

# *»Ausblick 2023*

## *Unternehmensanleihen aus Schwellenländern*



Dezember 2022

Marketingunterlage



Thomas Fischli-Rutz  
Head Emerging Markets

## Zusammenfassung

---

- Unternehmen aus den Schwellenländern haben das Jahr 2022 als äusserst schwierig erlebt, denn die Kombination aus stark steigenden Zinsen und sich ausweitenden Risikoaufschlägen (Credit Spreads) bot keine Möglichkeit, irgendwo Schutz zu suchen.
- ‘Soft Landings’ sind selten, aber es gibt sie. Aufgrund unseres Basisszenarios einer flachen kurzen Rezession in den USA und einer Wachstumserholung nach dem ersten Quartal 2023 prognostizieren wir für das Gesamtjahr Renditen im hohen einstelligen Bereich. Wir bevorzugen Unternehmen mit höherer Qualität und attraktiven Ablaufrenditen mit gleichzeitig begrenzten Ausfallrisiken.
- Emerging-Markets-Unternehmensanleihen haben einen Bewertungspuffer gegenüber EM-Staatsanleihen und US-High-Yield-Anleihen aufgebaut. Die Credit Spreads erscheinen im aktuellen Konjunkturzyklus fair, und die Cash-Preise notieren angesichts der Zinsanpassung auf historischen Tiefständen, was einen gewissen Schutz bietet. Mit ihren immer noch robusten Bilanzen und ihrem niedrigen Verschuldungsgrad sollten EM-Unternehmensanleihen in der Lage sein, dem Margendruck standzuhalten.
- In Anbetracht der aktuellen Unsicherheiten dürften die Zentralbanken der Schwellenländer, die sich dem Ende ihrer Zinserhöhungszyklen nähern, die Risikobereitschaft der Investoren steigern und potenzielle Mittelzuflüsse in Hartwährungsanleihen auslösen. Die Ausfallraten werden auf ähnlichem Niveau wie 2022 erwartet, wobei sie sich insbesondere auf chinesische Immobilien, Russland und Ukraine konzentrieren dürften.

## Rückblick 2022

---

Das Jahr 2022 erwies sich als ein herausforderndes Jahr für Unternehmensanleihen aus den Schwellenländern. Zwei Entwicklungen waren die Haupttreiber: die Invasion der Ukraine durch Russland sowie der erste Bärenmarkt an den Zinsmärkten seit Jahrzehnten. Trotz der fundamental äusserst soliden Finanzkennzahlen der Mehrheit unseres Anlageuniversums führten die beiden genannten Faktoren, in Kombination mit einer allgemeinen Ausweitung der Risikoprämien, zum schwierigsten Jahr seit der Finanzkrise 2008.

Wie von uns erwartet waren für die Gesamtentwicklung insbesondere lokale makroökonomische und politische Faktoren und weniger industrie- oder unternehmensspezifische Themen relevant. In Asien lag der Fokus vorwiegend auf der chinesischen Null-Covid-Politik sowie dem schwachen Immobiliensektor. Darüber hinaus profitierten die asiatischen Länder weiterhin von ihrer historischen Tendenz zu einer niedrigeren Inflation. Der Nahe Osten, beflügelt durch die ausserordentlich hohen Ölpreise, erwies sich als besonders stabil, wobei die breite lokale Investorenbasis zusätzliche Unterstützung bot. In Lateinamerika beeinflussten vor allem politische Entwicklungen die Risikoprämien. Trotz der teilweise herausfordernden Situation erwies sich die Region dank der

fundamental gut aufgestellten Firmen sowie der engen Verflechtung mit den USA als robust. Besonders unter Druck gerieten die fiskalisch anfälligen Staaten mit hohem externem Finanzierungsbedarf, welche unter den erhöhten Finanzierungskosten und Unsicherheit bezüglich der Refinanzierungen litten. Neben vereinzelt Ländern in Asien und Lateinamerika betraf dies primär Afrika.

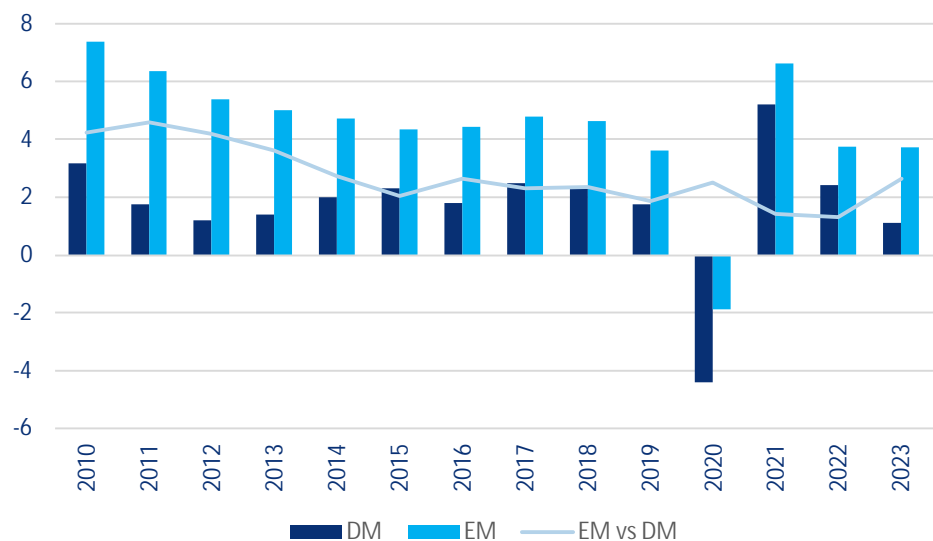
In unserer defensiven Strategie konnten wir dank unserer zurückhaltenden Positionierung in Russland relativ profitieren. Unsere opportunistische Strategie wiederum profitierte von einer starken Titel- und Sektorenauswahl, litt hingegen unter ihrer allgemeinen Risikoübergewichtung. Die dynamische Strategie legten wir anfangs Mai in einem herausfordernden Umfeld auf. Sie bietet mit attraktiven Bewertungen und soliden Fundamentaldaten momentan ein interessantes, konvexes Risikoprofil.

### Ausblick 2023

» Wir sehen attraktive Einstiegsmöglichkeiten für längerfristige Investoren.

Soft-Landings kommen selten vor, aber es gibt sie immer wieder. Der umfassende Ausverkauf der EM-Unternehmensanleihenmärkte schafft attraktive Einstiegsmöglichkeiten für Investoren mit einem längerfristigen Anlagehorizont. Dies ist unserer Ansicht nach ein aussergewöhnliches Umfeld für die Erzielung von Renditen im hohen einstelligen Bereich aus qualitativ hochwertigen Vermögenswerten. Die Renditen von EM-Unternehmensanleihen sind deutlich gestiegen, während die Erwartung eines langsameren globalen Wachstums weitgehend in den Märkten eingepreist ist. Eine moderatere Inflation, eine weniger straffe Geldpolitik und ein niedrigerer US-Dollar deuten auf ein schneller als erwartetes Sinken der Inflation hin. Die allmähliche Lockerung von Chinas Null-Covid-Politik könnte zu einem Wiederanstieg des Wirtschaftswachstums führen und die Verbreiterung der Wachstumslücke zwischen den Schwellenländern und den Industriestaaten weiter unterstützen (siehe Chart 1).

Chart 1: Wachstumsvergleich bzw. Wachstumslücke der EM ggü. Industriestaaten (%)



Quelle: IMF WEO Okt. 2022

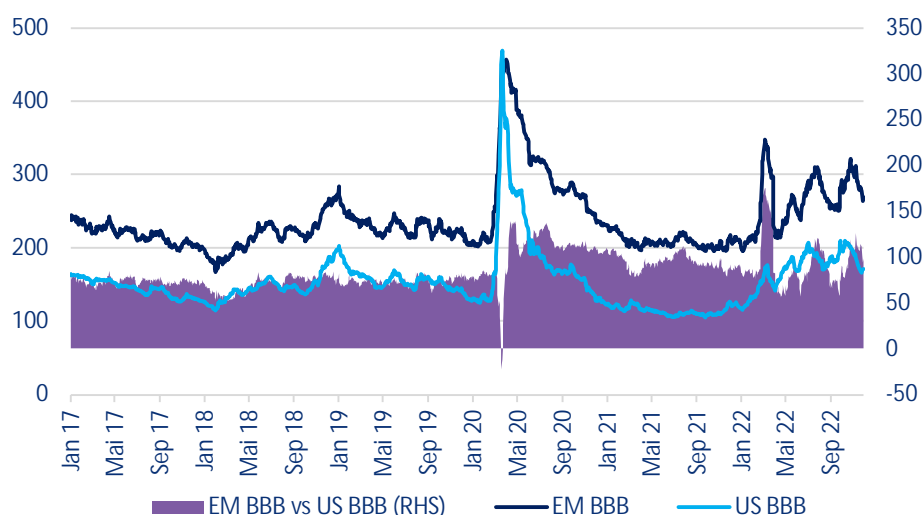


» Die Null-Covid-Politik Chinas führte in Asien zu Verwerfungen bei den Bewertungen.

### Bewertungen

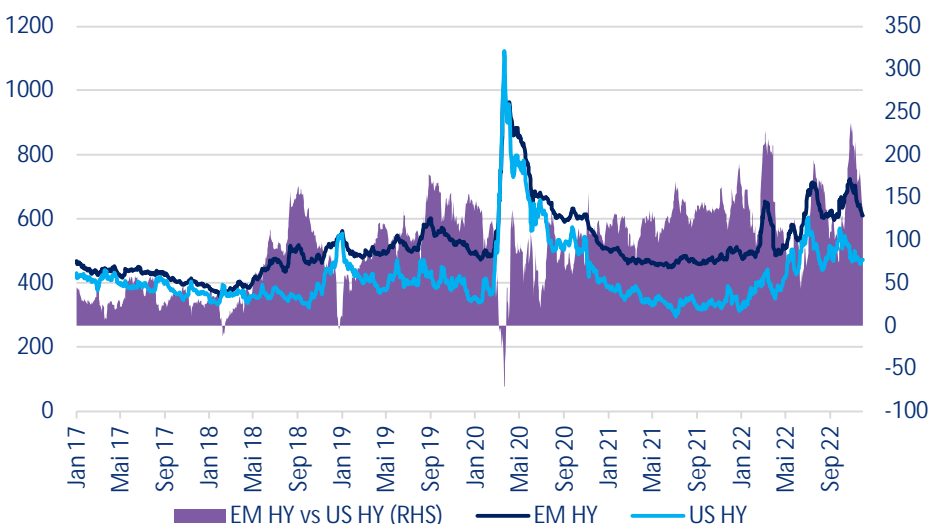
Wir halten die Bewertungen von EM-Unternehmensanleihen für attraktiv – absolut als auch im Vergleich zu den US-Märkten (siehe Charts 2 und 3). Die globale konjunkturelle Abschwächungsdynamik dürfte zu einem wesentlichen Anteil in den Bewertungen reflektiert sein. Es gibt erhebliche Unterschiede zwischen den Regionen, was uns als aktivem Portfoliomanager sehr entgegenkommt. Auffällig waren zuletzt die Verwerfungen der Bewertungen in Asien, ausgelöst durch die Null-Covid-Politik Chinas, die Probleme des chinesischen Immobilienmarktes und teilweise grossen Geldabflüssen internationaler Investoren. Durch verschiedene Massnahmen seitens der chinesischen Regierung und der Zentralbank (PBOC), hat sich die gesamte Region jüngst deutlich erholt. Wir erachten die Subregion Südostasien (ASEAN) als attraktiv und sehen Potenzial für eine Einengung der Credit Spreads. Lateinamerika könnte nach den vielen Wahlen 2022 auf ein politisch ruhigeres Jahr zusteuern. Die mehrheitlich gesunden Bilanzen werden aktuell bereits in den Credit Spreads widerspiegelt, wobei wir auf Basis der Fundamentalanalyse überzeugt sind, weitere unterbewertete Anleihen in der Region zu finden und selektiv in die Strategien aufzunehmen.

Chart 2: BBB Credit Spreads im Vergleich zum US-Markt (Basispunkte)



Quelle J.P. Morgan, Bloomberg

Chart 3: EM und US High Yield Spreads (OAS)



Quelle J.P. Morgan, Bloomberg

### Technisches Umfeld

Wichtige Treiber der Nachfrage nach Schwellenländer-Unternehmensanleihen sind neben den idiosynkratischen Risiken der Anlageklasse unter anderem die Entwicklung des US-Dollar sowie der risikolosen Zinsen. Hier erwarten wir im Vergleich zu 2022 eine deutliche Entspannung und dass sich die Zinsdifferenz Euro gegen US-Dollar reduzieren dürfte, was mittelfristig zu tieferen Währungsabsicherungskosten führt und das internationale Interesse nach US-Dollar-Anleihen steigern sollte. Attraktive Bewertungen gegenüber vergleichbaren Anlageklassen sind jedoch eine Voraussetzung für eine gesteigerte Nachfrage nach EM-Unternehmensanleihen im sich gegenwärtig abschwächenden Konjunkturmilieu. Demgegenüber könnten das Angebot an Neuemissionen und die Erwartungen bezüglich Kreditausfällen die Risikofreudigkeit dämpfen.

Die Ausfallraten dürften mit 10.6% (Erwartungen von J.P. Morgan) im Jahr 2023 ähnlich hoch wie in diesem Jahr ausfallen, allerdings sollten sich die Ausfälle auf klar identifizierbare Bereiche konzentrieren (chinesische Immobilien, Russland und Ukraine). Wir erwarten allgemein keine erhebliche Verschlechterung der Bilanzen und vergleicht man die Ausfallschätzungen von EM-Unternehmensanleihen ausserhalb von China, Russland und der Ukraine mit 3% gegenüber US- und EUR-HY mit 2-2.5%, so ist die Differenz vernachlässigbar.

### Portfolio-Positionierung

Um positive Gesamterrenditen zu erzielen, werden wir uns hinsichtlich des Risikos auf dem Weg ins Jahr 2023 etwas defensiver positionieren sowie eine überdurchschnittliche Liquiditätsquote beibehalten. Beides bietet uns die Möglichkeit, gezielt von Marktverwerfungen zu profitieren. Da die Märkte noch einige Zeit in hohem Masse 'datenabhängig' bleiben werden, ermöglicht eine konservative Positionierung durch den Fokus auf eine höhere Kreditqualität, die sich auf Unternehmen mit geringem Refinanzierungsbedarf und soliden Bilanzen konzentriert, die Volatilität ohne wesentliche Kreditverschlechterung zu überstehen. Die Risiken, die unser Basisszenario in Frage stellen würden, sind nicht EM-spezifisch. Dazu gehören zu optimistische Inflationsprognosen, ein Abgleiten der USA in eine tiefere Rezession und viel langsamere Fortschritte hinsichtlich einer Normalisierung der Wirtschaftsaktivitäten in China – diese Faktoren müssen im Auge behalten werden.

» Wir fokussieren uns auf die Titelselektion und bessere Kreditqualitäten.

Da die Zinsen ihren Höchststand eventuell schon erreicht haben, erwarten wir, dass Investment-Grade- und qualitativ höherwertige High-Yield-Unternehmensanleihen besser abschneiden werden. Bevor wir in unseren opportunistischen sowie dynamischen Strategien Titel mit einem Rating von B oder niedriger hinzufügen, warten wir auf das Durchschreiten der Talsohle bei den Einkaufsmanagerindikatoren (PMI). Aus regionaler Sicht bevorzugen wir weiterhin Lateinamerika, den Nahen Osten und Afrika – Europa hingegen sehen wir eher kritisch. Ein potenzielles Ende der Covid-Lockdowns in China könnte ein Silberstreif am Horizont sein und Asien zugutekommen.

In der defensiven Strategie werden wir aufgrund des beschriebenen Makroumfelds das Beta gegenüber dem Markt bewusst tief halten. Die laufende Verzinsung bietet bereits jetzt attraktive Renditen. Wir erwarten mit einem Rückgang der Zinsvolatilität eine stärkere Nachfrage nach hochqualitativen Anleihen und fokussieren uns primär auf die Titelselektion. Regional bevorzugen wir Anleihen aus dem Nahen Osten und vereinzelte Länder Südasiens. In Lateinamerika warten wir attraktivere Bewertungen ab.

### Rohstoffe

Wir sehen den Energiesektor weiterhin positiv, da das Angebot nach vielen Jahren der Unterinvestition und ESG-bedingt begrenzt ist. Dazu kommen anhaltende geopolitische Unsicherheiten und die Wahrscheinlichkeit einer Neuausrichtung des Wachstums auf Asien. Schwaches Wachstum im ersten Quartal in Verbindung mit besser funktionierenden Lieferketten wird die Rohstoffpreise eher niedrig halten und die disinflationären Trends verstärken, aber ein Wachstumsschub in China könnte zu einer Erholung der Nachfrage nach Energie und Metallen führen.

### Fazit

---

Die Renditechancen, die sich in den Schwellenländern bieten, stimmen uns für 2023 optimistisch. Trotz schwieriger Bedingungen entwickelt sich das Wachstum in den Emerging Markets besser als in den Industriestaaten, was zu einer Vergrößerung der Wachstumslücke zu Gunsten der Schwellenländer führt. Die aktuellen Bewertungen bieten Anlegern mit einem längerfristigen Anlagehorizont attraktive Einstiegspunkte. Die Fundamentaldaten vieler EM-Unternehmen sind nach wie vor solide, und die Investoren sind eher untergewichtet. Eine Diversifizierung über Regionen, Länder und Sektoren hinweg sowie eine strenge Titelauswahl anhand von Relative-Value-Kriterien werden erneut ausschlaggebend für den Erfolg sein.

Zu den Signalen, die uns optimistischer werden lassen, gehören nachlassende geopolitische Spannungen, eine Abschwächung der Inflation und eine Verbesserung des Wachstums in China. China könnte das globale Wachstum ankurbeln, wenn es die Null-Covid-Politik hinter sich lässt, während der anhaltende Krieg in der Ukraine die Energiepreise hochhalten wird.

## Wichtige rechtliche Hinweise

---

Die vorliegende Dokumentation richtet sich ausschliesslich an professionelle Anleger. Die in dieser Dokumentation enthaltenen Informationen und Meinungen dienen ausschliesslich zu Informationszwecken und stellen keine Aufforderung, Empfehlung, kein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder anderen Dienstleistungen oder sonstigen Transaktionen dar. Sie richtet sich nicht an Personen in Rechtsordnungen, in denen die Bereitstellung solcher Informationen gegen lokale Gesetze und Vorschriften verstossen würde. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben wird keine Haftung übernommen. Alle Meinungen und Ansichten spiegeln die aktuelle Einschätzung der Autoren wider und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. DIE HISTORISCHE PERFORMANCE IST KEINE GARANTIE FÜR DIE ZUKÜNFTIGE ENTWICKLUNG. Es gibt keine Garantie dafür, dass Prognosen realisiert werden. Sofern nicht anders angegeben, ist die Quelle Fisch Asset Management AG. Fisch Asset Management AG hat aus externen Quellen stammende Informationen nicht eigens geprüft und Fisch Asset Management AG kann weder ausdrücklich noch stillschweigend garantieren, dass diese Informationen korrekt, zutreffend oder vollständig sind.

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

© 2022 Fisch Asset Management AG