

News aus den Finanzmärkten

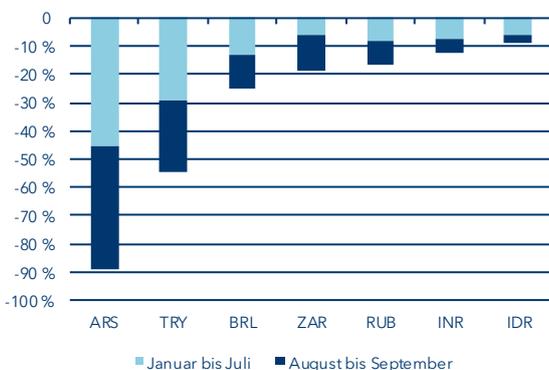
Schwellenländer unter Druck - von einem generellen Flächenbrand ist nicht auszugehen

Die Schwellenländer stehen derzeit im Rampenlicht. Durch die stellenweise massiven Kursverluste der Währungen stellt sich die Frage, ob nun Zahlungsausfälle drohen. Die Situation zwischen den verschiedenen Ländern ist aber wesentlich heterogener als dies beispielsweise noch in den 1980er und 1990er Jahren der Fall war. Mit den Kursverlusten der Währungen kommen einige Länder besser zurecht als andere. Von einem generellen Flächenbrand, einhergehend mit einem breitflächigen Zahlungsausfall in den Emerging Markets, ist deshalb nicht auszugehen.

Fed-Bilanzsummenabbau wird zur Belastung

Schwellenländerwährungen kämpfen bereits seit Jahresbeginn mit Abwertungen, doch in den vergangenen zwei Monaten beschleunigten sich die Kursverluste nochmals. Während sich in den ersten Monaten des Jahres die Furcht vor deutlicheren Zinserhöhungen der US-Notenbank (Fed) und die Handelskonflikte negativ auswirkten, führten schliesslich Ängste um einen türkischen Zahlungsausfall zu einer neuen Eskalationsstufe.

Verluste von Schwellenländerwährungen zum USD



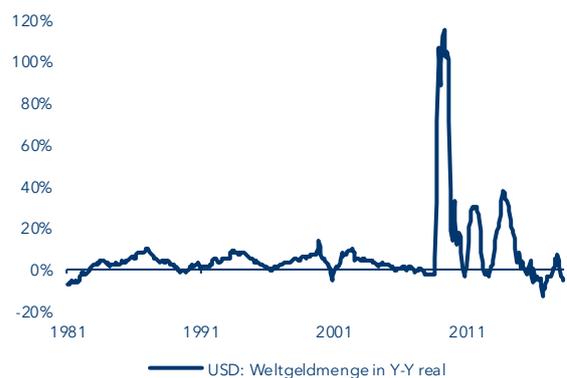
ARS: Argentinischer Peso; TRY: Türkische Lira; BRL: Brasilianischer Real; ZAR: Südafrikanischer Rand; RUB: Russischer Rubel; INR: Indische Rupie; IDR: Indonesische Rupiah

Quelle: VP Bank, Thomson Reuter's Datastream

In einer übergeordneten Betrachtung dürften sich hierin erste Anzeichen einer gewissen Knappheit an US-Dollar manifestieren. Dies erschliesst sich nicht unbedingt auf den ersten Blick. Warum soll der US-Dollar knapp sein, wenn man die Währung überall zum jeweilig gültigen Wechselkurs kaufen kann? Die Fed ist inmitten eines Bilanzsummenabbaus. Das will heissen: Aus der ehemaligen «Quantitativen Lockerung» (engl. «Quantitative Easing») ist nun genau das Gegenteil geworden, also eine sogenannte «Quantitative Straffung» (engl.: «Quantitative

Tightening»). Das in den Krisenjahren «gedruckte Geld» wird also wieder eingesammelt. Die Bilanzsumme reduziert sich monatlich dabei in der Spitze um USD 50 Mrd. In einem einfachen Konstrukt haben wir hierzu ein reales Geldmengenaggregat berechnet, das den Namen «USD-Weltgeldmenge» tragen soll. Zu diesem monetären Aggregat gehören das von der US-Notenbank direkt kontrollierbare Zentralbankgeld und die USD-Reserven ausländischer Notenbanken bei der Fed. Dieses Geldmengenaggregat haben wir schliesslich noch mit Hilfe der US-Inflationsrate in eine reale Grösse überführt. Zugegeben, das mag nun etwas technisch klingen, doch das Ergebnis ist einfach: Die reale USD-Geldmenge nimmt im Jahresvergleich deutlich ab. Die Rückabwicklung der expansiven US-Geldpolitik ist also in vollem Gange.

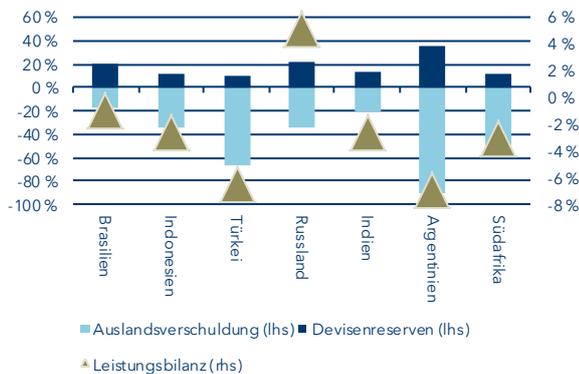
USD: Weltgeldmenge in % Y-Y



Quelle: VP Bank, Thomson Reuter's Datastream

Feststellbar ist, dass während vieler Episoden mit negativem Wachstum der USD-Weltgeldmenge die Verspannungen in den Schwellenländern tendenziell zunehmen. All diejenigen Länder, die aufgrund einer hochdefizitären Leistungsbilanz (letztere spiegelt vor allem ein Handelsbilanzdefizit wider) auf einen stetigen Zufluss von US-Dollar angewiesen sind, können in solchen Phasen in Schwierigkeiten kommen. Dazu passt die aktuelle Situation der Türkei oder auch Argentinien. Spiegelbildlich ist in diesen Ländern auch die Auslandsverschuldung sehr hoch. Sind dann hierzu die Devisenreserven verhältnismässig gering, verschärft sich die Lage zusätzlich. Die nachfolgende Grafik illustriert dies. Abgebildet sind die ausstehenden Auslandsschulden, die Devisenreserven und das Leistungsbilanzdefizit.

Auslandsverschuldung, Devisenreserven und Leistungsbilanz in % des BIP



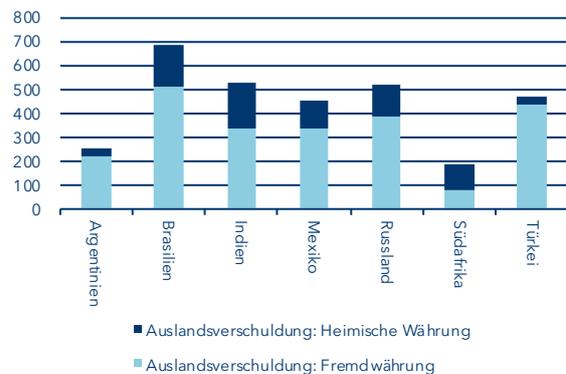
Quelle: VP Bank, Thomson Reuter's Datastream

Auslandsverschuldung unter der Lupe

Die Grafik zeigt, dass die Höhe der Auslandsverschuldung sehr unterschiedlich ausfällt. Die Türkei, Argentinien und Südafrika stechen negativ hervor. Tatsächlich ist es so, dass die Türkei und Argentinien derzeit die Speerspitze der negativen Nachrichten bilden. Die Situation in Südafrika relativiert sich hingegen auf den zweiten Blick etwas. Zum Hintergrund: Auslandsschulden sind nicht gleichzusetzen mit Verbindlichkeiten in einer Fremdwährung, sondern die Definition besagt lediglich, dass sie von ausländischen Gläubigern gehalten werden. In der Praxis gilt aber folgendes: Ausländische Investoren scheuen oftmals das Währungsrisiko des jeweiligen Landes und bevorzugen stattdessen Schuldtitel, die auf eine sogenannte Hartwährung lauten, dazu gehören vor allem der US-Dollar oder der Euro. Viele Regierungen und Unternehmen der Schwellenländer verschulden sich deshalb nicht nur in ihrer heimischen Währung, sondern auch bspw. mittels USD - schlichtweg um die Investorenbasis zu vergrößern. Empirisch zeigt sich deshalb meist, dass Auslandsschulden zu einem grossen Teil deckungsgleich mit Verbindlichkeiten in einer Fremdwährung sind. In der nachfolgenden Grafik ist die Währungskomposition der Auslandsverschuldung für einige Schwellenländer dargestellt. Südafrika hebt sich hierbei positiv hervor. Rund 60 % der Auslandsschulden lauten auf den südafrikanischen Rand, weshalb sich die Situation am Kap der guten Hoffnung auf den zweiten Blick als weniger prekär erweist. Zum Hintergrund: Lauten die Schulden eines Staates oder auch eines Unternehmens auf die eigene Währung, ist dies weniger kritisch, da im Notfall die Notenbank des Landes zur Hilfe eilen kann. Landläufig würde dies heissen: Die Währungshüter können im Extremfall die «Druckerpresse» anwerfen. Anders verhält es sich bei

Fremdwährungsverbindlichkeiten. Der Schuldendienst erfordert, dass bspw. der USD in ausreichendem Masse verfügbar ist. Kommt es zu deutlichen Kursverlusten der heimischen Währung (wie etwa in der Türkei), nehmen in gleichem Umfang die ausstehenden Fremdwährungsverbindlichkeiten zu. Werden nun aber nicht mehr in ausreichendem Masse USD erwirtschaftet, bzw. verliert im schlimmsten Falle gar der Bankensektor den Zugang zur Devisenversorgung, droht ein Zahlungsausfall.

Auslandsverschuldung: Währung in Mrd. USD



Quelle: VP Bank, Weltbank

Heterogene Länder

Die Höhe der Auslandsverschuldung, die Ausstattung mit Devisenreserven und auch die Leistungsbilanzsituation stellen sich höchst unterschiedlich dar. Das Risiko eines generellen Flächenbrands wird dadurch schon deutlich reduziert. Doch es zählen noch weitere Punkte. Wir wollen einen kurzen Überblick über die Länder geben, die derzeit am Pranger stehen.

Türkei: Schönreden funktioniert nicht, die Situation am Bosphorus ist äusserst kritisch. Der Bankensektor des Landes schiebt einen grossen Berg an Fremdwährungskrediten vor sich her. Präsident Erdogan hat gleichzeitig das Vertrauen ausländischer Investoren beschädigt, als er die Unabhängigkeit der Notenbank in Frage stellte. Reduzieren oder streichen nun ausländische Banken die Versorgung des türkischen Finanzsektors mit USD oder EUR, droht eine Finanzkrise. Jüngst erhöhte nun die türkische Notenbank den Leitzins deutlicher als erwartet worden war um 625 Basispunkte auf 24%. Dies bringt nun zumindest etwas Vertrauen zurück. Anleger sind dennoch skeptisch, ob sich die Währungshüter tatsächlich etwaigen Fesseln der Regierung entkommen kann. Das Land am Bosphorus bleibt deshalb vorerst sehr anfällig für etwaige Zahlungsschwierigkeiten.

Argentinien: Die argentinische Regierung erkannte bereits in den Frühjahrsmonaten, dass die Signale auf Sturm stehen. Das hoch verschuldete Land hatte sich Anfang Juni mit dem IWF auf einen Kredit in Höhe von 50 Milliarden US-Dollar verständigt. Die Einigung sah eine «Sofortzahlung» in Höhe von 15 Milliarden US-Dollar vor, welche bereits im Juni gewährt wurde. In Anbetracht der sich verschärfenden Abwertungen des argentinischen Pesos bat Argentinien nun um eine vorzeitige Auszahlung weiterer Kredittranchen. Die Washingtoner Institution zeigte sich kooperativ, wohl auch um weitere Ansteckungseffekte anderer Länder zu verhindern. Ein Zahlungsausfall Argentiniens wird damit unwahrscheinlicher.

Südafrika: Das Land steckt bereits in einer Rezession. Sowohl im ersten als auch im zweiten Quartal 2018 war das Bruttoinlandsprodukt rückläufig. Vor allem die anhaltende Trockenheit hat dem wichtigen Landwirtschaftssektor im zweiten Quartal zugesetzt. Das zweite Halbjahr dürfte aber zumindest moderat positive Wachstumsraten hervorbringen. Allerdings bietet die geplante Enteignung weisser Farmer noch erhebliches politisches Konfliktpotenzial. Auf der Haben-Seite kann das Land einen relativ geringen Anteil von Fremdwährungsverbindlichkeiten innerhalb der Auslandsschulden vermelden. Darüber hinaus versprechen die Rohstoffeinnahmen des Landes einen stetigen Zufluss an USD. Um es aber beim Namen zu nennen: Trotz gewisser Pluspunkte bleibt das Land mit seiner relativ hohen Auslandsverschuldung anfällig.

Brasilien: Die Auslandsverschuldung ist vergleichsweise gering. Darüber hinaus sind die Devisenreserven auf einem verhältnismässig hohen Stand. Unter diesem Blickwinkel bietet der Tropenstaat wenig Angriffsfläche. Die deutlichen Abwertungen des brasilianischen Real im laufenden Jahr gegenüber dem USD dürften deshalb für das Land als Gesamtes keine existenzielle Gefahr darstellen. Die Präsidentschaftswahlen im Oktober sind allerdings noch mit erheblichen Risiken verbunden. In Umfragen liegt der Rechtspopulist Jair Bolsonaro vorn. Nach dem Urnengang sind Ausschreitungen nicht auszuschliessen. Kurzum: Wenngleich in Anbetracht einer relativ niedrigen Auslandsverschuldung die gegenwärtigen Bonitätsrisiken gering sind, verbleiben mit den bevorstehenden Präsidentschaftswahlen politische Unsicherheiten.

Indonesien: Die Fremdwährungsverbindlichkeiten Indonesiens liegen gemessen am BIP gegenüber Ländern wie der Türkei oder Argentiniens auf vergleichsweise niedrigem Niveau. Auch wenn die indonesische Rupiah gegenüber dem US-Dollar auf dem niedrigsten Stand seit Ausbruch der Asienkrise im Jahr 1998 ist, sollte die

Währungsschwäche zu keiner tiefgreifenden Krise führen. Gleichwohl dürfte der verteuerte Schuldendienst zu Wachstumseinbussen führen. Ein BIP-Zuwachs von über 4 % sollte aber im laufenden Jahr dennoch möglich sein.

Indien: Die gesamtwirtschaftlichen Fremdwährungsverbindlichkeiten liegen bei 12 % des BIP und damit in einem überschaubaren Rahmen. Die Devisenreserven liegen bei 14 % des BIP. Die indische Zentralbank (RBI) begegnete den Abwertungen der Rupie bereits mit zwei Zinserhöhungen. Der Leitzins liegt jetzt bei 6.50 %. Doch der jüngste Kursrutsch der Währung blieb seitens der Notenbank bislang unbeantwortet, was zu zusätzlichem Verkaufsdruck geführt haben dürfte. Derweil gehört die indische Volkswirtschaft im laufenden Jahr zu den wachstumsstärksten in der asiatischen Region. Per Saldo gilt: Die Abwertungen der Rupie werden nicht zu einer indischen Finanzkrise führen.

Russland: Auch der russische Rubel kam im Zuge der jüngsten Verkaufswelle von Emerging-Market-Währungen unter die Räder. Die Auslandsverschuldung liegt bei 34 % des BIP. Die reinen Verbindlichkeiten in Fremdwährungen liegen indes nur bei 23 % des BIP, was in etwa auch den Devisenreserven des Landes entspricht. Damit ist für Russland die Währungsschwäche stemmbar. Paradoxerweise kann derzeit sogar die wichtige russische Energiebranche von der Währungsschwäche profitieren, denn der Ölpreis liegt gemessen in Rubel auf einem Allzeithoch.

Fazit

Schwellenländer lassen sich nicht über einen Kamm scheeren. Zwar sind die jeweiligen Landeswährungen derzeit unter deutlichem Abwertungsdruck, doch die Kursverluste haben nicht überall die gleichen negativen Konsequenzen. Gerade deshalb ist nicht von einem «Flächenbrand», einhergehend mit einer Reihe von Zahlungsausfällen, auszugehen. Für eine kurzfristige Marktberuhigung bedarf es jetzt klarer Signale der Schwellenländer-Notenbanken. Es muss deutlich werden, dass den Währungsverlusten nicht tatenlos zugesehen wird - Zinserhöhungen wirken also beruhigend. In diesem Falle sollte das Gros an Abwertungen hinter uns liegen. Auf mittlere Sicht dürfte hingegen der Zinserhöhungszyklus der Fed eine Belastung bleiben, was andererseits gegen deutliche Aufwertungen der Währungen spricht.

Kontakt

VP Bank AG	Aeulestrasse 6 9490 Vaduz · Liechtenstein T +423 235 66 55 · F +423 235 65 00 · info@vpbank.com
VP Bank (Schweiz) AG	Talstrasse 59 8001 Zürich · Schweiz T +41 44 226 24 24 · F +41 44 226 25 24 · info.ch@vpbank.com
VP Bank (Luxembourg) SA	26, Avenue de la Liberté L-1930 Luxembourg · Luxembourg T +352 404 770-1 · F +352 481 117 · info.lu@vpbank.com
VP Bank (BVI) Ltd	VP Bank House · 156 Main Street · Postfach 2341 Road Town · Tortola VG1110 · Britische Jungferninseln T +1 284 494 11 00 · F +1 284 494 11 44 · info.bvi@vpbank.com
VP Bank Ltd Singapore Branch	8 Marina View · #27-03 Asia Square Tower 1 Singapur 018960 · Singapur T +65 6305 0050 · F +65 6305 0051 · info.sg@vpbank.com

Verantwortlich für den Inhalt

Dr. Thomas Gitzel, Chief Economist

Wichtige rechtliche Hinweise

Diese Dokumentation wurde von der VP Bank AG (nachfolgend Bank) erstellt und durch die Gesellschaften der VP Bank Gruppe vertrieben. Diese Dokumentation stellt kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Die darin enthaltenen Empfehlungen, Schätzungen und Aussagen geben die persönliche Auffassung des betreffenden Analysten der VP Bank AG zum Zeitpunkt des auf der Dokumentation genannten Datums wieder und können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Dokumentation basiert auf Informationen, welche als zuverlässig eingestuft werden. Diese Dokumentation und die darin abgegebenen Einschätzungen oder Bewertungen wurden mit äusserster Sorgfalt erstellt, doch kann ihre Richtigkeit, Vollständigkeit und Genauigkeit nicht zugesichert oder gewährleistet werden. Insbesondere umfassen die Informationen in dieser Dokumentation möglicherweise nicht alle wesentlichen Angaben zu den darin behandelten Finanzinstrumenten oder deren Emittenten.

Weitere wichtige Informationen zu den Risiken, welche mit den Finanzinstrumenten in dieser Dokumentation verbunden sind, zu den Eigengeschäften der VP Bank Gruppe bzw. zur Behandlung von Interessenkonflikten in Bezug auf diese Finanzinstrumente sowie zum Vertrieb dieser Dokumentation finden Sie unter https://www.vpbank.com/rechtliche_hinweise.pdf