

Die Lage wird schwieriger

Die mögliche Aufkündigung von Freihandelsabkommen durch die USA, steigende Zinsen und die Aufwertung der amerikanischen Währung setzen den Emerging Markets zu. Doch Experten sehen auch Chancen.



Im Hafen von Los Angeles brummt der Handel mit den Emerging Markets. Doch das könnte sich ändern, wenn Abkommen gekündigt werden.

Noch wird über den wirtschaftspolitischen Kurs des neuen US-Präsidenten Donald Trump gerätselt, doch unter dem Strich scheint jetzt schon klar zu sein, das Klima für die Emerging Markets wird rauer. Es ist vor allem die von Trump in den Raum gestellte Strategie „America First“, die den Emerging Markets zusetzen könnte. Trump kündigte eine Überprüfung aller Freihandelsabkommen an. Verträge, die seiner Einschätzung nach zulasten der USA gehen, sollen aufgekündigt werden.

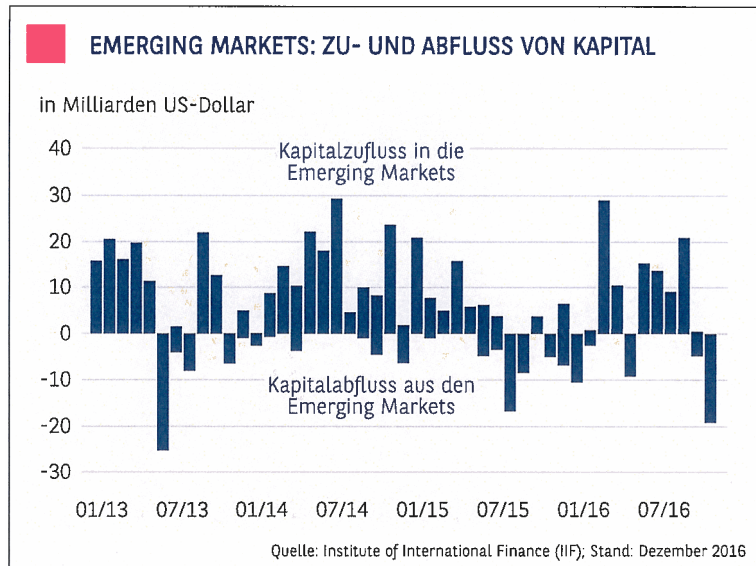
Aufkündigung von TPP irritiert Weltwirtschaft. In den Fokus ist dabei zuerst einmal das Transpazifische Freihandelsabkommen TPP (Trans-Pacific Partnership) geraten. Neben den USA sind Australien, Brunei, Chile, Japan, Kanada, Malaysia, Mexiko, Neuseeland, Peru, Singapur und Vietnam an den Verhandlungen beteiligt. Insbesondere die zur Gruppe der Emerging Markets zählenden Staaten Chile, Malaysia, Mexiko, Peru und Vietnam erhoffen sich von dem Freihandelsabkommen eine deutliche Belebung ihrer Volkswirtschaften. Trump will TPP aufkündigen, die USA sollen das Abkommen nicht

ratifizieren. Laut Trump sollen aber bilaterale Handelsverträge mit den pazifischen Anrainerstaaten geschlossen werden, die TPP ersetzen könnten.

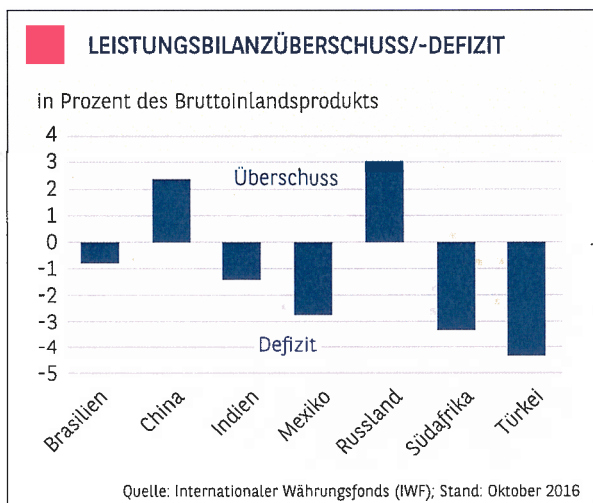
Es ist noch nicht klar, ob Trump sein Vorhaben umsetzen kann. Vieles wird davon abhängen, ob er die Vertreter seiner Partei im Kongress und im Senat hinter sich vereinen kann. „Ich erwarte, dass Repräsentantenhaus und Senat für deutlich abgemilderte Gesetzesbeschlüsse sorgen werden“, schränkt Michael Reuss von der Münchener Vermögensverwaltung Huber, Reuss & Kollegen in einem Gespräch mit MÄRKTE & ZERTIFIKATE die Bedenken vieler Beobachter ein. Doch allein Trumps Ankündigung hat die Märkte in Aufruhr versetzt und für Irritationen im Welthandel gesorgt. „Die angekündigten Änderungen in der amerikanischen Handelspolitik bilden den wohl stärksten Schock für die Weltwirtschaft“, so die Einschätzung des Ökonomen Jamie Thompson von Oxford Economics. Für die Emerging Markets eine große Gefahr, da ihr ökonomischer Erfolg sehr von der Entwicklung der Weltwirtschaft abhängt.

Steigende Zinsen führen zu Kapitalabfluss.

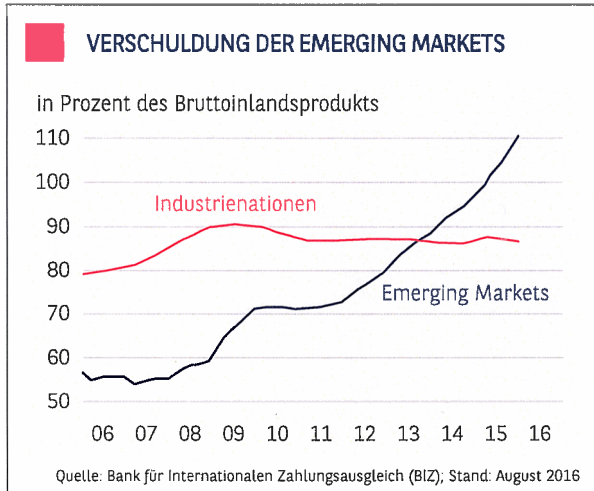
Große Sorge bereiten den Emerging Markets auch weitere mögliche Zinsschritte durch die US-Notenbank Federal Reserve System (Fed). Steigen in den USA die Zinsen, nimmt die Attraktivität der USA als Investmentziel zu. Das könnte zu einem nachhaltigen Abfluss von Kapital aus den jungen Ökonomien führen. Allein im US-Wahlmonat November wurden aus den Emerging Markets 24,2 Milliarden US-Dollar abgezogen, so die Berechnungen des Institute of International Finance (IIF). Das ist der größte Abzug von Kapital seit Juni 2013. Auch damals wurde über mehrere Zinsschritte der US-Notenbank spekuliert. Eine Entwicklung, die aber nicht nur die Emerging Markets betrifft. „2016 wurden mehr als 100 Milliarden US-Dollar aus dem europäischen Aktienmarkt abgezogen, überwiegend nach Amerika“, erklärt Michael Reuss. Das macht die Situation für die Emerging Markets nicht leichter, hilft aber, die Lage zu relativieren. Ein Mix aus Annahmen nährt nun erneut die Angst vor steigenden Zinsen. Trumps Ankündigung, die heimische Infrastruktur mit Milliardenbeträgen auszubauen und Steuern zu senken, sowie Spekulationen auf steigende Rohstoffpreise lassen Anleger vermuten, dass die Inflation in den USA deutlich anziehen wird. Eine solche Entwicklung könnte wiederum die Fed zu schnellen Zinserhöhungen verleiten. Am Markt wird deshalb von mindestens zwei bis drei Zinserhöhungen im neuen Jahr ausgegangen.



Leistungsbilanzdefizit drückt Wachstum. Der Abzug von Kapital aus den Emerging Markets stellt besonders für jene Länder ein Problem dar, die ein größeres Leistungsbilanzdefizit aufweisen, die also unter dem Strich mehr importieren als exportieren. Ein Zustand, der für viele Emerging Markets nichts Ungewöhnliches ist. Die in ihnen lebende aufstrebende Mittelschicht konsumiert vermehrt Waren und Dienstleistungen, die die jungen Ökonomien selbst oft noch nicht oder nicht in einem ausreichenden Maße herstellen können. Da bei einem Leistungsbilanzdefizit die Ausgaben einer Volkswirtschaft ihr Einkommen übersteigen, entspricht das Defizit letztlich einem Nettozufluss von ausländischem Kapital. Bleibt das ausländische Kapital aus, müssen die betroffenen Emerging Markets ihre Ausgaben zurückfahren, es droht ein deutlicher Einbruch des Wirtschaftswachstums.



Kredite in US-Dollar belasten. Probleme bereitet auch der US-Dollar. Steigen die Zinsen in den USA, könnte auch der US-Dollar weiter aufwerten. Das ist insbesondere für viele Unternehmen aus den Emerging Markets ein Problem, sie haben sich „in der Phase der ultraniedrigen Fed-Zinsen in US-Dollar verschuldet“, erklärt Reuss. Ihre Schulden sind aufgrund der Aufwertung des US-Dollar gegenüber ihrer Währung deutlich gestiegen, zugleich ist ihre Kreditwürdigkeit gesunken. „Das macht es für die Unternehmen immer schwieriger, die Schulden zurückzuzahlen und sich zu refinanzieren. Dies könnte durchaus eine gefährliche Spirale in Gang setzen“, so die Befürchtung des Vermögensverwalters.

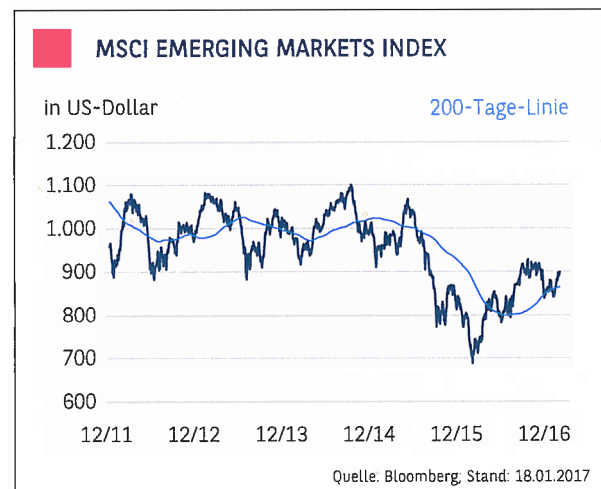


Ähnlich kritisch die Einschätzung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ). Sie schreibt: „Eine anhaltende Abwertung der heimischen Währungen der Emerging Markets gegenüber dem US-Dollar könnte die Kreditwürdigkeit vieler Firmen reduzieren und damit möglicherweise zu einer Verschärfung des Finanzumfelds führen.“ In einer Studie vom August 2016 kommen die BIZ-Experten zu dem Ergebnis, dass Unternehmen aus den Emerging Markets Argentinien, Brasilien, China, Indien, Indonesien, Mexiko, Polen, Russland, Saudi-Arabien, Südafrika, Südkorea und der Türkei, die nicht der Finanzbranche zuzurechnen sind, Ende 2015 mit rund 110 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) ihrer Länder verschuldet waren. Sie wiesen damit einen deutlich höheren Verschuldungsgrad auf als Unternehmen aus einer Vergleichsgruppe von Industrienationen (Australien, Eurozone, Großbritannien, Japan, Kanada, Schweden, Schweiz und die USA). Sie kamen Ende 2015 auf einen Verschuldungsgrad von knapp 90 Prozent des BIPs.

Eine kleine Rechnung verdeutlicht das Ausmaß des Problems für die Unternehmen aus den Emerging Markets: Hat sich Anfang 2013 etwa ein brasilianisches Unternehmen eine Million US-Dollar geliehen, so war dieser Kredit damals umgerechnet zwei Millionen Brasilianische Real wert. Heute muss das Unternehmen hingegen schon 3,2 Millionen Brasilianische Real auf den Tisch legen, um den Kredit vollständig zurückzuzahlen, angefallene Zinsen bleiben dabei sogar noch unberücksichtigt. Allerdings hat sich die Lage in den zurückliegenden Monaten etwas entspannt, vor allem für Unternehmen aus Emerging Markets, die in größerem Ausmaß Rohstoffe exportieren. „Aufgrund der gestiegenen Rohstoffpreise konn-

ten diese Devisen deutlich an Wert gewinnen, beispielsweise der Brasilianische Real, der Russische Rubel oder Südafrikanische Rand. Das hilft dort den Haushalten und den Unternehmen“, weiß Reuss zu berichten.

Gewinner und Verlierer. Wie geht es also nun mit den Emerging Markets weiter? Grundsätzlich leiden sie unter mehreren Problemen: schwacher Welthandel, unzureichendes Wachstum in den Industrieländern und hohe Verschuldung. Verschärft wird die Lage durch die Entwicklung in den USA. Trumps Wahlerfolg könnte die Emerging Markets nachhaltig belasten. Andererseits, so Reuss, „sind Aktien aus Emerging Markets im Vergleich zu Aktien aus Industriestaaten günstig bewertet.“ Die attraktive Bewertung hat geholfen, dass der MSCI Emerging Markets Index das Jahr 2016 trotz vieler Belastungen mit einem Plus von rund 13 Prozent beenden konnte. Aber auch die gestiegenen Rohstoffpreise tragen zu einer Entlastung der Emerging Markets bei. Unternehmen aus rohstoffreichen Schwellenländern können wieder höhere Gewinne ausweisen. Aber es gibt auch Verlierer. Rohstoffarme Länder leiden. Sie müssen etwa Öl und Gas einführen. Ihre Ausgaben wachsen, vor allem dann, wenn auch noch ihre Währungen abwerten. „Man sollte also jene Emerging Markets mit Vorsicht genießen, die kaum Rohstoffe haben und unter einer schwachen Entwicklung ihrer Währung leiden, wie beispielsweise die Türkei“, ergänzt Reuss. Anleger sind also gut beraten, selektiv in Emerging Markets zu investieren. Eine breite Emerging-Markets-Rally ist in den kommenden Monaten eher unwahrscheinlich.



Interview mit Michael Reuss (Huber, Reuss & Kollegen)

„Eine gefährliche Spirale“

Über die zunehmenden Risiken in den Emerging Markets, aber auch die Chancen, sprach MÄRKTE & ZERTIFIKATE mit Michael Reuss von der Münchener Vermögensverwaltung Huber, Reuss & Kollegen.

MÄRKTE & ZERTIFIKATE: *Herr Reuss, in den USA wird es zu weiteren Zinsschritten kommen. Wie wirkt sich das auf die Emerging Markets aus?*

Michael Reuss: Viel wird davon abhängen, wie oft die Fed an der Zinsschraube dreht und ob es unter Trump tatsächlich zu massiven staatlich induzierten Konjunkturprogrammen kommen wird. Deutlich steigende Zinsen und die Aussicht auf einen Wirtschaftsboom in den USA würden den US-Dollar weiter aufwerten und Kapital in die Vereinigten Staaten fließen lassen, natürlich auch aus den Emerging Markets.

MÄRKTE & ZERTIFIKATE: *Und dann leiden vor allem Emerging Markets mit einem hohen Leistungsbilanzdefizit?*

Michael Reuss: Ja und nein. Es ist bei Schwellenländern nicht ungewöhnlich, dass sie mehr importieren als exportieren. Problematisch wird es erst, wenn auch noch ihre Währungen abwerten. Dann nämlich steigt die Schuldenlast.

MÄRKTE & ZERTIFIKATE: *Welche Länder sind das?*

Michael Reuss: Der Mexikanische Peso und die Türkische Lira haben massiv gegenüber dem US-Dollar verloren. Diese Länder sind am stärksten von der Entwicklung an der Währungsfront betroffen.

MÄRKTE & ZERTIFIKATE: *Und wie schaut es bei den Unternehmen aus den Emerging Markets aus?*

Michael Reuss: Viele lokale Unternehmen, die sich in der Phase der ultraniedrigen Fed-Zinsen in US-Dollar verschuldet haben, werden nun erhebliche Probleme bekommen. Schließlich sind ihre Schulden deutlich gestiegen, während ihre Kreditwürdigkeit gesunken ist. Das macht es für die Unternehmen sehr schwierig. Dies könnte durchaus eine gefährliche Spirale in Gang setzen.

MÄRKTE & ZERTIFIKATE: *Aber es gibt Unterschiede?*

Michael Reuss: Auf jeden Fall. Deutlich besser sieht es bei den Rohstoffländern aus. Aufgrund der gestiegenen Rohstoffpreise konnten ihre Währungen deutlich an Wert gewinnen, beispielsweise der Brasilianische Real, der Russische Rubel und der Südafrikanische Rand. Das hilft dort den Staatshaushalten und den Unternehmen.

MÄRKTE & ZERTIFIKATE: *Welche Emerging Markets konnten 2016 positiv überraschen, welche favorisieren Sie für 2017?*

Michael Reuss: 2016 herrschte große Erleichterung, dass die tiefe Krise in den beiden Hauptsorgenländern Brasilien und Russland an Schärfe abnahm. Beide Länder konnten daher positiv überraschen. 2017 könnte abermals Russland, der billigste Markt unter den Schwellenländern, positiv überraschen. Sollte es zwischen Trump und Putin zu einer Annäherung kommen und die Handelssanktionen gegen Russland fallen, dürfte sich dies auch an den Märkten positiv bemerkbar machen.

MICHAEL REUSS

Michael Reuss ist Gründer und geschäftsführender Gesellschafter der Münchener Vermögensverwaltung Huber, Reuss & Kollegen. Er startete seine berufliche Laufbahn 1986 bei der Bayerischen Hypotheken und Wechselbank. Später war er Abteilungsdirektor Private Wealth Management bei der Berliner Bank in München. Während seiner Laufbahn sammelte er viele Erfahrungen im Asset Management sowie in der Betreuung institutioneller und vermögender Privatkunden.



Die im Interview geäußerten Meinungen geben nicht zwingend die Ansichten der Redaktion oder des Herausgebers wieder.