

# *»Unternehmensanleihen aus Schwellenländern: Ausblick für 2022*

---

Emerging Markets Portfolio Management Team  
10. Dezember 2021

---

# Ausblick für die Schwellenmärkte im Jahr 2022:

## Grund zur Zuversicht

### Zusammenfassung

- **Bewertungen:** Insgesamt attraktiv, besonders im High-Yield-Segment und verglichen mit den Anleihemärkten der Industrieländer, aber mit regionalen Unterschieden.
- **Makroökonomische Aspekte:** Die Volkswirtschaften der Schwellenländer haben sich als robust erwiesen, allerdings kommt es bei der Suche nach interessanten Renditen und der Risikominimierung entscheidend darauf an, zwischen einzelnen Ländern und Segmenten zu differenzieren. Der Wachstumsvorsprung der Schwellenländer vor den Industrieländern dürfte sich vergrössern.
- **Fundamentales Umfeld:** Sieht man vom chinesischen Immobiliensektor ab, sind die Fundamentaldaten der Emittenten von Unternehmensanleihen weiterhin solide.
- **Fazit:** Für 2022 erwarten wir für den breit gefassten Index mittlere bis hohe einstellige Renditen.

### Rückblick auf 2021

In unserem Schwellenländer-Ausblick 2021 sahen wir Potenzial für eine deutliche Verengung der Spreads, getrieben von einer globalen wirtschaftlichen Erholung nach der Pandemie in Kombination mit besonders günstigen technischen Faktoren. Insbesondere waren wir der Ansicht, dass interessante Bewertungen zu grösseren Allokationen in die Anlageklasse beitragen würden, während das Angebot am Emissionsmarkt wieder ein eher moderates Volumen haben dürfte. Wir erwarteten für 2021 ein schwieriges Zinsumfeld, da sowohl die Fed als auch die EZB ihre äusserst expansive Geldpolitik früher oder später auslaufen lassen und die Zügel dann straffen würden. Allerdings rechneten wir nicht mit der hohen Volatilität, die uns das ganze Jahr über begleitet hat – beim Zinsniveau, aber auch bei der Form der Renditekurven, wo ein ständiges Tauziehen zwischen einer Abflachung und einem Trend zu steileren Kurven zu beobachten war. Trotz dieser schwierigen Bedingungen lieferte die Anlageklasse für das Gesamtjahr dennoch eine leicht positive Rendite. Im Folgenden blicken wir zurück auf unsere Erwartungen für 2021:

- **Einschätzung:** Wir gingen davon aus, dass die Schwellenländer erneut ein höheres Wirtschaftswachstum verzeichnen würden als die Industrieländer.  
**Ergebnis:** Die Volkswirtschaften der Schwellenländer verzeichneten 2021 ein BIP-Wachstum von 6.4% und übertrafen damit die Erwartungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) leicht, während die Volkswirtschaften der Industrieländer um 5.2% wuchsen.
- **Einschätzung:** Unternehmensanleihen aus Schwellenländern waren aus unserer Sicht absolut gesehen wie auch im Vergleich zu den Industrieländern attraktiv bewertet.  
**Ergebnis:** Die Spreads von Unternehmensanleihen verengten sich. In besonders starkem Masse war diese Entwicklung im Investment-Grade-Segment zu beobachten. Auch High-Yield-Anleihen profitierten zwar von einem allgemeinen Trend zu engeren Spreads, doch die Auswirkungen des Geschehens am chinesischen Immobilienmarkt hatten auf diese insgesamt einen deutlichen negativen Effekt.
- **Einschätzung:** Wir waren zuversichtlich bezüglich der Aussichten für die Fundamentaldaten von Emerging-Markets-(EM)-Unternehmen und erwarteten eine spürbare Erholung von den anfänglichen Schwierigkeiten infolge der Pandemie.  
**Ergebnis:** Die Bonitätskennzahlen erholten sich schneller und auf breiterer Front als von uns erwartet. Einige wichtige Kennzahlen wie das EBITDA lagen sogar höher als vor der Pandemie.

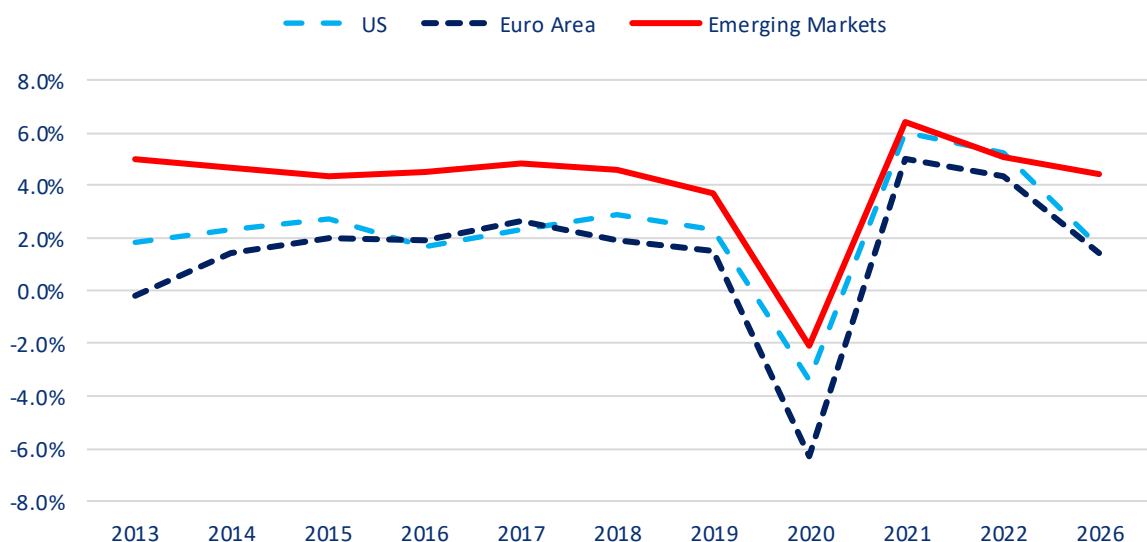
- **Einschätzung:** Wir wiesen auf den Anstieg der Zahlungsausfälle bei chinesischen Onshore-Anleihen im Jahr 2020 hin und räumten das Risiko ein, das diese Entwicklung für die Stimmung in Bezug auf den breiteren chinesischen Markt im Jahr 2021 bergen könnte. Nach unserer Auffassung boten sich am chinesischen Immobilienmarkt sehr interessante Möglichkeiten, wobei jedoch eine Differenzierung unseres Erachtens der Schlüssel zum Erfolg in diesem Segment sein würde.

**Ergebnis:** Die Schwierigkeiten am chinesischen Immobilienmarkt erwiesen sich als weitaus grösser als von den meisten – uns eingeschlossen – erwartet. Während ein differenziertes Herangehen und eine solide Wertpapierauswahl von entscheidender Bedeutung waren, um Kapitalverluste zu vermeiden, erwiesen sich die Schwierigkeiten, mit denen das Segment insgesamt konfrontiert war, als zu gross um noch positive Renditen zu ermöglichen.

### Ausblick auf 2022: Die Herausforderungen nehmen zu, aber wir bleiben optimistisch

- **Weltwirtschaft:** Der globale wirtschaftliche Aufschwung wird nach der kräftigen Erholung des Jahres 2021 weitergehen, wenn auch in langsamerem Tempo. Neue Corona-Ausbrüche bleiben zwar ein ständiges Risiko, doch wir glauben, dass viele Schwellenländer dafür besser gewappnet sind als erwartet – mit Impfquoten, die denen in den Industrieländern gleichen. Der IWF stützt diese These, indem er davon ausgeht, dass die Schwellenländer 2022 ein Wachstum von 5.1% verzeichnen werden, verglichen mit 4.3% für die EU und 5.2% für die USA.

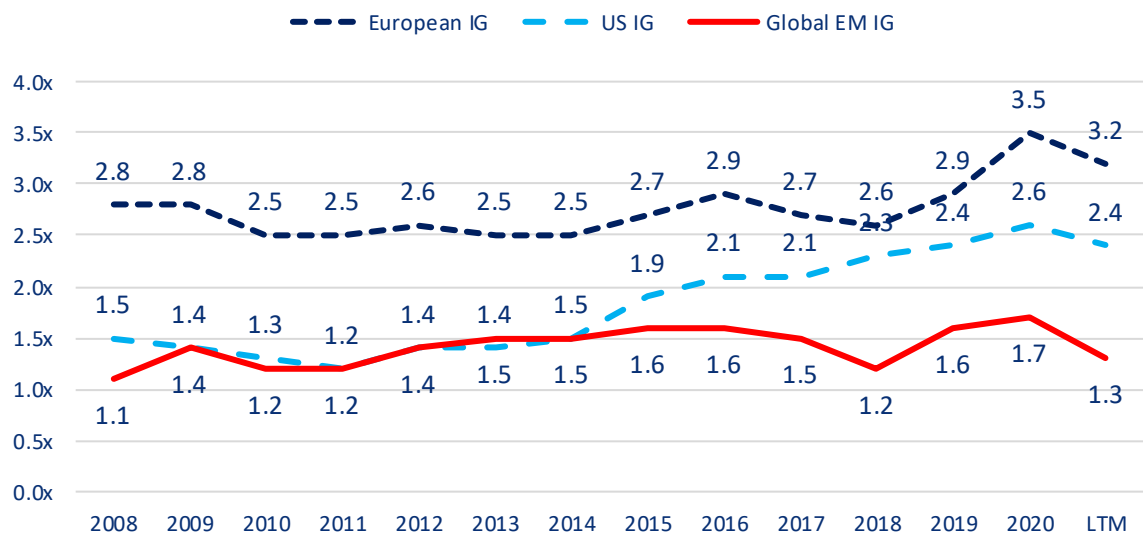
Abbildung 1: BIP-Wachstum (p.a. in %)



Quelle: IWF, November 2021

- **Fundamentales Umfeld:** Im Laufe des Jahres 2021 erholten sich die Unternehmensgewinne deutlich – aus allen Regionen wurden zweistellige Zuwächse gemeldet. Angesichts steigender EBITDAs und unveränderter Schuldenstände verbesserten sich die Schuldenquoten erheblich. Für 2022 bleiben wir zuversichtlich mit Blick auf die Bonitätskennzahlen der Emittenten von EM-Unternehmensanleihen. Die Fundamentaldaten dürften solide bleiben, als Treiber sehen wir insbesondere ein moderates EBITDA-Wachstum und ein unverändertes Schuldenniveau. Einen erneuten Schuldenaufbau in grösserem Stil erwarten wir nicht, da die meisten Unternehmen keine aggressiven Investitionsprogramme oder M&A-Aktivitäten planen. Infolgedessen sollte der Nettoverschuldungsgrad von EM-Unternehmen weiter bei 1.5x und damit deutlich unter dem Wert für vergleichbare Unternehmen aus Industrieländern liegen (siehe Abbildung 2). Für 2022 wird bei EM High Yield eine durchschnittliche Ausfallquote von 3.9% erwartet, wobei das Gros der Zahlungsausfälle auf das Konto des chinesischen Immobiliensektors und Argentiniens gehen dürfte. In anderen Regionen werden die Ausfallquoten voraussichtlich nicht mehr als 1.1% betragen.

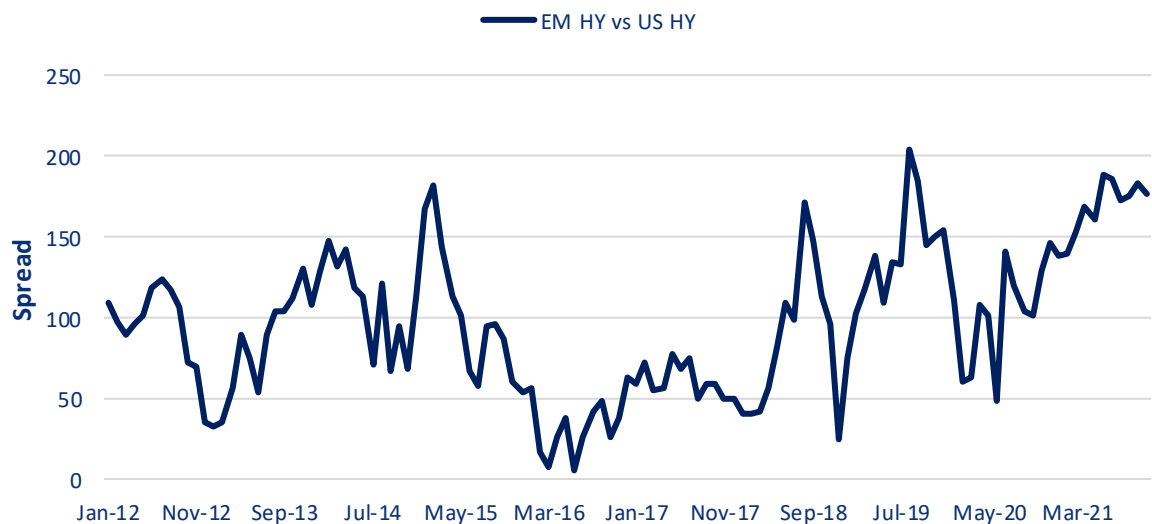
Abbildung 2: Nettoverschuldungsgrad (net leverage)



Quelle JP Morgan, Oktober 2021

— **Bewertungen:** Wir halten die Bewertungen von EM-Unternehmensanleihen nach wie vor für attraktiv – absolut gesehen ebenso wie im Vergleich zu ihren Peers aus den Industrieländern (siehe Abbildung 3). Allerdings gibt es erhebliche Unterschiede zwischen den Regionen. Die Stabilisierung am High-Yield-Markt in Asien, die stetige positive Entwicklung in Indien und Indonesien, eine teilweise Erholung bei Immobiliengesellschaften im Nahen Osten und ein grösseres Engagement an den Frontier-Märkten sind Themen, die für uns klare Chancen repräsentieren. Grössere Herausforderungen wird es dagegen in Lateinamerika geben. Dort stehen in mehreren Ländern Wahlen bevor, verbunden mit politischer Unsicherheit und Umsetzungsrisiken bei geplanten Massnahmen.

Abbildung 3: Credit-Spread-Differenzen EM-HY vs. US-HY (Laufzeiten 5 Jahre)



Quelle JP Morgan, November 2021

- **Zinsen in den Industrieländern:** Wir gehen davon aus, dass 2022 ein weiteres Jahr sein wird, in dem die Normalisierung der Geldpolitik nach der Pandemie einen negativen Einfluss auf die Performance festverzinslicher Instrumente haben wird. Die Renditen von US-Treasuries haben sich seit Jahresbeginn nahezu verdoppelt, liegen jedoch noch immer unter dem Niveau vor der Pandemie. Die US-Notenbank Fed dürfte ihren lang erwarteten Zinserhöhungszyklus im Laufe des kommenden Jahres einleiten, wobei man argumentieren könnte, dass sich diese Erwartung im aktuellen Verlauf der US-Treasury-Kurve schon zum grossen Teil widerspiegelt. EM-Unternehmensanleihen sind zwar nicht immun gegen weitere Zinsanstiege, doch eines ihrer Hauptmerkmale ist die kürzere Duration, gepaart mit einer geringeren Korrelation mit den Renditen von US-Staatsanleihen. Von daher werden sie den Auswirkungen steigender Renditen zwar nicht vollständig entgehen, diese jedoch besser verkraften können als Papiere mit längerer Duration und stärker korrelierende festverzinsliche Instrumente.
- **Wachstum:** Als Wachstumstreiber sehen wir eine fortgesetzte wirtschaftliche Wiederöffnung, ermöglicht durch die Ausweitung der Impfkampagnen, sowie anhaltend feste Rohstoffpreise und solide Fundamentaldaten der Emittenten von Unternehmensanleihen. Für zusätzliche Impulse dürften der Ausbau der Lagerbestände und ein weiterer Abbau der privaten Ersparnisse sorgen. Generell wird das Wachstumsgefälle zwischen Schwellen- und Industrieländern ab 2022 unserer Einschätzung nach wieder grösser werden. In Lateinamerika erwarten wir unterschiedliche Konjunkturverläufe in den einzelnen Ländern, abhängig von der jeweiligen Bedeutung des Rohstoffsektors, von Fortschritten bei der Wiederöffnung, fiskalpolitischen Einschränkungen, Inflationsraten und davon, wo sich ein Land gerade im geldpolitischen Zyklus befindet. Vor diesem Hintergrund ist von einer Outperformance Kolumbiens und Mexikos auszugehen. Angesichts der ersten Wasserknappheit werden weiterhin die Wetterbedingungen entscheidenden Einfluss auf die Inflations- und Wachstumsdynamik in Brasilien haben. Wie sich die chinesische Wirtschaft künftig entwickelt, wird nicht nur für die Schwellenländer, sondern auch für die Weltwirtschaft als Ganzes von grosser Bedeutung sein. Wir erwarten für China infolge einer expansiveren Geld- und Finanzpolitik eine stabile Wirtschaftsentwicklung mit leicht anziehender Konjunktur. Die verschärften Bedingungen bei der Kreditvergabe dürften allerdings teilweise von Dauer sein. Eine überdurchschnittliche Performance lassen Indien und Indonesien erwarten. Beide werden voraussichtlich ein kräftiges Wachstum verzeichnen, getragen von einer Erholung des Dienstleistungssektors und, im Falle Indonesiens, höheren Rohstoffpreisen. In der EEMEA-Region (Schwellenländer in Europa, Nahost, Afrika) wird Russland auch künftig von den hohen Energiepreisen profitieren und seine Staatsfinanzen und die Leistungsbilanz weiter verbessern; geopolitische Risiken werden jedoch ein entscheidender Faktor bleiben. Weniger optimistisch sind wir für die Türkei, wo die unorthodoxe Geldpolitik wohl vorerst andauern wird.
- **Inflation:** In vielen Schwellenländern, besonders in Lateinamerika, sind die Inflationsraten bereits sehr hoch. In Brasilien wird erwartet, dass die Teuerungsrate Ende 2021 über 10% liegen wird. Wir gehen dennoch davon aus, dass die Inflation in den meisten Ländern Ende 2021 ihren Höhepunkt erreichen und im Laufe des Jahres 2022 allmählich sinken wird. In vielen Schwellenländern haben die Notenbanken – anders als in den Industrieländern – bereits reagiert und ihre Geldpolitik sehr deutlich gestrafft. Diese Entwicklung wird sich unserer Ansicht nach 2022 fortsetzen.
- **Wahlen:** Wahlen werden auch im kommenden Jahr wieder eine bedeutende Rolle spielen (siehe Tabellenübersicht auf der nachfolgenden Seite). So werden die Wahlen zum US-Kongress an den Märkten für Risikoanlagen genau beobachtet werden. Unter den Schwellenländern sticht Lateinamerika mit mehreren wichtigen Wahlen im Jahr 2022 hervor. In Kolumbien und Brasilien werden neue Präsidenten gewählt, wobei besonders die Wahlen in Brasilien das ganze Jahr für Schlagzeilen sorgen dürften. In Chile schafft ausserdem der Prozess der Ausarbeitung einer neuen Verfassung Unsicherheiten für das künftige Investmentumfeld.

Land	Art der Wahl	Zeitpunkt
Costa Rica	Präsident und Parlament	Februar
Südkorea	Präsident	März
Kolumbien	Parlament	März
Hongkong	Exekutive	März
Philippinen	Präsident und Parlament	Mai
Kolumbien	Präsident	Mai
Libanon	Parlament	Mai
Indien	Präsident	Juli
Kenia	Präsident und Parlament	August
Brasilien	Präsident und Parlament	Oktober

Quelle JP Morgan, National Democratic Institute, IFES

- **Chinesische Innenpolitik:** Die chinesische Wirtschaft befindet sich in einer Übergangsphase, in der die Entscheidungsträger den Blick stärker auf die Qualität als auf die Höhe des Wachstums richten. Die offizielle Kampagne mit dem Motto „gemeinsamer Wohlstand“ ist Teil dieses Übergangs. Sie zielt darauf ab, strukturelle Ineffizienzen zu überwinden, die sich in den zurückliegenden Jahren des rasanten Wachstums herausgebildet haben.

In diesem Kontext sind insbesondere Pekings Massnahmen im Bildungs- und Immobiliensektor zu sehen, die die Kosten für den Unterhalt einer Familie senken und systemische Risiken im Immobiliensektor durch Begrenzung der Verschuldung und des Gesamtengagements verringern sollen. Wir erwarten eine geringfügige Lockerung der Geldpolitik, gehen aber zugleich davon aus, dass die strukturelle Verschärfung der Bedingungen bei der Kreditvergabe, die in diesem Jahr vorgenommen wurde, von Dauer sein wird, besonders im Immobiliensektor. Mittelfristig rechnen wir mit weiteren Massnahmen im Rahmen der Politik des „gemeinsamen Wohlstands“, von denen sich einige negativ auf bestimmte Branchen der Anlageklasse auswirken könnten.

- **Immobilien-/High-Yield-Segment in China:** Ein Risiko systemischer Ansteckungseffekte im chinesischen Immobiliensektor sehen wir nicht, da Peking über geeignete Instrumente verfügt, um sie zu verhindern. Die Situation in dem Sektor dürfte schwierig bleiben – die Regulierung der Hauspreise und die Eindämmung der Verschuldung werden weiterhin hohe Priorität haben. Immobilienentwickler und Bauunternehmen im oberen Bereich des Qualitätsspektrums werden sicher überleben und ihren Marktanteil möglicherweise ausbauen. Firmen mit schwächerer Bonität werden indessen durch eine Kombination von Umsatzausfällen und schwierigeren Finanzierungsbedingungen unter Druck geraten. Wir rechnen mit einer Fortdauer der Volatilität, wobei sich durch Marktverwerfungen interessante Gelegenheiten bei chinesischen Immobilienentwicklern im höherwertigen Segment eröffnen könnten. Chancen sehen wir aber vor allem auch bei chinesischen Hochzinsanleihen ausserhalb des Immobiliensektors. Nach unserer Einschätzung ist in China eine langsamere, aber stabile wirtschaftliche Entwicklung zu erwarten, und insofern sollten sich andere Segmente der Wirtschaft positiv entwickeln. Durch das jüngste Übergreifen der Volatilität im Immobiliensektor auf andere Bereiche haben sich interessante Gelegenheiten bei Unternehmensanleihen eröffnet, deren Emittenten sauberere Bilanzen aufweisen und die mit attraktiven Bewertungen notieren.

- **Technische Faktoren:** Das Emissionsvolumen bei EM-Unternehmensanleihen war 2021 erneut sehr hoch. Für das Gesamtjahr wird ein Bruttovolumen in einer Rekordhöhe von 540 Mrd. USD erwartet, bei einem

Nettoemissionsvolumen von voraussichtlich 65 Mrd. USD. Auch die Mittelzuflüsse in EM-Hartwährungsanleihen – 27 Mrd. USD bis November 2021 – haben wieder kräftig zugenommen, nachdem während der Pandemie erhebliche Abflüsse zu verzeichnen waren. Für 2022 rechnen wir mit einem anhaltend günstigen technischen Umfeld. Positive Faktoren dürften insbesondere eine solide Nachfrage und geringe Nettoemissionen sein. Die Mittelzuflüsse in die Anlageklasse dürften moderat bleiben. Gestützt werden dürften die Zuflüsse von einem derzeit mangelnden Engagement vieler internationaler Anleger in Schwellenländeranleihen, der anhaltenden Geldschöpfung durch die weltweiten Notenbanken sowie durch positive Renditeerwartungen. Auf der anderen Seite sollte die Nettogeldaufnahme sinken, da sich viele Emittenten in Erwartung höherer Zinsen vorab ihre Finanzierung gesichert hatten; zudem wird ein Anstieg der Fälligkeitsvolumina erwartet.

#### Fazit:

Aus unserer Sicht sind die Risikoaufschläge bei EM-Unternehmensanleihen weiterhin attraktiv, und im Unterschied zu Unternehmensanleihen aus Industrieländern besteht 2022 noch Spielraum für eine Verengung. Erneut bieten sich besonders im High-Yield-Segment die interessantesten Chancen auf eine deutlichere Verengung der Spreads. Darüber hinaus dürfte die Kombination von günstigen technischen Bedingungen beim Angebot und vergleichsweise guten Bonitätskennzahlen (die sich zudem noch verbessern) massgeblich zu weiteren Allokationen in die Anlageklasse beitragen. Wir erwarten deshalb für das breite Segment der EM-Unternehmensanleihen Renditen im mittleren einstelligen Bereich, während uns im EM-High-Yield-Segment hohe einstellige Renditen nicht unrealistisch erscheinen.

---

## 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](http://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.

©Fisch Asset Management 2021