

## Stresstest

# Die meisten Schwellenländer stehen vor einer Korrektur, keiner Krise



**Von Gerardo Rodriguez**  
In leitender Funktion im  
BlackRock Emerging Markets Team

Es ist kein Geheimnis, dass sich aufstrebende Volkswirtschaften in den letzten zehn Jahren enorm weiterentwickelt haben. Die meisten konnten das Kapitel der vergangenen Krisen erfolgreich abschliessen und sich zu wesentlich attraktiveren Investitionsstandorten entwickeln. Zudem haben die niedrigen Zinsen (und das geringe Wachstum) in Industrieländern die renditehungrigen Anleger veranlasst, sich andernorts umzusehen.

Doch nun ändert sich die Situation. Jetzt, da sich die Geldpolitik in den USA einem Wendepunkt nähert und der Dollar stärker wird, wird die neue Ordnung auf den Prüfstand gestellt. Die Marktkorrektur, die in diesem Frühjahr einsetzte, ist eine gute Erinnerung daran, wie komplex und vielfältig diese Märkte sind.

Dennoch gibt es gute Gründe für die Aufnahme von Schwellenländern in das Portfolio: die ständige Neuausrichtung der globalen Wirtschaft. Laut Weltbank entfallen auf die Schwellen-



**und Stephan Meschenmoser**  
Investmentstrategie  
BlackRock Schweiz

länder knapp die Hälfte des weltweiten Sozialprodukts (BIP), 70% des weltweiten BIP-Wachstums und über 80% der Weltbevölkerung. Es gibt überall Anzeichen dafür, dass diese Länder ihren Platz auf der Weltbühne verstärkt einnehmen.

### Die «Original Sin»

Als der Begriff «aufstrebende Märkte» Anfang der 1980er Jahre geprägt wurde, war es ein Kompliment – ein schickerer Name für «Entwicklungsländer». Im Laufe der Jahre half es vielleicht den Anlegern, die von einigen Finanzkrisen in Mexiko, Asien und Russland gebeutelt wurden, das Ganze immer wieder positiv zu sehen. Aber dieser Name wurde weiterhin mit schwachen und ineffektiven Regierungen, Marktschwankungen und wiederkehrenden Finanzkrisen in Verbindung gebracht, was nicht immer gerechtfertigt ist.

Die Zentralbanken der Philippinen bis hin zu Polen und Peru haben ihre Autonomie erfolgreich dazu genutzt,

eine transparente Geldpolitik zu betreiben und die Inflation unter Kontrolle zu bringen. Die öffentlichen Finanzen wurden in Form gebracht, wobei die Haushaltsdefizite in den Schwellenländern seit 2008 laut IWF-Angaben durchschnittlich weniger als 2,5% des BIP ausmachten, während die Industrieländer zu kämpfen hatten, ihre Defizite wieder in einen einstelligen Bereich zu manövrieren. Devisenreserven in Rekordhöhe gaben den Ländern die notwendige Stabilität, die ihnen half, die Klippen der turbulenten Devisenmärkte zu umschiffen.

Gleichzeitig haben sich die lokalen Finanzinstitute erholt und modernere Märkte geschaffen. Kapitalstarke lokale Banken haben nun eine Pufferfunktion, die hilft, externe tiefgreifende Ereignisse zu lindern, statt sie zu verstärken. Laut Weltbank liegen die Kapitalisierungsquoten in Ländern wie Mexiko, Indonesien und Peru über 13%; die Kreditdurchdringungsrate in der Privatwirtschaft liegt unter 40% des BIP, was viel Spielraum für Kreditwachstum lässt. Diese Bankensysteme haben sich von einer ständigen Problemquelle zu Wirtschaftswachstumsmotoren entwickelt.

Dennoch waren die Schwellenländer vor allem deshalb so widerstandsfähig, weil sie seit kurzem langfristige Kredite in ihrer eigenen Währung aufnehmen können. Aus den Daten der Weltbank geht hervor, dass im Ausland gehaltene Staatsanleihen 2011 weniger als 20% der staatlichen Verbindlichkeiten ausmachten. Zwar sind lokale Renditekurven noch nicht überall voll entwickelt, die «Original Sin» scheint aber endlich zu verschwinden.

### Die Rolle des externen Investors

Anleger aus Industrieländern haben diese Trends ermöglicht und von ihnen profitiert. Während sie weiter an einer stärkeren internationalen Ausrichtung ihrer Portfolios arbeiten, stellen sie

fest, dass sich die lokalen Schwellenländer zu einer neuen Investmentalternative entwickelt haben, die es vorher schlichtweg nicht gab und die nun geprüft werden sollte. Dieses neue Interesse hat nun die positive Rückkopplungsschleife verstärkt: widerstandsfähigere Volkswirtschaften entstehen durch besser entwickelte Finanzmärkte, die wiederum bei den externen Anlegern für grösseres Interesse sorgen.

### **Kräftige Kapitalflüsse**

In den letzten Jahren floss das Kapital so schnell wie nie den Schwellenländern zu, wobei die Kapitalflüsse in Obligationen besonders kräftig waren. Darüber hinaus wurden Anleger an den Schwellenmärkten mit Renditen in zweistelliger Höhe und relativ geringer Volatilität belohnt.

Das heisst, bis zu diesem Frühjahr. Die deutliche Umkehr bei den Währungen von Schwellenländeranleihen und an vielen Aktienmärkten, die von den Anlegern, die höhere Zinssätze und ein nachlassendes Wachstum in China antizipierten, ausgelöst wurde, weckte die Erinnerung an die vergangenen Krisen. Erneut endet eine lang anhaltende Phase der Kapitalzuflüsse, wobei zumindest einige externe Anleger einen schnellen Ausstieg anstreben. Es bleibt das Ausmass des Exodus abzuwarten.

### **Aufnahme lokaler Märkte in globale Indizes als Gütesiegel**

Es gibt Gründe, anzunehmen, dass die jüngsten Kapitalflüsse stärker strukturiert sind als früher. Einer der Gründe ist die Aufnahme einiger lokaler Märkte in globale Anleihenindizes, was ihnen ein Gütesiegel und die internationale Anerkennung verlieh, die ihnen früher fehlte. Diese Entwicklung bewegte auch einige Anleger dazu, auf Märkte auszuweichen, die sie selber nicht in Betracht gezogen hätten.

Ein weiterer Grund, optimistisch zu sein, ist die Kombination aus makroökonomischer Stabilität, starken Bankensektoren und einem etablierten und schnell wachsenden lokalen, institutionellen Anlegerbestand, den es nun in grossen Teilen der Schwellenländer gibt. Nachdem sie die Prüfung bei der Krise von 2008 bestanden haben, ge-

hen viele dieser Länder an die aktuellen Turbulenzen mit einem neuen Selbstbewusstsein heran.

Einige kritische Punkte bleiben jedoch, zum Beispiel ob alle Emittenten, die an den Markt gegangen sind, gründlich überprüft und ordentlich bewertet wurden. Erstmissionen von Anleihen an den Staatsanleihenmärkten haben Rekordniveaus erreicht. Die Mongolei, Tansania, Bolivien und Honduras sind nur einige Länder, die sich die unkritische Bereitschaft des Marktes, Dollar-Anleihen zu erwerben, zunutze gemacht haben. Im Unternehmensbereich gab es im letzten Jahr eine rekordverdächtige Anzahl von Erstmissionen: 189, die insgesamt 85 Mrd. US\$ einsammelten. Der kräftige Ausverkauf bei einigen Währungen hat daran erinnert, dass eine Anlage in Schwellenländern ungeachtet der Verbesserungen weiterhin stark von der Währungsentwicklung bestimmt wird.

An der politischen Front ist auch nicht alles gut gelaufen. Zwar konnten sich die Schwellenländer bei der jüngsten Finanzkrise gut behaupten, die positiven Entwicklungen sind aber nicht gleichmässig verteilt. Viele Länder verzeichnen nun ein geringeres Potenzialwachstum, vor allem jene wie Brasilien, die einen rohstoffbedingten Boom erlebt haben. In einigen dieser Länder verschlechterte sich die Leistungsbilanz trotz einer wichtigen Verbesserung ihrer Terms of Trade. Erfolgreiche Armutsbekämpfungs- und Sozialpolitik haben neue und komplexe Herausforderungen geschaffen, wobei die wachsende Mittelschicht bereit ist, in Ländern wie der Türkei und Brasilien auf die Strasse zu gehen, um mehr Chancen und eine bessere staatliche Versorgung zu fordern.

### **Den Klassifizierungen entwachsen**

Was wird nun geschehen, wenn sich die weltweite Liquidität verringert? Wie eingehend wird die neue (Welt-) Ordnung geprüft und wie tragfähig wird sie sein? Wie es so oft der Fall ist, kann eine langfristige Prognose mit grösserer Zuversicht angeboten werden als eine kurzfristige. Wenn die Finanzsysteme der Schwellenländer weiter wachsen und differenzierter werden, gewöhnen sich die Anleger im

Laufe der Zeit wahrscheinlich daran, staatliche und private Emittenten verstärkt anhand ihrer individuellen Leistungen und weniger als Teil einer Anlageklasse, die einst als «aufstrebende Märkte» tituliert wurde, zu beurteilen. Für Anleger, die nicht bereits diese Unterscheidungen anwenden, ist nun der Zeitpunkt gekommen, damit zu beginnen. Die einprägsamen Akronyme, welche verschiedene Wertpapiere unter einer gemeinsamen Bezeichnung verpacken, scheinen zunehmend ihre Gültigkeit zu verlieren. In dem vor uns liegenden, schwierigen Szenario wird es wichtig sein, mit den Entwicklungen mitzuhalten und in die differenzierten Fundamentalwerte der Schwellen- und Industrieländer einzudringen.

### **Politische Reaktionen**

Politische Reaktionen der Verantwortlichen schaffen für die Anleger sowohl Chancen als auch Herausforderungen. Anleger sollten auf Länder achten, die bereit sind, auf die Marktsignale zu reagieren und nicht zögern, die Fiskal-, Geld- und Wechselkurspolitik auf koordinierte Weise anzupassen. Es gibt nie einen idealen Zeitpunkt, um die harten politischen Entscheidungen zu treffen, die es den Ländern ermöglichen werden, mittelfristig angemessene Bedingungen für die Entwicklung aufrechtzuerhalten. Allerdings könnte ein problematischeres Umfeld ein guter Grund dafür sein, die politisch schwierigen Aufgaben wie das Durchsetzen von Strukturreformen und das Senken von Handelsschranken anzupacken.

Die Anleger spielen ebenfalls eine bedeutsame Rolle – und haben einiges an Arbeit vor sich. Wenn sie bereit sind, Recherchen bezüglich der vielen verschiedenen Chancen und Risiken, der guten und schlechten politischen Entwicklungen sowie der vielversprechenden und weniger profitablen Investments, die an diesen Märkten zu finden sind, durchzuführen, haben sie eine Chance auf Erfolg. Sie werden dadurch einerseits etwas für das anhaltende Wachstum der verschiedenen Volkswirtschaften tun und andererseits gleichzeitig davon profitieren.

*switzerland@blackrock.com*  
*www.blackrock.com*