas Dietzi Tel. +41 61 277 42 49
Dienstleistungen, Immobilien, Tele-
kommunikation, Bau und Baustoffe thomas.dietzi@sarasin.ch

Dr. Matthias Fawer Tel. +41 61 277 73 03
Energie matthias.fawer@sarasin.ch

Antje Greiner Tel. +41 61 277 79 35
Banken, Finanzdienstleistungen antje.greiner@sarasin.ch

Andreas Holzer Tel. +41 61 277 70 38
Chemie, Papier, Bergbau, Medien,
Gesundheitswesen, Wasserversorgung andreas.holzer@sarasin.ch

Klaus Kämpf Tel. +41 61 277 77 80
Immobilien, Entsorgung,
Verkehrsinfrastruktur, Wasser klaus.kaempf@sarasin.ch

Balazs Magyar Tel. +41 61 277 73 66
Länder, Institutionen, Energie balazs.magyar@sarasin.ch

Dr. Gabriella Ries Hafner Tel. +41 61 277 71 66
Nahrungsmittel, Auto,
Transport gabriella.rieshafner@sarasin.ch

Dr. Mirjam Würth Tel. +41 61 277 73 42
Tourismus, Support mirjam.wuerth@sarasin.ch

Bank Sarasin & Cie AG sustainability@sarasin.ch
Sustainable Investment www.sarasin.ch/nachhaltigkeit
CH-4002 Basel

Autor

Balazs Magyar
+41 61 277 73 66
balazs.magyar@sarasin.ch

Client Services

Erol Bilecen Tel. +41 61 277 75 62
Leiter Client Services erol.bilecen@sarasin.ch
Institutionelle Kunden

Dr. Michaela Collins Tel. +41 61 277 77 68
Privatkunden, kirchliche Kunden michaela.collins@sarasin.ch

Alexander Mülhaupt Tel. +41 61 277 73 07
Institutionelle Kunden alexander.muelhaupt@sarasin.ch

Sonia Wagner Tel. +41 61 277 73 64
Privatkunden sonia.wagner@sarasin.ch

Joelle Buro Epiney Tel. +41 61 277 78 24
Administration joelle.buro@sarasin.ch

Mirjam Speidel Tel. +41 61 277 42 59
Administration mirjam.speidel@sarasin.ch

Publikationen

Wissengesellschaft	Megatrend Wissensgesellschaft – Investitionsschancen durch Informationswachstum und Know-how-Intensivierung. Thomas Dietzi, Juni 2011
Nahrungsmittel	Geht die Saat auf? Nachhaltigkeitsstudie: Ratings und Kernthemen. Gabriella Ries Hafner, Dezember 2010
Solarenergie 2010	Solarwirtschaft – unterwegs in neue Dimensionen. Matthias Fawer, Balazs Magyar, November 2010
Erneuerbare Energien	Erneuerbare Energien: vom Nischen zum Massenmarkt. Matthias Fawer, August 2010
Schwellenländer	An der Schwelle zur Nachhaltigkeit – Nachhaltigkeitsanalyse von Schwellenländer-Unternehmen. Andreas Holzer, Mai 2010
Staatsanleihen	Die Welt in der Zwickmühle zwischen Wohlstand und Ressourcenschutz – Nachhaltigkeitsbewertung von Staatsanleihen. Balazs Magyar, März 2010
Solarenergie 2009	Solarwirtschaft – grüne Erholung in Sicht. Matthias Fawer, November 2009
Automobilhersteller	Automobilhersteller: Branche unter Strom – Nachhaltigkeitsstudie: Ratings und Kernthemen. Gabriella Ries Hafner, September 2009
Immobilien	Auf nachhaltige Gebäude bauen – Nachhaltigkeit als Kriterium bei Kapitalanlagen im Immobiliensektor. Klaus Kämpf, Thomas Dietzi, September 2009
Erneuerbare Energien	Erneuerbare Energien: reinigendes Gewitter vor dem nächsten Sonnenschein. Matthias Fawer, Balazs Magyar, Juni 2009
Solarenergie 2008	Solarenergie 2008 – stürmische Zeiten vor dem nächsten Hoch. Matthias Fawer, November 2008
Aktienperformance	Nachhaltigkeit und Aktienperformance – alte und neue Erkenntnisse zu einem Dauerbrenner. Studie erstellt in Kooperation mit dem Center for Corporate Responsibility and Sustainability (CCRS) und dem Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH (ZEW). Eckhard Plinke, September 2008
Energieeffizienz	Energieeffizienz – das verborgene Kapital. Als Investor von der «billigsten Energiequelle» profitieren. Eckhard Plinke, Juni 2008
Rohstoffe	Rohstoffe – als Investment noch zu verantworten? Eckhard Plinke, Dominique Ehrbar, Andreas Holzer, Gabriella Ries, Juni 2008
Solarenergie 2007	Solarenergie 2007 – der Höhenflug der Solarindustrie hält an. Matthias Fawer, November 2007
Medizinaltechnik	Gesunde Zukunft? Nachhaltigkeit der Medizinaltechnikbranche. Andreas Holzer, Oktober 2007
Unternehmensrating	Nachhaltigkeit von Unternehmen im Vergleich – Methodik des Sarasin-Unternehmensratings. Eckhard Plinke, Juli 2007
Bahnen & öffentlicher Verkehr	Mehrgleisig in die Zukunft – Eine Analyse von Umwelt- und Sozialaspekten der Branche Bahnen und Öffentlicher Verkehr. Gabriella Ries, März 2007
Solarenergie 2006	Solarenergie 2006 – Licht- und Schattenseiten einer boomenden Industrie. Matthias Fawer, Dezember 2006
Banken	Ist Ihre Bankverbindung nachhaltig? Eine Analyse von Umwelt- und Sozialaspekten bei Grossbanken. Klaus Kämpf, November 2006
Branchenrating	Das Sarasin-Branchenrating – Methodik und Ergebnisse der Bewertung der Nachhaltigkeit von Branchen. Eckhard Plinke, September 2006
Biokraftstoffe	Biokraftstoffe – erdölfreie Fahrt in die Zukunft? Matthias Fawer, Juli 2006
Handel	Den Hebel Richtung Nachhaltigkeit ansetzen – ökologische und soziale Herausforderungen des Handelssektors. Michaela Collins, Juni 2006
Bekleidung und Luxusgüter	«Just do it», aber verantwortungsbewusst. Eine Analyse der Sozial- und Umweltaspekte der Bekleidungs-, Textil- und Luxusgüterindustrie. Makiko Ashida, März 2006
Solarenergie 2005	Solarenergie 2005 – im Spannungsfeld zwischen Rohstoffengpass und Nachfrageboom. Matthias Fawer, November 2005
Pharma	Packungsbeilage für Investoren. Andreas Holzer, Oktober 2005

Die Studien können unter der auf der vorhergehenden Seite genannten Kontaktadresse bestellt werden.

Markenrechtlicher Hinweis

Sarasin (Logo), Sarasin Sustainable Investment und Sarasin Sustainability-Matrix sind Markenzeichen der Sarasin Gruppe und in verschiedenen Jurisdiktionen eingetragen.

Wichtige Informationen

Diese Publikation der Bank Sarasin & Cie AG (Schweiz) (nachfolgend «BSC») dient ausschliesslich zu Informationszwecken. Das vorliegende Produkt wurde nicht vom Research unseres Institutes erstellt und ist nicht das Ergebnis einer solchen Finanzanalyse. Die «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» der Schweizerischen Bankiervereinigung finden darauf keine Anwendung. Das Dokument enthält ausgewählte Informationen, und es wird kein Anspruch auf Vollständigkeit erhoben. Es basiert auf öffentlich zugänglichen Informationen und Daten («Informationen»), die als richtig, zuverlässig und vollständig erachtet werden. BSC hat die Richtigkeit und Vollständigkeit der dargestellten Informationen nicht überprüft und kann diese nicht garantieren. Mögliche Fehler oder die Unvollständigkeit der Informationen bilden keine Grundlage für eine vertragliche oder stillschweigende Haftung seitens BSC für direkte-, indirekte- oder Folgeschäden. Insbesondere sind weder BSC noch deren Aktionäre oder Mitarbeiter haftbar für die hier dargelegten Meinungen, Pläne und Strategien. Die in diesem Dokument geäusserten Meinungen und genannten Zahlen, Daten sowie Prognosen können sich jederzeit ändern. Eine positive historische Wertentwicklung oder Simulation stellt keine Garantie für eine positive Entwicklung in der Zukunft dar. Es können sich Abweichungen zu eigenen Finanzanalysen oder anderen Publikationen der Sarasin Gruppe ergeben, die sich auf dieselben Finanzinstrumente oder Emittenten beziehen. Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass ein analysiertes Unternehmen mit Gesellschaften der Sarasin Gruppe in Geschäftsverbindung steht, wodurch sich ein potentieller Interessenkonflikt ergeben könnte.

Dieses Dokument stellt keinerlei Anlageberatung, kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offertstellung zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Finanzinstrumenten bzw. von sonstigen Produkten oder Dienstleistungen dar und ersetzt nicht die individuelle Beratung und Risikoaufklärung durch einen qualifizierten Finanz-, Rechts- oder Steuerberater.

Dieses Dokument richtet sich an Personen in denjenigen Ländern, in welchen die Sarasin Gruppe geschäftlich präsent ist. Die BSC lehnt jede Haftung für Verluste, die sich aus der Weiterverwendung der vorliegenden Informationen (oder Teilen davon) ergeben, ab.

© Copyright Bank Sarasin & Cie AG. Alle Rechte vorbehalten.

Bank Sarasin & Cie AG

Elisabethenstrasse 62

Postfach

CH - 4002 Basel

Telefon + 41 (0)61 277 77 77

Fax + 41 (0)61 272 02 05

www.sarasin.ch

Gedruckt auf 100% Recyclingpapier



SARASIN

Langfristig
ist nicht gleich
nachhaltig.
Aber
nachhaltig
ist gleich langfristig.



Best Private Bank
for Portfolio Management



Best Private Bank
for Innovation

Nicht jede langfristige Investition dient automatisch der Nachhaltigkeit. Nachhaltige Investments hingegen, wie die Bank Sarasin sie bereits seit 20 Jahren anbietet, sind immer eine langfristige Investition in eine bessere Zukunft. Eine Selbstverständlichkeit für uns, die wir grossen Wert auf sozialverantwortliche und ökologisch wie ökonomisch optimierte Prozesse setzen. Schön, wenn noch mehr Unternehmen unserem Beispiel folgen.

Tel. 0800SARASIN, www.sarasin.ch/nachhaltigkeit

Nachhaltiges Schweizer Private Banking seit 1841.