

»Unternehmensanleihen aus Schwellenländern: Ausblick für 2021

Emerging Markets Portfolio Management Team
10. Dezember 2020

Ausblick für die Schwellenmärkte im Jahr 2021:

Wir sehen Opportunitäten

Zusammenfassung

- **Bewertungen:** Wir halten die aktuellen Bewertungen für attraktiv, da die Spreads der Schwellenländer während der Erholung ihren Pendanten aus den Industrieländern hinterherhinken. Wir sehen Potenzial für eine deutliche Spreadeinengung, vor allem im High-Yield-Segment.
- **Makroökonomie:** Die stattfindende Konjunkturerholung wird von der Fiskal- und Geldpolitik unterstützt, wobei die Aussicht auf einen Impfstoff eindeutiges Aufwärtspotenzial schafft. Die weltweit hohen Verschuldungsgrade bleiben als dunkle Wolken am Horizont erhalten.
- **Technische Faktoren:** Das technische Umfeld wirkt weiterhin stark positiv. Das steigende Gewicht der Schwellenländer in der Asset-Allokation und ihre attraktiven Bewertungen sind vor dem Hintergrund eines moderaten Neuemissionsvolumens Faktoren, die für die Schwellenländer in einem schwierigen Marktumfeld bisher hilfreich waren.
- **Fazit:** 2021 erwarten wir Gesamtrenditen für diese Anlageklasse im mittleren bis hohen einstelligen Bereich.

Rückblick auf 2020

In unserem Ausblick für die Schwellenländer 2020 erwarteten wir eine Spreadeinengung, die in Verbindung mit einem entgegenkommenden Zinsumfeld eine Gesamtrendite im mittleren bis oberen einstelligen Bereich generieren würde. Wie die meisten Anleger sahen wir nicht voraus, dass eine Pandemie Wirtschaftsräume und Finanzmärkte in aller Welt in nie dagewesenem Ausmass belasten würde. Dennoch weisen Emerging-Market- (EM-) Unternehmensanleihen dank einer raschen Erholung der Finanzmärkte und einer expansiven Haushalts- und Geldpolitik eine positive Rendite seit Jahresbeginn auf. Nachfolgend eine Überprüfung unserer Prognosen für 2020:

- **Ausblick:** Wir erwarteten, dass die Fed angesichts eines sich abschwächenden Konjunkturzyklus an einer moderat expansiven Geldpolitik festhält.
Ergebnis: Als Reaktion auf die Pandemie senkte die Fed die Zinsen fast auf null und griff noch auf weitere Instrumente zur Krisenbekämpfung zurück, um einen drohenden Zusammenbruch der Märkte zu vermeiden. Damit übertraf sie klar unsere Erwartungen an eine expansive Geldpolitik.
- **Ausblick:** Wir empfanden die Bewertungen als attraktiv und sahen Spielraum für eine deutliche Spreadeinengung.
Ergebnis: Angesichts der Umstände überrascht es nicht, dass die Spreads sich nicht gegenüber ihren Niveaus am Jahresanfang verengten. Dennoch nähern sich die Spreads von Investment-Grade-Anleihen seit den Höchstständen im März nun wieder überwiegend ihren Vorkrisenniveaus an, auch wenn jene im High-Yield-Segment weiterhin wesentlich höher liegen.
- **Ausblick:** Wir erwarteten, dass Wahlen eine geringere Auswirkung auf die Schwellenländer haben als 2019. Wir hielten uns mit spezifischen Prognosen zur US-Wahl zurück.
Ergebnis: Während Wahlen in den Schwellenländern tatsächlich keine besonderen Auswirkungen hatten, riefen die Erwartungen im Vorfeld der US-Wahl dennoch eine gewisse Volatilität hervor. Allerdings hat das Wahlergebnis allgemein kaum Auswirkungen auf die Fundamentaldaten von EM-Unternehmen.

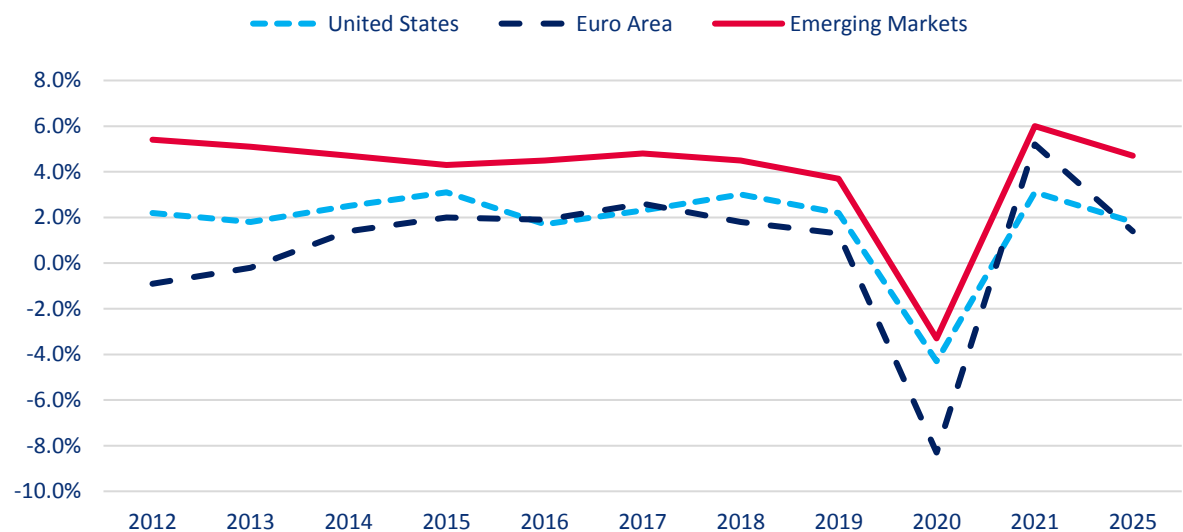
- **Ausblick:** Wir erwarteten ein günstiges technisches Umfeld dank einer starken Emissionstätigkeit und Mittelzuflüssen in die Anlageklasse.

Ergebnis: Da das Niedrigzinsumfeld opportunistische Refinanzierungen und Liability-Management-Transaktionen ermöglichte, sind die Bruttoemissionen in diesem Jahr tatsächlich auf Rekordkurs; die Nettoneuemissionen waren jedoch überraschend gering und konnten dank der über das ganze Jahr anhaltenden Wiederanlagen und Zuflüsse in die Anlageklasse problemlos absorbiert werden.

Unser Blick in Richtung 2021: Wir sind optimistisch

- **Weltwirtschaft:** Während die zweite Pandemiewelle die Erholung in den Industrieländern hemmt, entwickeln sich die Volkswirtschaften der Schwellenländer weiter robust. Allgemein wird erwartet, dass der diesjährige Rückgang in den Schwellenländern geringer ausfällt als in den Industrieländern und ein paar Länder, darunter China, sogar ein Wachstumsplus erreichen. Für 2021 besteht die Erwartung, dass die Schwellenländer sich schneller erholen, was nicht nur ihre Robustheit, sondern auch ihr längerfristig höheres Wachstumspotenzial widerspiegelt. Ein Beispiel von vielen: Der Internationale Währungsfonds erwartet, dass die Schwellenländer 2021 um 6.0% wachsen, die EU um 5.2% und die USA um 3.1%, nachdem es 2020 in allen drei Regionen einen Rückgang (um 3.3%, 8.3% bzw. 4.3%) gegeben hat.

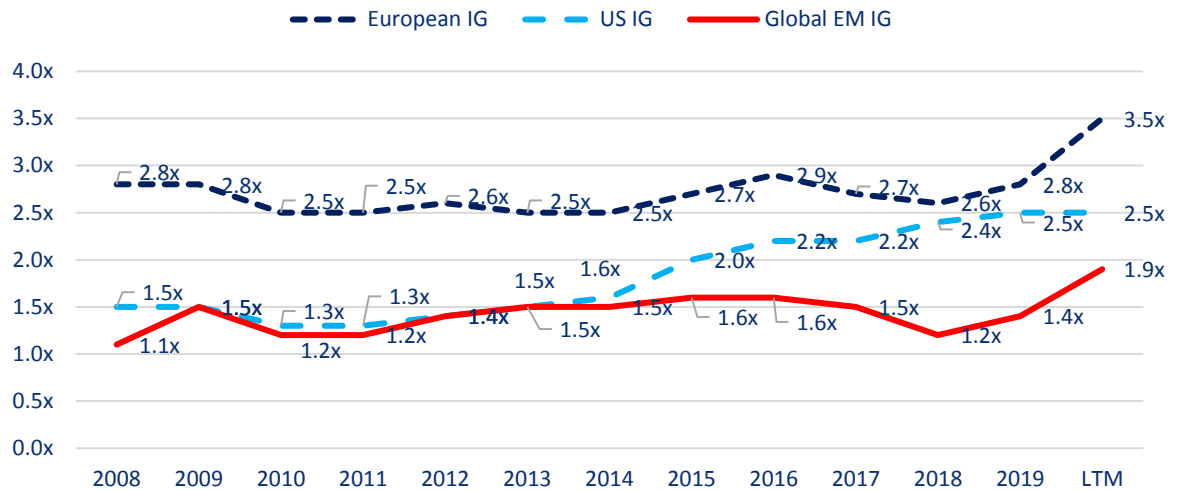
Chart 1: BIP-Wachstum (p.a., in %)



Quelle: IWF, November 2020

- **Fundamentaldaten:** Wir bleiben optimistisch in Bezug auf die Fundamentaldaten von EM-Unternehmen. Wir sehen höheres Wachstum auf makroökonomischer Ebene, das das Gewinnwachstum antreibt und Unternehmen hilft, langsam wieder normale Rentabilitätsniveaus zu erreichen. Ausserdem haben Firmen weiterhin sowohl über den Anleihenmarkt als auch durch Bankdarlehen Zugang zu Liquidität, was die Rückkehr zu normalen Gewinnniveaus erleichtert. Dank dieser Dynamik können EM-Unternehmen ihre Fundamentaldaten 2021 verbessern, sodass sich ihr tendenziell niedrigerer Verschuldungsgrad im Vergleich zu ihren Pendants aus den Industrieländern fortsetzt (siehe Chart 2). Der Net-Leverage von EM-Unternehmen wird Erwartungen zufolge unter 2.0x bleiben, gegenüber 2.5x in Europa und 3.5x in den USA. Ebenso dürften die Ausfallraten im EM-High-Yield-Segment von zurzeit 3.5% auf 2.8% fallen, und damit unter den langjährigen Durchschnitt von 3.5%.

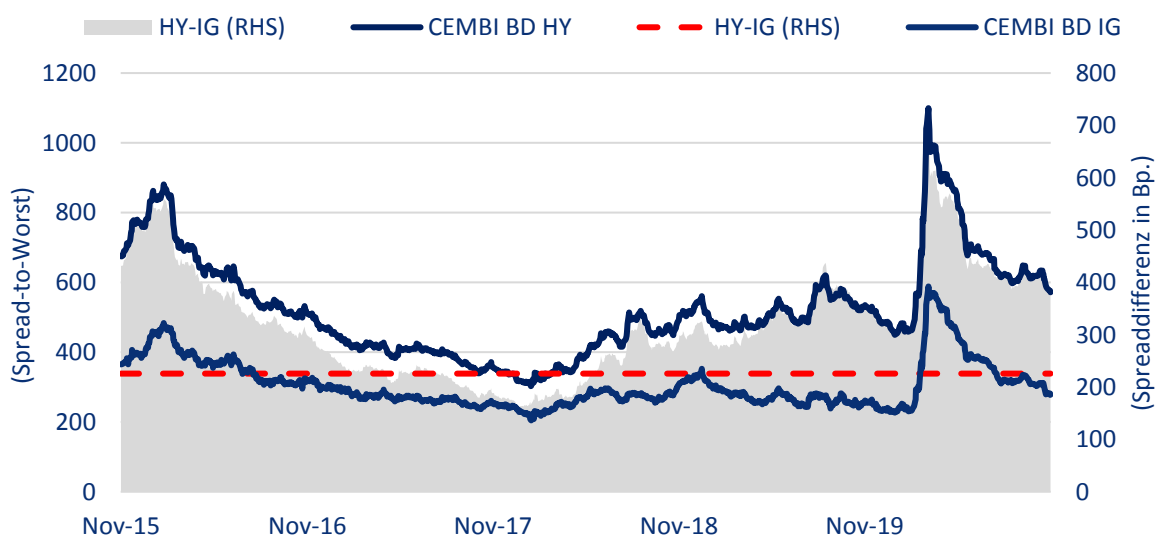
Chart 2: Net Leverage



Quelle JP Morgan, Oktober 2020

- **Bewertungen:** Ende 2020 sind die Bewertungen unserer Meinung nach attraktiv. Im Niedrigzinsumfeld hat der Spread gegenüber den Industrieländern allgemein an Attraktivität gewonnen. Während der Krise haben EM-Unternehmensanleihen bei besseren Fundamentaldaten stets eine höhere Entschädigung für das eingegangene Risiko geboten. Nachdem es in den Schwellenländern im Gegensatz zu den Industrieländern keine direkten Käufe von Unternehmensanleihen durch Zentralbanken gab, hinkte die Erholung ersterer etwas hinter letzteren her. Da die Spreads von EM-Unternehmensanleihen nach wie vor im IG-Segment etwa 40 Bp. und im HY-Segment rund 100 Bp. höher als vor dem Beginn der Pandemie sind, besteht aus unserer Sicht beträchtlicher Spielraum für eine Spreadeneinengung.

Chart 3: Entwicklung der Credit Spreads im EM-IG- und EM-HY-Segment über fünf Jahre



Quelle JP Morgan, Oktober 2020

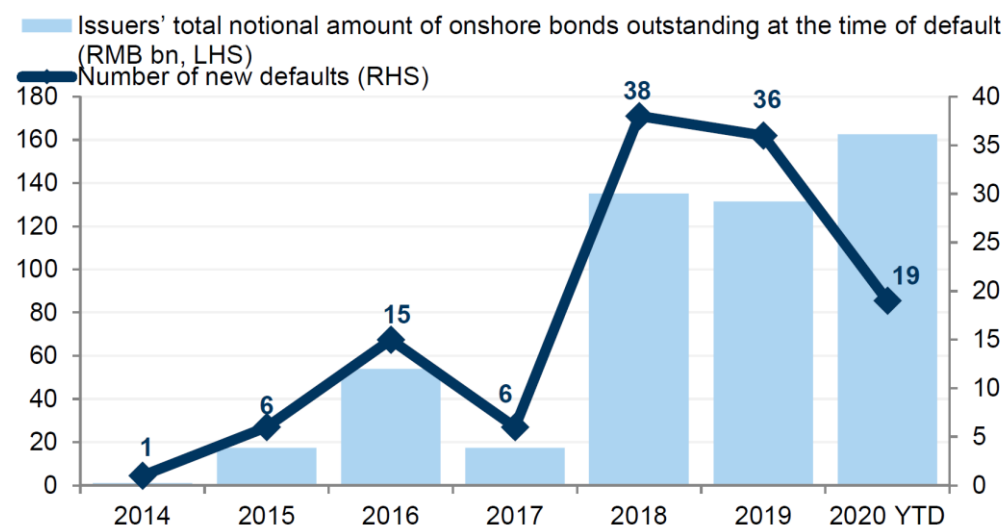
- **Zinsen:** Die stark expansive Geldpolitik hat die Zinsen in allen wichtigen Wirtschaftsregionen auf null oder in den negativen Bereich sinken lassen. Obwohl nach wie vor wirtschaftliche Probleme bestehen, werden die Zinsen wahrscheinlich steigen, wenn sich das Wirtschaftswachstum zu

normalisieren beginnt. Angesichts dieses historisch niedrigen Zinsumfelds bleiben wir vorsichtig in Bezug auf die Duration unserer Portfolios und achten besonders auf erste Anzeichen für eine Reflation. Eine steilere Renditekurve als Reaktion auf eine anziehende Reflation stellt eindeutig ein Negativszenario für Unternehmensanleihen mit längerer Duration dar, auch wenn sich dieses Risiko im Rahmen eines aktiven Managements gegebenenfalls durch rechtzeitige Portfolioanpassungen mindern lässt.

- **Verschlechterung der Haushaltslage der Staaten:** Während die Fundamentaldaten der Unternehmen stabil blieben, haben sich die Staatsbilanzen vieler Schwellenländer 2020 verschlechtert. Diese Tendenz ist zwar nicht auf die Schwellenländer beschränkt, doch vor allem in Ländern wie Mexiko, Kolumbien und Indien, deren ohnehin schon schwierige Haushaltslage sich durch die Pandemie noch verschärfte, müssen potenzielle Herabstufungen der Länder-Ratings genau im Auge behalten werden. Dies wird aber durch den Umstand gemildert, dass die steigende Verschuldung vor allem auf lokaler Ebene stattfand, was tendenziell tragfähiger ist. Dennoch handelt es sich um einen wichtigen Faktor, der 2021 beobachtet werden sollte.
- **Entwicklung der Lokalmärkte:** Die Tiefe der Märkte für Anleihen in Lokalwährung hat in den letzten Jahren deutlich zugenommen, und diese Tendenz wird sich aus unserer Sicht 2021 fortsetzen. Die Fähigkeit, auf Finanzierungen in Lokalwährung zuzugreifen, mindert die Absicherungskosten und erlaubt eine Diversifizierung der Finanzierungsquellen von Unternehmen aus den Schwellenländern, was der Anlageklasse zusätzliche Stabilität verleiht.
- **Wahlen:** Was diesen Faktor anbelangt, wird 2021 ein ruhigeres Jahr, denn sowohl in vielen Schwellenländern als auch in den USA fanden erst Wahlen statt. Gleichzeitig gibt es einige politische Entwicklungen, deren Beobachtung sich lohnt: Beispiele dafür sind der Entwurf einer neuen Verfassung in Chile oder die Präsidentschaftswahlen in Peru. Wir glauben zwar nicht, dass diese Ereignisse globale Bedeutung besitzen, aber sie könnten Hinweise auf grössere Trends auf regionaler Ebene geben.
- **Dynamik der USA-China-Beziehungen:** 2020 war ein schwieriges Jahr für die Beziehungen zwischen den USA und China, das darin gipfelte, dass das US-Finanzministerium Sanktionen gegen mehrere staatsnahe chinesische Unternehmen verhängte. Die Frage, mit der Anleger 2021 konfrontiert sind, ist, ob eine Biden-Regierung den Anfang eines langgezogenen Konflikts zwischen den USA und China markiert und was das für die chinesischen Credit Spreads bedeutet.
 - Nach unserem Dafürhalten bedeutet eine Biden-Regierung einen Richtungswechsel in den chinesisch-amerikanischen Beziehungen. Obwohl beide Parteien (Demokraten und Republikaner) grundsätzlich darin übereinstimmen, dass die Handelsbilanz zwischen den USA und China ein Thema ist, das angegangen werden sollte, erwarten wir, dass eine Biden-Regierung vielleicht eine diplomatischere Strategie verfolgen wird: Eine Strategie, die nicht Sanktionen als Kern hat. Da die jüngsten Sanktionen per Verordnung verhängt wurden, können sie von der neuen Regierung leicht zurückgenommen werden. Solange wir aber einen solchen Politikwechsel nicht erkennen können, erwarten wir, dass sich die Spreads von Staatsunternehmen unterdurchschnittlich entwickeln, und konzentrieren uns eher auf die Privatunternehmen, die vom robusten BIP-Wachstum in China 2021 profitieren sollten.
- **Zahlungsausfälle in Festlandchina:** 2020 gab es mehrere Ausfälle auf dem chinesischen Onshore-Anleihenmarkt. Die Schlüsselfrage lautet, ob Anleger sich Sorgen machen sollten. Aus unserer Sicht handelt es sich dabei um die Fortsetzung der „Aufräumarbeiten“ bei Unternehmensfinanzierungen, die 2018 begannen. Wir waren immer der Ansicht, dass es ein Schritt in die richtige Richtung ist, wenn überschuldeten Unternehmen erlaubt wird, Zahlungsunfähigkeit anzumelden und ihre

Verschuldung umzustrukturieren. Denn dies trägt dazu bei, die Preisfindung für Kredite und die Kapitalallokation zu verbessern. Die jüngsten Massnahmen der chinesischen Regierung zur Begrenzung der Verschuldung von Immobilienentwicklern gehen unseres Erachtens in die gleiche Richtung. Wir sind weiterhin optimistisch in Bezug auf Anleihen chinesischer Immobilienfirmen und erwarten, dass diese Bestimmungen die Boom-Bust-Zyklen, die früher typisch für diesen Sektor waren, abschwächen werden. Wie immer werden auch diese Regulierungen Gewinner und Verlierer hinterlassen; daher wird es von entscheidender Bedeutung sein, sich auf die Fundamentaldaten zu konzentrieren und die Gewinner zu finden.

Chart 4: Neue Ausfälle chinesischer Onshore-Anleihen seit 2014



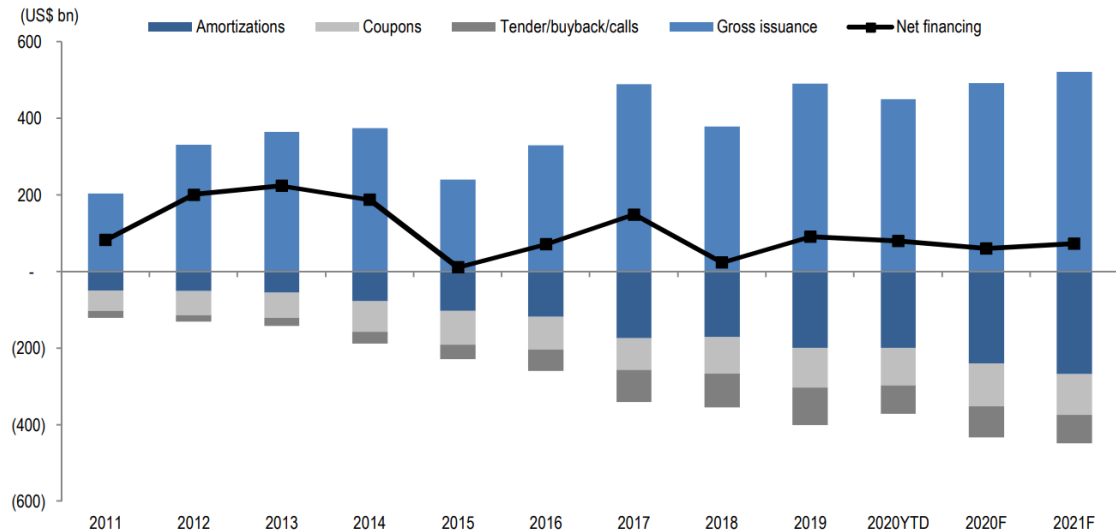
Hinweis: Zahlungsausfälle privat platzierter Unternehmensanleihen (d.h. solche, die durch die CSRC reguliert sind), die vor 2015 emittiert wurden, sind ausgeschlossen, da es sich um kleine, nicht gelistete Unternehmen handelt, die nur sehr begrenzt Informationen zur Verfügung stellen.

Quelle: Wind, Bloomberg, Unternehmensmitteilungen, Goldman Sachs Global Investment Research

- **Rohstoffe:** Wir bleiben auch 2021 zuversichtlich in Bezug auf die Rohstoffmärkte, denn die gestiegene Nachfrage wird zu höheren Preisen bei allen Rohstoffen führen, aber insbesondere den Energiesektor unterstützen. Wir glauben aber auch, dass strukturelle Trends wie etwa die gestiegene Verbreitung von Elektrofahrzeugen weiterhin Einfluss auf die Preisentwicklung wichtiger Rohstoffe wie z.B. Kupfer haben werden. Da der grösste Hersteller dieses Metalls (Chile) und der grösste Verbraucher (China) Schwellenländer sind, werden wir weiterhin attraktive Anlagegelegenheiten für ein Engagement in diesen strukturellen Trends finden.
- **Liquidität:** 2020 hat erneut deutlich gemacht, wie wichtig die Fundamentalanalyse in Zeiten der Ungewissheit ist. Auch wenn wir erwarten, dass 2021 ein positives Jahr für diese Anlageklasse wird, wird eine gewisse Volatilität vermutlich weiterhin vorhanden sein. Letzten Endes werden für Portfoliomanager Überzeugung und Vertrauen in die fundamentale Kreditanalyse entscheidend sein, um kurze Phasen der Marktliquidität zu meistern.
- **Technische Faktoren:** 2020 war ein weiteres starkes Jahr für EM-Anleiheemissionen. Die Bruttoemissionen nähern sich wieder der Marke von USD 500 Mrd. und die Nettoemissionen werden Erwartungen zufolge bei USD 60 Mrd. liegen. Auch die Mittelzuflüsse blieben konstant und erreichten bis November 2020 über USD 11 Mrd. Für das Jahr 2021 erwarten wir, dass diese beiden Faktoren erneut ein sehr günstiges technisches Umfeld schaffen. Ebenso dürften regionale Trends wie beispielsweise die Dominanz Asiens und die wachsende lokale Nachfrage bestehen bleiben. Wir

gehen davon aus, dass diese strukturellen Trends stärker werden, sodass die regionalen Spreads sich stabilisieren und ein solides technisches Umfeld entsteht.

Chart 5: Brutto- und Nettoemissionen von EM-Unternehmensanleihen in Fremdwährung



Quelle JP Morgan, Oktober 2020

Fazit:

Die Schwellenländer haben 2020 ihre Robustheit unter Beweis gestellt: Sie konnten sich der Volatilität zwar nicht entziehen, haben ihr aber standgehalten, und werden das Jahr mit positiven Gesamttrenditen beenden. Dennoch existiert bei den Spreads von EM-Unternehmensanleihen, vor allem im High-Yield-Segment, immer noch viel Spielraum für eine Einengung im Jahr 2021. Der Beginn der Konjunkturerholung, das lockere geldpolitische Umfeld, Fortschritte bei der Entwicklung von Impfstoffen und das positive technische Umfeld in den Schwellenländern, das auf einem soliden Angebot und einer steigenden Nachfrage beruht, schaffen günstige Voraussetzungen für EM-Unternehmensanleihen. Obwohl Covid-19 für viele Schwellenländer natürlich zusätzliche Herausforderungen mit sich bringt und mehrere geopolitische und idiosynkratische regionale Unwägbarkeiten weiterhin gegeben sind, glauben wir, dass die Chancen die Risiken der Anlageklasse im kommenden Jahr kompensieren. Wir erwarten daher, dass EM-Unternehmensanleihen 2021 Renditen im mittleren bis oberen einstelligen Bereich erzielen werden.

Disclaimer

Die vorliegende Dokumentation dient lediglich zur Information und richtet sich ausschliesslich an professionelle Anleger. Nicht professionelle Anleger, die in Besitz dieser Dokumentation gelangen, werden gebeten, sie zu vernichten oder dem Absender zu retournieren. Dieses Dokument ist kein Emissionsprospekt und stellt weder eine Offerte noch ein Angebot zum Kauf von Finanzprodukten dar.

Bei der vorliegenden Dokumentation handelt es sich um eine Marketingunterlage und nicht um eine Finanzanalyse. Sie ist nicht in Einklang mit Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt worden und unterliegt auch keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

DIE HISTORISCHE PERFORMANCE IST KEINE GARANTIE FÜR DIE ZUKÜNFTIGE ENTWICKLUNG.

Die Performancedaten lassen die bei der Ausgabe und Rücknahme der Anteile erhobenen Kommissionen und Kosten unberücksichtigt. Die im Bericht gezeigten Brutto-Performancezahlen lassen zudem die dem Fonds belasteten Kosten unberücksichtigt. Diese Gebühren führen zu einer Reduktion der erzielten Performance.

Investitionen in Finanzprodukte sind mit Risiken verbunden. Potenziell droht ein Verlust des gesamten investierten Kapitals. Darüber hinaus unterliegen Finanzprodukte, die hauptsächlich in aufstrebende Märkte (sog. „Emerging Markets“) und/oder in hochverzinsliche Anleihen („High Yield Bonds“) investieren, grundsätzlich höheren Risiken. Anleihen von Emittenten mit Domizil und/oder Geschäftsschwerpunkt in Schwellenländern (Emerging Markets; EM) unterliegen einem höheren politischen, sozialen und ökonomischen Risiko, das sich u.a. in Kapitalverkehrskontrollen oder anderen Restriktionen ausdrücken kann. Dadurch kann es dem Emittenten unmöglich werden, die Anleihe weiter zu verzinsen oder zurück zu zahlen. Zudem kann das Niveau der Überwachung oder der operativen Möglichkeiten von den Standards in Industrieländern abweichen. Anleihen mit höheren Renditen (High Yield) sind mit einem überdurchschnittlichen Ausfallrisiko verbunden und stellen ein höheres Risiko dar als Anleihen mit hoher Anlagequalität (Investment Grade).

Wandelanleihen, bedingte Pflichtwandelanleihen („CoCo-Bonds“), nachrangige Anleihen, Dauerschuldverschreibungen und variabel verzinsliche Anleihen sind komplexe Finanzinstrumente. Bezüglich der individuellen Risiken einer Anlage sei auf die jeweils gültigen Fondsunterlagen verwiesen.

Soweit die im Dokument enthaltenen Informationen aus externen Quellen stammen, kann Fisch Asset Management AG nicht garantieren, dass die Informationen richtig, vollständig und aktuell sind.

Bitte lesen Sie zu JPM CEMBI Broad Div IG Index und zu JPM CEMBI Broad Diversified Index den Disclaimer unter: <http://www.fam.ch/de/nutzungsbedingungen/>

Aussagen über zukünftige Entwicklungen und Schätzungen basieren auf Annahmen, die möglicherweise falsch sind, sich ändern können oder auf vereinfachten Modellen beruhen. Fisch weiss nicht, ob ihre Aussagen über zukünftige Entwicklungen eintreffen. Es ist auch möglich, dass Fisch ihre Meinung über eine zukünftige Entwicklung ändert. In diesem Fall wird Fisch niemanden über die Meinungsänderung informieren.

Der Kauf eines Produkts, das von Fisch verwaltet wird, darf nur auf der Grundlage der jeweils gültigen Dokumente (Fondsprospekts, Fondsvertrags, KIIDs etc.) erfolgen. Die jeweils gültigen Dokumente finden sich auf www.fundinfo.com. Bevor ein Kaufentscheid gefällt wird, hat jeder professionelle Anleger auf der Grundlage der eigenen Situation zu prüfen, ob er überhaupt befugt ist, das Produkt zu kaufen und falls ja, ob er die notwendige Risikofähigkeit für das entsprechende Produkt besitzt. Fisch weist ausdrücklich darauf hin, dass dieses Dokument nicht für private Anleger bestimmt ist und empfiehlt

professionellen Anlegern, sich vorgängig von Finanz-, Rechts- und Steuerexperten beraten zu lassen, die ihre individuelle Situation und das Produkt kennen.

Dieses Dokument richtet sich insbesondere nicht an US-Personen (private oder professionelle) im Sinne der FATCA-Gesetzgebung oder gemäss der SEC-Definition. US-Personen dürfen in keinen Anlagefonds investieren, der von Fisch verwaltet wird und Fisch ist auch nicht berechtigt, Mandate von US-Personen zu verwalten. Erfährt Fisch, dass eine US-Person in ein von ihr verwaltetes Produkt investiert ist, wird sie die Fondsleitung und gegebenenfalls weitere Personen informieren, verbunden mit der Aufforderung, dass die US-Person das Produkt verkauft.

Fisch hat die Lagerung und Archivierung von Firmendaten an eine spezialisierte Drittfirma übertragen. Das Outsourcing beschränkt sich auf die Lagerung und Archivierung von Daten und erfolgt im Ausland. Die Bearbeitung der Daten bleibt firmenintern und wird nicht ausgelagert. Die Tätigkeit der spezialisierten IT-Firma umfasst im Wesentlichen die Aufsetzung und den Unterhalt der entsprechenden Server. Aufsichtsbehörde und Prüfgesellschaft sind von Fisch über die Auslagerung informiert worden und die datenschutz- und aufsichtsrechtlichen Anforderungen werden erfüllt.

Fisch lehnt jede Haftung ab für Schäden, die direkt oder indirekt aus diesem Dokument abgeleitet werden.