



 Union
Investment

Edition Risikomanagement 3.5

Politische Risiken und ihr Einfluss auf Staatsanleihen

Dr. Mauricio Vargas, Florian Sommer
Mai 2015





Inhalt

Vorwort	5
Politische Risiken als Gefahr für Staatsanleihen	6
Exkurs: Arabischer Frühling	8
Der Arabische Frühling als Beispiel für eskalierende politische Risiken	8
Die Gründe von politischen Risiken sind mehrdimensional	10
Empirische Hinweise zu den sozioökonomischen Ursachen von politischen Risiken	12
Worum handelt es sich bei politischen Risiken genau? Probleme bei der Identifikation und Bestimmung von politischen Risiken	12
Empirische Schätzmethode bestätigen den großen Einfluss von Korruption und wirtschaftlichen Kennzahlen	14
Frühwarnsystem zur Identifikation von schwelenden politischen Risiken	16
Zusammenfassung	18
Anhang	19
Abbildungsverzeichnis	22
Literaturverzeichnis	23



Wir arbeiten für Ihr Investment

Vorwort


Liebe Leserinnen, liebe Leser,

Der militärische Konflikt in der Ostukraine hat in den vergangenen Monaten eindrucksvoll gezeigt, wie unmittelbar sich politische Krisen auf die Kapitalmärkte und auf Investments auswirken können. Die infolge der russischen Interventionspolitik verhängten Sanktionen schwächten nicht nur massiv Russlands Wirtschaft – auch die europäische Exportwirtschaft nach Russland wurde belastet. Da solche Konflikte erhebliche Auswirkungen auf die Renditeaussichten haben können, stellen politische Risikoprämien einen nicht zu unterschätzenden Faktor bei der Bewertung von Anleihen, Aktien, Währungen und anderen Anlagen dar.

Mit dem Ende des Kalten Krieges haben die gewaltsamen Konflikte nicht abgenommen, sondern sind eher noch vielschichtiger geworden. Die von Ihnen ausgehenden Wechselwirkungen sind in der globalisierten Welt oft deutlich spürbar. Die Prognose solcher politischer Krisen und Konflikte ist allerdings eine Herausforderung. So ist es auch für Investoren seit jeher ein schwieriges Unterfangen, solche Gefahren bei der Asset Allocation angemessen zu berücksichtigen.

Union Investment hat deshalb eine Methode für eine Art Investoren-Frühwarnsystem politischer Länderrisiken entwickelt. Die nun vorliegende Studie erläutert eingehend den Ansatz, der hierzu genutzt wurde. Sie erklärt welche Indikatoren genutzt wurden, um die Risikopotenziale zu identifizieren und sie zeigt auch, in welchen Staaten Investoren aufgrund dieser Kennzahlen kurz- und mittelfristig mit einer erhöhten Risikoprämie rechnen müssen.

Eine informative Lektüre wünscht



Alexander Schindler
Mitglied des Vorstands
Union Asset Management Holding AG



Politische Risiken als Gefahr für Staatsanleihen

Kapitalmärkte existieren nicht im gesellschaftlichen Vakuum. Sie bedürfen der Konstruktion und fungieren, eingebettet in einen sozialen Kontext, als Austauschstellen von Kapitalgebern und -nehmern. Die Art und Weise der Ausgestaltung dieses Rahmens ist dabei entscheidend für Form, Funktionsfähigkeit und Ergebnisse. Dies gilt in ganz besonderer Weise für die Frage, ob das Umfeld von kollektiver Gewalt geprägt ist oder nicht. Vereinfacht formuliert: Umgeben von Kriegen und Konflikten können Kapitalmärkte nicht floriieren.

Zahlreiche Ereignisse der vergangenen Jahre haben diesen Zusammenhang offenbart und gezeigt, dass politische Risiken und soziale Unruhen erhebliche Auswirkungen auf die Kapitalmärkte haben können. Besonders offensichtlich wurde dies im Kontext des Arabischen Frühlings. In weiten Teilen der arabischen Welt begeherten die Menschen auf und brachten vielerorts ihre bis dahin autoritären Führungen zu Fall – allerdings nicht immer mit den erhofften demokratischen Fortschritten. Im Gegenteil: Ein Großteil der Länder sieht sich Jahre danach immer noch mit Chaos und bürgerkriegsähnlichen Zuständen konfrontiert.

Die politischen und sozialen Unruhen waren und sind jedoch nicht nur auf die arabische Welt beschränkt. In vielen anderen Weltregionen zeigen sich die Menschen mit den bestehenden Zuständen unzufrieden und begehren gegen die herrschenden Eliten auf: In der Ukraine wurde die Regierung gestürzt und seither tobt ein Machtkampf um die Neuausrichtung des Landes mit weitreichenden geopolitischen Implikationen. In Thailand kam es nach blutigen Aufständen zu einer Machtübernahme durch das Militär und in vielen weiteren Ländern prägen Massenproteste gegen die Regierungen das Bild.

Neben den menschlichen Tragödien, die sich in diesen Ländern abspielen, gehen die Umstürze und Unruhen natürlich auch mit verheerenden wirtschaftlichen Verwerfungen einher. Aus Investorensicht wächst daher die Notwendigkeit, neben der rein ökonomischen Abwägung auch die sozialen und politischen Risiken zu erfassen. Schließlich können diese sehr schnell das ökonomische Kalkül eines Investments zum Einsturz bringen.

Die Beschäftigung mit sozioökonomischen Risikodimensionen gewinnt zudem im Kontext des vorherrschenden Niedrigzinsumfeldes in den Industrieländern an zusätzlicher Bedeutung. Schließlich zwingen die niedrigen Renditen immer mehr Anleger zu einer breiteren Diversifikation ihrer Engagements und damit einhergehend auch zu Investitionen in Ländern mit erhöhten politischen Risiken.

Die nachfolgenden Analysen widmen sich daher dem Vorhaben, den Umgang mit politischen Risiken durch ein größeres Verständnis zu verbessern, wobei wir den übergeordneten Begriff der politischen Risiken zunächst zur instrumentalen Abgrenzung all jener Risikofaktoren jenseits der klassischen ökonomischen Länderrisiken verwenden wollen.

Die politischen Risiken gilt es daher einerseits zu identifizieren und andererseits in ihrer Tragweite einzuordnen. Um dies jedoch leisten zu können, sind zunächst zwei wesentliche Fragen zu klären: zum einen die Frage, welche Ursachen politischen Risiken genau zugrunde liegen, und zum anderen die Frage, welche konkreten Phänomene gemeint sind, wenn von politischen Risiken die Rede ist. In einem zweiten Schritt versuchen wir, den breiten Begriff der politischen Risiken wiederum auf die wesentlichen Phänomene zu fokussieren, die speziell aus Sicht der Investoren relevant und daher beachtenswert sind.



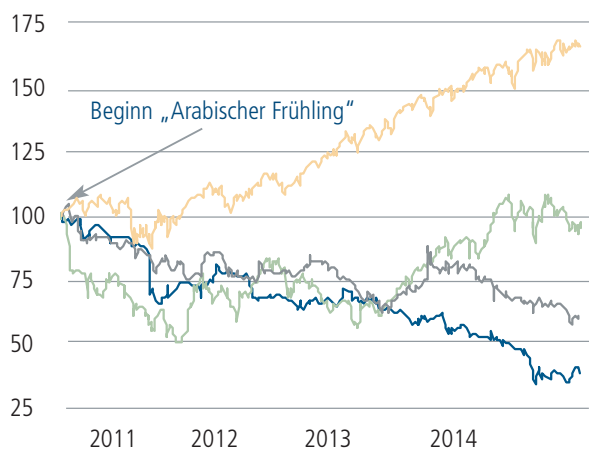
Exkurs: Arabischer Frühling

Der Arabische Frühling als Beispiel für eskalierende politische Risiken

Im Dezember 2010 entzündete sich – von Politikexperten weitgehend unerwartet – in der arabisch-islamischen Welt eine heftige Welle des Protests, die sich von Marokko bis in den Iran erstreckte. Die Intensität und Brutalität der Auseinandersetzungen in den einzelnen Ländern war mit tief greifenden Verwerfungen an den Kapitalmärkten verbunden und provozierte eine Vielzahl von wissenschaftlichen Studien zu den Ursachen des Aufstands. Als grundlegende Gemeinsamkeiten der Proteste wurde die Unzufriedenheit wegen fehlender demokratischer Mitspracherechte, fehlender Pressefreiheit, hoher Korruption, hoher Arbeitslosigkeit, speziell bei der jungen Bevölkerung, sowie wirtschaftlicher Armut und allgemeiner Versorgungsengpässe identifiziert. Exemplarisch für diese Erkenntnisse steht der sogenannte „Schuhindex“, den das britische Magazin Economist als Reaktion auf den Arabischen Frühling konstruierte und der sich aus Kennzahlen zur Machtform, Dauer der Macht der Regierung, zu Freiheitsrechten, Korruption, Alphabetisierung und dem Anteil der Bevölkerung unter 25 Jahren sowie der Anzahl an Internetzugängen errechnet¹. Die Bedeutung neuer Internetmedien und Technologien, die es der unzufriedenen Jugend erlaubten, sich schnell zu vernetzen und ihren Unmut über die autoritären Regime unkompliziert und unkontrolliert zum Ausdruck zu bringen, wurde folglich als weitere Gemeinsamkeit der Proteste identifiziert.

Interessanterweise wies der Arabische Frühling jedoch auch zahlreiche Merkmale auf, die viele Beobachter überraschten: So stellte die Rohstoffabhängigkeit, die oftmals als wesentliche Ursache für schwache Institutionen und somit für soziale Unzufriedenheit gilt, keine unitäre Ursache der Konflikte dar. Im Gegenteil: Von den Unruhen waren alle arabischen Staaten gleichermaßen betroffen, unabhängig von ihrer Exportstruktur (Awadallah & Malik, 2011). In ressourcenarmen Staaten wie Ägypten, Tunesien und Syrien kam es ebenso zu Konflikten wie in ressourcenreichen Golfstaaten. Allerdings gelang es diesen, durch kostenintensive Sozialprogramme die Unruhen einzudämmen und politische Umstürze zu verhindern.

Aktienindizes im Vergleich (2010 = 100)

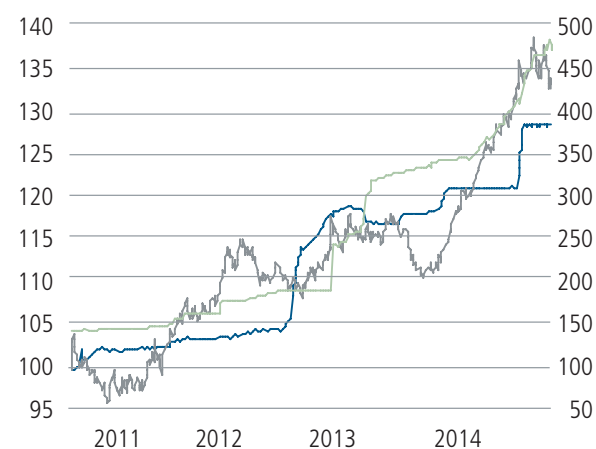


— MSCI Bahrain — MSCI Jordanien — MSCY Ägypten

— S&P 500

Quelle: Union Investment, Macrobond

Währungsbewegungen (2010 = 100)



— Ägypten, EGP per USD (links) — Tunesien, TND per USD (links)

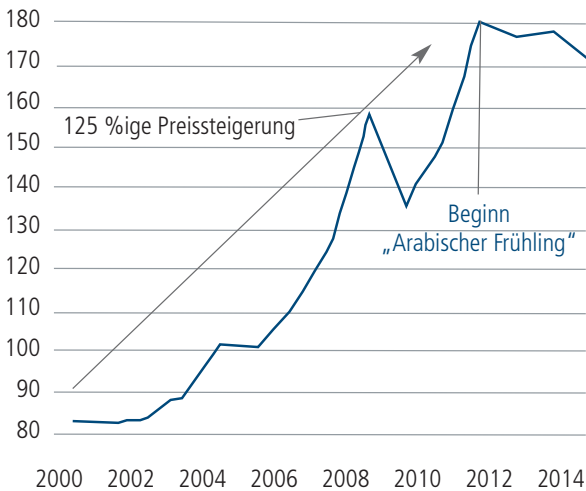
— Syrien, SYP per USD (rechts)

Quelle: Union Investment, Macrobond

¹ Vgl. hierzu http://www.economist.com/blogs/dailychart/2011/03/arab_unrest_0.

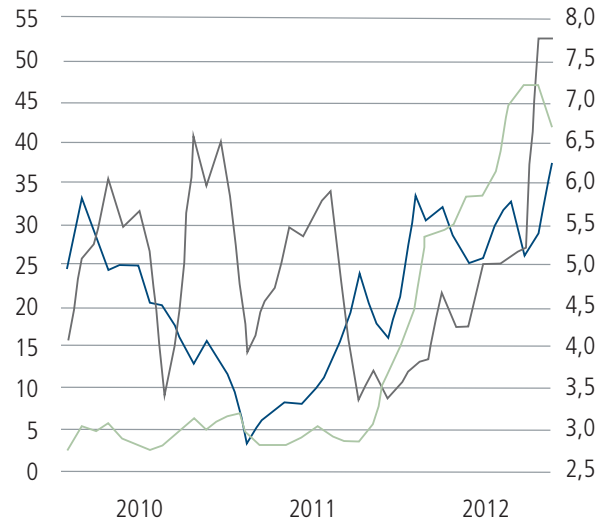
Bei aller Komplexität der spezifischen Ursachen offenbarte der Arabische Frühling aber auch, dass grundlegende Einflussfaktoren die Lage zum Eskalieren brachten. Der Beginn des Ausbruchs der Unruhen fiel nicht zufällig auf eine Phase der weltweit explodierenden Preise für Lebensmittel. Die zunehmende globale Nachfrage nach Agrargütern, zum einen verursacht durch den Aufstieg Chinas, zum anderen durch die gestiegene Substituierbarkeit von Agrar- und Energierohstoffen, hatte seit 2003 zu einem 125%igen Anstieg der Preise für Grundnahrungsmittel geführt. Ausgerechnet im Jahr 2011 war der größte Anstieg zu verzeichnen. Ein rasantes Ansteigen der Inflationsraten war die Konsequenz. Die Lebensmittelknappheit traf speziell diejenigen Teile der arabischen Bevölkerung, die nicht von den staatlichen Verteilungstöpfen der Staatsmacht profitierten und daher in eine wirtschaftliche Notlage gerieten. Das Ausmaß dieser korruptierten Verteilungspraxis macht ein Blick auf die verheerenden Korruptionsraten der arabischen Staaten im Vorfeld des Arabischen Frühlings deutlich: Bei Transparency International nahm Libyen im Vorfeld der Unruhen beispielsweise den 146. Rang, Ägypten den 98. Rang und Syrien den 127. Rang (von insgesamt 178 Ländern) ein. Mit diesen Korruptionswerten befinden sich die Länder weit in der unteren Hälfte der globalen Skala und rangieren deutlich unter der Norm ihres Entwicklungsstands. Insofern lässt sich mit Blick auf die nachfolgenden statistischen Analysen festhalten, dass die Kombination aus Preissteigerungen und korruptierten institutionellen Rahmenbedingungen ein guter Erklärungsansatz für den Ausbruch des Arabischen Frühlings darstellt.

Preisentwicklung Grundnahrungsmittel



Quelle: IMF

Inflationsrate mit Vergleich



— Tunesien (rechts) — Jordanien (rechts) — Syrien (links)

Quelle: IMF

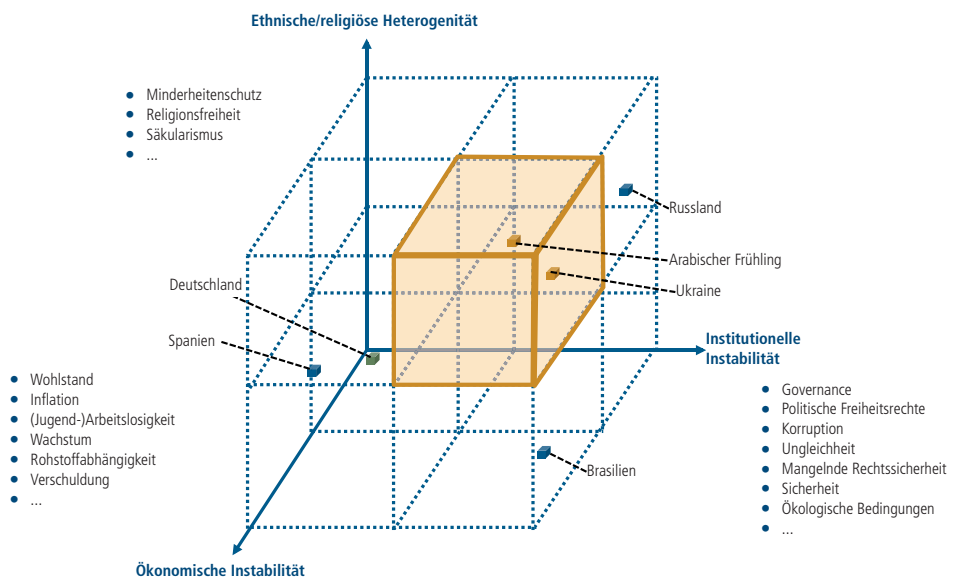
Die Gründe von politischen Risiken sind mehrdimensional

Die Auseinandersetzung mit den möglichen Ursachen von politischen Risiken offenbart schnell, dass zahlreiche ökonomische bzw. sozioökonomische sowie institutionelle, ethnische, religiöse und politische Fehlentwicklungen Auslöser sind. Allerdings zeigt sich auch, dass die Faktoren in bestimmten Konstellationen besonders brisant sind und in solchen Fällen die Wahrscheinlichkeit für soziale bzw. politische Instabilität stark erhöht wird.

So scheinen etwa ethnische Konflikte besonders kritisch zu sein, wenn die politische Mitbestimmung nicht gegeben ist und dies mit einer schlechteren ökonomischen Lage der betroffenen Gruppe einhergeht. In dieser Kombination führt die faktische wirtschaftliche und politische Diskriminierung aufgrund von ethnischer Zugehörigkeit zu enormem Konfliktpotenzial. Gleiches gilt auch für religiöse Spannungen, die durch das fehlende Recht der freien Religionsausübung verschärft werden. Kommen in diesem Falle wiederum wirtschaftliche Schwierigkeiten hinzu, ergibt sich schnell eine Mischung mit sozialer Sprengkraft. Generell ist festzustellen, dass ökonomische Herausforderungen in den meisten Fällen ein wichtiger Auslöser für politische Risiken zu sein scheinen, jedoch erst im Zusammenspiel mit anderen Faktoren zu einer generellen gesellschaftlichen Instabilität führen.

In Anlehnung an zahlreiche Untersuchungen zu den Ursachen von politischen Risiken bietet sich eine Systematisierung der oben beschriebenen Interdependenz der unterschiedlichen Risikofaktoren in drei Risikokategorien bzw. Risikodimensionen (Abbildung 1) an.

Abbildung 1: Die Ursachen von politischen Krisen sind mehrdimensional



Ökonomische Instabilität stellt die erste Risikokategorie dar, unter der viele der klassischen Risikoparameter der ökonomischen Länderanalyse zu finden sind. Wirtschaftswachstum, Verschuldungskennziffern und Inflationszahlen zählen hier ebenso dazu wie andere strukturelle Faktoren wie Wettbewerbsfähigkeit, Arbeitslosigkeit und die äußerst ungleiche Verteilung von Einkommen oder Vermögen.

Bei der zweiten Risikodimension handelt es sich um ethnische bzw. religiöse Heterogenität eines Landes. Dieser Aspekt sollte nicht nur auf diese beiden Faktoren reduziert werden, sondern kann auch andere Formen der Heterogenität beinhalten. So können regionale Unterschiede (wie beispielsweise in Spanien) ebenso eine

Rolle spielen wie die gesellschaftliche Heterogenität, die durch Migrationsströme entsteht. Ein Beispiel hierfür stellen die wiederkehrenden gewalttätigen Auseinandersetzungen von Zuwanderern in zahlreichen Ländern Europas dar, wie die Konflikte 2011 in Großbritannien, bei denen fünf Menschen starben. Auch aus der kolonialen Historie heraus kann eine Fragmentierung der Gesellschaft im Sinne der angeführten Risikodimension resultieren, wie beispielsweise in Lateinamerika.

Bei der letzten Risikodimension handelt es sich um institutionelle Faktoren, die soziale bzw. politische Instabilität verursachen können. Im Wesentlichen spielen hier Punkte eine Rolle, die sich in fehlenden demokratischen Grundrechten, hoher Korruption und schlechter Regierungsführung niederschlagen. Die Bedeutung, die diese „weichen“ Faktoren² für die Stabilität eines Landes haben, wurde in einer Vielzahl von Studien nachgewiesen und ist in der Wissenschaft unbestritten.³

Wir unterstellen, dass sich die politische Instabilität aus dem kritischen Zusammenwirken der drei Dimensionen ergibt. Daraus folgt beispielsweise, dass in Ländern mit einem gut funktionierenden institutionellen Rahmen auch schwere wirtschaftliche Verwerfungen nicht zu einem politischen bzw. sozialen Kollaps führen müssen. Die soziale Widerstandsfähigkeit von europäischen Krisenstaaten wie Irland passt sehr gut ins Bild dieser Hypothese, während umgekehrt Länder mit einem schwachen institutionellen Rahmen (wie Russland) bei einer wirtschaftlichen Verschlechterung gemäß obiger Annahme als stark gefährdet zu erachten sind. Zur Bestätigung dieser Hypothese, die intuitiv plausibel zu sein scheint, bedarf es jedoch weiterer empirischer Belege, denen wir im folgenden Teil nachgehen werden.



² Die Begrifflichkeit der „weichen“ Faktoren ist als Abgrenzung von eindeutig quantifizierbaren und in diesem Sinne „harten“ Kennzahlen zu verstehen. Sie macht keine Aussage über die Einflussstärke.

³ Als wegweisend bei der Erforschung der Rolle der Institutionen haben sich die Arbeiten von Acemoglu, Johnson, Robinson und Thacharoen, 2003, sowie Acemoglu und Robinson, 2013, erwiesen.

Empirische Hinweise zu den sozioökonomischen Ursachen von politischen Risiken

Worum handelt es sich bei politischen Risiken genau? Probleme bei der Identifikation und Bestimmung von politischen Risiken

Im vorigen Teil wurden politische Risiken abstrakt behandelt, zunächst als methodische Abgrenzung von traditionellen ökonomischen Risiken und im Anschluss als exemplarische Illustration in Form eines empirischen Einzelbeispiels (Arabischer Frühling). Für die Durchführung einer breit angelegten empirischen Untersuchung ist jedoch eine eindeutige Identifikation und operationalisierbare Definition politischer Risiken notwendig, die sich in der Realität allerdings nicht ohne Weiteres beobachten lässt. Soziale Auseinandersetzungen finden in unterschiedlichen Ausprägungen in vielen Teilen der Welt statt, doch werden sie nicht generell als politische Risiken interpretiert. Tatsächlich werden im öffentlichen Diskurs in der Regel nur diejenigen Konflikte als politische Risiken erfasst, die sich in gewalttätigen Auseinandersetzungen (bis hin zu politischen Umstürzen und Bürgerkriegen) manifestieren. Im Rahmen der vorliegenden Untersuchung bestünde also eine naheliegende Möglichkeit darin, auf kriegerische Konflikte als methodische Eingrenzung des politischen Risikos zurückzugreifen und sie mithilfe von statistischen Methoden anhand der o. g. drei Risikodimensionen zu erklären.

Doch auch diese Eingrenzung auf kriegerische Konflikte erweist sich bei genauer Betrachtung als unpräzise und als für eine systematische Untersuchung nur bedingt brauchbar. So offenbart die Beschreibung des Stockholm International Peace Research Institute (SIPRI) die beschränkte Eignung des Begriffs, wenn es feststellt:

„Im Zeitraum von 2001 bis 2010 gab es 69 bewaffnete Konflikte mit staatlicher Beteiligung und 221 nicht staatliche Konflikte; zudem waren 127 Akteure in einseitige Gewaltakte involviert.“⁴

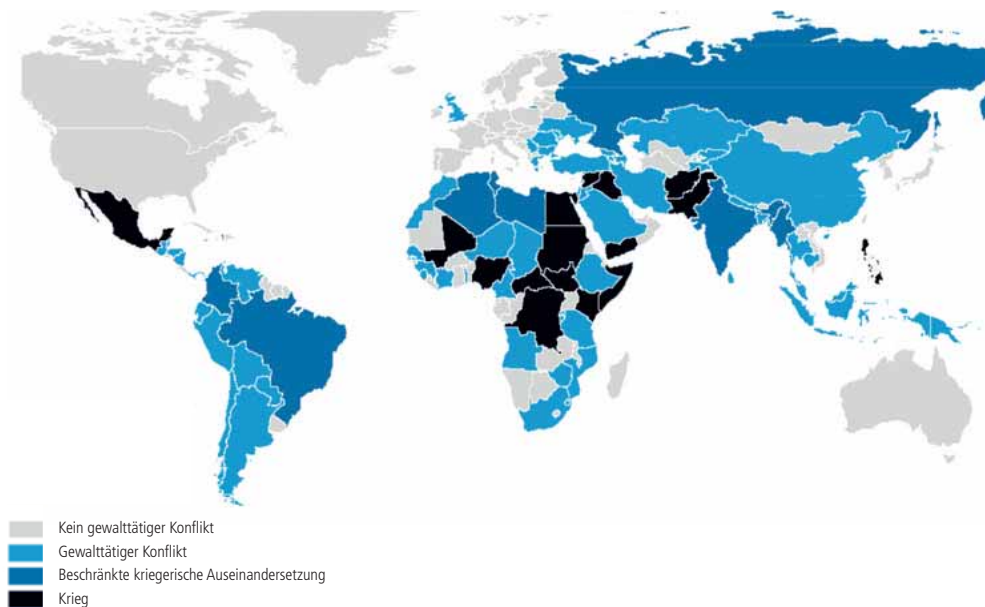
Faktisch blieben also nur sehr wenige Staaten in den letzten Jahrzehnten von kriegerischen Auseinandersetzungen verschont, während umgekehrt viele politisch stabile Länder wie Deutschland oder Frankreich u. a. in militärische Auseinandersetzungen involviert waren, ohne dass sich deswegen von politischen Risiken in diesen Ländern sprechen ließe.



⁴ SIPRI, 2013, S. 5.

Die Komplexität der Bestimmung von politischen Risiken aufgrund ihrer Omnipräsenz verdeutlicht sich ebenso bei Betrachtung der aktuellen Einschätzung zu den globalen Konflikttherden in der Welt, die regelmäßig vom Heidelberger Institut für Internationale Konfliktforschung (HIK) publiziert werden (Abbildung 2). Laut diesem waren im Jahre 2014 in 83 Ländern gewalttätige Konflikte oder Kriege zu verzeichnen, wobei lediglich die Industriestaaten mit Ausnahme des Vereinigten Königreichs von den Konflikten verschont geblieben sind. In fast allen aufstrebenden Ländern herrschten hingegen mehr oder weniger stark ausgeprägte Konflikte.

Abbildung 2: Konflikttherde 2014 gemäß dem Heidelberger Institut für Internationale Konfliktforschung



Quelle: Heidelberger Institut für Internationale Konfliktforschung

Trotz dieser Fülle an Auseinandersetzungen lässt sich die Darstellung für einen empirischen Test der Risikofaktoren nutzen, wenn wir unterstellen, dass aus Sicht von Investoren nur eine bestimmte Art von Konflikten entscheidend ist: nämlich nur solche Konflikte, die die Funktionsfähigkeit des Staatswesens gefährden.

Wir konstruieren daher für unsere empirische Analyse zwei Konfliktdefinitionen, die wir dann mithilfe unterschiedlicher Kennzahlen erklären wollen. Die erste Konfliktgruppe stellen die kriegerischen Konflikte dar, die gemäß dem HIK als kriegerisch beschrieben werden (d. h. dunkelblau und schwarz eingefärbte Länder auf der Karte oben). In diesen Fällen unterstellen wir besonders gravierende politische Verwerfungen, die Investoren vermeiden wollen.

Die zweite Konfliktgruppe erfasst auch diejenigen Länder, in denen es lediglich zu gewalttätigen Auseinandersetzungen kommt, also alle hellblau eingefärbten Länder der obigen Landkarte.

Empirische Schätzmethoden bestätigen den großen Einfluss von Korruption und wirtschaftlichen Kennzahlen

Anhand der zwei definierten Konfliktgruppen lassen sich Dummyvariablen definieren (Konflikt ja/nein), deren Ausprägungen wir mithilfe von unterschiedlichen Kennzahlen schätzen wollen. Wir nehmen also eine Querschnittsanalyse vor, die die aktuellen Konflikte mithilfe unterschiedlicher Indikatoren erklären soll. Die Kennzahlen zur Erklärung der Konflikthanfälligkeit orientieren sich an den beschriebenen drei Risikokategorien.

Nach einer Überprüfung vieler Indikatoren finden sich in Tabelle 1 die Ergebnisse derjenigen Variablen, die sich im Vorfeld unserer Untersuchung als am aussagekräftigsten erwiesen haben (wobei die Vorauswahl entscheidend von der Datenverfügbarkeit geprägt war). So wird die erste Risikokategorie der „religiösen und ethnischen Heterogenität“ nicht über konkrete Zahlen bezüglich der gesellschaftlichen Zusammensetzung erfasst, sondern über den Freiheitsindex von Freedom House approximiert. Hintergrund dieser Vorgehensweise ist die Tatsache, dass sich die ethnische und religiöse Heterogenität aufgrund von Migrationsbewegungen nicht genau identifizieren lässt. So gut wie alle Staaten weisen heute zahlreiche unterschiedliche Ethnien und Religionen auf, sodass eine klare Unterscheidung nicht möglich ist. Als sinnvolle Alternative bietet sich aus unserer Sicht daher die Verwendung eines Indikators an, der den Schutz von religiösen und ethnischen Minderheiten erfasst und somit das Spannungspotenzial beschreibt, das sich durch die Diskriminierung von religiösen und ethnischen Minderheiten ergeben kann. Der Freiheitsindex von Freedom House stellt aus unserer Sicht solch einen Indikator dar, da speziell für Minderheiten relevante Freiheitsrechte erfasst werden⁵. Der Gedanke dahinter: je umfangreicher der garantierte Rechtsrahmen für Minderheiten, umso eher werden Spannungen abgemildert.

Auch die zweite Risikodimension der institutionellen Qualität und der guten Governance verdichten wir nach unseren Analysen im Vorfeld zu einem Indikator, der Korruption, und folgen damit der in vielen Studien gezeigten Erkenntnis, dass zwischen den unterschiedlichen Indikatoren für institutionelle Qualität und der Korruption ein sehr hoher Gleichlauf besteht.⁶

Mit Blick auf die ökonomische Dimension der politischen Instabilität stützen wir uns auf ein breiteres Bündel an Daten. Sowohl Inflation, wobei wir zwischen der aktuellen Inflationsrate und hyperinflationären Tendenzen (d. h. Inflationsraten von über zehn Prozent mit Blick auf die letzten zehn Jahre) unterscheiden, als auch Arbeitslosigkeit und Pro-Kopf-Einkommen finden Eingang in unser Modell. Darüber hinaus prüfen wir auch zwei Indikatoren, die nicht in den klassischen Fundamentalbaukasten von ökonomischen Länderbewertungen fallen: die Einkommensungleichheit, die mithilfe des Gini-Koeffizienten gemessen und von der Weltbank erhoben wird, sowie das Vorherrschen von akuten Versorgungsgengpässen bei der Lebensmittelversorgung (Hungersnot). Hierfür greifen wir auf den Welthunger-Index 2014 der Welthungerhilfe zurück. Wir unterstellen somit, dass existenzielle wirtschaftliche Nöte bzw. eine Unterversorgung mit Lebensmitteln ebenfalls ein Auslöser für soziale Unruhen sein kann.

⁵ Dabei handelt es sich um 1. freie Wahlen, 2. Meinungs- und Religionsfreiheit, 3. Versammlungsfreiheit, 4. Gleichheit vor dem Gesetz, 5. garantierte Eigentumsrechte (vgl. hierzu Freedom House, 2014).

⁶ Union Investment hat hierzu die ausführliche Studie „Korruption und die Verlustrisiken von Staatsanleihen“ erstellt (vgl. Sommer und Vargas, 2014).

Tabelle 1: Schätzergebnisse zur Bestimmung der Einflussfaktoren von politischen Konflikten

Modellspezifikation	Kriegerische Konflikte		Alle Konflikte	
	I	II	III	IV
Konstante	-0,18	-3,98	2,10	-0,23
Aktuelle Inflation	0,02	0,7*	0,17	0,15*
Hyperinflation (innerhalb der letzten 10 Jahre)	1,7*	6,00**	1,23*	1,37**
Arbeitslosenquote	-0,008	-0,004	-0,06	-0,05*
Pro-Kopf-Einkommen	0,000	0,000	0,000	-0,0003*
Einkommensverteilung	-	-0,06	-	0,03
Hungersnot	1,31	2,41*	0,13	0,17
Freiheitsindex	-0,037	0,07	0,57	0,11
Korruptionswahrnehmung	-0,76**	-0,94*	-0,59***	-0,33**
R ²	0,24	0,37	0,32	0,38
N	93	68	93	68

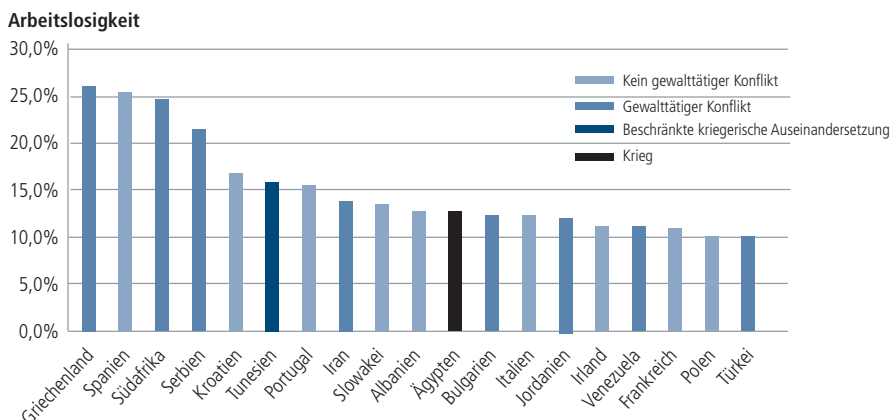
* (**, ***) Statistisch signifikant bei 10% (5%, 1%).

Beachten Sie: je höher der Score für Korruption, desto geringer die wahrgenommene Korruption

In Tabelle 1 finden sich die Ergebnisse der empirischen Analyse. Grundsätzlich beschreibt das Modell die Eintrittswahrscheinlichkeit von Konflikten recht gut, auch wenn zwischen den beiden Kategorien „Kriegerische Konflikte“ und „Alle Konflikte“ leichte Unterschiede bestehen: So lassen sich die kriegerischen Konflikte etwas schlechter mit den hier zur Analyse herangezogenen Merkmalen erklären als die allgemeinen Konflikte (erkennbar an dem niedrigen Bestimmtheitsmaß R² von Modell I im Vergleich zu Modell III). Diese Erkenntnis ist aus Sicht der Investoren ernüchternd, da ja eben genau diese Art von Konflikten, bei denen die Auseinandersetzungen in kriegerische Aktivitäten umschlagen, besonders relevant sind. Allerdings erklärt dieses Ergebnis auch das Phänomen, dass die Kapitalmärkte im Allgemeinen sehr gelassen auf ausbrechende „leichte“ Konflikte reagieren. Dies mag daran liegen, dass Kapitalmarktakteure recht gut in der Lage sind, mit politischen Risiken umzugehen und potenzielle Konfliktherde prinzipiell richtig zu identifizieren. Lediglich das überraschende Abrutschen in Chaos und Bürgerkrieg ist ein Phänomen, das schwerer einzuschätzen ist und in der Folge auch zu größeren Bewegungen an den Kapitalmärkten führt. Für unsere Fragestellung bedeutet dies, dass es prinzipiell möglich ist, politische Risiken zu erfassen, es aber dennoch Überraschungspotenzial gibt, das sich im Vorfeld schwerer einschätzen lässt.

Interessanterweise verbessert sich bei Berücksichtigung der Einkommensverteilung der Erklärungsgehalt der Schätzmodelle (II und IV), allerdings ohne dass die Einkommensverteilung selbst signifikant wird. Entscheidend für die Verbesserung ist die Tatsache, dass nur bei 68 Ländern ausreichend Daten für die Analyse der Einkommensverteilung vorhanden sind und somit die Modelle auf weniger Beobachtungen beruhen. Die Berücksichtigung der Einkommensverteilung bietet folglich entgegen möglichen intuitiven Vermutungen keinen zusätzlichen Mehrwert. Im Gegensatz hierzu steht die dominierende Rolle anderer ökonomischer Variablen. Im Speziellen gehen vor allen Dingen inflationäre Schocks bzw. Hyperinflation mit großen politischen Risiken einher. Die Bedeutung der Inflation bestätigt in Teilen die Vermutung des Ökonomen Arthur Melvin Okun, dass sich aus der Kombination von Inflation und Arbeitslosigkeit ein „Elendsindex“ berechnen lässt, anhand dessen die ökonomischen Ursachen von politischer Instabilität beschrieben werden können. Die Aussagekraft von Inflation wird in Kombination mit dem Schätzer für die institutionelle Qualität – Korruptionswahrnehmung – deutlich erhöht und mithilfe beider Indikatoren lassen sich politische Risiken im Sinne des Vorherrschens sowohl von kriegerischen Konflikten als auch von allen Konflikten sehr gut erklären. Die hohe Signifikanz und der starke Effekt der Korruption in allen vier Modellen ist daher ebenso beeindruckend und bestätigt unsere bisherigen Analysen, die auf die tief greifende Bedeutung der Korruption mit Blick auf die Bestimmung von Länderrisiken hinwiesen.

Abbildung 3: Konflikte in Ländern mit hoher Arbeitslosigkeit



Quelle: IMF

Frühwarnsystem zur Identifikation von schwelenden politischen Risiken

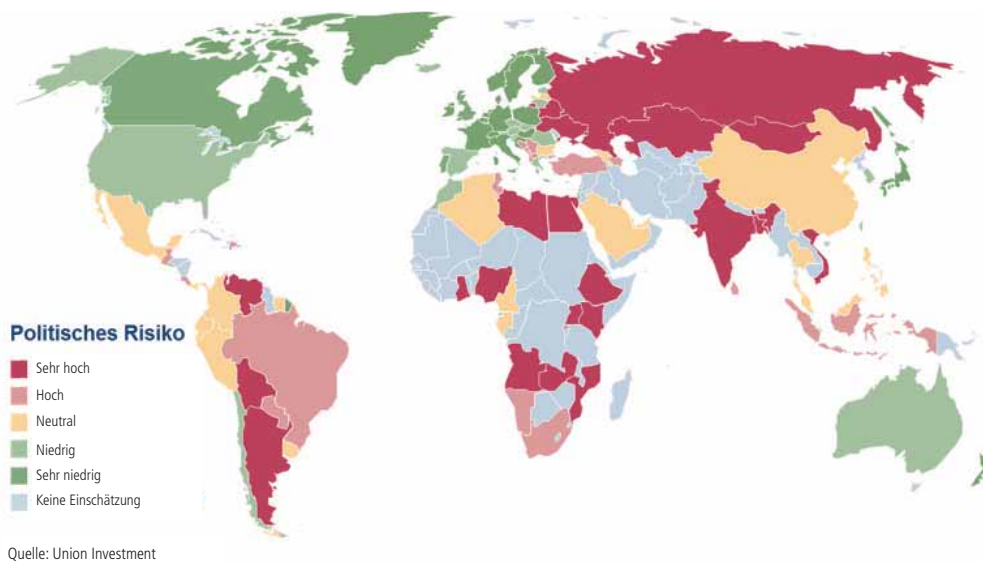
Die Ergebnisse halten neben dem fehlenden Einfluss der Einkommensungleichheit aber noch eine weitere Überraschung bereit. So läuft die „Richtung“ des Einflusses der Arbeitslosigkeit ebenfalls der Intuition zuwider. Schließlich ist wenig plausibel, dass höhere Arbeitslosigkeit mit geringerer Konflikthanfälligkeit einhergeht, weil dies die klassische Vorstellung vom oben beschriebenen „Elendsindex“ konterkariert. Eine Erklärung dieses Paradoxes könnte sein, dass insbesondere in Industrieländern, die ja als weitgehend politisch stabil gelten, die Arbeitslosigkeit besonders hoch ist. Dieses Phänomen wird in Abbildung 3 erkenntlich. Die Länder mit den höchsten Arbeitslosenquoten finden sich in Europa und besitzen vergleichsweise gute soziale Netze. Daher ist es verständlich, dass die Bevölkerung eher bereit ist, höhere Arbeitslosigkeit zu tolerieren, bevor es zu politischen Unruhen kommt. Insofern kann hohe Arbeitslosigkeit paradoxerweise auch als Indiz für ein reifes institutionelles Umfeld angesehen werden, weshalb die Effekte in Tabelle 1 invers ausfallen.

Gemäß den oben Erkenntnissen lässt sich eine Methode zur Erstellung eines Frühwarnsystems zur Identifikation von politischen Risiken erstellen. Hierfür greifen wir auf die Ergebnisse der Regressionsanalyse aus Tabelle 1 zurück und erstellen zunächst einen Index des politischen Risikos. Wesentliche Indikatoren, die politische Risiken in Form von gewalttätigen Konflikten charakterisieren, sind Korruption, Inflation und Hyperinflation.

$$\text{Index politisches Risiko} = \text{Korruptionsindex} * \text{Inflation} * \text{Hyperinflation}$$

Bei der Berechnung⁷ des Index greifen wir auf dieselben Datenquellen wie schon bei der Regression zurück. Das heißt, wir verwenden den Corruption Perception Index von Transparency International und definieren als Maßgabe für die Hyperinflation den Zeitraum seit dem letztmaligen Überschreiten von Inflationsraten jenseits von zehn Prozent. Gemäß den hieraus errechneten Werten lässt sich die Anfälligkeit für politische Risiken in einer globalen Heatmap für schwelende Konflikte visualisieren.

Abbildung 4: Frühwarnsystem zur Identifikation von politischen Risiken



Politische Risiken zeigen sich speziell in Afrika, Lateinamerika und in Asien und somit in weiten Teilen der aufstrebenden Märkte. Dagegen stellt ein wichtiges Merkmal der Industrieländer ihre politische Stabilität dar. Aus Anlegersicht besonders interessant sind diesbezüglich die Unterschiede innerhalb der Regionen. So zeigt unsere Analyse, dass beispielsweise China weniger stark von politischen Risiken gefährdet zu sein scheint als Indien oder Russland. Und auch in Lateinamerika finden sich Unterschiede zwischen den Staaten an der Pazifikküste und dem Rest des Kontinents. Unser Frühwarnsystem bietet somit zum einen die Möglichkeit, innerhalb des Emerging-Market-Länderuniversums Unterschiede bei der spezifischen Krisenanfälligkeit zu identifizieren. Zum anderen bietet es einen soliden Erklärungsansatz jenseits der ökonomischen Perspektive, weshalb in aufstrebenden Märkten oftmals trotz guter wirtschaftlicher Bedingungen von Investoren höhere Risikoprämien eingefordert werden.

⁷ Die genaue Berechnung erfolgt anhand der folgenden Formel: $\text{Risikoindex} = \text{Korruption}^2 \cdot \text{Inflation} \cdot \sqrt{(10 - \text{Zeitraum seit Hyperinflation})}$. Die Ergebnisse finden sich in sortierter Reihenfolge in Tabelle 2 im Anhang.

Zusammenfassung

Ob in einem Land gewaltsame Konflikte drohen, hat aus Investorensicht erhebliche Auswirkungen auf die Renditeaussichten von Anleihen, Aktien oder Währungen. Politische Risikoprämien stellen also einen wichtigen Faktor bei der Bewertung von Wertpapieren dar, weshalb einem Frühwarnsystem eine große Bedeutung zukommt. In der vorliegenden Analyse ist es uns gelungen, ein solches zu entwickeln und politische Länderrisiken zu beziffern. Korruption und inflationäre Preisschocks spielen hierbei als erklärende Variablen eine herausragende Rolle.

Allerdings: Die Ermittlung von Eintrittswahrscheinlichkeiten bei sozialen Phänomenen (wie gewaltsamen Konflikten) folgt keinen unmittelbar zugrunde liegenden Gesetzmäßigkeiten und ist daher mit erheblichen Schwierigkeiten verbunden. Die Identifikation von kapitalmarktrelevanten politischen Länderrisiken zeigte daher, dass sich eine entsprechende Analyse mit großer Komplexität konfrontiert sieht. So lassen sich für ein einzelnes Land unzählige spezifische Gründe finden, weshalb es eben gerade dort zum Ausbruch von politischen Unruhen kam. Von ethnischen, religiösen und sozialen Heterogenitäten über die Bedeutung von ökonomischen Fehlentwicklungen und Ungleichgewichten bis hin zu einer ganzen Reihe von institutionellen bzw. Governance-Faktoren erstrecken sich die identifizierten Ursachen. Allerdings ist bei einer vergleichenden Analyse über viele Länder hinweg auch festzustellen, dass allgemeingültige Ursachen, die als eine Art Risikoschablone dienen können, nur sehr schwer zu finden sind und stattdessen die o. g. länderspezifischen Faktoren zur jeweiligen Entwicklung vor Ort entscheidend beigetragen haben.

Der Komplexitätsgrad der Analyse wurde zudem durch die Unklarheit des Naturells von politischen Risiken erhöht. So ist nicht immer eindeutig, welche Art von politischen Risiken Kapitalmarktrelevanz besitzt und welche nicht. Um diesbezüglich einem eindeutigen Kriterium zu folgen, wurde auf die Einschätzung des Heidelberger Instituts für Internationale Konfliktforschung zurückgegriffen.

Mit dieser transparenten Vorgabe war es dann auch möglich, anhand von multiplen Regressionsverfahren allgemeingültige Indikatoren zu finden, die die Eintrittswahrscheinlichkeit von Konflikten überraschend gut erklären können. Das Modell ist also schlank, breit einsetzbar und gleichzeitig erklärungskräftig. Mithilfe einiger wesentlicher Indikatoren lassen sich politische Risiken, so wie wir sie verstehen, erstaunlich gut ermitteln. Korrupte Staaten, die einen plötzlichen Inflationsschock erleben und sich generell in einem Inflationsregime befinden, liefern gute Voraussetzungen für das Ausbrechen gewaltsamer Auseinandersetzungen. In solchen Fällen scheint der schwache institutionelle Rahmen (der in den schlechten Korruptionswerten zum Ausdruck kommt) nicht in der Lage zu sein, die sozialen Verwerfungen, die durch die Preisexplosionen ausgelöst werden, aufzufangen. Der Blick auf die spezifischen Entwicklungen im Vorfeld des Arabischen Frühlings bestätigte diesen Befund. Auch dort kam es zur Implosion der korrupten politischen Systeme, nachdem durch die Explosion der Lebensmittelpreise im Jahre 2011 die Inflationsraten stark angestiegen waren.

Anhand dieser überzeugenden Erkenntnisse unserer Untersuchung entwickelten wir abschließend einen Index zur politischen Stabilität eines Landes, der als Frühwarnsystem zur Identifikation von potenziellen politischen Umsturzrisiken herangezogen werden kann und dazu dienen soll, die kapitalmarktrelevante politische Risikoprämie besser zu erfassen.

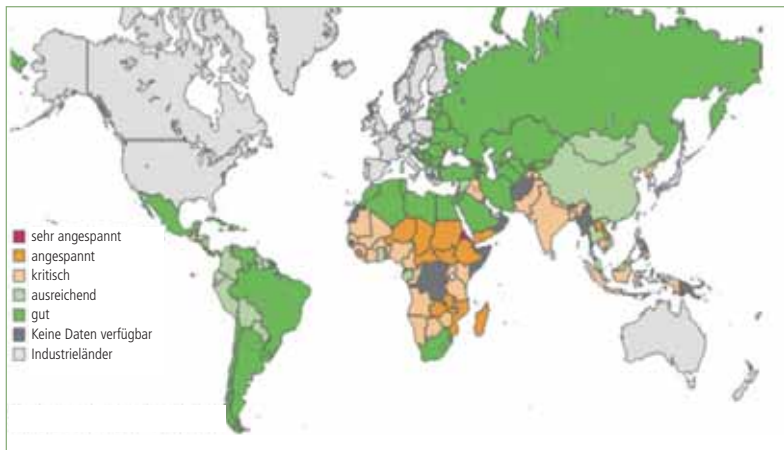
Anhang

Abbildung 5: Übersichtskarte nach dem Freiheitsindex von Freedom House (2014)



Quelle: Freedom House 2014

Abbildung 6: Übersicht über die globale Ernährungslage gemäß der Welthungerhilfe



Quelle: Welthungerhilfe 2014

Tabelle 2: Länderranking gemäß dem Index für politische Risiken

Land	Rang	Land	Rang	Land	Rang	Land	Rang	Land	Rang
Schweiz	1	Spanien	23	Island	43	Tunesien	63	Mosambique	83
Dänemark	2	Israel	24	Uruguay	44	Brasilien	64	Libyen	84
Schweden	3	Kap Verde	25	Malaysia	45	Algerien	65	Bolivien	85
Niederlande	4	Slowenien	26	Thailand	46	Sychellen	66	Sambia	86
Neuseeland	5	Australien	27	Saudi Arabien	47	Costa Rica	67	Vietnam	87
Finnland	6	Tschechien	28	Bahrain	48	Kuwait	68	Kasastan	88
Slowakei	7	Österreich	29	Gabon	49	Azerbaïdjan	69	Jamaika	89
Irland	8	USA	30	China	50	Namibia	70	Russland	90
Luxemburg	9	Malta	31	Georgien	51	Dom. Rep.	71	Indien	91
Belgien	10	Griechenland	32	Bulgarien	52	Indonesien	72	Uganda	92
Singapur	11	Japan	33	Latvia	53	Lesotho	73	Bangladesh	93
Ungarn	12	Litauen	34	Columbien	54	Guatemala	74	Kenia	94
Norwegen	13	Taiwan	35	Kamerun	55	Paraguay	75	Ätiopien	95
Polen	14	Estland	36	Peru	56	Ruanda	76	Nigeria	96
Deutschland	15	Chile	37	Panama	57	Sri Lanka	77	Angola	97
Kroatien	16	Hongkong	38	Armenien	58	Suriname	78	Ägypten	98
Italien	17	Korea	39	Philippinen	59	Libanon	79	Gana	99
Frankreich	18	Rumänien	40	Ecuador	60	Serbien	80	Mongolei	100
Kanada	19	Marokko	41	Abudabi	61	Südafrika	81	Ukraine	101
Portugal	20	El Salvador	42	Mexiko	62	Türkei	82	Argentinien	102
Zypern	21							Venezuela	103
England	22								

Niedriger Rang = geringes Risiko – Hoher Rang = hohes Risiko



Abbildungsverzeichnis

- Abbildung 1: Die Ursachen von politischen Krisen sind mehrdimensional
- Abbildung 2: Konfliktherde 2014 gemäß dem Heidelberger Institut für Internationale Konfliktforschung
- Abbildung 3: Konflikte in Ländern mit hoher Arbeitslosigkeit
- Abbildung 4: Frühwarnsystem zur Identifikation von politischen Risiken
- Abbildung 5: Übersichtskarte nach dem Freiheitsindex von Freedom House (2014)
- Abbildung 6: Übersicht über die globale Ernährungslage gemäß der Welthungerhilfe



Literaturverzeichnis

Acemoglu, D., und Robinson, J. (2013). Warum Nationen scheitern: die Ursprünge von Macht, Wohlstand und Armut. Frankfurt a. M.: Fischer Verlag.

Acemoglu, D., Johnson, S., Robinson, J., und Thaicharoen, Y. (Januar 2003). Institutional causes, macroeconomic symptoms: volatility, crises, and growth. *Journal of Monetary Economics*, S. 49–123.

Awadallah, A., und Malik, B. (2011). The economics of the Arab Spring. Oxford: CSAE Working Paper WPS/2011-23.

Freedom House (2014). Freedom in the World 2014. <https://freedomhouse.org>.

SIPRI (2013). Yearbook 2012. Stockholm: Stockholm International Peace Research Institute.

Sommer, F., und Vargas, M. (Mai 2014). Risikofaktor Korruption bei Staatsanleihen. Absolut Report, S. 34 ff.

Welthungerhilfe (2014). Welthunger-Index 2014. <http://www.welthungerhilfe.de>.





Herausgeber

Union Investment Institutional GmbH
Weißfrauenstraße 7
60311 Frankfurt am Main
Telefon: 069 2567-7652
Telefax: 069 2567-1616
www.nachhaltigekapitalanlagen.de

Diese Broschüre wurde mit großer Sorgfalt entworfen und hergestellt, dennoch wird die Haftung auf grobes Verschulden beschränkt.

Stand: Mai 2015
005897 05.15