



**Emerging  
Markets:  
Bewertungs-  
chancen an  
einem volatilen  
Markt.**



**Kirstie Spence**

Anleihenportfoliomanagerin  
London  
22 Jahre Investmenterfahrung  
(Stand 31. Dezember 2017)

In diesem Jahr waren die Emerging Markets bislang sehr volatil. Zwar halten wir die Bewertungen noch immer für attraktiv, doch behalten wir drei Dinge und ihre möglichen Folgen für andere Schwellenländer genau im Blick und gehen darauf im Folgenden näher ein. Außerdem befassen wir uns mit den möglichen Chancen von Dominoeffekten für aktive Portfoliomanager und überlegen, wo sich an den Emerging Markets zurzeit günstig bewertete Titel finden lassen.

### 1. Handelskonflikte

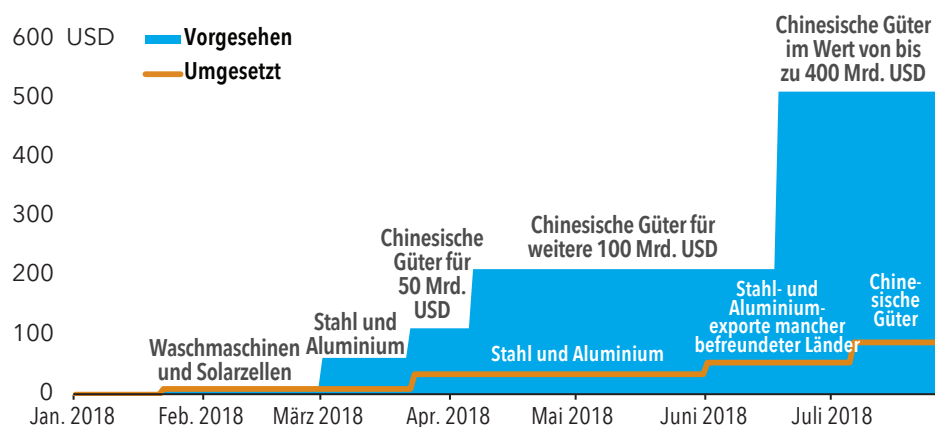
Weltweit nehmen die Handelskonflikte zu. Immer mehr Länder regieren mit Revanchezöllen auf die US-Handelspolitik. Dazu zählen neben der EU und Kanada wichtige Emerging-Market-Länder wie Russland, Mexiko, die Türkei und China.

Besondere Sorgen macht China, wegen der Größe seiner Volkswirtschaft und der Abhängigkeit vieler anderer

Schwellenländer von der chinesischen Nachfrage. Die direkten Folgen dürften sich in Grenzen halten, außer in Sektoren wie Elektronik und IT-Technik, die die USA ins Visier genommen haben. Allerdings hängen die Schwellenländer stark vom Welthandel ab. Weniger Exporte und eine Verschlechterung der Marktstimmung würden den Emerging Markets insgesamt schaden.

## Noch scheinen die direkten Folgen der Zölle für den chinesischen Außenhandel begrenzt

Kumulierte US-Importe, die Zöllen unterliegen (Mrd. USD)



Nur zur Illustration.

Quellen: Capital Group, Goldman Sachs Global Investment Research, U.S. International Trade Commission. Stand 25. Juli 2018. Die bereits eingeführten Zölle sind Schätzungen.

## 2. US-Dollar-Aufwertung und steigende US-Zinsen

Sowohl Emerging-Market-Aktien als auch Emerging-Market-Anleihen sind wachstumsabhängig, und die Kombination aus höheren US-Zinsen und einem stärkeren Dollar hat dem Weltwirtschaftswachstum meist geschadet. Und doch gibt es Grund zu der Annahme, dass die Folgen diesmal weniger gravierend sind als früher.

Weltwirtschaftswachstum, auch wenn es niedriger ist als letztes Jahr, dürfte daher insgesamt nützen.

- Ein stärkerer US-Dollar und höhere US-Zinsen führen zumeist zu Kapitalabflüssen aus den Emerging Markets und einer Repatriierung in die USA.

Bislang hat eine US-Dollar-Aufwertung den Emerging Markets vor allem aus drei Gründen geschadet:

- Die Emerging-Market-Währungen waren meist an den US-Dollar gebunden, sodass sie bei einer Dollaraufwertung ebenfalls aufwerten mussten. Dies schwächte oft die Exportwettbewerbsfähigkeit.
- Die meisten Emerging-Market-Länder haben den Großteil ihrer Staatsschulden in US-Dollar begeben. Wenn ihre Währungen nicht parallel zum US-Dollar aufwerteten, stiegen – in lokaler Währung gerechnet – Verschuldung und Schuldendienst. Wenn dann noch die Dollarzinsen stiegen, wurde es noch problematischer. Das synchrone

Heute sind die Wechselkurse der meisten Emerging-Market-Währungen flexibel, sodass viele Schwellenländer ihre Leistungsbilanzdefizite verringert haben und mittlerweile mehr Anleihen in lokaler Währung begeben. Unternehmensanleihen sind aber nach wie vor überwiegend in US-Dollar denominated.

Aber noch immer gibt es Länder, die vergleichsweise stark unter einem stärkeren US-Dollar und höheren US-Zinsen leiden – nämlich, weil sie einen großen Bedarf an Dollarfinanzierungen haben, etwa die Türkei.

Hinzu kommen eine Reihe länderspezifischer Problemen, etwa in der Türkei, Brasilien und Argentinien.

## 3. Lokale Probleme

**Türkei:** Seit Jahresbeginn hat die türkische Lira etwa 40% abgewertet gegenüber dem US-Dollar.<sup>1</sup> Ein Großteil

davon entfiel auf den August, nach der Bekanntgabe amerikanischer Sanktionen gegen die Türkei. Türkische Aktien und

<sup>1</sup> Stand 14. August 2018. Quelle: Bloomberg

Anleihen waren ebenfalls betroffen. Auch wenn die Sanktionen den Ausverkauf ausgelöst haben dürften, waren die Fundamentaldaten schon vorher schwach. Die scharfe Rhetorik in einer ohnehin krisenbelasteten Region tat ihr Übriges, ebenso wie die Verschlechterung der Staatsfinanzen und der Leistungsbilanz bei einer wenig vertrauens-erweckenden Politik seit den Wahlen im Juni. Wir hoffen, dass am Ende die Vernunft siegt. Aber wie lange wird das dauern?

**Brasilien:** Auch wenn Brasilien heute weniger krisenanfällig ist als vor einigen Jahren (nach einer zweijährigen Rezession), bleiben die Staatsfinanzen schwach. Die Präsidentschafts- und

Parlamentswahlen im Oktober 2018 dürften für wirtschaftliche Unsicherheit und Marktrisiken sorgen.

**Argentinien:** Die Investoren verloren im April ihr Vertrauen in Argentinien, was zu einer massiven Währungsabwertung und abnehmenden Fremdwährungsreserven führte. Zwar reagierten die Behörden schnell mit starken Leitzinserhöhungen, und sie verhandelten rasch eine 50 Milliarden US-Dollar umfassende Kreditlinie beim Internationalen Währungsfonds mit drei Jahren Laufzeit. Dennoch steht das Land vor großen Herausforderungen. Das Haushaltsdefizit muss fallen, und die Geldpolitik muss straff bleiben, um die Folgen der Währungsabwertung zu begrenzen.

### Für aktive Manager können Dominoeffekte Chancen sein

Trotz der recht attraktiven Bewertungen hat sich die Marktstimmung verschlechtert, und die Risikoaversion hat auf andere, liquidere Aktien- und Anleihenmärkte übergegriffen. Die Frage ist jetzt, ob die Ansteckung weitergeht, so wie während des Taper Tantrum.<sup>2</sup> Wir meinen allerdings, dass sich die Situation heute wesentlich von den Jahren 2013 bis 2016 unterscheidet. Viel spricht dafür, dass die Krise diesmal begrenzter sein wird.

- Alles in allem spiegeln die Bewertungen heute die Risiken der einzelnen Länder genauer wider, insbesondere über die Wechselkurse.
- Die Leistungsbilanzdefizite der Schwellenländer sind meist zurückgegangen, und die Fremdwährungsreserven sind überwiegend gestiegen.
- Das Weltwirtschaftswachstum ist höher.
- Die Rohstoffpreise sind stabil oder steigen, was Emerging-Market-Titeln meist nützt.

Allerdings stehen die Schwellenländer heute vor anderen Problemen, und der höhere politische Druck macht den Schuldenabbau schwieriger. Die Schwellenländer haben zunehmend mit hohen Haushaltsdefiziten und Unternehmensschulden zu kämpfen.

In vielerlei Hinsicht scheinen Emerging-Market-Titel heute stabiler als 2013 bis 2016, und doch könnten lokale Probleme zu neuer Volatilität führen. Handelskonflikte und steigende US-Zinsen wiederum könnten alle Schwellenländer betreffen.

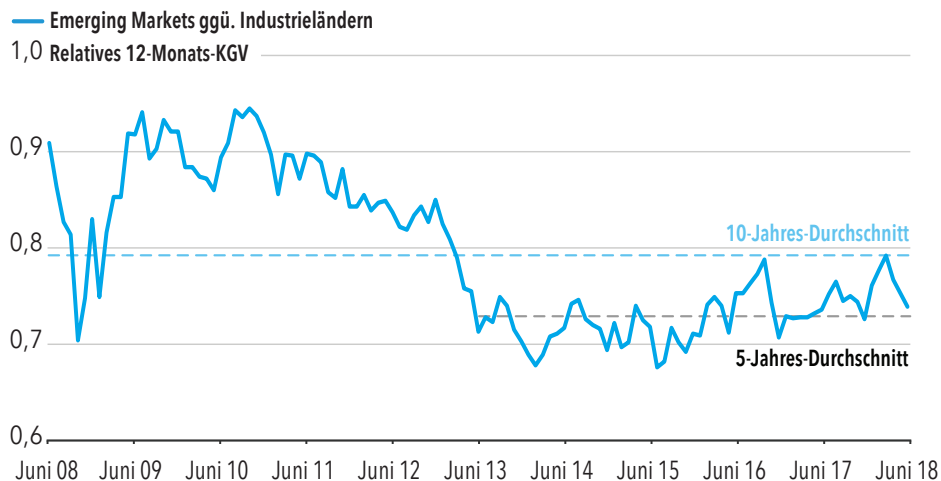
Da es nur sehr wenige dezidierte Emerging-Market-Investoren gibt, aber viele Gelegenheitsanleger – wir nennen sie Touristen<sup>3</sup> – und es noch dazu mehr passive Fonds gibt als früher, kann ein Ausverkauf insbesondere an den liquideren Märkten oft zu einem Überschießen führen. Für aktive Manager können das Kaufgelegenheiten sein, vor allem, wenn sie researchstark sind und einschätzen können, ob die aktuellen Kurs-Gewinn-Verhältnisse, Spreads und Wechselkurse an den einzelnen Märkten die Risiken hinreichend ausgleichen.

<sup>2</sup> Als "Taper Tantrum" bezeichnet man die fallenden Anleihenkurse nach der Mitteilung der Fed, dass sie die Geldmenge nicht mehr so stark erhöhen wolle.

<sup>3</sup> Als "Touristen" bezeichnen wir Investoren, die üblicherweise nicht an den Emerging Markets investieren, sich aber jetzt von den höheren Renditen angezogen fühlen.

## Die Bewertungen der Emerging Markets liegen heute stärker unter denen der Industrieländer als im Durchschnitt der letzten zehn Jahre

Im Durchschnitt der letzten zehn Jahre betrug der Bewertungsabschlag 21%; zuletzt lag er bei etwa 27%



### Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse.

Daten vom 30. Juni 2008 bis zum 30. Juni 2018. Quellen: IBES, Thomson Reuters Datastream. Emerging Markets gemessen am MSCI Emerging Markets Index, Industrieländer gemessen am MSCI World Index.

## Bewertungschancen an einem volatilen Markt

### Aktien

Seit Jahresbeginn sind Emerging-Market-Aktien um etwa 10% gefallen.<sup>4</sup> Das macht sie gegenüber Industrieländeraktien in vielerlei Hinsicht attraktiver, auch gemessen am erwarteten Kurs-Gewinn-Verhältnis auf Sicht von zwölf Monaten (vgl. Abbildung oben). Trotz der attraktiven Wachstumsperspektiven sind Emerging-Market-Aktien günstiger bewertet als Industrieländeraktien. Insbesondere glauben wir, dass die derzeitigen Bewertungen und das hohe Gewinnwachstum für Chancen mit ausgewählten Grundstoff- und Gesundheitswerten sprechen.

### Anleihen

Emerging-Market-Anleihen sind nach den jüngsten Marktbewegungen jetzt attraktiver bewertet. Dennoch bleiben wir vorsichtig und achten weiter genau auf die Fundamentaldaten. Wir halten den Kursrückgang eher für eine Bewertungsanpassung, ausgelöst

durch Entwicklungen in einzelnen Ländern, und nicht für eine allgemeine Krise. Lokalwährungsanleihen sind besonders attraktiv bewertet. Angesichts des höheren Inflationsdrucks dürfte die Geldpolitik aber nicht mehr allzu stark gelockert werden, sodass vor allem der Zinsvorsprung (und nicht so sehr Kursgewinne) für Erträge sorgen dürften. Auch inflationsindexierte Anleihen scheinen angesichts der höheren erwarteten Inflation attraktiv.

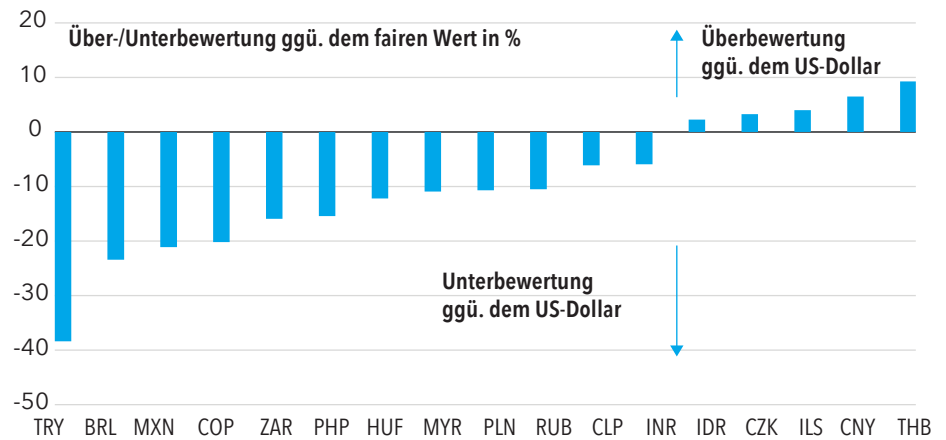
### Währungen

Die nominalen Wechselkurse der Emerging-Market-Währungen passen zu den Inflationsdifferenzen, und die Finanzierungslücken der Leistungsbilanzen sind zuletzt zurückgegangen. Die Emerging-Market-Währungen könnten langfristig daher weiter aufwerten, sobald die derzeitige Volatilität zu Ende geht. Der brasilianische Real und der mexikanische Peso scheinen fundamental gesehen besonders unterbewertet.

<sup>4</sup> Der MSCI EM IMI ist vom 31. Dezember 2017 bis zum 15. August 2018 um 10,1% gefallen (Total Return Index). Quelle: MSCI

## Viele Emerging-Market-Währungen erscheinen gegenüber dem US-Dollar unterbewertet

Faire Wechselkurse gegenüber dem US-Dollar



### Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse.

Stand 24. Juli 2018. Quelle: Capital Group

TRY: Türkische Lira, BRL: Brasilianischer Real, MXN: Mexikanischer Peso, COP: Kolumbianischer Peso, ZAR: Südafrikanischer Rand, PHP: Philippinischer Peso, HUF: Ungarischer Forint, MYR: Malaysischer Ringgit, PLN: Polnischer Złoty, RUB: Russischer Rubel, CLP: Chilenischer Peso, INR: Indische Rupie, IDR: Indonesische Rupie, CZK: Tschechische Krone, ILS: Israelischer Schekel, CNY: Chinesischer Renminbi, THB: Thailändischer Baht

Die Aussagen einer bestimmten Person geben deren persönliche Einschätzung am Tag der Veröffentlichung dieses Dokuments wieder. Sie entspricht möglicherweise nicht der Meinung anderer Mitarbeiter der Capital Group oder ihrer Tochtergesellschaften. Die Angaben dienen ausschließlich der Information zu bestimmten Themen und sind weder als umfassend noch als Beratung zu verstehen. Diese Angaben dienen nur der Information. Sie sind kein Angebot, keine Aufforderung und keine Empfehlung zum Kauf oder zum Verkauf eines der hier erwähnten Wertpapiere.

Risikofaktoren, die vor einer Anlage zu beachten sind:

- Diese Präsentation ist keine Investmentberatung oder persönliche Empfehlung.
- Wert und Ertrag von Anlagen können schwanken, sodass Anleger ihr investiertes Kapital möglicherweise nicht oder nicht vollständig zurückerhalten.
- Die Ergebnisse der Vergangenheit sind kein Hinweis auf künftige Ergebnisse.
- Wenn Ihre Anlagewährung gegenüber der Währung aufwertet, in der die Anlagen des Fonds denominated sind, verliert Ihre Anlage an Wert.
- Der Verkaufsprospekt und die Wesentlichen Anlegerinformationen (KIID) nennen zusätzliche Risiken.
- Je nach Fonds können dazu auch die Risiken von Anlagen in Emerging Markets und/oder High-Yield-Anleihen zählen. Emerging-Market-Anlagen sind volatil und ggf. auch illiquide.

Dieses von der Capital International Management Company Sàrl (CIMC), 37A Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxemburg, herausgegebene Dokument dient nur der Information. CIMC wird von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF, der Luxemburger Finanzmarktaufsicht) reguliert und ist eine Tochtergesellschaft von Capital Group Companies, Inc. (Capital Group). Das Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren und bildet keine Grundlage für Privatanleger. Die Capital Group trifft angemessene Maßnahmen, um Informationen aus Quellen zu beziehen, die sie für verlässlich hält. Das Unternehmen gibt aber keine Garantie und übernimmt keine Verantwortung für die Richtigkeit, Verlässlichkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Sie sind weder umfassend noch eine Anlage-, Steuer- oder sonstige Beratung. © 2018 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten. CR-329958 STR DE (DE AT)