



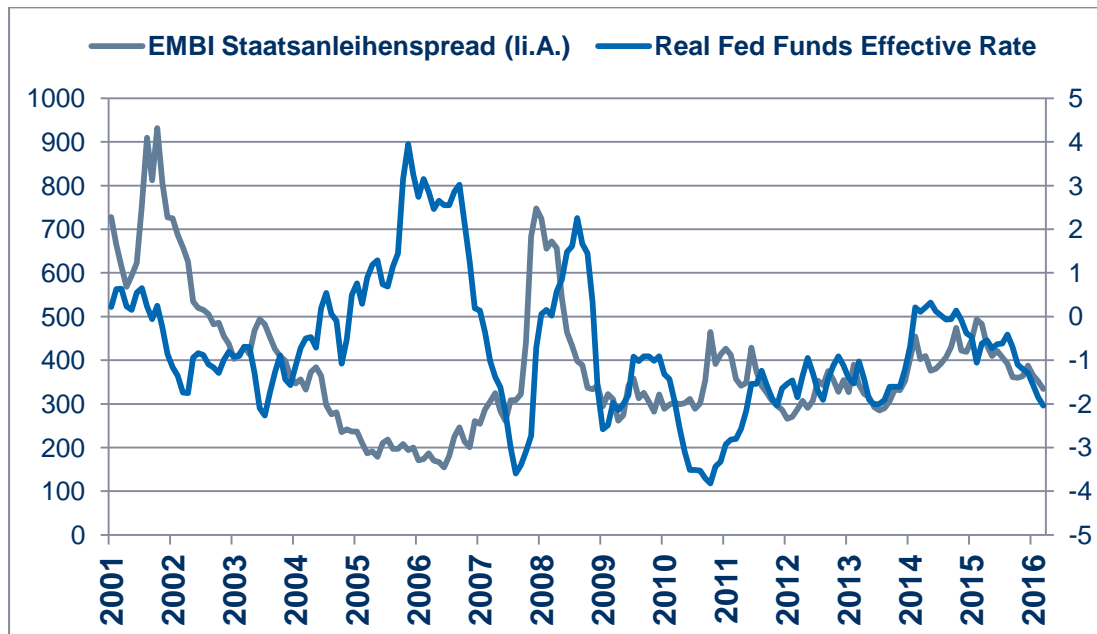
#28 Emerging Markets im Umfeld steigender Zinsen

Dr. Jens Bies

Guten Tag!

Globale Renditen sind im ersten Quartal als Ausdruck eines verbesserten Wachstums- und Inflationsausblicks angestiegen und unter der Prämisse einer expansiven Fiskal- und Lohnpolitik jenseits des Atlantiks sind weitere Renditeanstiege zumindest nicht auszuschließen. In dieser Kolumne möchte ich untersuchen, wie sensitiv Schwellenländer gegenüber weiteren Zinserhöhungen der entwickelten Welt im Allgemeinen und der amerikanischen Notenbank Fed im Besonderen sind und welche Schwellenländer in einem reflationären Umfeld begleitet von weiteren, jedoch moderat ausfallenden Zinserhöhungen der Fed ein gutes Chance-/ Risikoprofil für internationale Investoren aufweisen.

Diagramm 1: EMBI Staatsanleihspreid [bp] vs. realer Fed Funds Rate [%]



Quelle: Bloomberg, 05.04.2017 (Monatsdaten).

Zunächst mal fällt aktuell auf, dass Schwellenländer trotz bereits drei erfolgter Zinserhöhungen der Fed vergleichsweise robust handeln. Trotz dieser Robustheit sind die meisten Schwellenländer weiterhin von der Fed-Politik abhängig. In Diagramm 1 erkennt

man deutlich, dass ein Zusammenhang besteht zwischen der realen, also der inflationsbereinigten Fed Funds Refinanzierungsrate und den Emerging Markets Bond Index (EMBI)-Risikoaufschlägen, sog. Spreads, gegenüber U.S. Staatsanleihen. Abgesehen von der Phase zu Beginn des Jahrtausends, als besondere Faktoren die Emerging Markets bestimmten, wie rapides Kreditwachstum, Boom der Rohstoffmärkte, Rekordhandelszahlen im Zuge der Globalisierung und des China-Booms, ist die Korrelation zwischen steigenden Risikoaufschlägen für Schwellenländer-Anleihen und ansteigendem Realzinsniveau in den Vereinigten Staaten positiv. Mit anderen Worten bewirken steigende Realrenditen in den USA höhere Refinanzierungskosten für Emerging Markets-Länder. Interessanterweise sind die Realzinsen in den USA trotz steigender Refinanzierungsraten immer noch niedrig und in letzter Zeit sogar rückläufig. Diese Tatsache liegt an den vergleichsweise stärker steigenden Inflationserwartungen in den Vereinigten Staaten.

Die Gründe, dass die Risikoaufschläge für Schwellenländer trotz steigender U.S.-Zinsen kaum anziehen, sind im Wesentlichen folgende:

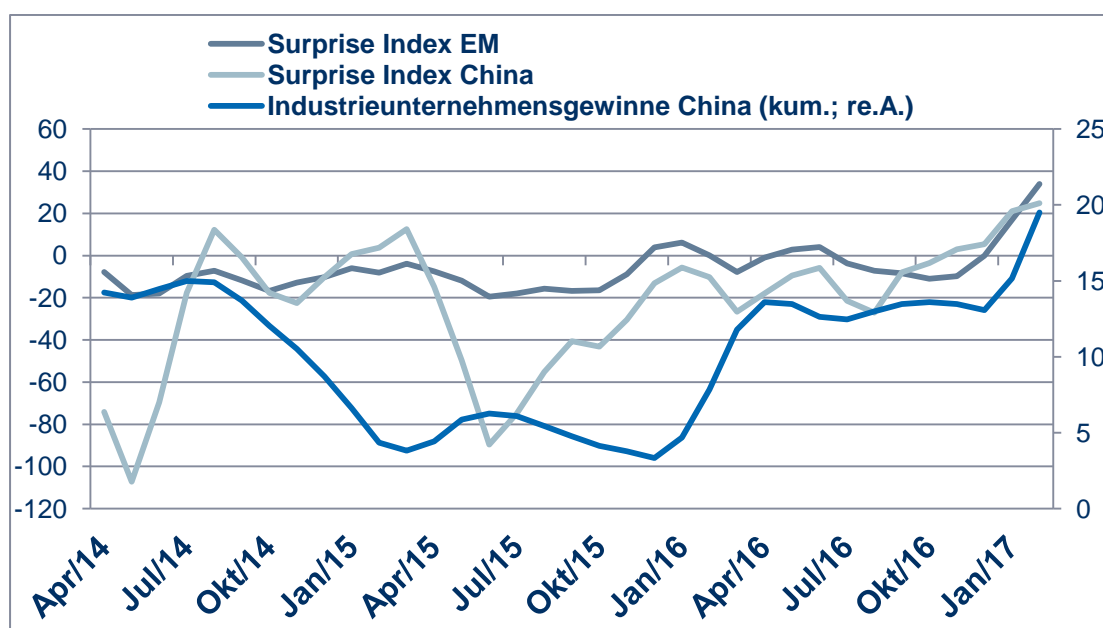
- a) Ein behutsames Vorgehen der Fed beim Erhöhen des Leitzinses.
- b) Die besseren Makrodaten, speziell aus China, können einen Großteil der restriktiveren Geldpolitik der Vereinigten Staaten ausgleichen.
- c) Verbesserte Leistungsbilanzen und strukturelle Veränderungen haben zu einem geringeren Refinanzierungsbedarf in Fremdwährung (v.a. USD) und damit weniger Abhängigkeit gegenüber den U.S. Zinsen geführt.
- d) Die Maßnahmen der chinesischen Behörden, Kapitalabflüsse zu begrenzen, helfen dabei, dass der Risikoaversionseffekt, den höhere U.S.-Zinssätze bei Schwellenländern auslösen können, eingedämmt wird.
- e) Internationale Investoren haben ihre Investments in den letzten Jahren zurückgefahren, so dass viele Schwellenländer auf der Kapitalbilanzseite restrukturieren konnten.

Ad a) Die Fed hat den Markt behutsam auf die ersten Zinserhöhungsschritte vorbereitet, beginnend mit dem Zurückfahren der Anleihekäufe („Tapering“) in Mitte 2013. Die erste Zinserhöhung kam erst im Dezember 2015, also mehr als zwei Jahre später. Als dann vorübergehend globale Risiken (Kapitalabflüsse China, Rohstoffpreisverfall, schlechter werdende Makrodaten) die ökonomischen Performance überschatteten, zögerte die Fed trotz eines sehr robusten Arbeitsmarktes und anziehender Lohninflation den nächsten Zinsschritt ein Jahr lang hinaus. Der letzte Zinsschritt im März dieses Jahres kam zwar ein wenig überraschend, allerdings wurden die längerfristigen Projektionen seitens der Fed-Mitglieder unverändert moderat belassen. Solange also die geldpolitische Straffung langsam und Zinserhöhungen vorausschauend erfolgen, dürften die negativen Auswirkungen für die Schwellenländer zumindest geringer sein.

Ad b) Da viele Emerging Markets sich in der Vergangenheit in USD verschuldet haben und die meisten Rohstoffe in USD notieren, sind Entscheidungen der U.S. Notenbank Fed im internationalen Kapitalverkehr mitbestimmend für die Kapitalbilanz der Schwellenländer. Weltwirtschaftlich gesehen ist aber viel entscheidender, wie sich China entwickelt. Es ist schlüssig zu argumentieren, dass China mittlerweile die Leistungsbilanz vieler Schwellenländer bestimmt, da es in den letzten fünf Jahren gut ein Drittel zum weltwirtschaftlichen Wachstum beigetragen hat, während die Vereinigten Staaten von Amerika auf lediglich den hälftigen Beitrag kommen. Da die chinesischen Makrodaten sich am aktuellen Rand wieder äußerst vielversprechend entwickeln, ist der positive

Wachstumseinfluss, den China momentan auf die Emerging Markets auslöst, signifikanter einzuschätzen als der negative geldpolitische Zinsschock seitens der USA. Die verbesserten Makrodaten lassen sich übrigens sowohl aus den positiven Überraschungen („Surprises“) der Makrodaten für China und den Emerging Markets ableiten als auch von den gestiegenen Gewinnen der Industrieunternehmen (siehe Diagramm 2). Diese Tatsache lässt vermuten, dass China zukünftig einen weiterhin robusten Beitrag zum Weltwirtschaftswachstum im Allgemeinen und zum Wachstum der Emerging Markets im Besonderen beitragen wird.

Diagramm 2: Entwicklung der Gewinne der Industrieunternehmen sowie der Surprise Indizes in China und der Emerging Markets [3 Monatsschnitt, % YoY]

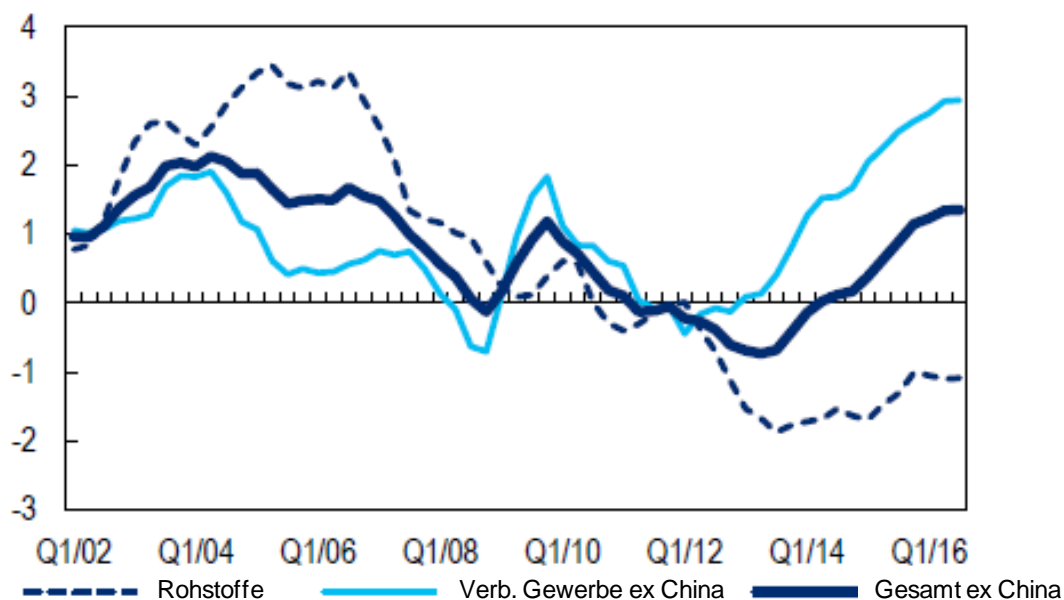


Quelle: Bloomberg, 05.04.2017 sowie CITI RESEARCH (2017): *Emerging Markets Economic Outlook & Strategy*, S. 4, 24.03.2017.

Ad c) Der Leistungsbilanzsaldo in den Emerging Markets-Ländern hat sich seit 2013 deutlich verbessert (siehe Diagramm 3). Gründe für die verbesserten Leistungsbilanzen sind in erster Linie die spürbar zurückgehende Binnennachfrage sowie die Abwertung vieler Schwellenländerwährungen gegenüber den Hauptwährungen USD und EUR. Bei einer Abwertung der Währung erhöhen sich tendenziell die Exporte gegenüber den Importen, weil der Außenwert der heimischen Währung abnimmt und es damit für andere Länder günstiger ist, bei gleichen Preisen die Einfuhrmenge zu erhöhen. Das verbessert ceteris paribus in der Folge die Leistungsbilanz des exportierenden Landes. Man ist folglich nicht mehr so sehr auf Kapitalimporte angewiesen, um ein höheres Defizit zu finanzieren. Bei einem Leistungsbilanzüberschuss, also einem positiven Außenbeitrag eines Landes, wie ihn mittlerweile viele Schwellenländer aufweisen, wird hingegen mehr exportiert als importiert, was gleichbedeutend ist mit einem Vermögensanstieg bzw. einem Anstieg des Nettoauslandsvermögens. Da sich der Leistungsbilanzsaldo aus der Differenz des volkswirtschaftlichen Spar- und Investitionsvolumens ergibt, bedeutet ein Leistungsbilanzdefizit demnach, dass die inländischen Ersparnisse höher als die inländischen Investitionen sind. Die Tatsache, dass viele Schwellenländer ihr Leistungsbilanzdefizit in einen –überschuss mit vergleichsweise hohen Spar- und nicht nur niedrigen Investitionsquoten transformiert haben, lässt etwas Strukturelles hinter diesem

Transformationsprozess vermuten, das länger anhalten dürfte. Der Prozess wurde im Übrigen auch durch die Entwicklung der Rohstoffe unterstützt. Sie verloren aufgrund von Produktions- und Lagerhaltungsüberschüssen sowie durch die Aufwertung des USD gegenüber vielen rohstoffexportierenden Emerging Markets-Ländern spätestens seit 2013 deutlich an Wert und bewirkten somit eine Verschlechterung des Einfuhrtauschverhältnisses („Terms of Trade“), das den ökonomischen Wohlstand eines Landes anzeigt. Somit wurden viele rohstoffexportierende Schwellenländer gezwungen, strukturelle Anpassungen vorzunehmen. Zusammengefasst lässt sich somit sagen, dass Verbesserungen in der Leistungsbilanz die Refinanzierungsnotwendigkeiten der Schwellenländer in Fremdwährung reduziert haben, so dass die Sensitivität gegenüber Zinssteigerungen in der entwickelten Welt abgenommen hat.

Diagramm 3: Entwicklung Leistungsbilanz Emerging Markets ex China & Rohstoffe seit 2002 [% vom BIP]



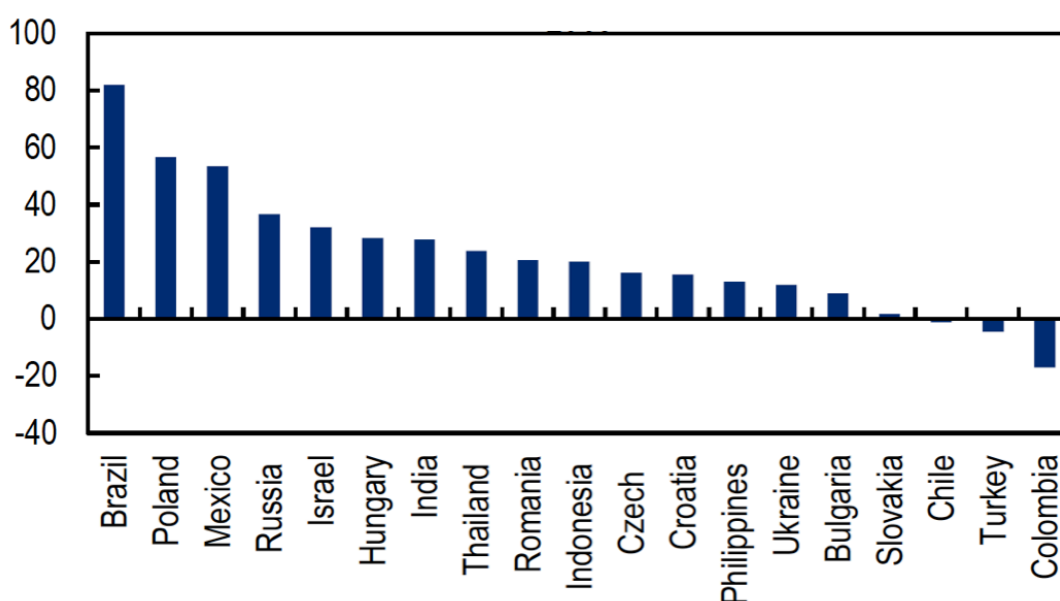
Quelle: CITI RESEARCH (2017): *Emerging Markets Economic Outlook & Strategy*, S. 5, 24.03.2017.

Ad d) Darüber hinaus muss man konstatieren, dass sich die traditionelle Kausalkette, die zu Kapitalabflüssen bei Emerging Markets führt, verändert hat. Früher führte eine restriktive Geldpolitik bzw. ein Zinsanstieg in den Vereinigten Staaten zu massiven Kapitalabflüssen bei Emerging Markets. Seit 2014 führt eine restriktivere Geldpolitik tendenziell zu Kapitalabflüssen in China, was wiederum zu Risikoaversion auf globaler Ebene führt (z.B. im Sommer 2015 bzw. im Frühjahr 2016), die in der Konsequenz Kapitalabflüsse für die Anlageklasse Emerging Markets bedeutete. So wurden die größten Abflüsse verzeichnet, als die Zinsen in den USA aufgrund von Risikoaversion am stärksten fielen. Mittlerweile hat China Kapitalkontrollen eingeführt, die Kapitalabflüsse unterbinden sollen. Um deutlichere Kapitalabflüsse auszulösen, müsste ein drastischerer geldpolitischer Schock seitens der Fed hergestellt werden, was aktuell nicht zu vermuten ist.

Ad e) Vor der Finanzkrise sah die Situation wie folgt aus: Emerging Markets wuchsen überproportional im Vergleich zu den entwickelten Ländern. Als Folge verzeichneten die Schwellenländer enorme Kapitalzuflüsse, woraufhin ihr Kreditwachstum anstieg, die

Währungen aufwerteten, die Realzinsen fielen und die Leistungsbilanzdefizite zunahmen. In dieser Situation ist eine geldpolitische Straffung fatal, da nun Kapital wieder abfließt, woraufhin die Kreditvergabe fällt, die Währungen abwerten und sich das Leistungsbilanzdefizit wieder verkleinert. Nach der Finanzkrise und speziell seit der „Tapering“-Entscheidung der Fed hat sich die Struktur der Emerging Markets jedoch verändert. Seit 2013 sind die Wachstumszahlen abgesehen von China vergleichsweise schwach, so dass die Währungen zumeist deutlich abgewertet haben. Dies hatte ein Abbau der Leistungsbilanzdefizite zur Konsequenz bei einem gleichzeitigen Anstieg der Realzinsen. In diesem Umfeld sind die Emerging Markets deutlich resistenter gegenüber einer restriktiven Geldpolitik seitens der amerikanischen Notenbank.

Diagramm 4: Entwicklung des bereinigten Netto-Auslandsvermögensstatus ausgewählter Schwellenländer von 2013-2016 [Mrd. USD]



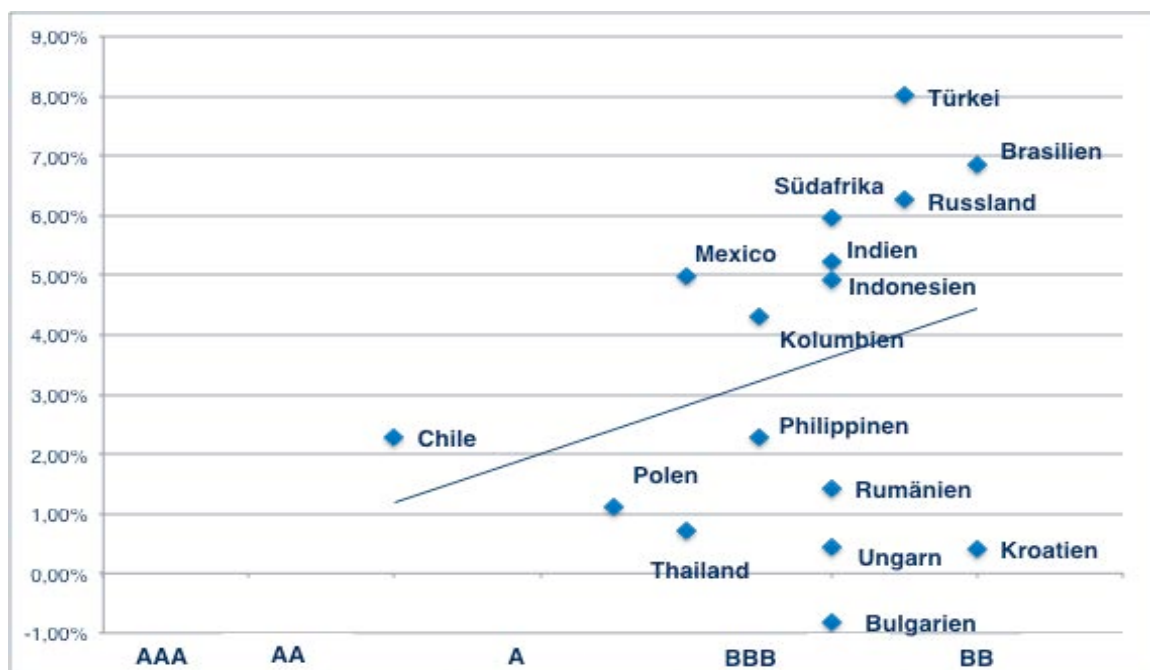
Quelle: CITI RESEARCH (2017): *Emerging Markets Economic Outlook & Strategy*, S. 6, 24.03.2017.

Die Tatsache, inwieweit Kapitalabflüsse einem Schwellenland in ökonomische Bedrängnis bringen, hängt von der Verwundbarkeit eines Landes ab. Sie wird definiert durch die Außenfinanzierungslücke, d.h. die Menge an Geld, die das Land von außen benötigt, um sowohl das Leistungsbilanzdefizit als auch die im nächsten Jahr fällig werdenden Schulden in Fremdwährung zu refinanzieren. Wie wir bereits in Diagramm 3 gesehen haben, weisen viele Emerging Markets-Länder und insbesondere China mittlerweile ein Leistungsbilanzüberschuss aus. Auch die Höhe an kurzfristigen Verbindlichkeiten in Fremdwährung sind seit 2013 deutlich zurückgegangen, so dass bei den Schwellenländern ein Entschuldungsprozess in Fremdwährung eingesetzt hat. Man kann diesen Punkt auch beobachten, wenn man sich die Bilanzen der einzelnen Länder anschaut und von den ausländischen Vermögenswerten die ausländischen Verbindlichkeiten abzieht. Den sog. Netto-Auslandsvermögensstatus kann man nun noch um Direktinvestitionen bereinigen, die eher langfristiger Natur und nicht so zinssensitiv sind. Sie werden i.d.R. nicht so schnell abgezogen und gefährden damit die eher kurzfristige Betrachtung der Verwundbarkeit eines Landes nicht. Es fällt auf, dass der bereinigte Netto-Auslandsvermögensstatus sich bei den wesentlichen Schwellenländern seit 2013 deutlich verbessert hat (siehe Diagramm

4). Speziell Brasilien, Polen, Mexiko und Russland haben ihre Auslandsverbindlichkeiten in dieser Zeit stark reduziert.

Sicherlich sind die Emerging Markets nun nicht komplett immun geworden gegen die Auswirkungen von exzessivem Kapitalabzug ausländischer Investoren, allerdings haben viele internationale Investoren ihre Investments in den letzten Jahren zurückgefahren, so dass die ökonomische Verwundbarkeit der Schwellenländer auch aufgrund der geringeren Positionierung abgenommen hat. Wesentliche Treiber für den Abzug von internationalem Kapital sind insbesondere erwartete Wachstumsdifferenziale zwischen der entwickelten Welt und den Schwellenländern, risikoadjustierte Zinsunterschiede, Rohstoffpreise (speziell für rohstoffexportierende Schwellenländer), globale Risikoaversion und länderspezifische Fundamentalfaktoren, wie u.a. das Rating.

Diagramm 5: Volatilitätsgewichtete Nominalzinsunterschiede der 5-Jahres Anleihen ausgewählter Schwellenländer in Lokalwährung gegenüber U.S. Staatsanleihen relativ zum Composite-Rating

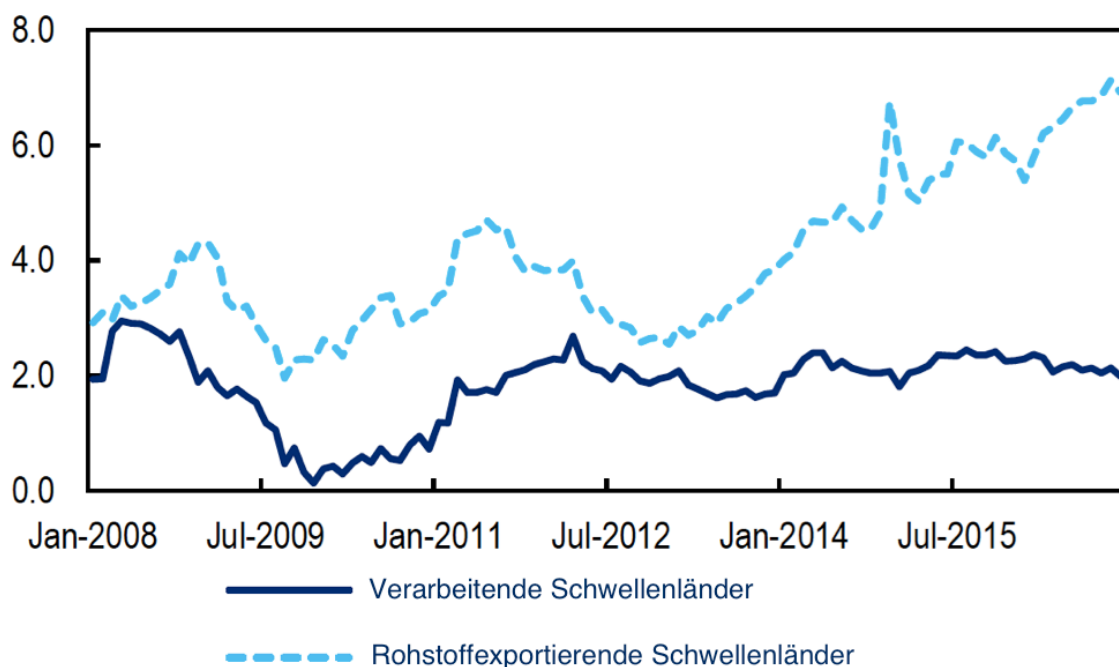


Quelle: Eigene Abbildung aus Bloomberg, 05.04.2017.

Nachdem nun die Begründung geliefert wurde, dass Schwellenländer zurecht resistenter gegenüber U.S.-Zinserhöhungen und Kapitalabzug geworden sind, wäre als nächstes zu überlegen, welche Länder sich für ein Investment in einem in der März- Kolumne propagierten Reflationsszenario anbieten würden. Dazu möchte ich auf zwei wesentliche Punkte eingehen. Zum einen auf risikoadjustierte Zinsunterschiede von fünfjährigen Renditen zwischen amerikanischen Staatsanleihen und ausgewählten Schwellenländern und zum anderen auf das Rating, das im Wesentlichen fundamentale Faktoren, wie Leistungs- und Budgetsalden, Verschuldung, Wachstums- und Inflationsausblick sowie politische Faktoren abdecken sollte. In nachfolgendem Diagramm 5 sieht man, dass bezogen auf ihr Composite-Rating tendenziell alle Schwellenländer oberhalb der Regressionsgerade ein gutes Rendite-/ Risikoprofil gegenüber U.S. Staatsanleihen aufweisen, gemessen an der volatilitätsgewichteten Nominalzinsdifferenz fünfjähriger Staatsanleihen. Es fällt auf, dass sich abgesehen von der Türkei besonders

rohstoffexportierende Länder oberhalb dieser Gerade befinden. Besonders interessant erscheinen im Sinne dieser eingeschränkten Betrachtung Investments in der Türkei, aber auch in Brasilien, Russland, Mexiko und Südafrika. Bezogen auf die Regionen erscheint im Wesentlichen Lateinamerika, aber auch der asiatische Raum interessant zu sein. Eher uninteressant erweisen sich demnach Investments im Großraum Emerging Kerneuropa. Der Grund liegt auf der Hand. Diese werden maßgeblich von der Zinspolitik der EZB beeinflusst und ihre Fremdwährungsverbindlichkeiten sind vornehmlich in EUR und nicht in USD fakturiert.

Diagramm 6: BIP-gewichteter, durchschnittlicher Realzinsunterschied zwischen rohstoffexportierenden sowie verarbeitenden Schwellenländern und der entwickelten Welt [in %]



Quelle: CITI RESEARCH (2017): *Emerging Markets Economic Outlook & Strategy*, S. 6, 24.03.2017.

Abschließend möchte ich nochmals darauf hinweisen, dass in einem Reflationsszenario mit steigenden Rohstoffpreisen speziell rohstoffexportierende Länder profitieren sollten. Diese These unterstützt auch das nachfolgende Diagramm 6, welches die BIP-gewichteten, durchschnittlichen Realzinsunterschiede zwischen der entwickelten Welt und den Schwellenländern abbildet, wobei bei letzteren zwischen rohstoffexportierenden und verarbeitenden Ländern unterschieden wird. Es fällt auf, dass rohstoffexportierende Schwellenländer deutlich höhere Realzinsdifferenziale zu der entwickelten Welt aufweisen als verarbeitende. Diese Tatsache lässt sich auch damit begründen, dass die Zentralbanken vieler rohstoffexportierender Länder seit 2013 die Refinanzierungsraten erhöht haben, um die aufgrund der Währungsabwertung angestiegene, importierte Inflation unter Kontrolle zu bekommen.

Hinweis: Diese Kolumne enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der SKALIS Asset Management AG. Die Informationen, die für diese Kolumne verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann.