

**BLICKPUNKT**

# Schwellenmärkte – Realitäten und Gelegenheiten im Wandel

Die Schwellenmärkte sind widerstandsfähiger geworden, doch es bleiben Risiken.

VON GENE FRIEDA | SEPTEMBER 2018

In den vergangenen drei Jahrzehnten war es eine Binsenweisheit, dass die Schwellenmärkte eine gehebelte Spielart des weltweiten Wachstums sind – häufig weisen sie bei wachsenden entwickelten Märkten eine Outperformance auf, sind jedoch anfällig für heftige Rückgänge, wenn die Bedingungen in den entwickelten Märkten weniger rosig sind.

Dieser Trend besteht zwar weiterhin, doch ist es von zentraler Bedeutung, die Änderungen infolge der Finanzkrisen der entwickelten Märkte und der Verschiebung der geopolitischen Landschaft in den jüngsten Jahren zu verstehen, um die künftigen Anlagegelegenheiten im Bereich der Schwellenmärkte zu ermitteln.

Die neue Realität ist, dass viele Schwellenmarkt-Volkswirtschaften aus diversen Gründen widerstandsfähiger geworden sind und sich nicht mehr einfach nur im Schlepptau des Wachstums und der Politik in den Industrieländern bewegen. Jedoch stehen diesen positiven Entwicklungen neue Herausforderungen gegenüber, insbesondere die zunehmend prozyklische Bereitstellung von Liquidität durch Market Maker, eine steigende Neigung zu populistischer Politik und die Versuchung, sich auf Währungsabwertung als Ersatz für dringend erforderliche Strukturreformen zu stützen.

Angesichts dieser neuen Realitäten in Verbindung mit dem Abverkauf von Schwellenmarkt-Vermögenswerten im bisherigen Jahresverlauf gelangen wir zu der Auffassung, dass Wert und Risiken nun besser zueinander passen. Jedoch verlangt die lange Liste der Risiken, mit denen die Schwellenmärkte konfrontiert sind, nach wie vor eine hochgradig differenzierte Haltung, da die Illiquidität der Märkte die Auswirkungen jeglichen Schocks auf die Kurse vergrößern kann.

## Das langfristige Anlageargument für die Schwellenmärkte

Neben höheren Renditen als bei ihren entwickelten Pendanten stützen drei Trends das langfristige

## Anlageargument für Schwellenmärkte über weltweite Konjunkturzyklen hinweg.

- Schwellenländer-Volkswirtschaften sind die Entwicklungs- und Rating-Leiter während der zurückliegenden Jahrzehnte hinaufgeklettert, was ihre Abhängigkeit von ausländischen Krediten erheblich verringert hat.
- Die meisten sind zu freien Wechselkursen übergegangen, die als Puffer gegen Schocks bezüglich der externen Finanzierung dienen. In der Folge ist das Wachstum in diesen Ländern besser vor Schocks wie einer unerwarteten Straffung der US-Geldpolitik geschützt.
- Und da vor allem viele von ihnen eine glaubwürdige Erfolgsbilanz bei der direkten Inflationssteuerung vorweisen können, müssen die meisten Zentralbanken der Schwellenländer nicht mehr zu einer prozyklischen Straffung der Geldpolitik angesichts erheblicher Wechselkursverschlechterungen schreiten. Die Märkte für Inlandsanleihen sind somit besser abgekoppelt, was es wiederum vielen Regierungen ermöglicht, auf eine antizyklische Finanzpolitik zurückzugreifen, um das Wachstum zu stabilisieren und die Fähigkeit zum Schuldendienst aufrechtzuerhalten.

Nach 30 Monaten der Drosselung durch die US-Notenbank und 18 Monaten unter der Regierung von US-Präsident Donald J. Trump ermutigen uns zudem mehrere aktuelle Entwicklungen.

Zunächst einmal **scheint sich das Zeitlupentempo, mit dem die Normalisierung der Geldpolitik in den entwickelten Volkswirtschaften vorangeht, nicht zu verändern**, was in einer alternden Bevölkerung, hohen Schuldenständen und einem schwachen Produktivitätswachstum begründet ist. Niedrige Gleichgewichtszinssätze sind ein wichtiger Anker für die Preise der Inlands- und Auslandsschulden von Schwellenländern. Daher mangelt es weltweit trotz laufender Verbesserungen des Arbeitsmarkts an Inflationsdruck.

Zweitens sind die Schwellenmärkte, die traditionell „Bedingungsempfänger“ waren, nun **näher zur Position von „Bedingungsstellern“ aufgerückt** als je zuvor in der Moderne. Dies spiegelt insbesondere Chinas steigenden Anteil an der Weltwirtschaft wider – man denke nur an die weltweiten Nachwirkungen von Chinas regelmäßigen Anfällen von Wachstumsunsicherheit während der vergangenen Jahre. Künftig wird das schwache Wachstum der Schwellenmärkte vermutlich die politischen Entscheidungen von Industrieländern beeinflussen.

Und drittens **dürfte die Sensitivität des Wirtschaftswachstums in den Schwellenmärkten gegenüber den US-Zinssätzen und dem Dollar nachlassen**, angesichts einer geringeren Notwendigkeit von Auslandskrediten, des Quasi-Fehlens von auf Dollar lautenden Auslandskrediten im Besonderen und einer verringerten Abhängigkeit von Rohstoffexporten. Während Argentinien und die Türkei erwähnenswerte Ausnahmen darstellen, haben sich die meisten wichtigen Schwellenländer-Volkswirtschaften im Wesentlichen von der „Erbsünde“ – der Unfähigkeit ihrer Regierungen, Darlehen in ihrer eigenen Währung aufzunehmen – befreit.

## Die Komplexität der neuen Realität der

# Schwellenmärkte

Diese konstruktiven Trends haben Nuancen und Auswirkungen, die unserer Ansicht nach auch in Anlageentscheidungen einfließen müssen.

Zwar verringert die Befreiung von der Erbsünde das Erfordernis einer prozyklischen Straffung der Geldpolitik bis hin zu extern ausgelösten Schocks, doch bedeutet sie auch, dass sich die Last erforderlicher Anpassungen unverhältnismäßig auf die Wechselkurse statt auf die inländischen Zinssätze auswirken wird. In der Folge ist die Verschlechterung des Wechselkurses insbesondere in Ländern mit glaubwürdigen Anstrengungen zur direkten Inflationssteuerung eine Art Stütze für das Wachstum.

Zudem bereitet ein schwächeres potenzielles Wachstum, das Gegenstück zu niedrigeren Gleichgewichtszinssätzen, einen fruchtbaren Boden für den Populismus. Länder ohne solide Institutionen sind anfälliger für eine populistische Politik, die letztendlich das Wachstum behindert. So mögen zwar die Risiken für Schwellenmärkte im Schnitt niedriger sein, doch bleibt dieses negative Extremrisiko hoch.

Indes könnte das Liquiditätsrisiko von Schwellenmarkt-Vermögenswerten prozyklischer als in der Vergangenheit sein, obwohl die weniger liquide Natur der Schwellenmärkte bisher immer besondere Vorsicht bei der Skalierung von Positionen verlangte. Aufsichtsrechtliche Änderungen haben die Vermittlungsfähigkeit klassischer Liquiditätsspender verringert, während neue, computerbasierte Vermittler mit vernachlässigbarem Kapitalpuffer geneigt sind, sich vom Markt zurückzuziehen, wenn die Volatilität steigt.

Und schließlich führte der erfolgreiche Umstieg der Schwellenmärkte auf freie Wechselkurse in Verbindung mit dem wachstumsschwachen Umfeld indirekt zu einer raschen Ausbreitung nationalistischer, protektionistischer Politik in den entwickelten Volkswirtschaften. Wenn die Wechselkurse die Last inländischer Makroanpassungen in einem Umfeld stärkeren weltweiten Wachstums schultern müssen, ist die Neuaufteilung eines großen Wachstumskuchens durch Wechselkursbewegungen weniger stark wahrnehmbar.

Doch da das Wachstumspotenzial nun geringer ist, ist die politische Sensitivität im Hinblick auf wechselkursbedingte Anpassungen höher. Dies steigert das Risiko einer Rückkopplungsschleife zwischen dem Wertverlust von Schwellenmarktwährungen und politischen Reaktionen der entwickelten Märkte, wozu Zölle und andere Handelsmaßnahmen zählen, die deren Anteile an einem geschrumpften Kuchen schützen sollen. Diese Schleife ist schwer zu durchbrechen, da Schwellenmarktwährungen üblicherweise nachgeben, wenn das Wachstum bedroht ist.

## Fazit

Unter Anlagegesichtspunkten können wir mehrere Schlüsse ziehen, die sowohl für kurzfristige als auch für langfristige Anlagehorizonte relevant sind.

1. Die klassischen Schwellenmarktrisiken, die durch Anfälligkeit gegenüber Schocks bezüglich

der externen Finanzierung und die Volatilität des BIP-Wachstums gekennzeichnet waren, sind zurückgegangen. Dasselbe gilt für die traditionelle Bedrohung für die Schwellenmärkte: plötzliche, unerwartete Änderungen der Geldpolitik entwickelter Volkswirtschaften.

2. Trotz des geringeren potenziellen Wachstums und der niedrigeren Gleichgewichtszinssätze in den entwickelten Volkswirtschaften werden die absoluten Renditen für die Schwellenmärkte im Durchschnitt möglicherweise nicht niedriger sein als in der Vergangenheit.
3. Es ist wahrscheinlich, dass es häufiger zu Liquiditätsstörungen kommen wird, die eine umsichtige Beobachtung des Umfangs illiquider Engagements in Zeiten niedriger Volatilität erfordern. Aktive Fondsmanager haben die Fähigkeit, Vermögenswerte so zu positionieren, dass sie Bewertungsabschläge ausnutzen können, die aus liquiditätsbedingt überzogenen Bewertungen resultieren.
4. Ein geringeres potenzielles Wachstum bedeutet eine größere Neigung zu populistischen Ergebnissen. Höhere Spreads müssen Anleger vermutlich zum Teil für dieses Risiko entschädigen.
5. Die Hierarchie der Schwellenmarkt-Vermögenswerte wurde auf den Kopf gestellt. In der Vergangenheit unterstützten Schwellenländer feste Wechselkurse. Belastungen wurden zunächst durch einen drastischen Anstieg der lokalen Zinssätze abgefangen und anschließend durch eine Weitung der Auslandsschulden-Spreads, da die Währungsbindung unter Druck geriet. Heute sind die Währungen der primäre Puffer, was die Konsequenzen für Schwellenmarkt-Schuldtitel verringert. Dies kann jedoch umfangreichere, wenn auch weniger störende Währungsanpassungen als in der Vergangenheit bedeuten.

Wir sind zwar der Ansicht, dass Schwellenmarktwährungen nunmehr attraktiv bewertet sind, doch müssen Anleger ihre Engagements angesichts der anhaltenden Unsicherheiten bezüglich der US-Handels- und -Fiskalpolitik umsichtig skalieren. Wichtiger ist jedoch, dass Währungen erfolgreich genutzt werden, um das Wachstum der Schwellenmärkte abzukoppeln. Letztendlich ist ein nachhaltiges Wachstum die beste Immunisierung gegen den Populismus.

Wir beobachten, dass der jüngste Abverkauf bei den Auslands- und Inlandsschuldtiteln der Schwellenmärkte für eine neue Balance bezüglich der Bewertungen und der kurzfristigen Risiken gesorgt hat. Wir glauben, dass eine Ansteckung der stärkeren Schuldtitel durch die schwächeren Schuldtitel in den Schwellenmärkten selektive Kaufgelegenheiten bis zum Jahresende und bis in das Jahr 2019 hinein bieten sollte.

## RECHTLICHE HINWEISE

---

**Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie und kein zuverlässiger Indikator für künftige Ergebnisse.**

**Alle Investments** enthalten Risiken und können an Wert verlieren. Anlagen in **Wertpapieren, die auf Fremdwährungen lauten und/oder im Ausland begeben wurden**, können mit höheren Risiken aufgrund von Wechselkursschwankungen sowie wirtschaftlichen und politischen Risiken behaftet sein. Dies gilt vor allem für Schwellenländer. **Wechselkurse** können innerhalb kurzer Zeit erheblich schwanken und die Rendite eines Portfolios schmälern. Anlagen am **Anleihenmarkt** unterliegen Risiken wie zum Beispiel Markt-, Zins-, Emittenten-, Kredit-, Inflations- und Liquiditätsrisiken. Der Wert der meisten Anleihen und Anleihenstrategien wird durch Zinsänderungen beeinflusst. Anleihen und Anleihenstrategien mit längerer Duration sind häufig sensitiver und volatil als Wertpapiere mit kürzerer Duration; die Anleihenpreise sinken in der Regel, wenn die Zinsen steigen, und das aktuelle Niedrigzinsumfeld erhöht dieses Risiko. Aktuelle Verringerungen der Kreditfähigkeit des Anleihenkontrahenten können zu einer niedrigeren Marktliquidität und einer höheren Kursvolatilität beitragen. Der Wert von Anlagen in Anleihen kann bei der Rücknahme über oder unter dem ursprünglichen Wert liegen. **Managementrisiko** bezeichnet das Risiko, dass von PIMCO verwendete Anlagetechniken und Risikoanalysen nicht die gewünschten Ergebnisse erbringen und dass sich bestimmte Richtlinien oder Entwicklungen auf die Anlagetechniken auswirken, die PIMCO im Zusammenhang mit dem Management der Strategie zur Verfügung stehen.

Es wird keinerlei Gewähr dafür übernommen, dass die angegebenen Anlagestrategien in jedem Marktumfeld erfolgreich durchsetzbar sind und sich für jeden Anleger eignen. Investoren sollten daher ihre Möglichkeiten eines langfristigen Engagements insbesondere in Phasen rückläufiger Märkte überprüfen. Anleger sollten vor einer Anlageentscheidung ihren Anlageexperten konsultieren.

Diese Veröffentlichung gibt die Meinungen des Managers wieder, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können. Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung für ein bestimmtes Wertpapier, eine Strategie oder ein Anlageprodukt dar. Die hier enthaltenen Informationen stammen aus Quellen, die wir für zuverlässig halten; es wird jedoch keine Gewähr übernommen.