

PERSPEKTIVE

Argentinien an der Schwelle

Juni 29, 2018

Die argentinische Wirtschaft hatte zuletzt zwar mit einigen Herausforderungen zu kämpfen, diesen Monat gab es für Anleger jedoch gute Neuigkeiten, als der Indexanbieter MSCI die Heraufstufung des Landes auf Schwellenländerstatus ankündigte. Santiago Petri von Franklin Templeton Emerging Markets Equity, selbst in Argentinien ansässig, erläutert seine Sicht der Lage vor Ort.

Die Aufnahme Argentinien in den Emerging Markets (EM) Index von MSCI kam für den ein oder anderen Marktbeobachter überraschend, da das Land zuletzt mit Problemen zu kämpfen hatte: seine Währung wurde stark abverkauft, und es sah sich gezwungen, beim Internationalen Währungsfonds (IWF) ein Rettungspaket in Höhe von 50 Mrd. USD zu beantragen.

MSCI zufolge war die Entscheidung der Zuversicht internationaler institutioneller Anleger bezüglich der Fähigkeit des Landes, die aktuellen Bedingungen für den Zugang zum Aktienmarkt aufrecht zu erhalten, zu verdanken. Dies ist ein wichtiger Faktor in dem von MSCI verwendeten Klassifizierungsrahmen. Angesichts der jüngsten Ereignisse, die Einfluss auf die Lage Argentinien an den Devisenmärkten haben, wies MSCI jedoch darauf hin, dass es seine Entscheidung bezüglich der Heraufstufung einer neuerlichen Prüfung unterziehen würde, sollten die Behörden den Marktzugang auf irgendeine Art und Weise – etwa über Kapital- oder Devisenkontrollen – einschränken.

Vorbehaltlich etwaiger Änderungen soll die Heraufstufung auf Schwellenländerstatus Mitte 2019 in Kraft treten. In diesem Zusammenhang werden dann argentinische Aktien in den MSCI Emerging Markets Index aufgenommen.

Dies ist nicht das erste Mal, dass Argentinien zum Schwellenmarktuniversum zählt – das Land war 2009 von Schwellen- auf Grenzmarktstatus herabgestuft worden.

Die Entscheidung dürfte für Kapitalzuflüsse seitens sowohl aktiver als auch passiver Anleger sorgen, die entweder den MSCI Emerging Markets Index oder auch den MSCI Latin America Index als Benchmark ansetzen. Schätzungen zufolge wird der MSCI EM Index durch verwaltetes Kapital in Höhe von ca. 1,5 bis 1,9 Mrd. USD nachgebildet, was bedeutet, dass dem Land erhebliches Kapital zufließen könnte.[\[1\]](#)

In Abhängigkeit der Ländergewichtung, die Argentinien zugewiesen wird (Schätzungen zufolge dürfte sie zwischen 0,4 % und 0,5 % des Index liegen), könnte es zu einem Kapitalzufluss in Höhe von 1,5 bis 1,9 Mrd. USD aus passiven Anlagen sowie zu Zuflüssen in Höhe von bis zu 1,6 Mrd. USD aus aktiv verwalteten Strategien kommen.[\[2\]](#)

Sollte sich die von MSCI zugewiesene Gewichtung jedoch am unteren Rand der geschätzten Spanne bewegen, wäre es allerdings auch möglich, dass sich das derzeitige Engagement aktiver Manager in Argentinien (dieses wird auf ca. 0,4 % geschätzt) nicht wesentlich erhöht.

Gründe für verhaltenen Optimismus

Die Regierung unter Präsident Mauricio Macri, die seit Ende 2015 an der Macht ist, hatte mehrere komplexe Probleme zu bewältigen, darunter ein übermäßig aufgeblähter öffentlicher Sektor, auf den auf nationaler und subnationaler Ebene 42 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP) entfielen (fast das Doppelte des 2002 verzeichneten Anteils von 26 %), und ein duales, durch Kapitalkontrollen gestütztes Wechselkurssystem. Gleichzeitig war die Bundesregierung immer noch bei mehreren Gläubigern in Verzug, wodurch ihr Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten eingeschränkt wurde.

Die argentinische Wirtschaft wurde als überreguliert erachtet und sah sich in mehreren zentralen Bereichen, etwa im Energiesektor, verschiedensten Beschränkungen ausgesetzt. So war das Land – bis vor einem Jahrzehnt noch ein Nettoexporteur von Öl und Gas – stark auf teure Importe angewiesen, um seinen Inlandsbedarf zu decken. Aufgrund dieser Beeinträchtigungen war das Pro-Kopf-Einkommen seit 2011 kaum gewachsen, während die Wirtschaft unter Stagflation gelitten hatte.

Das Team um Präsident Macri war in der Lage, viele dieser Hindernisse schnell zu beseitigen: die Kapitalkontrollen wurden liberalisiert, die Beziehung zu den Gläubigern des Landes wurden wiederhergestellt und es wurden marktbasierende Vorschriften eingeführt, um überregulierte Segmente wie etwa die Energiebranche zu normalisieren. Gleichzeitig nahm die Regierung ein ambitioniertes Programm für den Wiederaufbau der Infrastruktur in Angriff, um die inländische Wirtschaftstätigkeit zu stützen, bis sich eine ordentliche marktbasierende Wirtschaft eingestellt hat, die sich eigenständig erholen kann. Es sollte erwähnt werden, dass die Regierung Macris vor allem von Transparenz geprägt ist. Hierdurch war sie in der Lage, im Vergleich zu früheren Regierungen sinnvolle Einsparungen im öffentlichen Sektor zu erzielen.

Angesichts der übrigen offenen Fragen, etwa hinsichtlich der Größe des Regierungsapparats und des Haushaltsdefizits, hat Macri einen eher allmählichen Korrekturkurs eingeschlagen. Aufgrund der delikaten Wirtschaftslage des Landes und seiner Minderheitsposition im Kongress beschloss Macri, auf die internationalen Kapitalmärkte zuzugreifen, um einen Übergang zu finanzieren, der die relative Größe der Regierung verringern und langfristig für Wirtschaftswachstum sorgen würde. Diese Strategie war nicht frei von Risiken.

Nach erfolgreichen Zwischenwahlen führte die Regierung ein moderates Reformpaket ein, das darauf ausgerichtet war, die fiskalpolitischen Anforderungen mit sozialer Toleranz in Einklang zu bringen. Dennoch war das Programm auf eine externe Finanzierung angewiesen.

Unseres Erachtens waren es vor allem zwei politisch bedingte Ereignisse, die begannen, die Zuversicht des Marktes im Hinblick auf die Nachhaltigkeit der politischen Maßnahmen zu dämpfen: a) der Zentralbank wurde nahegelegt, ihre restriktive Geldpolitik in einer Phase neu zu kalibrieren, in der die Wirtschaft eine äußerst akzeptable Wachstumsrate aufwies; und b) Mitglieder der Regierungskoalition hatten Einwände gegen das Tempo der Anpassung der Versorgungstarife. Letztere stellten eine der deutlichsten von der Macri-Regierung ergriffenen fiskalpolitischen Korrekturmaßnahmen dar. In Kombination mit einem ungünstigeren internationalen Umfeld, einer Straffung der zehnjährigen Zinsen und der Einführung einer neuen Steuer auf Finanzerträge löste dies einen Ansturm auf den argentinischen Peso aus. Zudem kam es sowohl an den Renten- als auch an den Aktienmärkten zu einer Kapitalflucht. Das Endergebnis war ein Antrag auf finanzielle Unterstützung beim IWF.

Das umfangreiche Rettungspaket, das im Rahmen einer Bereitschaftskreditvereinbarung in Höhe von 50 Mrd. USD (1,100 % der Quote Argentiniens) gewährt wurde, hat die internationale Unterstützung für die Normalisierung der von der Macri-Regierung umgesetzten marktorientierten Politik deutlich gemacht. Nichtsdestotrotz hat die argentinische Regierung gleichzeitig einen ambitionierten fiskalpolitischen Normalisierungspfad eingeschlagen, der durchaus Herausforderungen in der Umsetzung mit sich bringen dürfte – insbesondere in einem Wahljahr. In Argentinien sind für 2019 Präsidentschaftswahlen angesetzt.

Die engagierte Politik der Regierung stärkt und beschleunigt das, was die Regierung seit Amtsantritt Macris umgesetzt hat. Bis 2020 will die Regierung einen ausgeglichenen Haushalt erzielen. Wir sind zuversichtlich, dass es Präsident Macri gelingen wird, sich mit den konstruktiveren Oppositionsparteien zu einigen. Immerhin ist es auch in ihrem Interesse, dass sich eine rationale Politik durchsetzt. Anderenfalls könnten sie gegenüber radikaler eingestellten alternativen Oppositionsparteien an Boden verlieren.

Die finanzielle Belastung hatte eine Überarbeitung einiger Normalisierungsmaßnahmen zur Folge. Hierzu zählte auch die Liberalisierung der Preise für die Stromerzeugung, die Ende letzten Jahres dereguliert worden waren. Wir sind der Ansicht, dass dies zu dem außerordentlichen Ereignis passt, das die Finanzkennzahlen belastet hatte. Allerdings sind wir zuversichtlich, dass die Regierung ihren marktorientierten Kurs wieder aufnehmen wird, sobald die Kennzahlen wieder innerhalb des vorgegebenen Rahmens liegen.

Argentinien hat sich zudem darauf verpflichtet, es seiner Zentralbank zu erlauben, sich primär auf die Steuerung seiner Geldpolitik zu konzentrieren. Die Bank hat ihre Positionen mit hochqualifizierten Mitarbeitern besetzt, die die politischen Maßnahmen, die von ihren ebenfalls kompetenten ausscheidenden Vorgängern umgesetzt wurden, aller Wahrscheinlichkeit nach fortsetzen dürften.

Wir sind der Ansicht, dass Argentinien erhebliches Potenzial aufweist, um sich sein physisches ebenso wie sein Humankapital zunutze zu machen. Damit sollte es dem Land gelingen, seine frühere Führungsposition innerhalb der Region wiederzuerlangen.

Marktliquidität

Der argentinische Aktienmarkt ist im Vergleich zu dem anderer Schwellenländer immer noch relativ klein. Daher sind Sorgen über einen möglicherweise starken Anstieg der Kapitalströme aufgekommen.

Es stimmt, dass der Umschlag am argentinischen Markt im Vergleich zu anderen derzeit als Schwellenland eingestuftem Ländern als gering erachtet werden kann. Dies lässt sich allerdings teilweise durch den Umstand erklären, dass internationale Anleger über längere Zeit hinweg keinen Zugang zum Markt hatten.

Anfänglich wird MSCI nur an der New Yorker Börse notierte American Depositary Receipts (ADRs) argentinischer Unternehmen in seinen Schwellenmarktindex aufnehmen. MSCI hat erklärt, den täglichen Umschlag kontinuierlich überwachen zu wollen, um lokal notierte argentinische Titel in den Index aufzunehmen, wenn sich die Liquidität verbessert.

Wir gehen davon aus, dass sich diese Situation im Zuge der Integration des Marktes in das Schwellenländeruniversum umkehren dürfte. Das Liquiditätsprofil des Marktes sollte sich verbessern und sich dem anderer Schwellenländer annähern. Gemäß den kürzlich erlassenen Änderungen am Kapitalmarktgesetz des Landes arbeitet die argentinische Regierung gleichzeitig aktiv an einer Förderung der Entwicklung der Kapitalmärkte. Dies wird es Unternehmen erlauben, eine Finanzierung über den Aktienmarkt anzustreben, was wiederum die Zahl der börsennotierten Unternehmen erhöhen und die Tiefe des Marktes verstärken sollte.

Da erwartet wird, dass Argentinien eine Gewichtung von 0,4 % bis 0,5 % im Emerging Markets Index erhalten dürfte, glauben wir nicht, dass die Zuflüsse ausländischen Kapitals Marktstörungen hervorrufen werden. Daher machen wir uns derzeit um die Liquidität keine Sorgen.

Die Kommentare, Meinungen und Analysen in diesem Dokument dienen nur zu Informationszwecken und sind nicht als persönliche Anlageberatung oder Empfehlung für bestimmte Wertpapiere oder Anlagestrategien anzusehen. Da die Märkte und die wirtschaftlichen Bedingungen schnellen Änderungen unterworfen sind, beziehen sich Kommentare, Meinungen und Analysen auf den Zeitpunkt der Veröffentlichung und können sich ohne Ankündigung ändern. Dieses Dokument ist nicht als vollständige Analyse aller wesentlichen Fakten in Bezug auf ein Land, eine Region, einen Markt, eine Anlage oder eine Strategie gedacht.

Welche Risiken bestehen?

Alle Anlagen beinhalten Risiken, auch den möglichen Verlust der Kapitalsumme. Anlagen in ausländischen Wertpapieren sind mit besonderen Risiken behaftet, darunter Währungsschwankungen sowie ungewisse wirtschaftliche und politische Entwicklungen. Anlagen in Schwellenländern, zu denen als Untergruppe auch die Grenzmärkte gehören, sind mit erhöhten Risiken in Bezug auf dieselben Faktoren verbunden. Hinzu kommen die durch ihre kleinere Größe, ihre geringere Liquidität und die nicht so fest gefügten rechtlichen, politischen, wirtschaftlichen und sozialen Rahmenbedingungen zur Stützung der Wertpapiermärkte bedingten Gefahren. Da diese Rahmenbedingungen in Grenzländern in der Regel noch geringer ausgeprägt sind und diverse Faktoren vorliegen, wie gesteigertes Potenzial für extreme Preisschwankungen, Illiquidität und Handelsbarrieren und Wechselkurskontrollen, werden die mit Schwellenländern verbundenen Risiken in Grenzländern verstärkt. Aktienkurse schwanken mitunter rasch und heftig. Das kann an Faktoren liegen, die einzelne Unternehmen, Branchen oder Sektoren betreffen, oder an den allgemeinen Marktbedingungen.

[1] Quelle: MSCI, Stand: 31. Dezember 2017, gemeldet am 31. März 2018 durch eVestment, Morningstar und Bloomberg. Der MSCI Emerging Markets Index umfasst Unternehmen mit hoher und mittlerer Marktkapitalisierung aus 24 Schwellenländern. Indizes werden nicht gemanagt. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. Gebühren, Kosten oder Ausgabeaufschläge sind nicht berücksichtigt. Es gibt keine Garantie dafür, dass sich Schätzungen oder Prognosen bewahrheiten. MSCI gibt keine Gewährleistung und übernimmt keinerlei Haftung für hierin wiedergegebene MSCI-Daten. Eine Weiterverbreitung oder weitere Nutzung ist nicht zulässig. Dieser Bericht wurde von MSCI weder erstellt noch bestätigt. Wichtige Mitteilungen und Nutzungsbedingungen der Datenanbieter sind verfügbar unter www.franklintempletondatasources.com.

[2] Quellen: J.P. Morgan, Merrill Lynch. Es gibt keine Garantie dafür, dass sich Schätzungen oder Prognosen bewahrheiten.