



Emerging-Market-Währungen: Günstig oder Value-Falle?



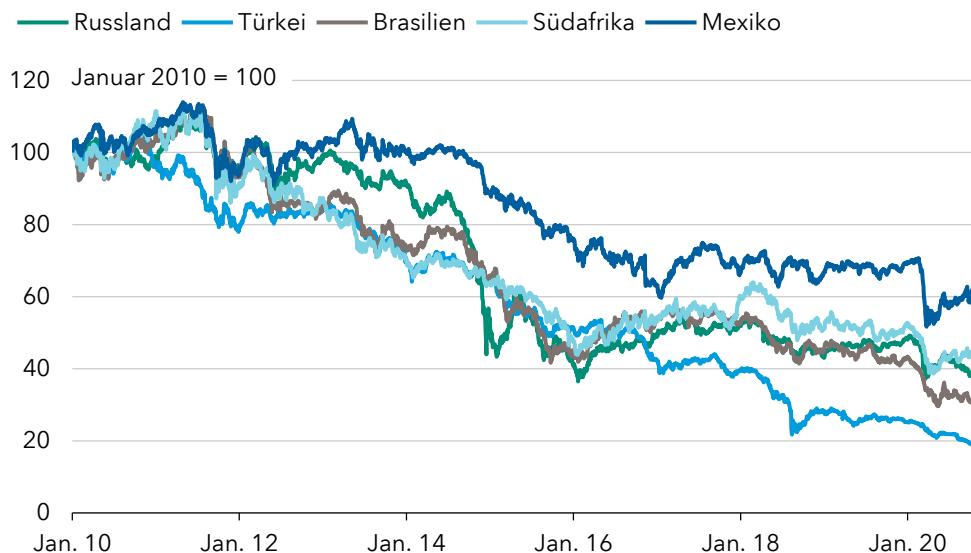
Jens Søndergaard
Währungsanalyst
London

Im Überblick

- In den letzten zehn Jahren haben Emerging-Market-Währungen stark abgewertet. Nach unserem fundamentalen Wechselkursmodell sind sie jetzt meist unterbewertet.
- Aufgrund der Aussichten für die Weltwirtschaft und der schwachen Kreditvergabe in den Emerging Markets rechnen wir dennoch nicht mit einer generellen Aufwertung.
- Langfristig schaden auch das geringe strukturelle Wachstum, die steigende Verschuldung und die niedrige Produktivität.
- Einzelne Emerging-Market-Währungen scheinen uns aber interessant, etwa der mexikanische Peso und der russische Rubel.

Seit zehn Jahren haben Emerging-Market-Währungen stark abgewertet. Wer in Lokalwährungsanleihen investiert hat, hat nur selten Währungsgewinne verbucht; die Wechselkursentwicklung sorgte meist für Volatilität und Verlust. Die folgende Abbildung zeigt, wie hoch die Verluste sind: Seit Anfang 2010 hat die türkische Lira mehr als 80% und der brasilianische Real fast 70% verloren.

Emerging-Market-Währungen: Starke Abwertung gegenüber dem US-Dollar



Quelle: Bloomberg. Stand 5. November 2020

Haben die Emerging-Market-Währungen jetzt ihren Tiefpunkt erreicht? Und sollten wir in den nächsten zehn Jahren jetzt mit einer generellen Aufwertung rechnen?

Natürlich könnten unterbewertete Emerging-Market-Währungen in den nächsten zwölf bis 18 Monaten zulegen, wenn sich die Weltwirtschaft von COVID-19 erholt und wieder stärker wächst. Aber an einer längerfristigen Aufwertung gibt es nach wie vor Zweifel.

Obwohl viele Emerging-Market-Währungen nach unserem Modell für den fairen Wert jetzt fundamental unterbewertet sind, dürften strukturelle und konjunkturelle Faktoren eine Aufwertung verhindern. Sie könnten sich daher oft als Value-Fallen erweisen.

Nach unserem fundamentalen Wechselkursmodell sind Emerging-Market-Währungen unterbewertet

Nach den Abwertungen der letzten Jahre stellt sich zwangsläufig die Frage, ob die Emerging-Market-Währungen jetzt unter ihrem fairen Wert notieren.

Leider lässt sich ein gleichgewichtiger Wechselkurs nicht eindeutig ermitteln. Man kann den fairen Wert unterschiedlich definieren. Wir bevorzugen einen Gleichgewichtsansatz – unser selbst entwickeltes FEVER-Modell. FEVER steht für Fundamental Equilibrium Value Exchange Rates.

Unser Modell beruht unter anderem auf der Kaufkraftparität (PPP), die die langfristige Entwicklung der in- und ausländischen Verbraucherpreise zu den Wechselkursen in Beziehung setzt. Das Modell berücksichtigt aber auch, dass sich der gleichgewichtige reale Wechselkurs ändern kann. Für die Analyse von Emerging-Market-Währungen ist das sehr wichtig.

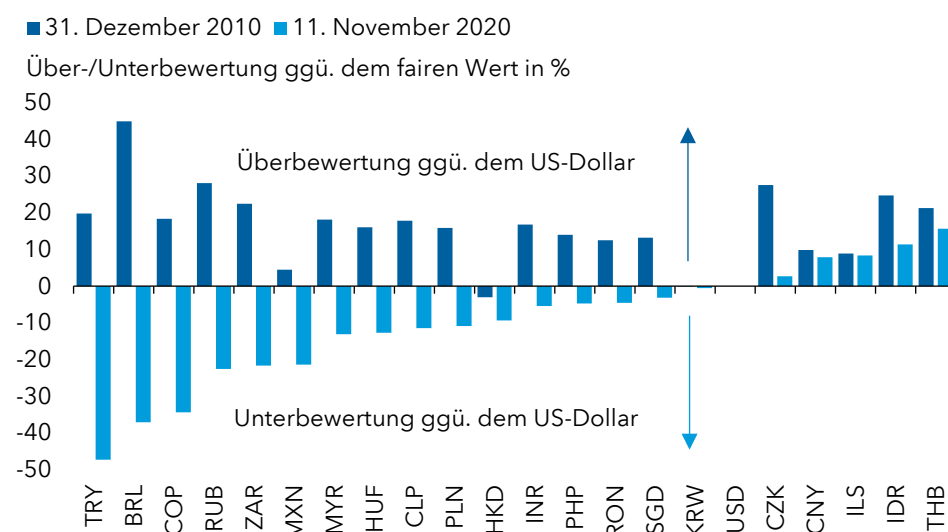
Unser Modell kann daher zwei empirische Beobachtungen abbilden: erstens, dass die Währungen von Ländern mit einer niedrigen Inflation auf Dauer meist aufwerten, beispielsweise der japanische Yen, und zweitens, dass auch ein schnelles Produktivitätswachstum in der Regel zu Währungsaufwertungen führt, so wie in den 1990er-Jahren bei Emerging-Market-Währungen.

Die folgende Abbildung zeigt, wie unser Fundamentalmodell den fairen Wert von Emerging-Market-Währungen zurzeit einschätzt.

Man sieht zweierlei: Erstens sind die meisten Emerging-Market-Währungen jetzt unterbewertet – ganz anders als vor zehn Jahren, als sie meist überbewertet waren. Zweitens streuen die Bewertungen heute sehr viel stärker als früher. Einige Währungen sind noch immer leicht überbewertet, vor allem die asiatischen, einschließlich des chinesischen Renminbi. Andere scheinen hingegen stark unterbewertet, etwa die türkische Lira, der brasilianische Real und der kolumbianische Peso.

Die meisten Emerging-Market-Währungen notieren unter ihrem fairen Wert

Fairer Wert in US-Dollar



Diese Angaben dienen nur der Information. Sie sind kein Angebot, keine Aufforderung und keine Empfehlung zum Kauf oder zum Verkauf der hier erwähnten Wertpapiere oder Anlageinstrumente.

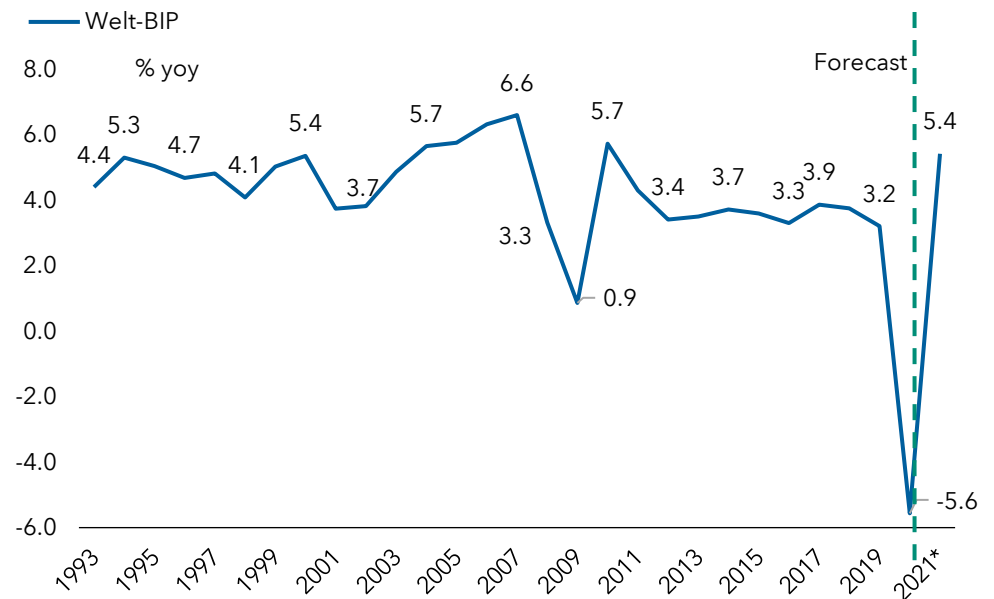
Quellen: Bloomberg, Capital Group. Stand 10. November 2020. TRY = Türkische Lira, BRL = Brasilianischer Real, COP = Kolumbianischer Peso, RUB = Russischer Rubel, ZAR = Afrikanischer Rand, MXN = Mexikanischer Peso, MYR = Malaysischer Ringgit, HUF = Ungarischer Forint, CLP = Chilenischer Peso, PLN = Polnischer Złoty, HKD = Hongkong-Dollar, INR = Indische Rupie, PHP = Philippinischer Peso, RON = Rumänischer Leu, SGD = Singapur-Dollar, KRW = Koreanischer Won, USD = US-Dollar, CZK = Tschechische Krone, CNY = Chinesischer Renminbi, ILS = Israelischer Schekel, IDR = Indonesische Rupie, THB = Thailändischer Baht.

Konjunktureller Gegenwind ...

Da viele Emerging-Market-Währungen der Konjunktur folgen, hängt das Ausmaß einer Währungsrallye vom allgemeinen Wirtschaftsausblick ab.

Nach unserer jüngsten Prognose rechnen wir nach Corona mit einer etwas schwächeren Erholung als 2008/2009, also nach der internationalen Finanzkrise. 2021 dürfte die Weltwirtschaft um 5,4% wachsen.

Schwächere Erholung nach Corona als nach der internationalen Finanzkrise



Nur zur Illustration.

Stand 22. September 2020. Quellen: Internationaler Währungsfonds, nationale Statistikämter, Haver, Bloomberg, Capital Group. Ländergewichte auf Basis des BIP zu Kaufkraftparitäten (PPP). Basisprognosen des IWF für die von Capital Strategy Research (CSR) beobachteten Länder. BIP-gewichteter Durchschnitt von USA, Euroraum, Großbritannien, Japan, China, Indien, Russland und Brasilien zu Kaufkraftparitäten von 2014, Neugewichtung durch CSR.

Wir gehen davon aus, dass vor allem das hohe Wachstum Chinas und eine weniger starke Erholung anderer Emerging Markets die Weltkonjunktur bestimmen.

Viele Besonderheiten der Corona-Rezession, etwa ihre Folgen für die Rohstoffpreise, der nachlassende Tourismus und weniger Heimatüberweisungen treffen die Emerging-Market-Länder besonders hart. Da unklar ist, wie schnell und wo ein COVID-19-Impfstoff verfügbar sein wird, dürfte die Gesundheitskrise viele Emerging Markets noch länger beschäftigen. Da sie außerdem weniger geld- und fiskalpolitischen Spielraum haben als viele Industrieländer, bleibt ihre Wirtschaftslage schwierig.

Da viele Emerging Markets dem Beispiel der Industrieländer gefolgt sind und ihre Geld- und Fiskalpolitik gelockert haben, ist ein Anstieg der Verschuldung auf ein nicht mehr nachhaltiges Niveau ein nicht zu unterschätzendes Risiko.

Länder, die hoch verschuldet sind oder gerade an Umschuldungsprogrammen teilnehmen, sind von der Krise am stärksten betroffen. Exportnationen, die auf Tourismus oder Rohstoffexporte angewiesen sind, trifft es aber ebenfalls hart, etwa das stark vom Tourismus abhängige Sri Lanka. Und dann sind da noch Länder wie Brasilien: Ihre Auslandsschulden sind gerade noch handhabbar, aber die Inlandsschulden sind hoch und werden durch die Krisenreaktion noch weiter steigen.

... und Strukturschwächen, die eine breite Währungsralley verhindern könnten

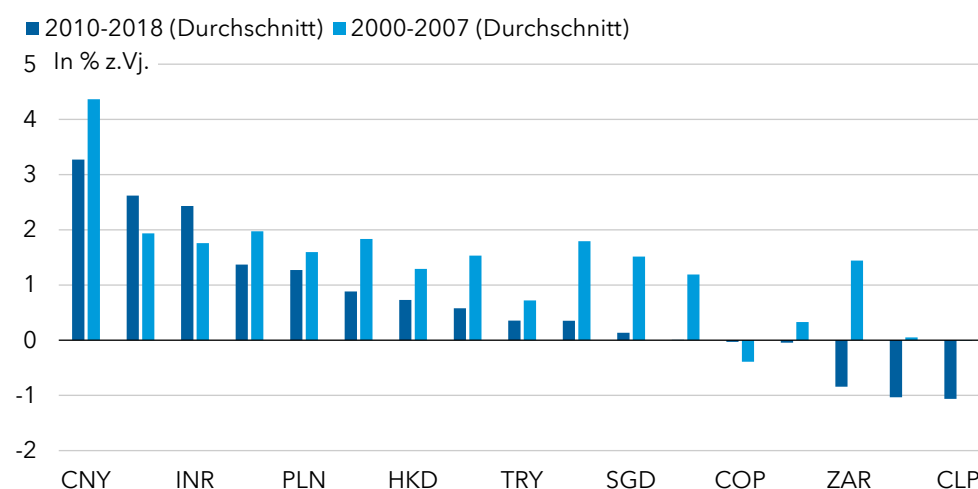
Die Konjunktur ist das eine, strukturelle Faktoren sind das andere. Auch der geringe Produktivitätsanstieg und der Kreditzyklus könnten starke Währungsaufwertungen verhindern.

In den letzten zehn Jahren waren die Produktivitätsfortschritte der Emerging Markets alles andere als gut, und die langfristigen Fundamentaldaten ließen nach. Nach der internationalen Finanzkrise 2008 ging das Produktivitätswachstum deutlich zurück, und 2018 schrumpfte die Totale Faktorproduktivität¹ um durchschnittlich 0,2% – ganz anders als vor der Krise. Wie die Abbildung zeigt, war Lateinamerika besonders schwach. Asien und Osteuropa standen besser da.

Die COVID-19-Krise könnte den Produktivitätsrückgang verstärkt haben. Nach einer aktuellen Analyse der Weltbank² dürfte der COVID-19-Schock die Produktivität in vielen Ländern noch lange dämpfen.

Ohne mehr Produktivität und Strukturreformen wird der Wachstumsausblick für viele Emerging Markets problematisch bleiben.

Nachlassendes Produktivitätswachstum der Emerging Markets



Quelle: Angaben zur Totalen Faktorproduktivität aus der Total Economy Database des Conference Board, Stand 21. Oktober 2020. CHN = China, THA = Thailand, IND = Indien, TWN = Taiwan, POL = Polen, KOR = Korea, HKG = Hongkong, PHL = Philippinen, TUR = Türkei, HUN = Ungarn, SGP = Singapur, IDN = Indonesien, COL = Kolumbien, MEX = Mexiko, ZAF = Südafrika, BRA = Brasilien, CHL = Chile.

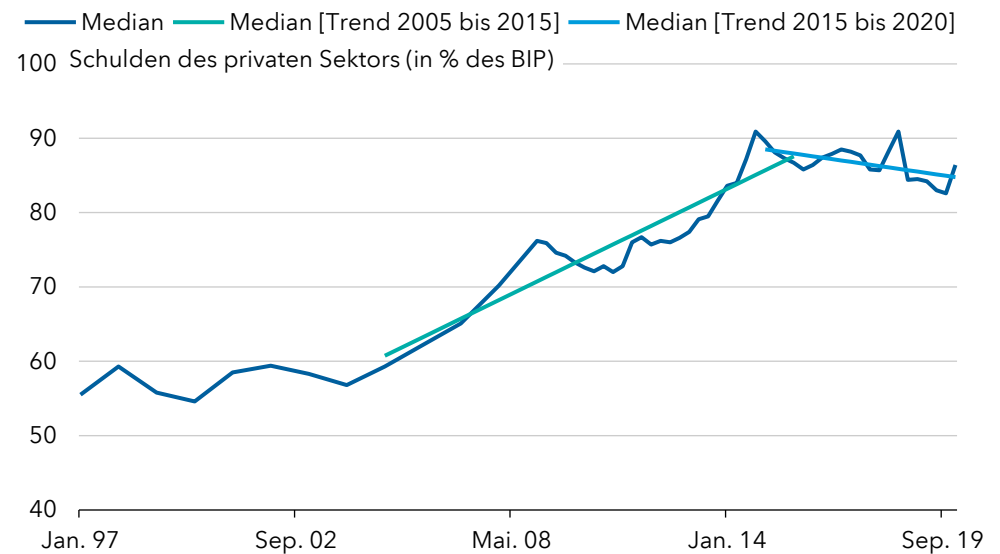
Auch befinden sich die Emerging Markets in einer anderen Phase des Konjunkturzyklus als vor fünf bis 15 Jahren: Von 2005 bis 2015 nahm der private Sektor oft sehr viel Fremdkapital auf, sodass die Schuldenstandsquote (Schulden/BIP) von 60% auf 90% stieg.³

Aber das endete 2015. Seitdem ist die Schuldenstandsquote der Emerging Markets stabil oder sogar leicht rückläufig. Nach dem Corona-Schock dürfte der private Sektor aber wieder höher verschuldet sein. Der Schuldenabbau dürfte das Wachstum noch viele Jahre bremsen.

1. Die Totale Faktorproduktivität (TFP) gibt an, welcher Teil des Produktionswachstums nicht auf den vermehrten Einsatz von Produktionsfaktoren (wie Arbeit und Kapital) zurückgeführt werden kann.
 2. <https://www.worldbank.org/en/research/publication/global-productivity>
 3. Stand 23. Oktober 2020. Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ)

Nachlassende Kreditvergabe seit 2015

Private Verschuldung



Stand 23. Oktober 2020. Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ). Median von 17 Emerging Markets: Brasilien, Chile, China, Indien, Indonesien, Kolumbien, Malaysia, Mexiko, Polen, Russland, Singapur, Südafrika, Südkorea, Thailand, Tschechien, Türkei, Ungarn.

Solange sich die Kreditvergabe nicht belebt, ist eine allgemeine Währungsralleye schwer vorstellbar. Schon gar nicht dürften die Währungen jener Emerging Markets aufwerten, deren Konjunkturdaten sich verschlechtern, in denen also beispielsweise die Produktivität nachlässt oder das Trendwachstum zurückgeht.

Es ist also durchaus möglich, dass die zurzeit scheinbar unterbewerteten Währungen noch viele Jahre Value-Fallen bleiben.

Manche Emerging-Market-Währungen scheinen dennoch interessant

Zwar ist eine generelle Aufwertung auf absehbare Zeit unwahrscheinlich, doch halten unsere Analysten mehrere Emerging-Market-Währungen für interessant, etwa den chinesischen Renminbi (CNY), den mexikanischen Peso (MXN) und den russischen Rubel (RUB). Peso und Rubel bieten einen hohen Zinsvorsprung und dürften von einer wieder stärkeren Weltwirtschaft 2021 profitieren. Auch die Fundamentaldaten der Länder scheinen recht gut.

Chinesischer Renminbi: Unser Analyst glaubt, dass der stabile und wachsende Weltmarktanteil chinesischer Exporte und die recht hohen chinesischen Anleihenrenditen den Renminbi stützen und für weitere Zuflüsse ausländischen Kapitals sorgen.

Mexikanischer Peso: Nach hohen Verkäufen internationaler Anleger von März bis Juli strömte ab August wieder ausländisches Kapital ins Land. Trotz der jüngsten Rallye ist der Peso noch nicht überbewertet. Auch scheint die mexikanische Fiskalpolitik im Vergleich zu anderen Ländern solide.

Russischer Rubel: Zwar sind die weltpolitischen Risiken noch nicht völlig verschwunden und könnten jederzeit wieder aufflammen, doch sind sie seit dem Ausverkauf des Rubels im Sommer jetzt stärker im Wechselkurs berücksichtigt. Unser Analyst hält den Rubel nach seiner Abwertung jetzt für günstig, vor allem gemessen am Ölpreis.

Die Aussagen einer bestimmten Person geben deren persönliche Einschätzung am Tag der Veröffentlichung wieder. Sie entspricht möglicherweise nicht der Meinung anderer Mitarbeiter der Capital Group oder ihrer Tochtergesellschaften. Die zur Verfügung gestellten Informationen erheben keinen Anspruch auf Vollständigkeit und stellen keine Beratung dar. Diese Angaben dienen nur der Information. Sie sind kein Angebot, keine Aufforderung und keine Empfehlung zum Kauf oder zum Verkauf der hier erwähnten Wertpapiere oder Anlageinstrumente.

Risikofaktoren, die vor einer Anlage zu beachten sind:

- Diese Präsentation ist keine Investmentberatung oder persönliche Empfehlung.
- Der Wert von Anlagen und Erträgen kann 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.
- Je nach Strategie können Risiken bei Investitionen in festverzinslichen Wertpapieren, Derivate, Emerging Markets und/oder High-Yield-Anleihen auftreten. Emerging-Market-Anlagen sind volatil und ggf. auch illiquide.

Dieses Dokument, herausgegeben von der Capital International Management Company Sàrl (CIMC), 37A Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxemburg, sofern nicht anders angegeben, 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). Die Capital Group trifft angemessene Maßnahmen, um Informationen aus Drittquellen 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. Diese Kommunikation ist weder umfassend noch eine Anlage-, Steuer- oder sonstige Beratung.

In Deutschland ist CIMC über ihre Niederlassung von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) reguliert.

In der Schweiz wird diese Mitteilung von Capital International Sàrl (autorisiert und reguliert von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA)), einer Tochtergesellschaft der Capital Group Companies, Inc. (Capital Group), herausgegeben.

© 2020 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten. CR-378954 STR DE AT CH (DE) P