

Überblick

Und jetzt auch noch die Fed

- Die US-Notenbank steht vor der ersten Zinsanhebung seit neun Jahren. Für die globalen Finanzmärkte ist dies ein Meilenstein auf dem langen Weg zur Normalisierung der Geldpolitik. Für die Emerging Markets käme der Schritt zu einem ungünstigen Zeitpunkt, da viele Länder ohnehin schon in wirtschaftlichen Schwierigkeiten stecken.
- Auch 2016 wird daher kein einfaches Jahr für Schwellenländer werden. EM-Anlagen dürften erneut unter Druck geraten, und steigende Finanzierungskosten lasten auf dem Wirtschaftswachstum. Immerhin: Auch im kommenden Jahr dürften Systemkrisen ausbleiben.
- Die Staatsfinanzen sind in den Emerging Markets in den meisten Fällen unter Kontrolle. Die öffentlichen Fremdwährungsschulden sind moderat und werden von den Währungsreserven meist mehr als ausreichend abgedeckt. Das bedeutet, dass die Staatsfinanzen eine Durststrecke an den internationalen Kapitalmärkten überstehen könnten. Im Notfall könnten viele Staaten zudem auf multi- oder bilaterale Hilfe bauen.
- Die Verschuldung der privaten Haushalte in Emerging Markets liegt mit Ausnahme von Südkorea, Malaysia und Thailand, wo wir im Falle massenhafter Zahlungsprobleme mit staatlichen Eingriffen rechnen, auf einem moderaten Niveau und ist nach unserer Einschätzung nicht als ein systemisches Risiko einzustufen.
- Die größte Unsicherheit besteht hinsichtlich der Entwicklung im Unternehmenssektor, wo die Verschuldung in den vergangenen Jahren massiv hochgefahren wurde. Anders als es um die Jahrhundertwende üblich war, wurde die Verschuldung allerdings eher im Inland aufgebaut, vor allem über Bankkredite. Die Gefahr, die sich durch einen „Sudden Stopp“ der Kapitalzuflüsse aus dem Ausland ergibt, wird daher durch die Struktur der Unternehmensverschuldung gemindert.

Autoren

Janis Hübner:	Tel. (0 69) 71 47 - 25 43;	E-Mail: janis.huebner@deka.de	(Asien)
Daria Orlova:	Tel. (0 69) 71 47 - 38 91;	E-Mail: daria.orlova@deka.de	(Mittel- und Osteuropa)
Mauro Toldo:	Tel. (0 69) 71 47 - 35 56;	E-Mail: mauro.toldo@deka.de	(Lateinamerika, Nahe Osten, Afrika)

Herausgeber:
Chefvolkswirt Dr. Ulrich Kater, Tel. (0 69) 71 47 - 23 81

Disclaimer

Diese Darstellungen inklusive Einschätzungen wurden von der DekaBank nur zum Zwecke der Information des jeweiligen Empfängers erstellt. Die Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Empfehlung zum Erwerb dar. Die Informationen oder Dokumente sind nicht als Grundlage für irgendeine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht, noch ersetzen sie eine (Rechts- und / oder Steuer-)Beratung; auch die Übersendung dieser stellt keine derartige beschriebene Beratung dar. Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen oder beruhen (teilweise) aus bzw. auf von uns als vertrauenswürdig erachteten aber von uns nicht überprüfbar, allgemein zugänglichen Quellen. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen, einschließlich der rechtlichen Ausführungen, ist ausgeschlossen. Die enthaltenen Meinungsäußerungen geben die aktuellen Einschätzungen der DekaBank zum Zeitpunkt der Erstellung wieder, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können. Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen. Sollten Kurse/Preise genannt sein, sind diese freibleibend und dienen nicht als Indikation handelbarer Kurse/Preise. **Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.**

Diese Information inklusive Einschätzungen dürfen weder in Auszügen noch als Ganzes ohne schriftliche Genehmigung durch die DekaBank vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden.

Impressum: <https://deka.de/deka-gruppe/impressum>

Redaktionsschluss: 27. November 2015

Und jetzt auch noch die Fed

Die Fed vor der Zinswende

Nach dem jüngsten US-Arbeitsmarktbericht halten wir und die Mehrheit der Marktbeobachter eine Zinserhöhung der US-Notenbank bei ihrem nächsten Treffen am 16. Dezember für wahrscheinlich. Es wäre die erste Zinsanhebung in den USA seit Juni 2006 und ein weiterer Schritt auf dem Weg zur Normalisierung der Geldpolitik, der mit der Rückführung des Anleiheankaufprogramms von der Fed eingeschlagen wurde. Der 16. Dezember wird keine Klarheit darüber bringen, wie steil der Leitzinspfad ausfallen wird. Doch gerade dies wird in den kommenden Monaten darüber entscheiden, wie stark die Reaktion an den globalen Finanzmärkten ausfällt.

Abb. 1 EMBIG-Spread, Index, Jan. 2013=100



Die anstehende Leitzinswende wird nicht zuletzt in den Emerging Markets mit Nervosität erwartet. Die ultralockere Geldpolitik in den Industriestaaten hatte in den vergangenen Jahren dazu geführt, dass in großem Umfang Kapital in die Emerging Markets geflossen ist, wo höhere Renditen zu erzielen waren. Diese Kapitalzuflüsse haben zu sinkenden Finanzierungskosten in Emerging Markets geführt und das Kreditwachstum beschleunigt. Wenn nun die US-Zinsen wieder steigen, besteht die Gefahr, dass sich der Prozess umkehrt, mit entsprechend negativen Folgen für die real- und finanzwirtschaftliche Entwicklung in den Schwellenländern. Die Anfälligkeit wird durch die ohnehin schwierige wirtschaftliche Lage vieler Länder erhöht. Externe Faktoren

wie der schwache Welthandel und niedrige Rohstoffpreise belasten die wirtschaftliche Dynamik. Erschwerend kommt hinzu, dass wirtschaftliche Reformen nur schleppend vorankommen und geopolitische Konflikte ungelöst bleiben.

Druck auf die Finanzmärkte

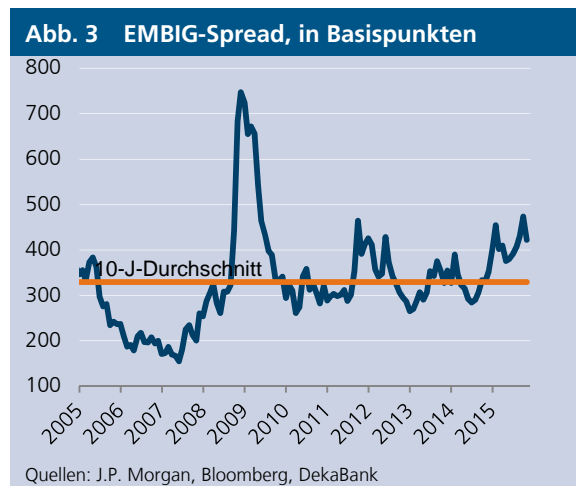
Finanzmärkte sind immer bestrebt, die Erwartungen über die künftige Entwicklung vorwegzunehmen. Daher haben sie die Möglichkeit einer Straffung der Geldpolitik in den USA schon vor einiger Zeit zumindest zum Teil eingepreist. Spätestens mit der mittlerweile berühmten „Tapering-Rede“ des damaligen US-Notenbankpräsidenten Ben Bernanke erhielten die Märkte einen deutlichen Warnschuss, der zu teils massiven Marktverwerfungen bei Emerging Markets führte (siehe Abb. 1 und 2). Seitdem war die Straffung und die damit verbundenen Gefahren ein permanentes Thema in allen EM-Assetklassen. Trotz dieser langen Vorbereitung erwarten wir dennoch negative Reaktionen, wenn die Fed in den kommenden Monaten die Zinsen anhebt. Denn zum einen gibt es noch immer einige Investoren, die davon überrascht würden. Zum anderen haben die Emerging Markets das grundsätzliche Problem einer eher geringen Liquidität an den Kapitalmärkten. Es genügen daher schon vergleichsweise moderate Kapitalbewegungen, um größere Kursbewegungen auszulösen.

Abb. 2 EM Währungsindex EMCI ggü USD



Als besonders anfällig betrachten wir EM-Währungen, denn hier ist es schwer, einen „fairen“ Wert zu bestimmen. Vor allem in Ländern, die ein Leistungsbilanzdefizit

aufweisen, ist eine Abwertung auch fundamental leicht zu rechtfertigen. Für Aktien gibt es zwar einen gewissen „Anker“ für die Bewertung in Form der zukünftig erwarteten Gewinne. Doch gerade in einer Zeit, in der der Ausblick für Währungen und realwirtschaftliche Entwicklungen unsicher ist, ist auch der Gewinnausblick kaum eine verlässliche Größe. Etwas besser sieht es bei Lokalwährungsanleihen aus. Auch hier kann es zwar zu hoher Volatilität kommen, doch die Erwartung über die künftige Zinspolitik der jeweiligen Notenbank gibt dem Markt dennoch eine recht gute Orientierung für die Entwicklung der Renditestrukturkurve. In Ländern, deren Zentralbanken der Fed in ihrer Geldpolitik voraussichtlich folgen werden, dürften die Renditen steigen, da wir für zehnjährige US-Staatsanleihen innerhalb von zwölf Monaten einen Renditeanstieg von rund 60 Bp erwarten. Solche „Fed-Folger“ finden sich vor allem in Lateinamerika, während wir in Asien und Osteuropa eine entweder eigenständige oder an anderen Zentralbanken orientierte Politik erwarten.

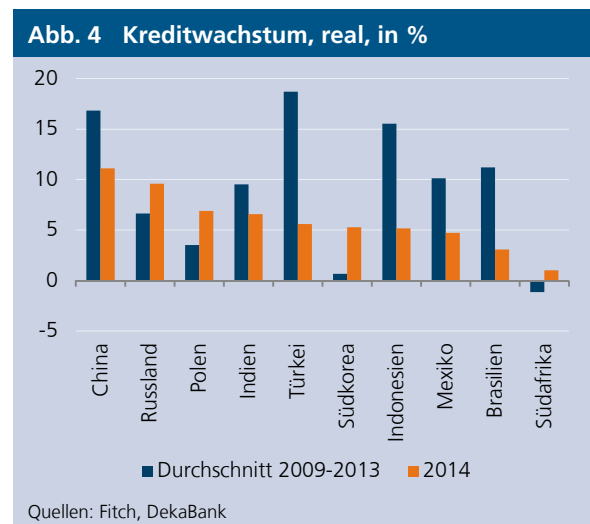


Auch staatliche EM-Hartwährungsanleihen werden nicht ungeschoren davonkommen. Der Markt ist dominiert von US-Dollar-Anleihen, und bei konstanten Risikoaufschlägen verlieren die Anleihen in vergleichbarem Umfang wie US-Treasuries an Wert. Kommt es zu erhöhter Marktunsicherheit, sind zusätzliche Kursverluste durch Spreadausweitungen wahrscheinlich. Doch erwarten wir, dass diese vorübergehend bleiben dürften. Denn die heutigen Risikoaufschläge liegen im historischen Vergleich bereits auf erhöhtem Niveau (siehe Abb. 3). Trotz eines negativen Bonitätstrends wird zudem die Zahlungsfähigkeit von großen Emittenten wie Brasilien,

Russland und der Türkei nicht ernsthaft in Frage gestellt. Hierauf gehen wir weiter unten noch näher ein.

Schwächeres Kreditwachstum

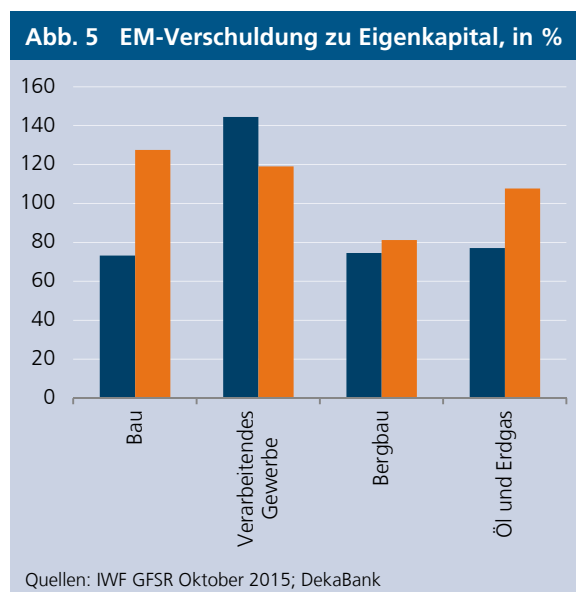
Die negativen Auswirkungen einer strafferen US-Geldpolitik würden nicht auf die Finanzmärkte beschränkt bleiben. Auch die Realwirtschaft dürfte die Folgen zu spüren bekommen. Und sie spürt sie schon heute. Das Kreditwachstum, das sich zwischen 2009 und 2013 stark entwickelte, hat bereits 2014 deutlich an Schwung verloren (siehe Abb. 4).



Diese Verlangsamung nur auf erschwerte Finanzierungsbedingungen oder die Aussicht darauf zurückzuführen, wäre allerdings zu einfach. Der mit großem Abstand größte Teil des Verschuldungszuwachses in Emerging Markets seit 2008 entfiel auf China. Der massive Anstieg war dort allerdings eine politische Entscheidung der Regierung, um die Wirtschaft angesichts der globalen Wirtschaftskrise zu stützen. Die Kreditexpansion wurde bereits 2010 wieder deutlich verlangsamt, um die Gefahren für die wirtschaftliche Stabilität zu begrenzen. Weder die Beschleunigung noch die Verlangsamung der Kreditvergabe war in China somit auf die Entwicklung der globalen Finanzierungsbedingungen zurückzuführen. Dies hat auch damit zu tun, dass der chinesische Kapitalmarkt aufgrund der bestehenden Kapitalverkehrsbeschränkungen nur schwach mit dem Rest der Welt verflochten ist. Der direkte Einfluss höherer US-Zinsen ist daher gering.

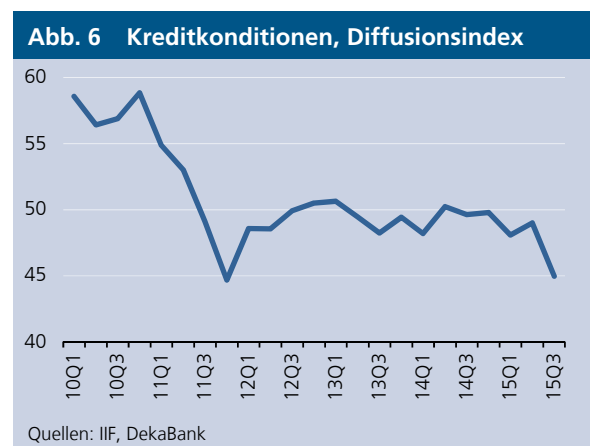
In einigen anderen Emerging Markets kann man die Frage stellen, ob das starke Kreditwachstum eher Folge

der niedrigen Zinsen oder des starken wirtschaftlichen Aufschwungs war. Während die USA die Zinsen auf historische Tiefstände schleusten und über Anleihekäufe den Märkten in zuvor unbekanntem Umfang Liquidität zur Verfügung stellten, initiierte China ein Infrastrukturprogramm in ebenfalls beispiellosem Ausmaß, von dem insbesondere Rohstoffexporteure überall auf der Welt profitierten. Welcher Teil der Investitionen und damit der Kredite auf die günstigen Finanzierungsbedingungen und welcher auf die starke Nachfrage zurückzuführen war, ist nicht mit Sicherheit zu beantworten. Der IWF kommt in einer ökonometrischen Untersuchung zu dem Ergebnis, dass die günstigen globalen Finanzierungsbedingungen und die Rohstoffpreisentwicklung die wichtigsten Treiber des Verschuldungsanstiegs waren und beantwortet die Frage damit ebenfalls nicht abschließend.



Sicher ist dagegen, dass aktuell Investitionen im Rohstoffsektor sowohl durch schlechtere Finanzierungsbedingungen als auch durch schwächere Nachfrage unter Druck geraten. Die Verlangsamung der Rohstoffnachfrage aus China, die bereits seit über einem Jahr zu beobachten ist, dürfte einen wichtigen Teil der Erklärung der jüngsten Verlangsamung des Kreditwachstums in Schwellenländern liefern. Dazu passen Zahlen des Internationalen Währungsfonds, der errechnet hat, dass der Verschuldungsgrad (als Anteil am Eigenkapital) in den Sektoren Bau, Bergbau sowie Öl und Gas von 2004 bis 2013 gestiegen ist, während das verarbeitende Gewerbe, das ebenfalls von den günstigen Finanzierungsbe-

dingen, aber in eher geringem Maße vom chinesischen Konjunkturprogramm profitiert hat, den Verschuldungsgrad in diesem Zeitraum sogar deutlich reduziert hat (siehe Abb. 5). Als zusätzlicher Belastungsfaktor für die Kreditentwicklung kommt die Verschärfung der Kreditvergabebedingungen durch die Banken hinzu (Abb. 6). Diese sind nach Zahlen des IIF so ungünstig wie seit Ende 2011 nicht mehr. Der Ausblick für das Kreditwachstum ist daher in jedem Falle schwach, und dies wird das Wirtschaftswachstum belasten.



Weitere Abwertungen, aber keine Währungskrisen

Die bislang diskutierten wahrscheinlichen Begleiterscheinungen der anstehenden US-Zinswende – Kursrückgänge für EM-Anlagen und schwächeres Wirtschaftswachstum – sind sowohl für uns als auch für die meisten anderen Marktbeobachter keine Risikoszenarien, sondern Teil des Hauptszenarios. Darüber hinaus sind noch deutlich negativere Entwicklungen vorstellbar. Die Wahrscheinlichkeit für solche Szenarien steigt, wenn die US-Notenbank an ihrem Zinserhöhungskurs auch dann festhält, wenn es an den globalen Finanzmärkten zu Turbulenzen kommt. Dies halten wir gegenwärtig für nicht sehr wahrscheinlich, weil im September eine Zinserhöhung mit dem expliziten Hinweis auf globale Risiken unterblieben ist. Doch wenn die Inflationsrisiken in den USA steigen sollten, hätte die Eindämmung von Stabilitätsrisiken in der eigenen Wirtschaft möglicherweise Vorrang vor den Risiken für die Weltwirtschaft.

In einem solchen Szenario steigt das Risiko für Währungskrisen. Eine Währungskrise ist dann gegeben, wenn es innerhalb kürzester Zeit zu massiven Währungsverlusten kommt. In der Vergangenheit gingen Währungskrisen meist mit der Aufgabe eines Systems fester oder stark gebundener Wechselkurse einher, so

während der Mexikokrise 1994, der Asienkrise 1997, der Russlandkrise 1998, der Brasilienkrise 1999, der Türkeikrise 2001 und der Argentinienkrise 2002. Solche Festkurssysteme wurden immer dann zur Falle für eine Volkswirtschaft, wenn das Vertrauen in die Fähigkeit der Notenbank, den jeweiligen Kurs zu verteidigen, in Frage gestellt wird. Meist ist die Fremdwährungsverschuldung des Landes im Vertrauen auf die Stabilität des Wechselkurses über einen längeren Zeitraum stark gestiegen und wird dann bei einer starken Abwertung untragbar. Währungskrisen gingen daher in der Vergangenheit häufig mit Schuldenkrisen einher und bilden für viele Nationen traumatische Erlebnisse.

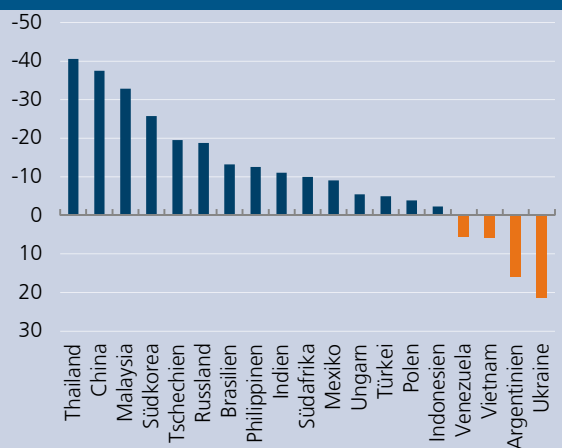
Die Emerging Markets haben drei wichtige Lehren aus vergangenen Krisen gezogen: Erstens lässt man die Landeswährung in der Regel frei schwanken, so dass sich eine mögliche Überbewertung abbauen kann, ohne dass Währungsreserven eingesetzt werden müssen. Zweitens haben die Länder im Laufe der Jahre hohe Währungsreserven aufgebaut, um in Fällen unerwünscht hoher Abflüsse eine Vertrauenskrise verhindern zu können. Drittens haben die Emerging Markets lokale Rentenmärkte entwickelt, um sich nicht mehr so stark in fremder Währung verschulden zu müssen.

Nullzinsen in den USA, Europa und Japan haben sogenannte „Carry-Trades“ attraktiv gemacht, die zu einem Anstieg der Verschuldung in fremder Währung und gegenüber ausländischen Kreditgebern geführt hat. Die „Carry-Trades“ haben von 2009 bis 2011 zu starken Aufwertungen der EM-Währungen gegenüber dem US-Dollar geführt. Doch schon 2011, also lange vor dem Ende der Anleihekäufe durch die Fed, ist die Aufwertungsbeziehung der EM-Währungen zum Ende gekommen. Und seitdem geht es steil in die andere Richtung (siehe Abb. 2). Bereits seit vier Jahren müssen in fremder Währung verschuldete Kreditnehmer also mit erhöhten Finanzierungskosten zurechtkommen. Das führte zwar zu vereinzelt Zahlungsausfällen, doch eine breit angelegte Entwicklung ist es bislang nicht. Aufgrund flexibler Wechselkurssysteme und noch immer hoher Währungsreserven halten wir eine Währungskrise allein aufgrund höherer Leitzinsen in den USA für nicht sehr wahrscheinlich. Es müssten lokale Faktoren wie eine Banken- oder Regierungskrise hinzukommen, um eine solche Entwicklung auszulösen.

Staaten und Privathaushalte moderat verschuldet

Auch ohne eine echte Währungskrise kann es zu massiv steigenden Zahlungsausfällen kommen. Dem kann eine Überschuldung vorausgehen, ein starker Anstieg der Finanzierungskosten oder der Verlust des Zugangs zu frischem Geld. Staatsfinanzen sind in der Regel ausreichend transparent, um die Gefahr eines Zahlungsausfalls recht gut abschätzen zu können. So war die Zahlungsunfähigkeit der Ukraine keine große Überraschung, und die ernste Situation Venezuelas hat sich schon über Jahre immer weiter zugespitzt. Insgesamt ist für die Ländergruppe der Emerging Markets jedoch festzuhalten, dass die Staatsfinanzen in den meisten Fällen unter Kontrolle sind. Die öffentlichen Fremdwährungsschulden sind moderat, und zieht man von diesen die Währungsreserven ab, sind die meisten Staaten Nettogläubiger gegenüber dem Ausland (siehe Abb. 7). Das bedeutet, dass die Staatsfinanzen eine Durststrecke an den internationalen Kapitalmärkten überstehen könnten. Im Notfall könnten viele Staaten zudem auf multi- oder bilaterale Hilfe bauen.

Abb. 7 Fremdwährungsposition* des Staates, in % des BIP

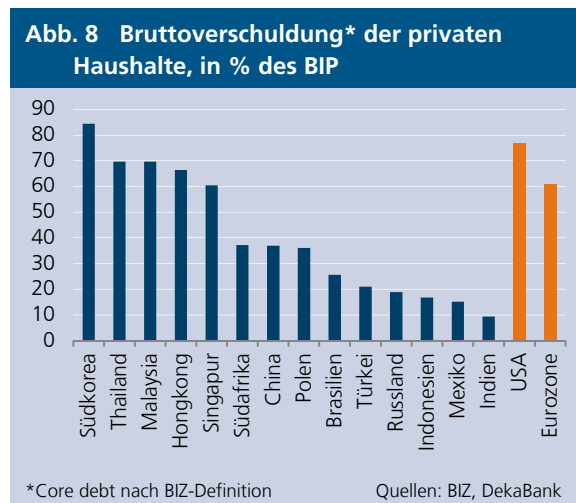


* Fremdwährungsposition: FX-Schulden abzüglich Währungsreserven, in % des BIP, negative Werte bedeuten, dass der Staat Nettogläubiger gegenüber dem Ausland ist

Quellen: Fitch, DekaBank

Durch die ultraexpansive Geldpolitik in den Industriestaaten ist die Strategie der Schwellenländer allerdings einem ernststen Belastungstest unterzogen worden. Die

Mit Blick auf die Privathaushalte fällt eine Einschätzung schon deutlich schwerer. Die höchsten Schuldenstände finden sich in Südkorea, Malaysia und Thailand (siehe Abb. 8). In allen drei Ländern erwarten wir ein Eingreifen des Staates, wenn Zahlungsprobleme zu einem Massenphänomen werden. Dass Banken in großem Umfang Kredite nicht verlängern, halten wir in diesen Ländern für unwahrscheinlich. Mit Blick auf die meisten anderen Emerging Markets bleibt festzuhalten, dass die Gesamtverschuldung der Privathaushalte auf moderatem Niveau liegt und wir dies nicht als systemisches Risiko einstufen. Dennoch dürften steigende Zinsen, verschärfte Kreditvergabebedingungen und schwächeres Wirtschaftswachstum in diesem Bereich zu erhöhten Zahlungsausfällen führen. Verschärft würde die Situation, wenn es zu starken Preisrückgängen an den Immobilienmärkten käme, wo es in den vergangenen Jahren in vielen Bereichen zu starken Preisanstiegen gekommen war.

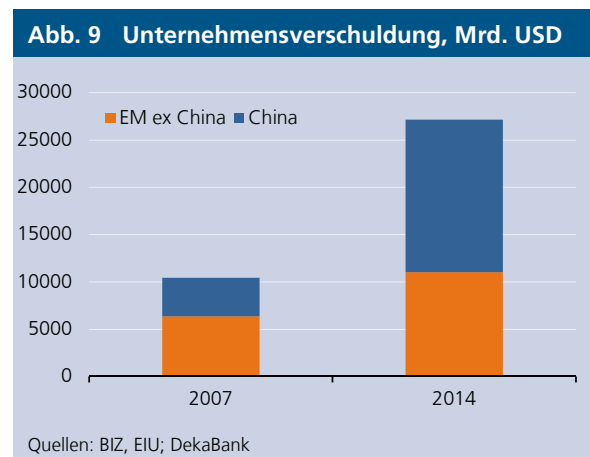


Unternehmenssektor am anfälligsten

Die größte Unsicherheit besteht hinsichtlich der Entwicklung im Unternehmenssektor. Denn hier wurde in den vergangenen Jahren die Verschuldung massiv hochgefahren (siehe Abb. 9), auch wenn die Verschuldung relativ zum Eigenkapital in den meisten Branchen und Regionen nur moderat angestiegen ist (Abb. 5).

Zwar lässt sich ein großer Teil dieses Anstieges durch China erklären, wo sich die absolute Verschuldung im Unternehmenssektor seit Ende 2007 nahezu vervierfacht hat. Doch auch in anderen Emerging Markets haben die Unternehmen die günstigen Finanzierungsbedingungen genutzt: In EM ex China ist die Verschuldung in

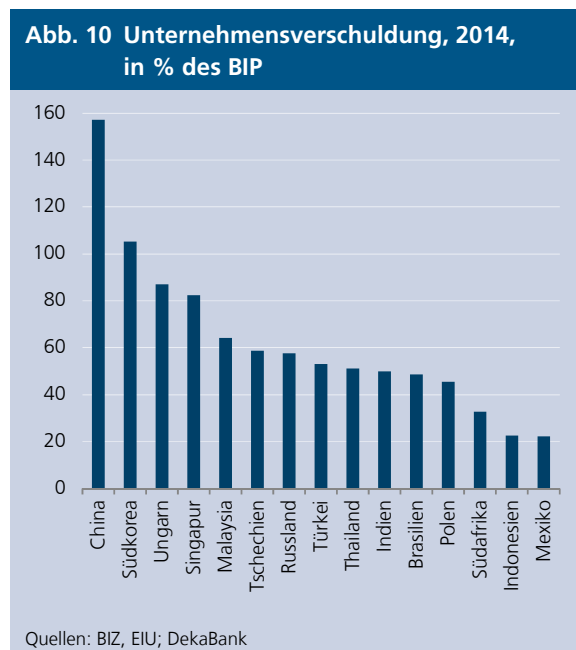
absoluten Werten in den letzten sieben Jahren um über 70% angestiegen. In China ist die Unternehmensverschuldung mit fast 160% des BIP mit Abstand am höchsten. Doch auch in Südkorea, Ungarn und Singapur liegt sie bei über 80% des BIP (siehe Abb. 10).



Anders als es um die Jahrhundertwende üblich war, wurde die Verschuldung allerdings eher im Inland, vor allem über Bankkredite, und nicht im Ausland aufgebaut. Die Finanzierungsquellen, die unmittelbar von einem höheren US-amerikanischen Zinsniveau betroffen wären – internationale Anleihen und Kredite bei Auslandsbanken –, spielen keine überragende Rolle. Im Schnitt lag der Anteil der Auslandsverschuldung der Unternehmen bei gut 10% des BIP. Bei der Beurteilung der Refinanzierungsrisiken kommt es somit in erster Linie auf das Verhalten der Inlandsbanken an. Diese werden nach unserer Einschätzung eher als ausländische Geldgeber bereit sein, Kredite auch in wirtschaftlich schwierigen Zeiten zu verlängern. Die Gefahr, die sich durch einen „Sudden Stopp“ der Kapitalzuflüsse aus dem Ausland ergibt, wird daher durch die Struktur der Unternehmensverschuldung gemindert, die sich stark auf inländische Finanzierungsquellen stützt.

Während man zu den Instrumenten, über die sich die Unternehmen in den Boom-Jahren verschuldet haben, durchaus Daten findet, liegen zu der Währungscomposition leider keine aggregierten Zahlen vor. Es ist nicht ausgeschlossen, dass ein Teil der inländischen Bankkreditvergabe in Fremdwährungen erfolgt oder die lokalen Anleihen bspw. in US-Dollar begeben werden. Auch zu den potenziellen offenen Fremdwährungspositionen findet man nur in den Bilanzen der einzelnen Unter-

nehmen Angaben. Es ist somit schwieriger, die Anfälligkeit gegenüber Wechselkursrisiken zu beurteilen.



Die Ratingagentur Fitch hat für 19 der größten Emerging Markets untersucht, wie stark einzelne Sektoren und Branchen durch die anstehende Zinswende in Gefahr geraten könnten. Die Agentur sieht insbesondere in der Türkei erhöhte Risiken, weil es hier sowohl im Banken- als auch im Unternehmenssektor vergleichsweise hohe offene Fremdwährungspositionen gibt. In Russland stellt der gestörte Zugang zum internationalen Kapitalmarkt ein Risiko für Anschlussfinanzierungen dar. Allerdings besteht das Sanktionsregime des Westens bereits seit über einem Jahr, in dem die russischen Unternehmen einen großen Teil ihrer Auslandsverschuldung zurückgezahlt haben, ohne dass es zu nennenswerten Zahlungsausfällen kam. Im Telekomsektor Malaysias stehen hohen Fremdwährungsschulden nur Einnahmen in lokaler Währung gegenüber, so dass die Finanzierung durch eine Abwertung der Landeswährung erschwert wird. Mit Blick auf China sieht die Agentur kein erhöhtes Risiko durch steigende US-Zinsen oder eine schwä-

chere Währung. Angesichts der Bedeutung Chinas für die Weltwirtschaft löst die hohe Verschuldung chinesischer Unternehmen bei internationalen Investoren jedoch unabhängig von der Zinswende Besorgnis aus. Wir bleiben bei unserer Einschätzung, dass sich chinesische Banken weitgehend in den Dienst der Wirtschaftspolitik stellen und es daher nicht zu breit angelegten Problemen bei Anschlussfinanzierungen kommen wird. Um bei Investoren ein erhöhtes Risikobewusstsein zu schaffen, werden jedoch auch größere Unternehmen in Einzelfällen in die Pleite geschickt. Entscheidend ist jedoch unsere Annahme, dass die Regierung diesen Prozess unter Kontrolle hält und das systemische Risiko daher beherrschbar ist. Mit Blick auf die anderen großen Emerging Markets sieht Fitch keine massiven durch die Zinswende ausgelösten Probleme auf die Staaten, Unternehmen und Banken zukommen.

Fazit

Die globalen Finanzmärkte sind spätestens seit der „Tapering-Rede“ Bernankes im Mai 2013 permanent bemüht, sich auf die US-Zinswende vorzubereiten. Die teils massiven Währungsverluste einiger EM-Währungen sind Teil dieses Prozesses. Die Märkte sind daher zum einen seit langem vorbereitet. Zum anderen bleibt die Steilheit des Zinspfades jedoch unsicher und birgt daher Überraschungspotenzial. Gleichzeitig sehen sich viele Emerging Markets großen wirtschaftlichen und politischen Problemen ausgesetzt, die zu erhöhter Anfälligkeit bei Kapitalmarktvolatilität führen. Hinzu kommt eine eingeschränkte Marktliquidität, die die Schwankungen zusätzlich erhöht. Im Ergebnis erwarten wir ein weiteres schwieriges Jahr für EM-Anlagen, wobei Währungen, Aktien und Lokalwährungsanleihen stärker unter Druck kommen dürften als Hartwährungsanleihen. Die Verschlechterung des Finanzierungsumfelds wird die Kreditentwicklung belasten, die sich ohnehin seit 2014 auf einem schwächeren Wachstumspfad befindet. Von dieser Seite ist keine Stützung des Wirtschaftswachstums zu erwarten. Die gute Nachricht ist, dass die Emerging Markets in der Lage sein dürften, die Zinswende ohne Systemkrise zu überstehen. Das ist ein eher niedrig gestecktes Ziel. Aber für die Weltwirtschaft macht es dennoch einen großen Unterschied.