

## Emerging Markets

# Die «fragilen fünf» stehen weiter auf der Kippe

Christof Leisinger  
3.11.2014



Der Aufschwung kommt in den Schwellenländern nicht selten vor dem Fall. (Bild: Illustration Aurel Märki)

**Schwellenländer-Investments gelten zwar als renditeträchtig. Wirtschaftspolitisches Missmanagement bringt allerdings das Risiko sich regelmässiger wiederholender Turbulenzen mit sich.**

Schwellenländer-Anlagen haben Investoren, Anlageberater und Fondsgesellschaften vor der Schuldenkrise angezogen wie das Licht die Motten. Das war oberflächlich betrachtet auch kein Wunder. Denn glaubte man den damals medial gerne weitverbreiteten Analysen und Werbebotschaften, so schien zunächst nichts den volkswirtschaftlichen Erfolg der rasch wachsenden Staaten und den Boom an ihren Finanzmärkten aufhalten zu können. «Kaufe, was China kauft», hiess es damals beispielsweise, was in Verbindung mit den extrem expansiven geldpolitischen Strategien der Zentralbanken der Industriestaaten einen enormen Aufschwung an den Energie- und Rohwarenmärkten auslöste.

### Zunehmende Ernüchterung

In diesem Rahmen floss rasch sehr viel Geld von den Industriestaaten in die Schwellenländer, was den dort ohnehin schon laufenden wirtschaftlichen Auftrieb zusätzlich befeuerte. Die Kombination aus zunehmenden Direktinvestitionen und spekulativem Interesse renditeorientierter Anleger aus dem Ausland führte zu einer Eigendynamik, welche sich selbst verstärkte, bis sie von der Kreditkrise plötzlich unterbrochen wurde. Unmittelbar nach der Krise erlebte die anfängliche Entwicklung zwar zunächst, getrieben von geld- und fiskalpolitischen Stimulierungsmassnahmen in aller Welt, eine kurze Renaissance. Seitdem aber macht sich eine gewisse Ernüchterung breit.

Denn sobald die internationalen Anleger ihre Gelder abzogen, stellte sich heraus, wie brüchig die Fundamente waren, auf denen der vorhergehende Optimismus gegründet hatte. Die finanzielle Verfassung mehrerer Staaten und ihre volkswirtschaftlichen Strukturen waren weniger vorteilhaft als lange Zeit angenommen, und viele der Investitions-Projekte waren betriebswirtschaftlich nicht so solide wie erwartet. In einem Umfeld mit volatilen Rohwarenpreisen zeigte sich zudem, wie ineffizient staatlich dominierte Schwellenländer-Unternehmen vom Schlage Petrobras' arbeiteten und auf welchem Treibsand manche Firmenkonstrukte aufgerichtet worden waren. Ende 2013 schockierte der zuvor «gehypte» Batista-Konzern sogar mit einer historischen Pleite .

## **Abwärtstrend der Währungen**

Am Devisenmarkt waren die Euphoriephasen ohnehin recht schnell verflogen. Nach kurzen, jeweils liquiditätsgetriebenen Höhenflügen gingen die Kurse von Währungen wie dem brasilianischen Real, dem südafrikanischen Rand, der türkischen Lira, dem russischen Rubel sowie der indischen und der indonesischen Rupie jeweils wieder in ihre langfristigen Abwärtstrends über. Genau diese trüben das Bild von Schwellenländeranlagen ungemein. Beachtliche Wechselkursverluste führen letztlich dazu, dass Schweizer Investoren beim Kauf von Aktien und Anleihen von Unternehmen aus Wachstums-Staaten nur dann überdurchschnittliche Renditen erzielen, wenn sie sehr geschickt vorgehen. Das wird nicht jeder von sich behaupten können. Ein Blick auf die Historie zeigt, dass sich die währungsbereinigte Rendite eines Indexfonds mit Schweizer Aktien im langfristigen Vergleich sehen lassen kann. Das gilt vor allem auch dann, wenn man berücksichtigt, wie stark geografisch diversifiziert viele grosse Schweizer Unternehmen sind und wie enorm die Kursschwankungen von Schwellenländeranlagen und den damit verbundenen Währungen sein können.

## **Problematisches Defizit**

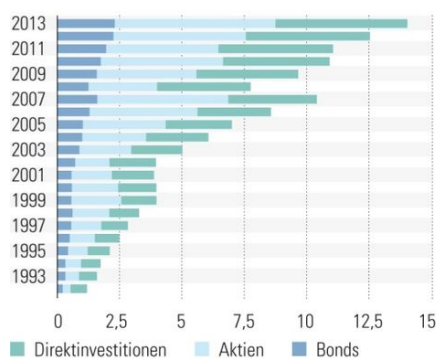
Diese Eigenschaften wurden zuletzt im Mai des vergangenen Jahres deutlich. Als die amerikanische Zentralbank erstmals andeutete, ihre extrem lockere Geldpolitik einzuschränken, kam es bei Wertpapieren und Währungen der «fragilen fünf» zu beachtlichen Kursturbulenzen. Damit sind die Länder Brasilien, Indien, Indonesien, Südafrika und die Türkei gemeint. Bei allen Unterschieden zeichnen sie sich durch ein gemeinsames Merkmal aus. Sie sind besonders stark auf Kapitalzuflüsse aus dem Ausland angewiesen. Das gilt vor allem für die Türkei und Südafrika, die Leistungsbilanzdefizite von deutlich mehr als 5% ihres Bruttoinlandprodukts aufweisen und die diese, etwa im Gegensatz zu Indien, in den vergangenen Monaten auch nicht reduzieren konnten. Besonders prekär ist die Lage, da sich beide Staaten recht kurzfristig refinanziert haben und da die externen Verbindlichkeiten die Devisenreserven deutlich übersteigen.

## Wirtschaftliche Ungleichgewichte sind sehr riskant

Typischer Verlauf einer Zahlungsbilanzkrise

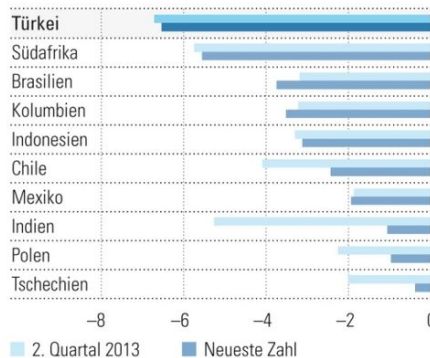


Riesige Auslandsanlagen der Amerikaner  
In Bio. \$



QUELLEN: BRIDGEWATER ASSOCIATES, MACROBOND, MORGAN STANLEY RESEARCH

Problematische Leistungsbilanz der Türkei  
Leistungsbilanz in % des BIP (rollend)



NZZ-INFOGRAFIK/eff.

Das ist in der Regel unproblematisch, solange das Wirtschaftswachstum hoch ist, solange in den Industriestaaten die Zinsen niedrig sind und Liquidität aufgrund expansiver geldpolitischer Strategien reichlich vorhanden ist. Besonders wichtig ist in diesem Zusammenhang die «Dollar-Liquidität». Denn faktisch hat die amerikanische Zentralbank die Weltwirtschaft mit ihrer extremen Geldpolitik und mit den Folgen für die Kursentwicklung des Dollars massgeblich geprägt. Zudem sorgen amerikanische Investoren mit ihren enormen Auslandsvermögen automatisch für Kursbewegungen, sobald sie ihre Bestände von einer Anlageklasse in eine andere umschichten.

## Alles dreht sich um den Dollar

Sollten sie bei aufkommenden Bedenken ihren Risikoappetit einschränken und einen Teil ihrer Mittel repatriieren, würde der Kurs des Dollars möglicherweise noch stärker beflügelt werden, als nach der Einstellung der Wertpapierkäufe durch die amerikanische Zentralbank Federal Reserve ohnehin schon erwartet wird. Die Erfahrung aus den neunziger Jahren des vergangenen Jahrhunderts zeigt, dass Schwierigkeiten in den Schwellenländern zu einem starken Dollar führen und durch das Auslösen weiterer Krisen die Entwicklung noch verstärken können.

Beobachter verweisen im historischen Zusammenhang auf die «Tequila-Krise» in Mexiko und aktuell auf das, was in Russland passiert. Dort muss die Regierung mit einer schwachen Wirtschaft, Sanktionen, Kapitalflucht und aufgrund des tiefen Ölpreises auch mit tieferen Einnahmen zurechtkommen.

## Schwache Strukturen belasten

In Brasilien wurden die Wachstumserwartungen kontinuierlich auf zuletzt noch 0,5% gekürzt, Haushalts- und Leistungsbilanzdefizite nehmen zu, und die Investitionsquote ist sehr tief. Im Gegensatz zu Indien rechnen Fachleute nicht mit dem notwendigen radikalen Kurswechsel. In der Türkei bekommt die Zentralbank die Inflationsrate nicht in den Griff, während in Südafrika die Wirtschaft die Folgen eines Streiks spürt, der die Rohstoffförderung um 8% einbrechen liess und der das Wachstum auf gerade einmal 2% begrenzen dürfte.

Insgesamt erscheint das Umfeld für Anlagen in den Schwellenländern eher ungünstig. Unter den «fragilen fünf» hat Indien Fortschritte gemacht, allerdings gilt der Aktienmarkt als ambitioniert bewertet. Die Türkei und

Brasilien bleiben hingegen besonders anfällig für Kapitalabflüsse, folglich für steigende Zinsen und eine schwächere Währung.

