

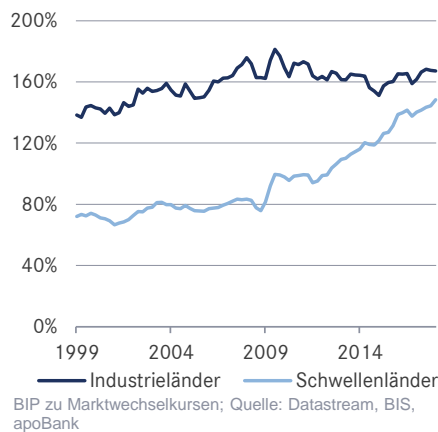
## Schwellenländer in der Schuldenfalle?

- Schwellenländer verzeichneten seit 2009 deutliche Anstiege der privaten Schuldenniveaus.
- V.a. Fremdwährungsschulden sorgen bei starkem Dollar und steigenden US-Zinsen für Sorgen.
- Langwierige Verwerfungen aber nicht zwingend.

Durch die Währungskrisen in Argentinien und der Türkei in diesem Jahr, die auch die Devisenmärkte anderer Schwellenländer belasteten, rückte der Schuldenanstieg in vielen Schwellenländer seit 2008 in den Fokus der Märkte. Während sich in den meisten Industriestaaten die Schuldenniveaus privater Haushalte und Unternehmen nach der Finanzkrise stabilisierten, stiegen in vielen Schwellenländern die Niveaus spürbar an. Steigende US-Zinsen und ein stärkerer Dollar ließen zuletzt die Schuldenlasten jener Schwellenländer weiter steigen, die sich verstärkt in US-Dollar verschuldeten.

### Wachstum unterstützte die Verschuldungsanstiege

Abb. 1: Verschuldung des priv. nicht-finanziellen Sektors in % des BIP

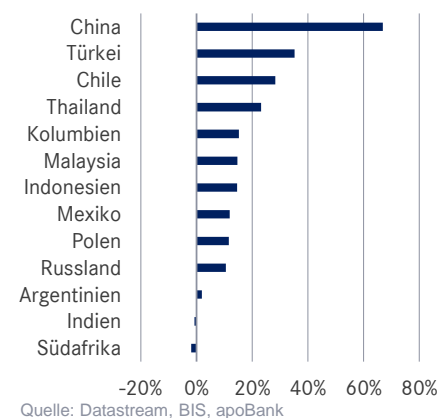


Während die Finanz- und Eurokrise in den Industriestaaten für eine tiefe Rezession sorgte, gelang es vielen Schwellenländern, ihr Wachstumstempo annähernd zu halten. Eine stärker binnenwirtschaftliche Orientierung der Volkswirtschaften, die bereits in den Vorkrisenjahren begann, half, die Rückgänge im Exportgeschäft (teilweise) zu kompensieren. Eine erhöhte Konsumneigung der Haushalte ging einher mit steigenden Investitionen der Unternehmen, die zudem von fiskalischen Impulsen unterstützt wurden. Historisch niedrige Zinsen sowohl in den USA als auch in Europa sorgten darüber hinaus dafür, dass das Kreditangebot ebenfalls stieg. Kräftig anziehende Rohstoffpreise in den frühen 2010er Jahren galten Investoren nicht selten als Sicherheit, dass aufgenommene Schulden auch zukünftig beglichen werden würden. Während in den Industriestaaten trotz niedriger Zinsen die Verschuldung des privaten Sektors seit 2008 stagnierte, stiegen die Schuldenniveaus in den Schwellenländern hingegen spürbar an, auch wenn das Niveau noch immer unterhalb dessen der entwickelten Staaten liegt - 148 % vs. 167 % des BIP (Q1 2018) - (Abb.1). Die Vergangenheit zeigt jedoch, dass die nachhaltige Schuldentragfähigkeit in Schwellenländer zumeist niedriger liegt als in entwickelten Staaten.

### Unterschiede zwischen einzelnen Schwellenländern

Blickt man ausschließlich auf die in Abb.1 dargestellten Reihen, entgeht, dass die Verschuldung länderspezifische Unterschiede aufweist. Länder wie China und die Türkei, wo dirigistische Wirtschaftspolitiken Unternehmen zur Kreditaufnahme motivierten, verzeichneten die am stärksten steigenden Schuldenlasten. Zudem sorgten steigende Rohstoffpreise für zusätzliche Kreditimpulse in Ländern wie Chile oder Kolumbien (Abb.2). Entsprechend entfällt der Großteil des Schuldenanstiegs auf den Unternehmenssektor. Im Durchschnitt aller Schwellenländer lag der Anstieg der Schuldenlast bei Unternehmen bei rund 35 Pp. des BIP (Niveau: ca. 107 %), während Haushalte lediglich rund 15 Pp. an zusätzlicher Schuldenlast aufnahmen (40 %). Im Unterschied hierzu stiegen die öffentlichen Schulden kaum. Lediglich um knapp neun Pp. auf im Durchschnitt 49 % des BIP kletterte die öffentliche Verschuldung. Damit unterscheidet sich die derzeitige Schuldensituation vieler Schwellenländer von früheren Phasen, als zumeist Staatsschulden das zentrale Problem darstellten.

Abb.2: Verschuldungsanstieg des priv. nicht-finanziellen Sektors in Pp. des BIP - Q1 2010 bis Q1 2018



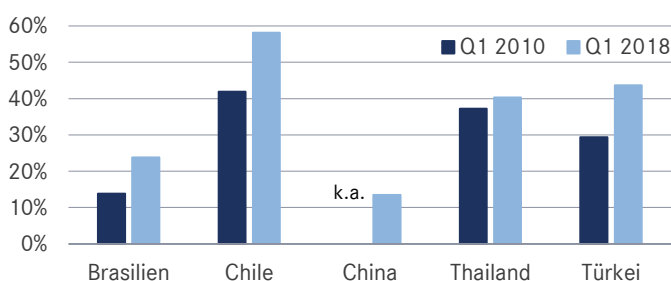
### Auslandsschulden werden bei starkem US-Dollar zum Problem

In Reaktion auf die Finanzkrise senkten nach 2009 auch viele Zentralbanken in Schwellenländern ihre Zinsen und trugen dadurch zu einer Kreditbelebung bei. Niedrige Zinsen an den internationalen Kapitalmärkten gaben zudem Anreize für Unternehmen, sich zu günstigen Konditionen im Ausland zu verschulden. Internationale Investoren, die händeringend nach

rentablen Anlagen suchten, verliehen ihr Geld gerne zu höheren Zinsen in Schwellenländer. Folglich nahm die Auslandsverschuldung in nahezu allen Ländern zu (Abb.3). Der Anteil der in ausländischer Währung denominierten Schulden schwankt dabei zwischen den Ländern, liegt aber zumeist bei deutlich über 50 % der Auslandsschulden und reicht nicht selten bis zu einer nahezu vollständigen Finanzierung in Fremdwährung heran. Je nach Volkswirtschaft schwankt jedoch, in welchem Ausmaß Unternehmen entweder direkt an den Kapitalmärkten Schulden begaben oder heimische Banken als Intermediäre benötigten. Die erhöhte Abhängigkeit von ausländischen Geldgebern und den Finanzmärkten gaben bei steigenden US-Zinsen und einem starken US-Dollar zuletzt Anlass, genauer über die Schuldentragfähigkeit nachzudenken. Denn bei Abwertungen von bis zu 40 % seit Jahresbeginn (z.B. Türkische Lira ca. 35 %) stiegen auch die Schuldenlasten noch einmal spürbar. Eine Ausnahme hierzu bildet lediglich die chinesische Wirtschaft. Aufgrund der hohen Sparquote dortiger Haushalte und einem restriktiven Zugang zu ausländischen Finanzierungsquellen ist die Auslandsverschuldung dort äußerst begrenzt.

### Kreditausfälle nicht zwingend die Folge

Abb.3: Auslandsverschuldung des priv. Sektors\* in % des BIP



\* inkl. Banken. Quelle: Datastream, Weltbank, apoBank

Auch wenn in den vergangenen Jahrzehnten eher Schuldenschnitte staatlicher Schuldner in Schwellenländern Aufmerksamkeit erregten, lassen sich zahlreiche weniger dramatische Entschuldungsprozesse im privaten Sektor ausmachen. Insbesondere in den Jahren nach der Asien-Krise 1997/98 bis zur Mitte der 2000er Jahre finden sich zahlreiche Entschuldungsprozesse bei Unternehmen in Schwellenländern. Die Erfahrungen dieser Jahre zeigen, dass massive Kreditausfälle und anhaltende Marktverwerfungen nicht zwingend die Regel sind. Vielmehr können auch moderates Wachstum, Inflation und Verbesserungen der Unternehmensbilanzen ein Abschmelzen der Schuldenlasten bewirken. Selbst in Fällen, in denen der zugehörige Staat seine Kredite nicht mehr bedient, bedeutet dies nicht, dass Unternehmen es diesem gleichtun müssen. Denn Unternehmen, sofern sie am internationalen Kapitalmarkt unterwegs sind, sind aufgrund ihrer globalen Aufstellung ungleich stärker abhängig von internationalem Kapital. In der Vergangenheit ließ sich jedoch zumeist eine parallele Schuldenentwicklung von Staaten und Unternehmen beobachten, was bei staatlicher Überschuldung mit Wirtschaft- und Währungskrisen einherging und die Unternehmen und Märkte in Mitleidenschaft zog (z.B. Zahlungsausfall Argentiniens 2001). Da im aktuellen Umfeld die öffentlichen Schulden vieler Schwellenländer jedoch eher gering sind, schränkt dies das Risiko entsprechender Szenarien zumindest teilweise ein.

### Märkte schon länger vorsichtig

An den Aktienmärkten zeigten sich die Währungskrisen sowie die gestiegenen Schuldenbelastungen zuletzt als kursbelastend. Türkische Aktien verloren spürbar und liegen derzeit auf ihrem niedrigsten Stand seit 2009 (in USD gerechnet). In der Gesamtheit der Schwellenländer ist die Entwicklung jedoch nicht ganz so gravierend. Ein Vergleich über die letzte Dekade zeigt aber, dass die Märkte die deutlichen Schuldenanstiege nicht als Zeichen zukünftig höherer Ertragsfähigkeit verstanden. Vielmehr tendierten Schwellenländer-Aktien im Durchschnitt seitwärts. D.h. aber nicht, dass mit Schwellenländer-Aktien nichts zu gewinnen ist. Addiert man Dividendenzahlungen hinzu, konnten Aktionäre seit der Finanzkrise rund 30 % Wertsteigerung verzeichnen. Zudem haben viele Schwellenländer in den vergangenen Jahren durch mangelnde Strukturformen, dem Verfall von Rohstoffpreisen und politischen Turbulenzen Wachstumshemmnisse zu spüren bekommen. Sollten diese überwunden werden, wären hierdurch steigende Renditen, wie in den Jahren 2000 bis 2007 (ca. 30 % p.a. – MSCI Lateinamerika), als die Schuldenlasten lateinamerikanischer Unternehmen deutlich sanken, möglich. Für Anleger könnten sich daraus langfristig günstige Einstiegsmöglichkeiten eröffnen, trotz kurzfristig deutlicher Korrekturrisiken. Auf Seiten von Schwellenländer-Anleihen ist damit zu rechnen, dass trotz derzeitiger Entspannung mittelfristig die Renditen, auch unabhängig der Verschuldungslage, weiter ansteigen dürften. Risiken staatlicher Zahlungsausfälle steigen dadurch, allerdings lag die Anzahl derer seit 1990 bei lediglich 26 (Quelle: Moody's) - nicht selten mehrmals bei einem Staat. Oftmals waren dabei politische Motive mitausschlaggebend für die Zahlungseinstellung (z.B. Ukraine, während der Auseinandersetzungen mit Russland 2015). Zudem sind die staatlichen Schulden derzeit oftmals geringer als in früheren Jahrzehnten. Damit bleiben Rentenanlagen bis auf Weiteres aber unter Druck, auch wenn Zahlungsausfallrisiken sich nicht materialisieren.