

Schroders Talking Point



Inflation in den Schwellenländern

Von Allan Conway, Leiter Aktien Schwellenländer, und Nicholas Field, Fondsmanager, Aktien Schwellenländer

2007 begann die Kreditkrise in den USA um sich zu greifen, und Experten waren sich einig: Das Wachstum in den Schwellenländern wird 2008 abflauen – die Frage war nur wie stark. Mittlerweile fragen wir uns, ob die Wachstumsbeschleunigung in den Schwellenländern in den vergangenen Monaten überzogen war und in einer unkontrollierten Inflation münden wird. Wir beschäftigen uns nun eingehender mit dem Thema Inflation in den Schwellenmärkten und wagen eine Beurteilung darüber, ob die Zentralbanken dort noch die Kontrolle über die Inflationsentwicklung haben oder ob die Inflation zur Bedrohung für künftiges Wachstum geworden ist.

Kurzer Blick in die Geschichte

1968 geriet das nach dem 2. Weltkrieg eingeführte Bretton-Woods-System der festen Wechselkurse immer mehr unter Druck. Die Inflation schien sich zum Dauerproblem zu entwickeln, und Milton Friedman formulierte zu dieser Zeit seinen berühmten Satz:

„Inflation ist immer und überall ein monetäres Phänomen in dem Sinne, dass sie nicht ohne ein rascheres Wachstum der Geldmenge im Verhältnis zur Ausgabe entstehen kann.“

Es dauerte lange, bis sich diese Erkenntnis allgemein durchgesetzt hatte. In den 1970er Jahren herrschte in den Politikkreisen der entwickelten Länder Opposition gegen diese Idee. Stattdessen baute man auf Keynes'sche Nachfragesteuerung, Preiskontrollen, Tarifverträge und andere verwaltungstechnische Methoden. Doch der damalige US-Notenbankchef Paul Volckers machte Anfang der 1980er Jahre mit seiner aggressiven Leitzinserhöhungspolitik die Inflationssteuerung durch geldpolitische Strategie zur Norm und erzielte beachtliche Erfolge.

Anders sah es in den Schwellenländern aus. Eine anhaltende Schuldenkrise, politische Instabilität und der Zusammenbruch der Sowjetunion führten in Lateinamerika und Osteuropa verschiedentlich zu Ausbrüchen von Hyperinflation. Auch in Asien gab es in den 1990ern sprunghafte Inflationsanstiege, wenn auch weniger dramatisch: die Höhepunkte waren Inflationsraten von über 20 % in China im Jahre 1994 und von über 10 % in Thailand im Jahre 1997. Kurz danach brach die asiatische Währungskrise aus.

Seit den 1990er Jahren war die Inflation in den meisten Schwellenländermärkten wieder auf dem Rückzug. Anders als in den Industriestaaten konnte man diese Entwicklung jedoch nicht einer besseren Zentralbankpolitik und der Akzeptanz monetaristischer Argumente zuschreiben. Denn genau dies ist in vielen Schwellenländern bis heute nicht der Fall. Wir werden später noch auf die monetären Arrangements in diesen Ländern zurückkommen. Denn eine der größten Sorgen zurzeit – bei steigender Inflation – ist das Fehlen eines monetären Ankers mit inflationsbremsender Wirkung.



Die aktuelle Position

Dass die Inflation in den Emerging Markets in den vergangenen Monaten signifikant gestiegen ist, steht außer Frage. Das nachfolgende Diagramm zeigt die Headline-Inflation in den Schwellenländern entsprechend ihrer Gewichtung im MSCI Emerging Markets Index. Die Headline-Inflation spiegelt die Auswirkungen von Preiserhöhungen bei Lebensmitteln und Energie wieder. Auf die Debatte, ob es sich dabei um eine Kerninflation handelt oder nicht, werden wir später eingehen.

Veränderung Headline-Verbraucherpreisindex MSCI EM im Jahresvergleich

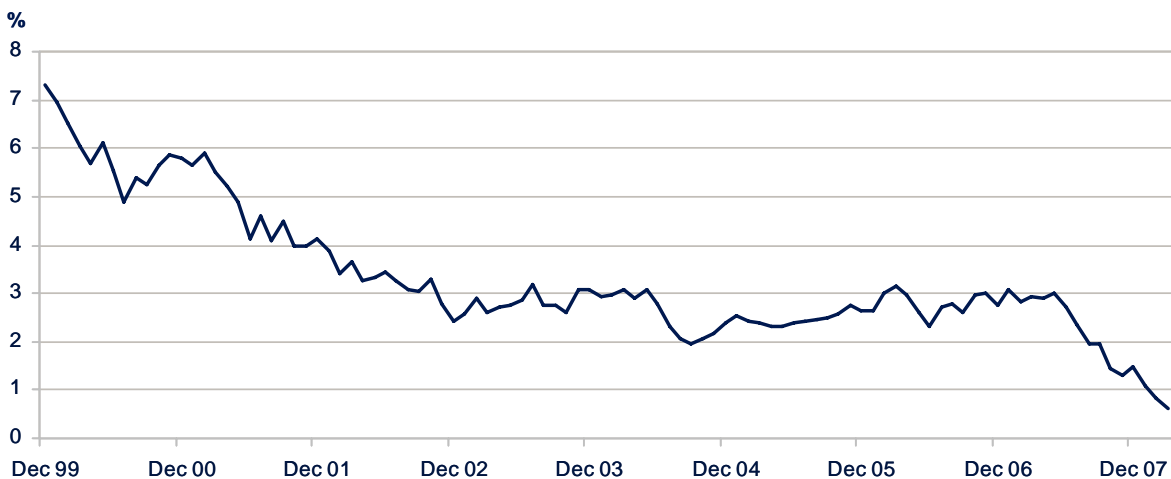


Quelle: Bloomberg

Eine länderübergreifende Inflationsübersicht dieser Form ist keine hundertprozentig zuverlässige Angelegenheit. Doch sie zeigt: Nachdem die Inflation zunächst zurückging und sich dann auf niedrigem Stand einpendelte, nahm sie ab Mitte 2007 in allen wichtigen Schwellenländern wieder an Fahrt auf. Diese Bewegung ist in jedem Fall beunruhigend. Denn in den vergangenen Jahren war die Disinflation eine der wichtigsten Verbesserungen bei den Makroindikatoren in den Schwellenländermärkten.

Auf den ersten Blick scheint hier die politische Reaktion zu fehlen. Das nachstehende Diagramm zeigt die Realzinssätze in den Schwellenländern des MSCI EM, auch diesmal gewichtet. Bisher gab es keine Straffungsmaßnahmen, um dem Inflationsanstieg entgegenzuwirken.

Realzinssatz MSCI EM



Bloomberg

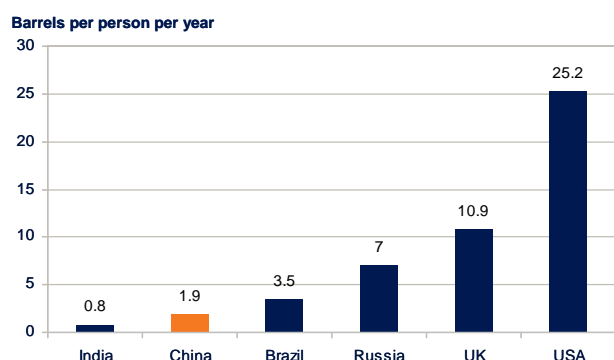
Quelle:

Hier stellt sich die Frage, warum das so ist und ob es etwas zu bedeuten hat. Um darauf eine Antwort zu geben, müssen wir einen tieferen Einblick in die Inflationsdaten und die politische Erwiderung darauf nehmen.

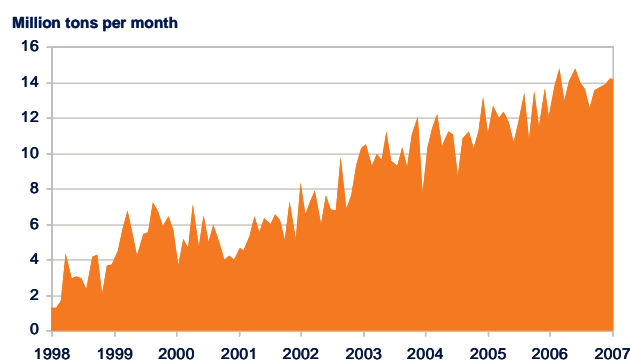
Ursachen der aktuellen Headline-Inflation

Zwei langfristige weltweite Konjunkturthemen sorgten in den vergangenen Jahren für inflationären Druck: Das erste dieser Themen beruht auf Nachfrage, beim zweiten geht es um einen monetären Effekt. Die anhaltende Industrialisierung der BRIC-Länder, allen voran China, hat die Rohstoffnachfrage in den vergangenen Jahren drastisch steigen lassen. Wir wollen in diesem Artikel die langfristigen Gründe für das Wachstum der Schwellenländer und die daraus resultierenden Folgen für den Rohstoffmarkt nicht in allen Details rekapitulieren. Mit dem nachstehenden Diagramm zur chinesischen Rohölnachfrage können wir die Sache auf den Punkt bringen.

Ölverbrauch per Kopf



Chinesische Rohölimporte



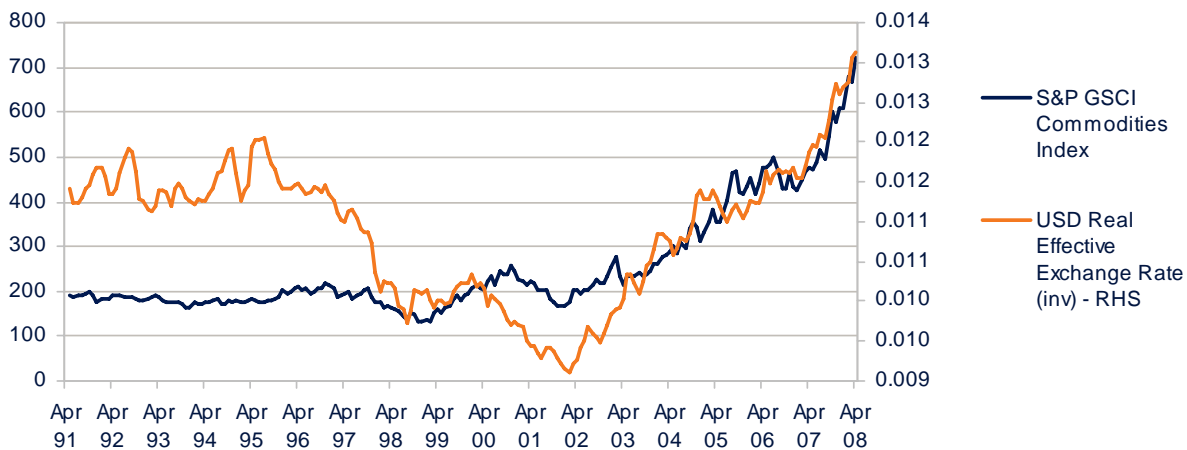
Quelle: Barclays Capital, Bloomberg

China hat beim Anstieg der Ölnachfrage bereits die Führung übernommen. Ähnliche Diagramme lassen sich für eine ganze Reihe von Mineral- und Agrarrohstoffen erstellen. Unserer Meinung nach bildeten die vergangenen fünf Jahre den Auftakt für einen 30 bis 50 Jahre dauernden Prozess, bei dem sich die Schwellenländer in ihrem Wohlstand an die Industriestaaten anpassen. Wir befinden uns im sogenannten „Rohstoff-Superzyklus“. Das Angebot kann mit diesem Nachfrageschock nur schwer mithalten. Angebot und Nachfrage werden sich letztendlich durch weitere Angebots- und Produktivitätssteigerungen normalisieren. So ist beispielsweise die Landwirtschaft in China und Indien sehr unproduktiv: Die Werte sind mit denen in Westeuropa und den USA Anfang des 20. Jahrhunderts vergleichbar. Hier gibt es immensen Spielraum für Produktivitätsverbesserungen. Aber es handelt sich dabei um einen langfristigen Effekt. In der Zwischenzeit werden hohe Preisanstiege eine wichtige Rolle spielen, um das Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage wiederherzustellen.

Das monetäre Problem besteht in der lockeren Geldpolitik der USA und dem schwachen Dollar. Das nachstehende Diagramm zeigt den handelsgewichteten US-Dollar real gesehen und den GSCI Rohstoffindex. Seit dem Platzen der NASDAQ-Blase im Jahr 2000 verfolgt die US-Notenbank Fed eine aggressive und lockere Geldpolitik. Der Leitzins wurde auf 1 % gesenkt, wo er bis April 2004 blieb. Trotz des dann folgenden Anstiegs erreichten die Realzinssätze erst Ende 2005 den positiven Bereich. Diese Politik konnte zwar den Konsum stützen. Aber sie führte auch dazu, dass die Rezession 2001 nicht mit einer Reduzierung der Gesamtschulden in den USA einherging. Dies verwehrte der Wirtschaft die Chance zum Ausgleich und verursachte vermutlich die Bildung einer Blase im Immobilienbereich. Die Folge davon: Kreditaufnahme und Leistungsbilanzdefizit blieben ebenso hoch wie die im Umlauf befindliche Dollarmenge – was unweigerlich eine Schwächung der Währung nach sich zog. Da viele Rohstoffe in Dollar gehandelt werden und viele Währungen der Schwellenländer an den Dollar geknüpft sind, übertrug sich die schwache Geldpolitik in den USA auf die ganze Welt.

Auf dem nachfolgenden Diagramm erkennt man die Auswirkungen der US-Dollarschwäche: Es zeigt die Rohstoffpreise (mit einem gemischten Index aus Energie-, Metall- und Agrarrohstoffen) gegenüber einem invertierten, handelsgewichteten effektiven realen Dollarkurs. In den ersten Jahren ist keine spürbare Korrelation zwischen den beiden zu erkennen. Ab dem Punkt jedoch, an dem die Fed den Zins 2000/01 deutlich senkte, setzte die Dollarschwäche ein und die Rohstoffpreise gingen in die Höhe. Ein Beweis für die starke Wirkung, den monetäre Effekte auf Rohstoffpreise haben.

Gemischter Rohstoffindex im Vergleich zum handelsgewichteten invertierten USD Reer Index



Quelle: Bloomberg

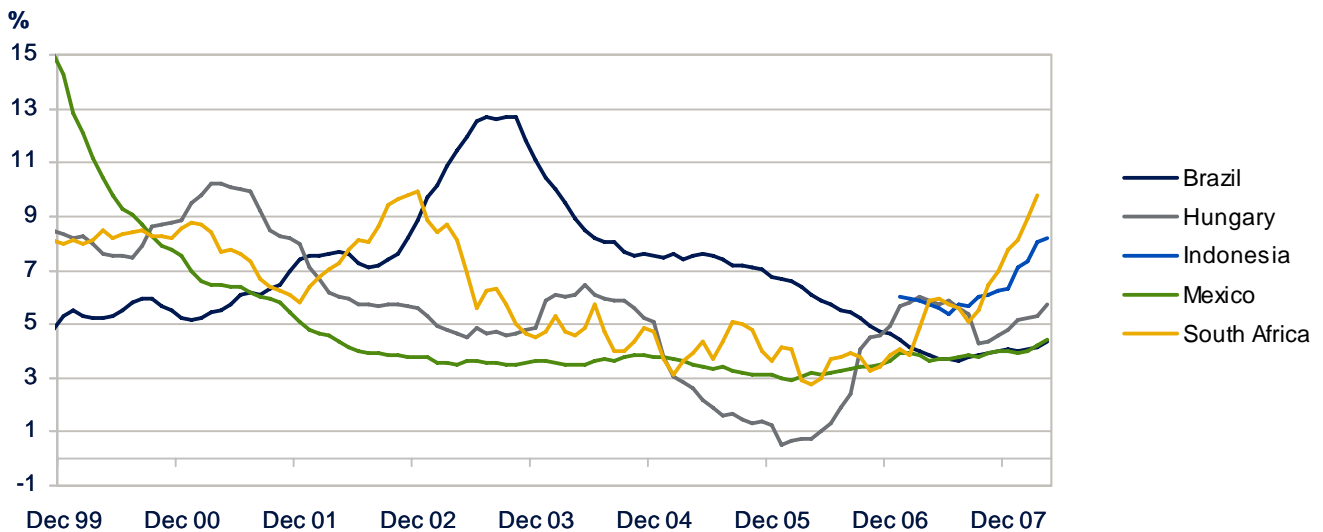
Bei Rohstoffpreisen gab es also starke Inflationsentwicklungen zu verzeichnen. Viele würden argumentieren, dies übertrage sich nicht auf die „reale“ Inflation. Dies würde bedeuten, dass die Löhne nicht steigen. Beschäftigen wir uns daher als Nächstes mit der Debatte Kerninflation oder Nichtkerninflation für die Schwellenmärkte.

Kern oder nicht Kern

Die Konzentration auf die Kerninflation – also die Inflation ohne den Einfluss von Lebensmitteln und Energie – hat sich in den Industriestaaten zur gängigen Praxis bei den Zentralbankern etabliert. Dahinter steckt die Vorstellung, dass rohstoffbedingte Preiseffekte eine exogene und vorübergehende Wirkung auf die Konjunktur haben und das Gleichgewicht zwischen Geldnachfrage und -angebot nicht beeinflussen. Das erschien zwar 2002 plausibel, heute aber längst nicht mehr. Lebensmittel- und Ölinflation scheinen alles andere als vorübergehend, die Auswirkungen mögen für einige Länder exogener Natur sein, nicht aber für die Welt im Ganzen. Und der anhaltende Anstieg kann sich auf die Inflationserwartungen und damit auf die Löhne auswirken. Was wiederum die Zentralbanken allgemein verleiten könnte, dem Beispiel der EZB zu folgen und sich in Zukunft verstärkt auf Headline-Inflation zu konzentrieren.

Ein weiterer Punkt: Viele Schwellenländer produzieren keine Kerninflationsdaten. Doch in den Ländern, die es tun, zeigt sich auch eine Zunahme der Kerninflation, wenn auch nicht so steil wie auf Headline-Ebene.

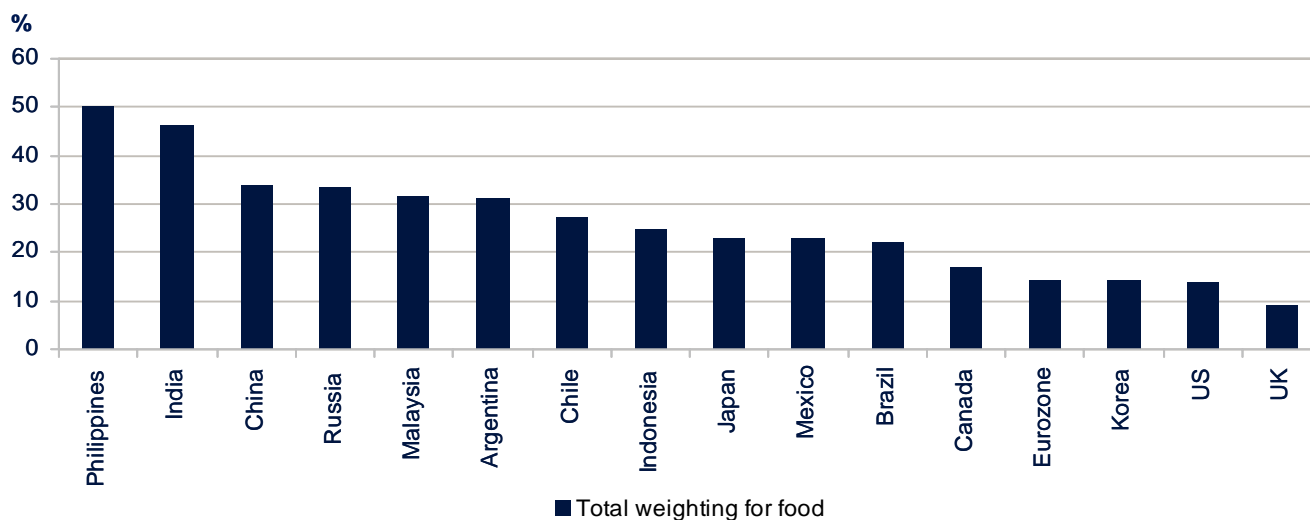
Veränderung der Kerninflation im Jahresvergleich



Quelle: Datastream

Es gibt ein weiteres großes Problem, wenn man nur die Kerninflation in den Schwellenländern berücksichtigt. Besonders Lebensmittel und Konsumausgaben bilden einen sehr viel größeren Anteil im Inflationskorb als in den entwickelten Märkten, wie die Grafik unten zeigt.

Der Stellenwert von Lebensmitteln im Inflationskorb



Bis zu diesem Jahr wurde die Inflation der Lebensmittelpreise durch den Einkommenszuwachs kompensiert und dieser wiederum durch das Produktivitätswachstum. In diesem Jahr sind die Preise erstmals schneller gestiegen als das Einkommen. Daher kann die Lebensmittelinflation durch andere Bereiche des Budgets nicht so mühelos ausgeglichen werden – und hohe Lebensmittelpreise gehen deutlich zu Lasten freiwilliger Ausgaben in anderen Bereichen. Der Anteil der Personen, die in den Schwellenländern am Existenzminimum leben, ist signifikant, während er in den entwickelten Märkten praktisch bei Null liegt. In den Schwellenländern kann die Lebensmittelpreisinflation buchstäblich zum Hungertod führen und damit auch soziale und politische Unruhen nach sich ziehen.

Die Nichtkerninflation dürfte daher in den Schwellenländern zu steigenden Inflationserwartungen, Lohnforderungen und Instabilität auf Makroebene führen, wenn sie nicht vorübergehender Natur ist. Ist also die aktuelle Inflation hauptsächlich lebensmittelbedingt und kurzlebig? Eine Frage, die zurzeit ganz sicher schwer zu beantworten ist. Sicherlich geht in China ein großer Teil der Lebensmittelinflation auf das Konto der Blaue-Ohren-Seuche bei Schweinen. Diese forcierte Inflation dürfte sich bei steigendem Schweinebestand in den kommenden Monaten wieder legen. Doch es gibt Anzeichen dafür, dass sich die Inflation ausbreitet und der Lohndruck steigt. Die Schweinefleischinflation ist davon vielleicht nicht so kurzfristig betroffen, als dass man sie einfach ignorieren kann.

Alle diese Argumente haben ein gemeinsames Problem: Niemand weiß genau, ob sich die Auswirkungen der Lebensmittel- und Energiepreise dauerhaft durchsetzen werden. Wenn jedoch der Beweis dafür vorliegt, kann es für eine Reaktion der Zentralbanken zu spät sein.

Monetäre Kontrolle in Schwellenländern

Es ist in den Industriestaaten Standard geworden, unpopuläre Entscheidungen in Bezug auf Zinserhöhungen zur Bekämpfung der Inflation einer unabhängigen Zentralbank zu überlassen. Ebenso gängig ist es, den Geldpreis inländisch anzugehen und die Wechselkursflexibilität beizubehalten.

Die Situation in den Schwellenländern ist hier weitaus weniger eindeutig. Dazu einige Beispiele:

- In China ist die Geldpolitik stark politisiert und größtenteils den Wachstumsmaßnahmen der Regierung unterworfen. Die Zinssätze werden von der Zentralbank festgelegt, doch die Übertragungsmechanismen innerhalb des Bankensystems sind schwach. Der größte Teil der Geldpolitik wird über die Wechselkurspolitik gesteuert.
- In Indonesien kümmert sich die Zentralbank theoretisch um die inländische Inflation. In der Praxis verfolgt sie de facto auch ein Wechselkursziel.

- In Russland ist die Zentralbank eine relativ schwache Institution, die politischem Druck unterliegt. Sie tendiert dazu, zwei mitunter in Konflikt stehende Ziele zu verfolgen: die Inflation unter Kontrolle zu halten und die Aufwertung des Rubel einzudämmen.
- Die brasilianische Zentralbank ist theoretisch nicht unabhängig. In der Praxis jedoch ist sie von den politischen Rahmenbedingungen, denen einer entwickelten Volkswirtschaft näher als alle anderen Schwellenländer. Die Zentralbank ist in ihrer Haltung relativ „hawkish“, hat die Inflation stets im Blick, peilt den Wechselkurs nicht an und erfährt keine Einmischung von Regierungsseite.

Es gibt also eine große Reihe institutioneller Rahmenwerke für die Geldpolitik, von denen wenige auf die Bekämpfung der Inflation ausgerichtet sind. Neben politischer Interferenz und gemischten Zielen müssen sich die Inflationsbekämpfer in den Schwellenländern auch noch mit der Verzerrung von Preisen und Märkten in ihrer Volkswirtschaft durch den Staat herumschlagen. Subventionen für Öl und bestimmte Nahrungsmittel sind an der Tagesordnung. Diese haben offensichtliche politische Vorteile, dämpfen aber langfristig die Nachfragesignale der hohen Preise und fördern so einen Nachfrageüberschuss und sogar höhere Rohstoffpreise. Wie aus der nachstehenden Tabelle ersichtlich wird, sind diese Verzerrungen in den Schwellenländern signifikant und um sich greifend. Es zeigt sich, dass einige der größeren Verzerrungen in den wichtigen Märkten stattfinden. Und es gibt noch sehr viel mehr.

Subventionsregime

Land	Nahrungsmittel	Energie
Malaysia	Staat subventioniert Nahrungsmittel inklusive Mehl und Öl mit 1,1 % des BIP	Staat subventioniert Brennstoffe insgesamt mit 6,5 % des BIP, inklusive entgangenen Gasumsatz bei Petronas
Indonesien	Staat subventioniert Nahrungsmittel (hauptsächlich Reis) mit 0,2 % des BIP	Staat finanziert Öl und Gas mit 2,9 % des BIP. Kraftstoffsubventionen für die allgemeine Bevölkerung
China	Subventionen der Kornproduktion <0,5 % des BIP	Direkte staatliche Subvention <0,2 % des BIP 2007
Indien	Staat subventioniert Nahrungsmittel und Landwirtschaft (alle Nahrungsmittel und Agrarprodukte inkl. Dünger) mit 2,5 % des BIP	Staat subventioniert Benzin und Öl mit 1,6 % des BIP
Ungarn	Agrarsubventionen inkl. EU-Transfer von CAP 1,1 % des BIP	Kraftstoff und Energie mit 0,4 % des BIP subventioniert
Polen	Agrarsubventionen inkl. EU-Transfer von CAP 1,0 % des BIP	Keine
Russland	Staat subventioniert Agrarsektor (inkl. Getreide und Dünger) mit 0,2 % des BIP	Staat subventioniert Benzin und Öl mit 4,2 % des BIP
Mexiko	0,5 % des BIP Agrarsubventionen	Energiesubvention in Höhe von 0,4 % des BIP
Brasilien	Steuerbefreiungen und Zinsdarlehen für den Agrarsektor seitens staatlicher Banken	Steuerbefreiung für Benzin und Diesel

Quelle: UBS

Doch die Regierungen in den Schwellenländern sind nicht die einzigen, die Preise durch Subventionierung verzerren. Die US-Regierung führte mit einem neuen Gesetz 2007 die Subventionierung von aus Mais gewonnenen Kraftstoffbeimischungen (d. h. Biokraftstoffe) ein. Das allein hat schätzungsweise mit 15 % zum jüngsten Anstieg der Getreidepreise beigetragen. Und ist vielleicht einer der Gründe, warum die Inflation seit Mitte 2007 sprunghaft gestiegen ist.

Warum jetzt Inflation?

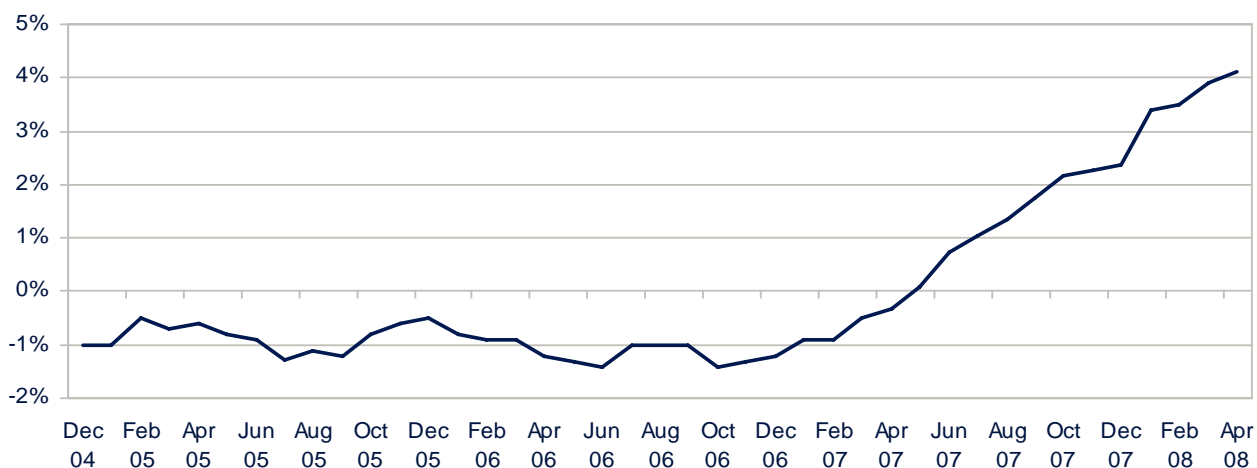
Die beiden oben erläuterten Inflationstreiber – Rohstoffnachfrage und Geldpolitik – sind langfristiger Natur. Monetäre Arrangements ändern sich ebenso wenig über Nacht wie die meisten Subventionspläne. Warum war die Inflation dann bis jetzt noch kein Problem?

Einer der Hauptgründe ist der Strukturwandel in China. Die Urbanisierung Chinas hat eine Abwanderung von Arbeitskräften vom Land in die Großstädte ausgelöst, die als die größte Umverteilung von Arbeitsplätzen in der Geschichte der Welt beschrieben wurde. Dadurch wurden die Lohntarife in China niedrig gehalten. Und durch die preiswerte, an den Dollar geknüpfte Währung wurde diese Deflation in Form von Warenpreisen in die restliche Welt exportiert. Kurz gesagt: Eine riesige Produktivitätsverbesserung in China löste weltweit Deflation aus.

Wenn dieser Lohneffekt ausreichte, um die starken Inflationswirkungen seit 2001 zu übertreffen, was hat sich dann 2007 geändert? Die Wahrheit lautet: Es ist noch zu früh, um sicher zu sein. Es gibt jedoch zwei Möglichkeiten:

1. Die chinesische Lohnpolitik hat sich geändert. Ein neues Arbeitsgesetz, das im Dezember 2007 eingeführt wurde, gibt Arbeitern mehr Rechte (z. B. bezahlte Überstunden). Auch demografische Einflüsse könnten allmählich an Einfluss gewinnen. Denn die chinesischen Statistiken zeigen, dass die Zahl der 15- bis 34-jährigen in der Zeit von 2000 bis 2005 von 443 Mio. auf 380 Mio. gesunken ist – ein Trend, der sich vermutlich fortsetzen wird. Eine Studie der chinesischen Akademie für Sozialwissenschaften weist darauf hin, dass es in 75 % der Dörfer Chinas keine abwanderungsfähigen Arbeitskräfte mehr gibt. Ob diese Trends einen Höhepunkt erreicht haben oder nicht, ist vielleicht aus dem nachstehenden Diagramm der Importpreise von China an die USA ersichtlich. Es zeigt im Jahresvergleich eine Verlagerung vom negativen Bereich auf über +4 % allein in den vergangenen zwei Jahren.

Preisänderungen für US-Importe aus China (Jahresvergleich)



Quelle: Datastream

Damit soll nicht angedeutet werden, dass die Produktivitätsverbesserungen in China ein Ende erreicht haben. Sie werden vielmehr nicht mehr so signifikant sein wie in der ersten Verbesserungsphase und zum Kontern der chinesischen Lohninflation nicht mehr ganz ausreichen.

2. Die Kreditkrise in den USA hat den Rückgang des Dollars nach der dramatischen Geldschöpfung der Fed seit August 2007 beschleunigt (wie aus dem früheren Diagramm ersichtlich). Durch die Dollarbindung vieler Schwellenmärkte hat sich der Inflationsdruck in diesen Volkswirtschaften erhöht.

Politische Reaktion

Was unternehmen die Währungsbehörden in den Schwellenländern als Reaktion auf die Inflation? Wir gehen von folgenden Maßnahmen aus:

1. kurzfristige Reflexreaktionen zur Kontrolle der Preise oder zur politischen Eingrenzung ihrer Wirkungen. Subventionen, Preiskontrollen, Exportverbote für bestimmte Nahrungsmittel, hohe Lohnerhöhungen für die Angestellten im öffentlichen Dienst, usw.
2. Zinserhöhungen
3. Währungsaufwertungen
4. Produktivitätsverbesserungen, besonders im Agrarbereich
5. Entwicklung von alternativen Energiequellen

Die Behörden in den Schwellenländern sind größtenteils immer noch in Phase eins. Langfristig lässt sich das Problem mit den Phasen vier und fünf lösen. Aber die Geschwindigkeit, mit der diese Behörden von der Phase eins zu den Phasen zwei und drei überwechseln, wird darüber entscheiden, ob die Inflation in den nächsten ein bis zwei Jahren zum Dauerproblem werden wird. Hier eine Prognose zu stellen ist schwer, da die politischen Maßnahmen von Land zu Land verschieden und mitunter selbst innerhalb eines Landes nicht durchschaubar sind. Hier einige Beispiele dafür:

- Die Zinssätze in China sind gestiegen, aber real gesehen immer noch negativ. In diesem Jahr wurde bisher eine Währungsaufwertung von über 4 % zugelassen, die aber real gesehen nicht höher ist als 1999 oder 2001. Auch die Anforderungen an die Bankreserven wurden in letzter Zeit stetig angehoben und haben nun einen Stand erreicht, an dem sie letztendlich eine Einschränkung der Bankdarlehen einleiten könnten
- Die Zinsen in Indonesien und den Philippinen gehen jetzt langsam in die Höhe, aber erst, nachdem die Realzinsen negativ geworden sind. Indonesien hat Anfang des Jahres immer noch den Zins gesenkt
- Brasilien hat mit einer Anhebung der Zinssätze begonnen. Die Realzinsen in Brasilien haben zwar in letzter Zeit historische Tiefstände erreicht, gehören aber immer noch zu den höchsten in den Schwellenländern
- Russland pflegt eine lockere Zinspolitik, hat aber die weitere Aufwertung des Rubels zugelassen. Real gesehen liegt er nun über dem Stand, den er vor der Abwertung 1998 erreicht hatte. Aber die Inflation ist mit zweistelligen Zahlen weiter hartnäckig

Insgesamt sind wir der Ansicht, dass die Schwellenländer, besonders in Asien, das Problem noch nicht ernst genug nehmen.

Die Folgen

Den jetzigen Trends zufolge scheint eine höhere Inflation in den Schwellenmärkten unausweichlich. Wie könnte das geändert werden? Die erste und offensichtlichste Lösung wäre eine straffere Geldpolitik in diesen Volkswirtschaften. In einigen der Schwellenmärkte sind die Erinnerungen an die unangenehmen politischen Folgen einer Inflation immer noch relativ frisch, so dass diese Lösung nicht unwahrscheinlich ist. Lateinamerika legt hier schon größere Wachsamkeit an den Tag als Asien. Aber auch in China ist man sich der Gefahren hoher Inflation durchaus bewusst: In der Vergangenheit koinzidierten frühere Inflationsschübe zeitlich mit den Ereignissen am Tiananmen-Platz und grundlegenden Veränderungen in der politischen Führung.

Ebenfalls möglich wäre es, dass der Abschwung in den USA in eine neue, heftigere Phase mit ernsthaftem Konsumrückgang tritt. Das könnte zu einer drastischen Schrumpfung der US-Schuldenbilanz und einer anschließenden deflationären Dollar-Rallye führen. Eine Reihe von Zentralbanken in den Schwellenländern scheint auf eine solche Folge zu warten. Sie würde die Sorgen für die weitere Zukunft verschärfen, da sie die zugrunde liegenden langfristigen Trends zu höherer Inflation kaschieren und so die Geldbehörden in zu großer Sicherheit wiegen könnte.

Im schlimmsten Fall läuft die Inflation unkontrolliert weiter. Eine hohe und volatile Inflation ist für die Märkte schrecklich. Der US-Markt verlor zwischen dem Hoch 1968 und seinem Tief 1982 real gesehen zwei Drittel seines Wertes. Wir erwarten nicht, dass die Politiker in den Schwellenmärkten diese Fehler wiederholen werden – zumindest nicht über einen so langen Zeitraum.

Es stehen sich hier also langfristige inflationäre Trends (Lohntarife in China, aufstrebendes Wachstum, schwacher Dollar, Subventionen) und einige mögliche kurzfristige Gegentrends (Konsumkollaps in den USA, aggressive Geldstraffung in einigen Schwellenländern) gegenüber. Wer wird als Sieger hervorgehen? Unsere langfristigen Erwartungen: Das Wachstum in den Schwellenländern wird sich verlangsamen und die inflationären Trends gewinnen die Oberhand. Das erfordert höhere Realzinssätze rund um die Welt. In diesem Fall werden die entwickelten Länder gezwungen sein, höhere Importpreise zu akzeptieren und letztendlich ihre Wirtschaft umzustrukturieren, um weniger importabhängig zu sein. Die Schwellenländer dürften dann eine sehr viel bessere Wertentwicklung verzeichnen als die Industriestaaten, da sie sich ihre Preisstärke zunutze machen werden. In einer inflationären Welt ist es am besten, nahe bei der Anlageklasse zu sein, die die Inflation auslöst.

Die tatsächliche Wertentwicklung in den einzelnen Schwellenmärkten hängt jedoch davon ab, ob die Reaktion von politischer Seite verhindern kann, dass die Inflation vollends außer Kontrolle gerät. Reicht diese Reaktion, so ist das kein schlechtes Ergebnis, auch wenn es zu einigen Schrumpfungen führen wird. Lassen Länder die

Inflation jedoch über lange Phasen im zweistelligen Bereich, so könnte dabei, wie die Erfahrungen in Lateinamerika in den 1980ern zeigen, ein schlechtes Ergebnis am Ende stehen.

Das Wachstum der Schwellenländer und die daraus resultierende Inflation dürften in den kommenden Jahren weltweit die Wirtschaft bestimmen. Der größte Unsicherheitsfaktor ist dabei die Reaktion von staatlicher Seite. Eines ist jedoch klar: Die Schwellenmärkte sind nicht länger die Lakaien der US-Verbraucher. Der steigende Inflationsdruck stellt für die Schwellenmärkte eine größere Gefahr dar als die Rezession in den USA. Die Schwellenländer haben sich tatsächlich abgenabelt.

Wichtiger Hinweis:

Die hierin geäußerten Ansichten und Meinungen stammen von Allan Conway, Leiter Aktien Schwellenländer, und Nicholas Field, Fondsmanager, Aktien Schwellenländer, und stellen nicht notwendigerweise die Ansicht von Schroder Investment Management dar.

Nur für professionelle Anleger und Berater. Dieses Dokument ist nicht für Privatkunden geeignet.

Dieses Dokument dient nur Informationszwecken und ist keinesfalls als Werbematerial gedacht. Das Material ist nicht als Angebot oder Werbung für ein Angebot gedacht, Wertpapiere oder andere in diesem Dokument beschriebene verbundene Instrumente zu kaufen. Keine Angabe in diesem Dokument sollte als Empfehlung ausgelegt werden. Die hier enthaltenen Informationen werden als zuverlässig angesehen, aber Schrodgers Investment Management Ltd (SIM) gewährleistet nicht deren Vollständigkeit oder Richtigkeit. Dies ist kein Ausschluss und keine Beschränkung der Verpflichtung oder Haftung, die SIM gemäß dem Financial Services Markets Act 2000 (in seiner gültigen Fassung) oder einer anderen Gesetzgebung gegenüber seinen Kunden hat. Individuelle Investitions- und/oder Strategieentscheidungen sollten nicht auf Basis der Ansichten und Informationen in diesem Dokument erfolgen.

Herausgegeben von Schroder Investment Management Limited, 31 Gresham Street, London EC2V 7QA. Zugelassen und unter der Aufsicht der Financial Services Authority.