



## Frontiermärkte nach der Pandemie

Q4 2021



TELOS GmbH

---



## Die Frontiermärkte nach der Pandemie



**Holger Siebrecht**  
Anleihenanalyst

### Im Überblick

- In wachstumsstarken Ländern war der Abschwung milder.
- In reicheren, höher entwickelten Ländern sind die Staatseinnahmen wegen der Lockdowns meist zurückgegangen und die Staatsausgaben gestiegen. Das führte zu höheren Defiziten.
- Viele Frontiermärkte sind stark vom Tourismus abhängig. Es gibt aber große Unterschiede zwischen Ländern mit viel und Ländern mit weniger Fremdenverkehr.

Für Wirtschaft und Märkte war die Pandemie ein großer exogener Schock. In den Frontiermärkten mit ihrer jüngeren Bevölkerung und weniger strengen Lockdowns mögen die wirtschaftlichen Folgen weniger gravierend gewesen sein, waren aber dennoch groß. Diese kleinen, schnell wachsenden Länder kämpften mit dem Einbruch des Tourismus sowie des Güter- und Dienstleistungshandels, aber auch mit hausgemachten Problemen. Die schwächere Konjunktur blieb nicht ohne Folgen für Unternehmen und

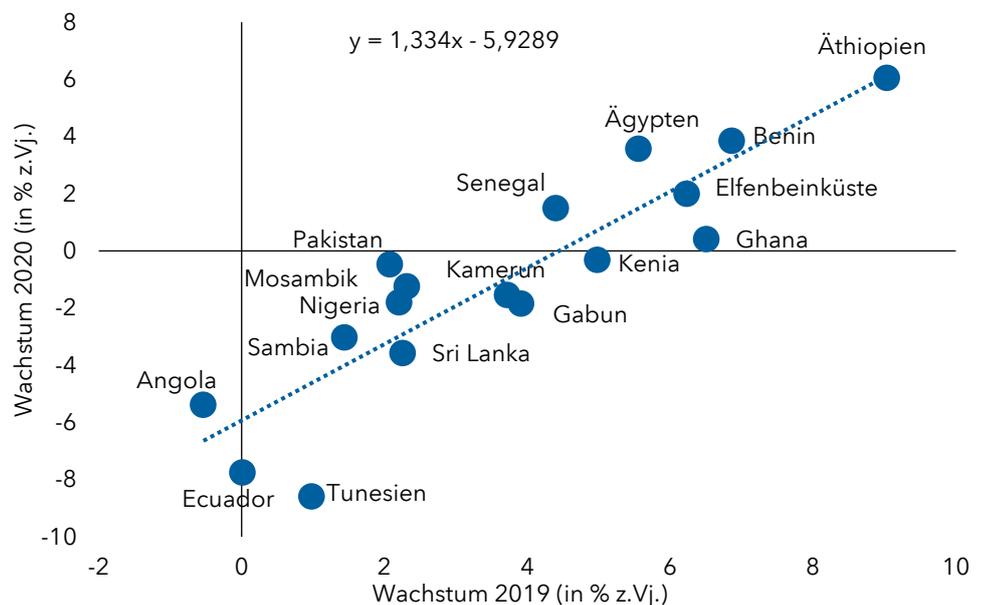
Haushaltseinkommen. Jetzt, da der Gipfel der Pandemie hoffentlich hinter uns liegt, scheint der richtige Zeitpunkt für eine genaue Analyse. Was hat sich in den Frontiermärkten in den 18 Monaten seit Beginn der Pandemie geändert?

## Wachstum

In vielen Ländern ließ die Pandemie das Wachstum einbrechen, und die Frontiermärkte waren keine Ausnahme. Die wachstumstärkeren unter ihnen waren dabei nicht so stark betroffen. Die folgende Abbildung zeigt einen fast linearen Zusammenhang zwischen dem Wachstum im Jahr 2019 und dem Wachstum im Coronajahr 2020. Die Steigung der Regressionsgeraden beträgt 1,33: Für jeden Prozentpunkt Wirtschaftswachstum im Jahr 2019 fiel die Rezession 2020 gut 1,25 Prozentpunkte schwächer aus.

Viele Frontiermärkte haben ein hohes strukturelles Wachstum, und vielleicht werden sie irgendwann zu klassischen Emerging Markets. Nicht selten sind sie 2020 der Rezession entgangen; die Wirtschaft schrumpfte nicht. Das gilt für klassischere Frontiermärkte wie Benin und Äthiopien, deren Pro-Kopf-BIP niedrig ist und die auch bei anderen Entwicklungsindikatoren hinten liegen. Noch immer sind diese Länder stark von der Landwirtschaft abhängig. Die Finanzmärkte sind klein, aber die Verschuldung hält sich in Grenzen. Am anderen Ende des Spektrums stehen Länder wie Ecuador und Tunesien, deren Wirtschaft 2020 extrem unter der Krise litt. Beide Länder sind bereits vor Corona nicht stark gewachsen, aber 2020 brach das BIP dann regelrecht ein.

## BIP-Wachstum vor und nach der Pandemie



Quelle: IWF, World Economic Outlook, Oktober 2021

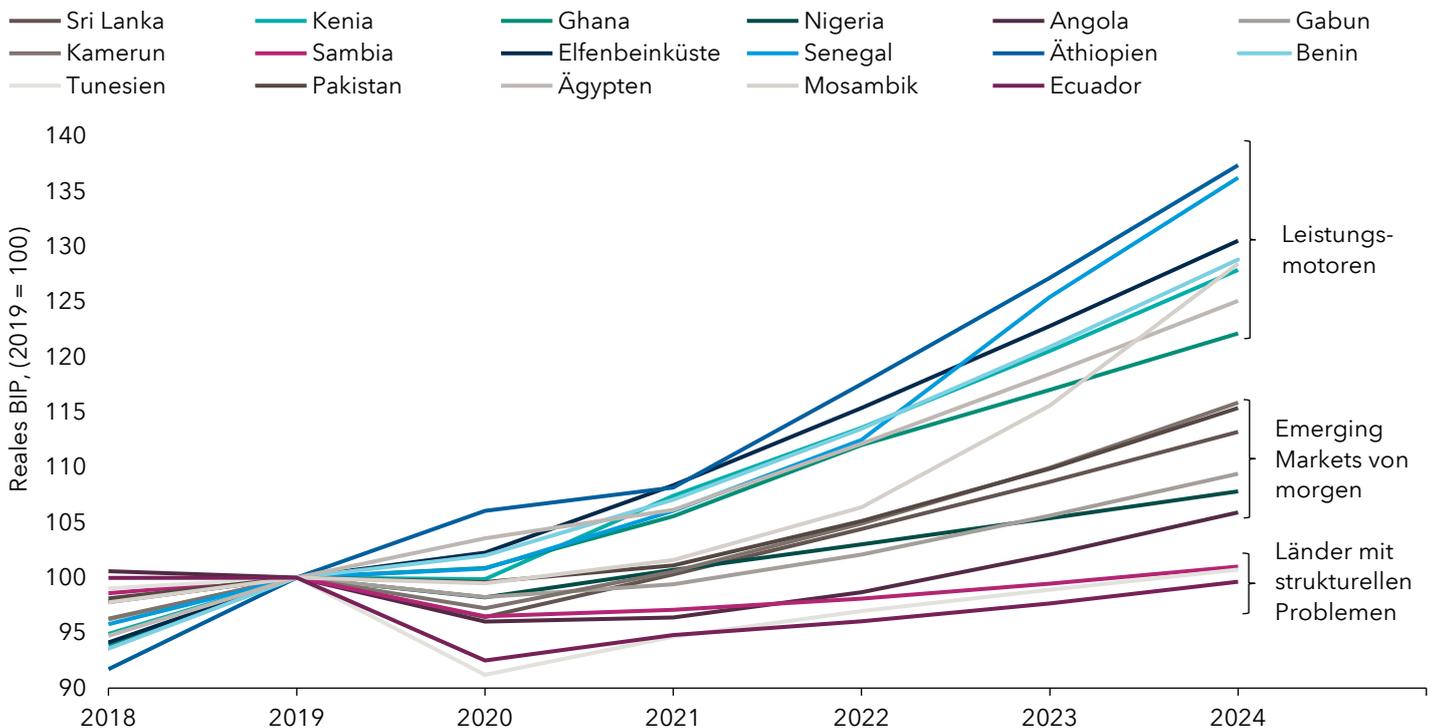
Viele wachstumsstarke Länder sind einer starken Rezession entgangen. Das gilt aber nicht für alle. Lassen Sie uns daher analysieren, wie lange es vermutlich dauert, bis der Einbruch überwunden ist. Wenn wir das BIP im Jahr 2019 auf 100 normieren, zeigt sich Folgendes:

„Länder mit strukturellen Problemen“ wie Ecuador, Tunesien und Sambia erlebten 2020 eine heftige Rezession. Vermutlich wird das BIP hier erst nach 2024 wieder so hoch sein wie vor der Pandemie.

Zu den „Emerging Markets von morgen“ zählen höher entwickelte, stärker diversifizierte und reichere Länder wie Nigeria, Kamerun, Gabun, Angola und Sri Lanka, die aber zugleich weniger stark wachsen. In Nigeria ist die Wirtschaftspolitik seit Jahren nicht besonders wachstumsfreundlich, und ebenso wie andere Rohstoffexporteure leidet das Land noch immer unter den Folgen des Ölpreiseinbruchs zu Beginn der Pandemie. Auch in Sri Lanka ist die Wirtschaftspolitik alles andere als orthodox. Zu allem Überfluss hängt das Land stark vom Tourismus ab, der 2020 sehr unter den Lockdowns und Reisebeschränkungen gelitten hat. Die Länder dieser Gruppe dürften aber stärker wachsen, wenn sich die Wirtschaft erholt und der Tourismus wieder in Gang kommt. Ein BIP wie vor Corona dürfte aber nicht vor 2022 oder 2023 erreicht werden.

Schließlich gibt es noch die „Wachstumsmotoren“. Diese meist afrikanischen Länder haben sich so entwickelt, wie wir es vor zehn Jahren erwartet haben. Wegen ihres hohen strukturellen Wachstums erholen sie sich schnell, und nicht selten sind sie sogar einer Rezession gänzlich entgangen. Hierzu zählen Frontiermärkte wie Benin und Äthiopien, aber auch diversifiziertere reichere Länder wie der Senegal, die Elfenbeinküste, Kenia und Ghana.

### Jahre bis zur Erholung des BIP auf das Niveau vor der Pandemie



Stand Oktober 2021. Quelle: IWF, World Economic Outlook

## Ausgewählte Frontiermärkte im Überblick

		Reales BIP (% z.Vj.)	Haushaltssaldo (% des BIP)	Leistungsbilanz- saldo (% des BIP)	Spreadveränderung (Bp.)
		2021	2021	2021	Feb. 2020 bis Okt. 2021
<b>Wachstumsmotoren</b>	Benin	5,5	-4,5	-4,0	k.A.
	Äthiopien	2,0	-3,0	-2,9	824
	Senegal	4,7	-5,4	-12,2	-9
	Elfenbeinküste	6,0	-5,6	-3,8	-87
	Kenia	5,6	-8,0	-5,0	-45
	Ghana	4,7	-14,5	-2,2	198
<b>Emerging Markets von morgen</b>	Marokko	5,7	-6,5	-3,1	44
	Pakistan	3,9	-7,1	-0,6	167
	Nigeria	2,6	-6,1	-3,2	-53
	Kamerun	3,6	-2,8	-2,8	-232
	Gabun	1,5	-2,5	-3,8	-56
	Angola	-0,7	3,2	7,3	-30
	Sri Lanka	3,6	-10,5	-3,2	1341
<b>Länder mit strukturellen Problemen</b>	Ecuador	2,8	-2,3	1,7	-671
	Tunesien	3,0	-8,3	-7,3	603
	Sambia	1,0	-8,5	13,5	35

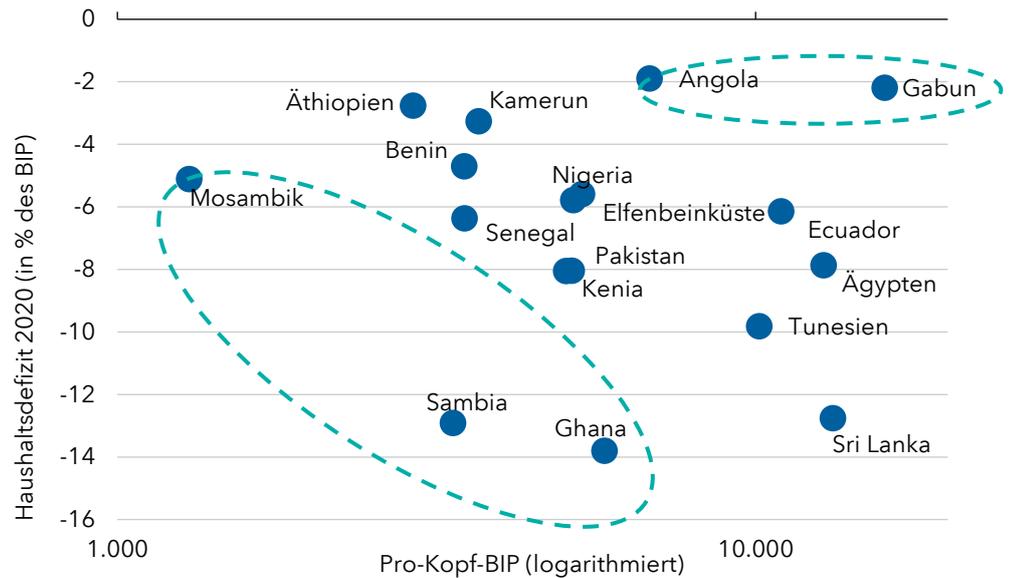
Quellen: IWF World Economic Outlook, Oktober 2021, Bloomberg

### Fiskalpolitik während der Pandemie

Ein anderes, naheliegendes Analysekriterium ist die fiskalpolitische Antwort auf Corona. Reichere, höher entwickelte Länder hatten meist strengere Lockdowns verhängt und mehr Coronahilfen ausgeschüttet als ärmere. Die Steuereinnahmen gingen zurück, während die Staatsausgaben stiegen, sodass die Haushaltsdefizite anschwellen.

Von dieser Regel gibt es aber einige interessante Ausnahmen. In Mosambik, Sambia und Ghana war die Fiskalpolitik äußerst antizyklisch, während sich Angola und Gabun um besonders niedrige Defizite bemühten - mehr, als man es von Ländern ihrer Einkommensklasse in Krisenzeiten erwarten konnte.

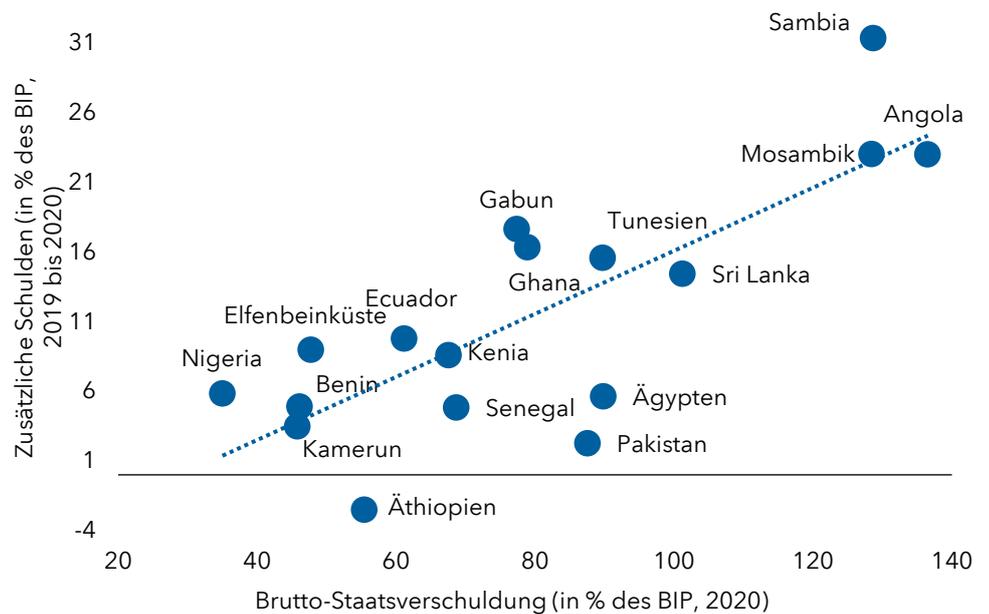
**In reicheren, höher entwickelten Ländern sind die Defizite in der Coronazeit meist stärker gestiegen**



Quelle: IWF, World Economic Outlook, Oktober 2021

Interessant ist auch die Entwicklung der Schuldenstandsquote. Die folgende Abbildung zeigt die Brutto-Staatsverschuldung Ende 2019 und ihre Veränderung im Jahr 2020.

**Brutto-Staatsverschuldung und Neuverschuldung**



Quelle: IWF, World Economic Outlook, Oktober 2021

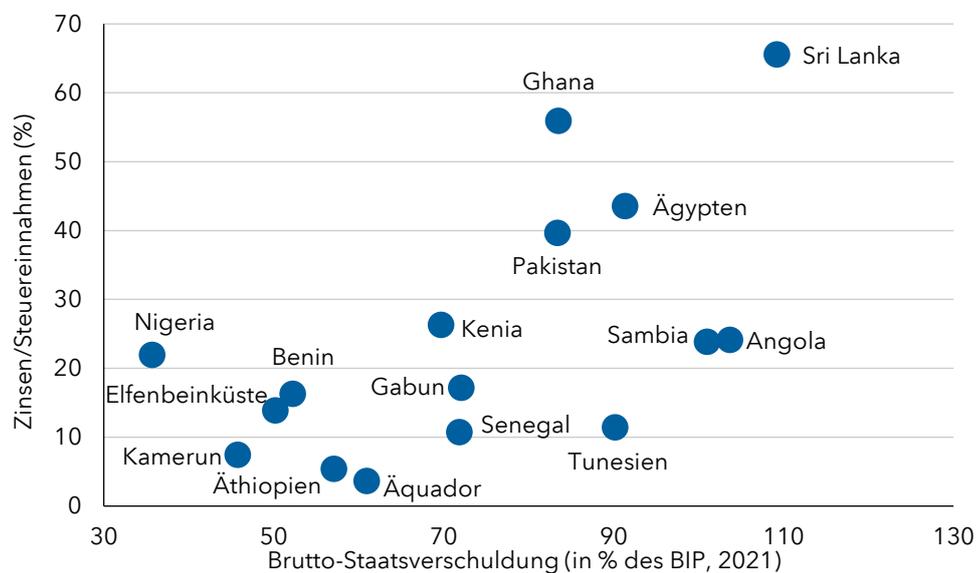
Auch hier gilt wie beim Wachstum ein linearer Zusammenhang. Hoch verschuldete Länder häuften tendenziell noch mehr Schulden an, niedriger verschuldete Länder weniger. Das ist logisch, denn schließlich verschuldet sich ein Land dadurch, dass es viel Fremdkapital aufnimmt. Aber auch hier gibt es einige interessante Ausnahmen. Das angolansische Haushaltsdefizit war vor Corona nicht besonders hoch; es war sogar eines der niedrigsten der Region. Grund für den starken Anstieg der Verschuldung war fast ausschließlich die Abwertung der Landeswährung Kwanza. Als Ölexporteur profitierte das Land zwar vom stärkeren Dollar, weil die Einnahmen aus dem Ölgeschäft dadurch zunehmen. Im Gegenzug stiegen aber die Ausgaben für alles andere, mit

Ausnahme der Zinsen. Unterdessen ist Äthiopien das einzige Land der Region, das sogar Schulden abgebaut hat. Problematisch bleiben aber die Schulden der Staatsunternehmen, die niedrigen Fremdwährungsreserven und die Tatsache, dass 2024 sehr viele Anleihen fällig werden. Hinzu kommen die bürgerkriegsähnlichen Auseinandersetzungen im Land.

Auffällig ist, dass die Schulden Pakistans und des Senegal kaum gestiegen sind. Pakistan mag hoch verschuldet sein, aber 2020 kamen kaum weitere Schulden hinzu, auch wegen der Kontrolle durch den Internationalen Währungsfonds im Rahmen seines Hilfsprogramms. Das gilt auch für Angola. Die wachsende Verschuldung des Senegal in den letzten Jahren hatte vor allem mit der Verstaatlichungspolitik zu tun, durch die auch viele Schulden verstaatlicht wurden, und weniger mit einer mangelnden Ausgabendisziplin. Vielleicht steht das Land jetzt gar nicht so schlecht da. Das Wachstum ist ordentlich, die Staatsausgaben halten sich in Grenzen, und es fließen reichlich internationale Hilfen, um alles zu finanzieren.

Für die Entwicklung der Staatsverschuldung ist auch wichtig, wie sich der Quotient aus Zinsaufwand und Steuereinnahmen verändert - zumal viele Frontiermärkte ihre BIP-Berechnung in letzter Zeit überarbeitet haben. Sie wollten die Steuereinnahmen erhöhen, indem sie zusätzliche Aktivitäten erfassen. Theoretisch berücksichtigt das BIP alle steuerpflichtigen Wirtschaftsaktivitäten. Manche eher wenig verschuldeten Länder mit hohen Zinszahlungen, etwa Nigeria, haben hier noch viel Potenzial, während andere Länder die Steuereinnahmen kaum noch steigern und den Quotienten aus Zinsen und Einnahmen kaum noch senken können, beispielsweise Tunesien. Der Quotient ist in Tunesien nicht sehr hoch, vor allem aber, weil die meisten Schulden bislang von Zinszahlungen freigestellt sind und die Steuereinnahmen dort, wo es leicht möglich war, bereits deutlich gesteigert wurden.

### Große Unterschiede beim Zinsaufwand trotz ähnlich hoher Staatsschulden



Quelle: IWF, World Economic Outlook, Oktober 2021

Schuldenstandsquote und Zinsaufwand könnten sich ändern. Wichtiger ist daher die Entwicklung der Fundamentaldaten. Daher bevorzugen wir Länder mit einer hohen Schuldenstandsquote und einem hohen Zinsaufwand, wenn ihre Fundamentaldaten gut sind (z.B. Angola). Wir halten sie für interessanter als

Länder mit einer niedrigeren Schuldenstandsquote, wenn ihr Zinsaufwand im Verhältnis zu den Steuereinnahmen kaum niedriger ist und die Fundamentaldaten zu wünschen übrig lassen (z.B. Nigeria).

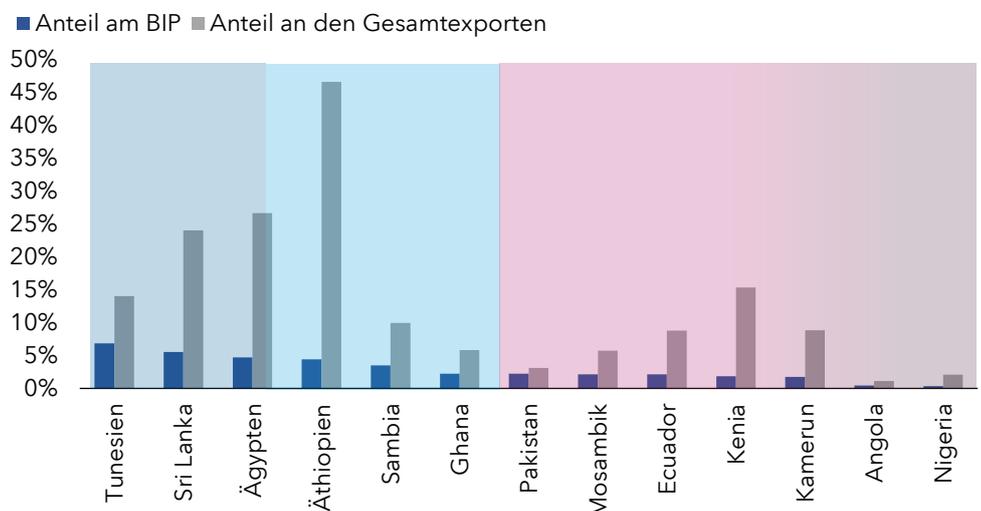
## Außenbilanzen

Durch die hohen Rohstoffpreise haben sich die Terms of Trade vieler rohstoffexportierender Frontiermärkte verbessert. Nach dem ersten Rohstoffpreisschock hat die Preiserholung die Außenbilanzen vieler Frontiermärkte gestärkt. So war die ghanaische Außenbilanz 2020 deutlich besser als die Fundamentaldaten nahelegten, auch aufgrund von Goldexporten, Überweisungen von Arbeitsmigranten und niedrigerer Importe.

Zu den boomenden Rohstoffpreisen kamen umfassende Hilfszahlungen hinzu. Die Debt Service Suspension Initiative, die im Mai 2020 in Kraft trat, erlaubte eine vorübergehende Aussetzung des Schuldendienstes einkommensschwacher Länder an ihre offiziellen Kreditgeber. Die Aussetzung, die ursprünglich bis Ende 2020 dauern sollte, wurde bis Ende 2021 verlängert. Unterdessen hat der IWF die Obergrenzen für seine zahlreichen Kreditprogramme angehoben, auch für die Rapid Credit Facility (RCF) und das Rapid Financing Instrument (RFI). Schließlich wurden die Währungsreserven von Ländern wie Pakistan, Ägypten, Sri Lanka, Gabun, Elfenbeinküste, Senegal, Ghana und Äthiopien sowie Sambia auch durch eine höhere Zuteilung von Sonderziehungsrechten (SDRs) aus den allgemeinen Reserveguthaben in Höhe von 650 Milliarden US-Dollar gestärkt. Dadurch sind die Länder auch weniger anfällig für externe Schocks geworden. Sie bekamen Zeit zur Anpassung ihrer Politik und konnten wieder eigenverantwortlicher handeln.

Die Pandemie hat aber auch über den Tourismus Auswirkungen auf die Außenbilanzen gehabt. Viele Frontiermärkte sind beliebte Reiseziele. 2021 dürfte für die Tourismusbranche ein besseres Jahr werden als 2020, aber noch immer leidet der Sektor stark unter Corona. Die OECD schätzt, dass der weltweite Tourismus 2020 um etwa 80% abgenommen hat. Viele Frontiermärkte sind stark vom Tourismus abhängig, aber die Unterschiede sind groß, wie die Abbildung unten zeigt. Einige Länder benötigen Touristen auch für das Wirtschaftswachstum (z.B. Marokko), andere lediglich für ihre Zahlungsbilanz (z.B. Äthiopien).

### Tourismus in % des BIP und der Gesamtexporte (2019)



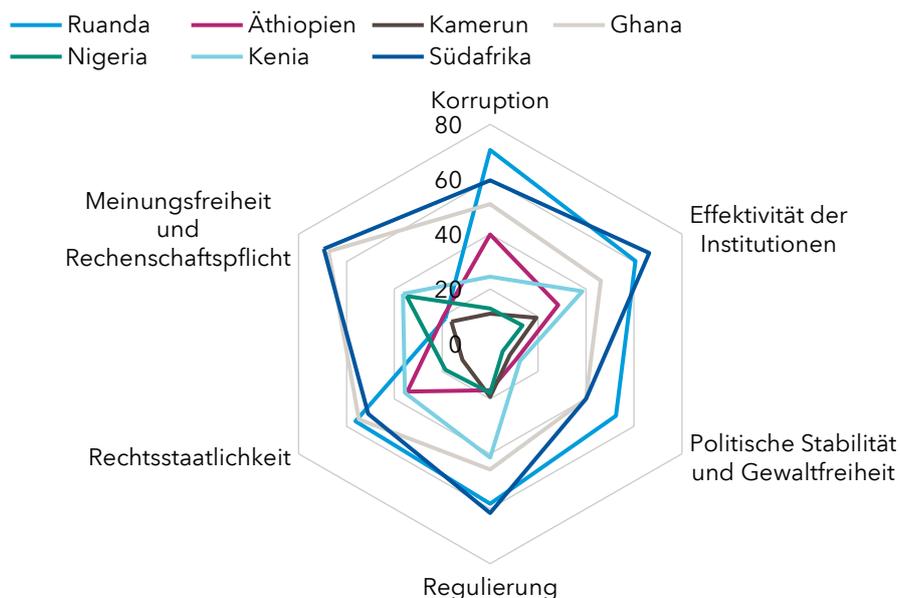
Stand 31. Dezember 2019. Quellen: Weltbank, IWF, Haver, Berechnungen der Capital Group

## Umwelt, Soziales und Governance (ESG)

Durch die Pandemie wurde es noch wichtiger, bei Anlageentscheidungen ESG-Faktoren zu berücksichtigen. Untersucht wurden vor allem soziale und Governance-Faktoren, beispielsweise Gesundheit, Arbeitsschutz, Arbeitsplatzsicherheit und der Umgang der Regierung mit der Krise. In den Frontiermärkten ist ein analytischer Ansatz aber noch sehr viel dringender nötig als in höher entwickelten Emerging Markets oder Industrieländern. Traditionelle ESG-Indikatoren sind nämlich vergangenheitsorientiert, was für weniger entwickelte Länder ein Nachteil ist.

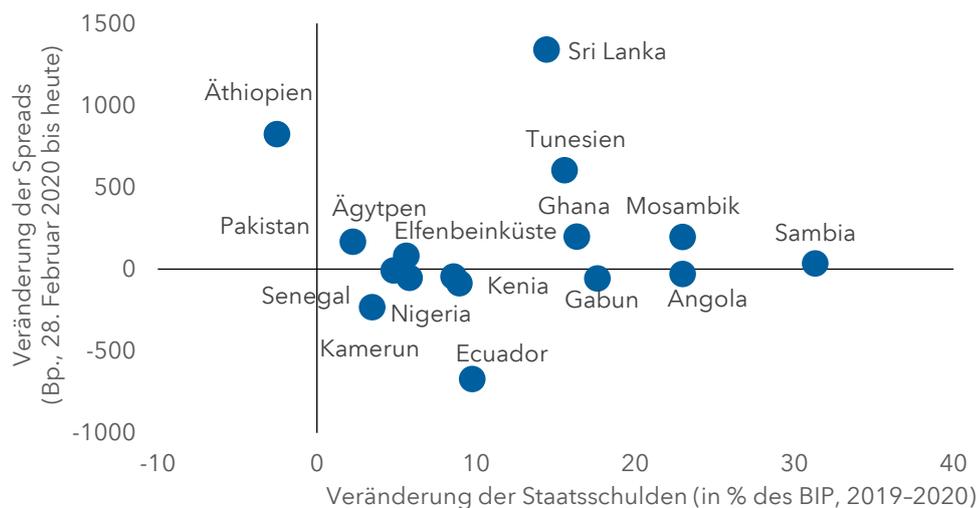
Ruanda ist ein interessantes Beispiel dafür, wie sehr sich ESG-Faktoren selbst innerhalb eines Landes unterscheiden können – was einmal mehr zeigt, wie wichtig ein researchorientierter Ansatz ist. Die staatlichen Institutionen sind in Ruanda in vielerlei Hinsicht ähnlich gut wie in Südafrika, wenn nicht besser. Das Wirtschaftsumfeld zählt zu den besten des Kontinents, und der Frauenanteil im Parlament ist so hoch wie in nur wenigen anderen vergleichbaren Ländern. Und doch mangelt es an Demokratie und Menschenrechten. Dies zeigt die niedrige Punktzahl in der Kategorie Meinungsfreiheit und Rechenschaftspflicht (Voice and Accountability) der Worldwide Governance Indicators der Weltbank. Hier schneidet Ruanda nicht besser ab als etwa Äthiopien und Kamerun.

### Governance-Indikatoren, Perzentilrang im internationalen Vergleich (höhere Werte = bessere Ergebnisse)



Stand 1. Oktober 2021. Quelle: Weltbank

## Neuverschuldung und Spreads ggü. der Zeit vor der Pandemie



### Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse.

Quellen: IWF, World Economic Outlook, Oktober 2021, Bloomberg

### Fazit und Bewertungen

Zweifellos hat die Pandemie große Auswirkungen auf die Frontiermärkte, wie auf andere Länder auch. In Ländern, die vor Corona schneller wuchsen, schrumpfte die Wirtschaft in der Regel weniger stark als in den schon vor der Pandemie wachstumsschwächeren Ländern. Unterdessen haben Länder mit hohen Defiziten und Staatsschulden noch mehr Schulden gemacht, während niedriger verschuldete Länder weniger neue Schulden aufnahmen. Die Außenbilanzen vieler rohstoffexportierender Frontiermärkte haben von den hohen Rohstoffpreisen profitiert, während vom Tourismus abhängige Länder naturgemäß gelitten haben.

Kommen wir zu den Bewertungen: Die Abbildung oben zeigt, wie sich die Spreads gegenüber der Zeit vor Corona (Ende Februar 2020) bis zum September 2021 entwickelt haben. In manchen Ländern kam es hier zu großen Änderungen. So sind die Spreads von Sri Lanka nach der Pandemie stark gestiegen, weil die Verschuldung des Landes auf Dauer nicht nachhaltig ist, das Land stark vom Tourismus abhängt und die unorthodoxe Wirtschaftspolitik wohl kaum funktionieren dürfte. In Äthiopien ist die Schuldenstandsquote während der Pandemie sogar gefallen, aber die Spreads weiteten sich trotzdem stark aus – erst weil sich das Land um eine Schuldenstundung bei den G20 bemühte und dann, weil der Bürgerkrieg in der Region Tigray immer weiter eskalierte. Auch die Spreads von Mosambik sind gestiegen. Aber das hat auch mit den Dschihadisten zu tun, deren Angriffe die Erschließung von Gasfeldern verzögerte.

Zurückgegangen sind auch die Spreads in Sambia. Hier war es zu einem Zahlungsausfall gekommen, aber danach wurde eine pragmatischere Regierung gewählt. Dennoch sind die Spreads im Fünfjahresvergleich noch immer hoch. Die ecuadorianischen Spreads sind trotz der höheren Verschuldung gefallen, da die neue Regierung in den ersten Monaten im Amt viel erreicht hat und entschlossen scheint, ihre Reformen fortzusetzen. Die Gründe für den Spreadrückgang in Kamerun sind das hohe Wachstum, die niedrige Verschuldung und das nicht zu hohe Defizit. An all dem hat sich durch die Pandemie nichts geändert. Auch in Angola sind die Spreads gefallen; hier scheint angesichts der guten Fundamentaldaten ein weiterer Rückgang bis auf

die Tiefststände von 2018/2019 denkbar. Mit einem noch weiteren Rückgang rechnen wir aber nicht. Hinweisen möchten wir schließlich noch auf Ghana und Gabun, deren Spreads wieder ähnlich hoch sind wie vor der Pandemie, obwohl sich die Schulden unterschiedlich entwickelt haben. Die ghanaischen Schulden dürften am Ende auf ein deutlich problematischeres Niveau steigen als die Schulden von Gabun.

---

*Holger Siebrecht ist Anleihenanalyst bei der Capital Group mit Zuständigkeit für Afrika ohne Ägypten und Sri Lanka. Er hat einen Master in Internationaler Entwicklungsökonomie von der Universität Harvard und einen Bachelor in Volkswirtschaft von der Duke University. Außerdem ist er CFA®. Siebrecht arbeitet in London.*

---

Dieses von der Capital International Management Company Sàrl (CIMC), 37A Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxemburg, herausgegebene Dokument dient nur der Information. CIMC wird von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF, der Luxemburger Finanzmarktaufsicht) reguliert. CIMC managt diese(n) Fonds als Teilfonds des Capital International Fund (CIF). Der/die Fonds ist/sind als Investmentgesellschaften mit variablem Kapital (SICAV) nach Luxemburger Recht aufgelegt und von der CSSF als UCITS zugelassen. Alle Angaben beziehen sich nur auf den genannten Zeitpunkt (falls nicht anders angegeben) und können sich ändern.

Risikofaktoren, die vor einer Anlage zu beachten sind:

- Diese Präsentation ist keine Investmentberatung oder persönliche Empfehlung.
- Der Wert von Anlagen und Erträgen kann schwanken, sodass Anleger ihr investiertes Kapital möglicherweise nicht oder nicht vollständig zurückerhalten.
- Die Ergebnisse der Vergangenheit sind kein Hinweis auf künftige Ergebnisse.
- Wenn Ihre Anlagewährung gegenüber der Währung aufwertet, in der die Anlagen des Fonds denominated sind, verliert Ihre Anlage an Wert. Durch Währungsabsicherung wird versucht, dies zu begrenzen, aber es gibt keine Garantie, dass die Absicherung vollständig erfolgreich ist.
- Je nach Strategie können Risiken bei Investitionen in festverzinslichen Wertpapieren, Derivative, Emerging Markets und/oder High-Yield-Anleihen auftreten. Emerging-Market-Anlagen sind volatil und ggf. auch illiquide.

Dieses Dokument, herausgegeben von der Capital International Management Company Sàrl (CIMC), 37A Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxemburg, sofern nicht anders angegeben, dient nur der Information. CIMC wird von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF, der Luxemburger Finanzmarktaufsicht) reguliert und ist eine Tochtergesellschaft von Capital Group Companies, Inc. (Capital Group). Die Capital Group trifft angemessene Maßnahmen, um Informationen aus Drittquellen zu beziehen, die sie für verlässlich hält. Das Unternehmen gibt aber keine Garantie und übernimmt keine Verantwortung für die Richtigkeit, Verlässlichkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Diese Kommunikation ist weder umfassend noch eine Anlage-, Steuer- oder sonstige Beratung.

In Deutschland ist CIMC über ihre Niederlassung von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) reguliert.

In der Schweiz wird diese Mitteilung von Capital International Sàrl (autorisiert und reguliert von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA)), einer Tochtergesellschaft der Capital Group Companies, Inc. (Capital Group), herausgegeben.

Informationen zum Index dienen nur zur Erläuterung und zur Illustration. Der Fonds ist ein aktiv gemanagter UCITS. Er wird nicht in Anlehnung an eine Benchmark gesteuert.

© 2021 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten. CR-401990 STR DE AT CH (DE) P

**Wichtiger Hinweis**

Die Informationen in dieser Publikation sind ausschließlich für institutionelle Investoren und Finanzintermediäre bestimmt und nicht für Privatanleger.

Für den Inhalt sind ausschließlich die jeweiligen Anbieter verantwortlich. Die TELOS GmbH übernimmt keine Gewähr und/oder Haftung für die Richtigkeit der Angaben. TELOS GmbH übernimmt keine Haftung für Verluste oder Schäden aufgrund von fehlerhaften Angaben. Weder die dargestellten Kennzahlen noch die bisherige Wertentwicklung ermöglichen eine Prognose für die Zukunft. Die dargestellten Strategien und Auswertungen stellen kein Angebot und keine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf dar.

Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

TELOS GmbH

Biebricher Allee 103

D-65187 Wiesbaden

Tel. +49 (0)611 9742 100

E-Mail: [info@telos-rating.de](mailto:info@telos-rating.de)

Web: [www.telos-rating.de](http://www.telos-rating.de)