

Festverzinsliche Wertpapiere: Stechen Schwellenländer die Industrieländer aus?

Verfasser: Gonzalo Borja – Leiter Fixed-Income Investment Solutions, Andreas Fischer – Leiter Emerging-Markets Fixed Income

Wesentliche Punkte:

- Die Schwellenländer setzen sich aus einer heterogenen Gruppe von Ländern zusammen. Die Wirtschaftstreiber dieser Länder haben oft unterschiedliche Ursprünge und Abhängigkeiten und befinden sich in unterschiedlichen Phasen des Wirtschaftszyklus, insbesondere im Vergleich zu Industrieländern.
- Insgesamt wird erwartet, dass sich der Wachstumsunterschied zwischen den Schwellen- und Industrieländern im Jahr 2023 vergrössern wird.
- Obwohl die Inflation in den Schwellenländern höher ist als in den Industrieländern, fiel das Ausmass des Anstiegs seit 2020 viel geringer aus. Zudem ist die Wahrscheinlichkeit von Zinssenkungen bei den Zentralbanken der Schwellenländer allgemein höher als bei denjenigen der Industrieländer.
- Die Bewertungen für auf US-Dollar lautende Unternehmensanleihen aus Schwellenländern sind im Vergleich zu US-amerikanischen Unternehmensanleihen attraktiver. Dies gilt insbesondere im High-Yield-Universum.

Beurteilung wichtiger makroökonomischer Faktoren

Eine Entscheidung, die Anlegerinnen und Anleger in Bezug auf ihre Portfolios treffen müssen, ist die Aufteilung zwischen Industrie- und Schwellenländern. Bei den Schwellenländern muss entschieden werden, ob ein Engagement in harter oder lokaler Währung eingegangen werden soll. Anlagen in Schuldtiteln in Lokalwährung bedeuten, dass man das Währungsrisiko und eine höhere, aktienähnliche Volatilität in Kauf nimmt, dafür aber von einer geringeren Performancekorrelation profitiert. Im Allgemeinen müssen die Anlegerinnen und Anleger eine neutrale bis positive Einstellung zu den Währungen der Schwellenländer haben, um in Schuldtitel in Lokalwährung investieren zu können. Im Gegensatz dazu bieten auf US-Dollar lautende Anlagen in Schwellenländern traditionellere festverzinsliche Merkmale (d. h. stabilere Einkommensstrukturen), weisen aber eine höhere Korrelation mit festverzinslichen Portfolios in Industrieländern auf, da ihr Zinsrisiko an die US-Zinsen gebunden ist. Unabhängig von Anlagen in Hart- oder Lokalwährungsanleihen sollte eine allgemeine Einschätzung der makroökonomischen Situation in Schwellenländern im Vergleich zu Industrieländern als Ausgangspunkt dienen.

Diese Prognosen sind keine verlässlichen Indikatoren für die künftige Wertentwicklung.

Bessere Wachstumsprognosen für Schwellenländer als für Industrieländer

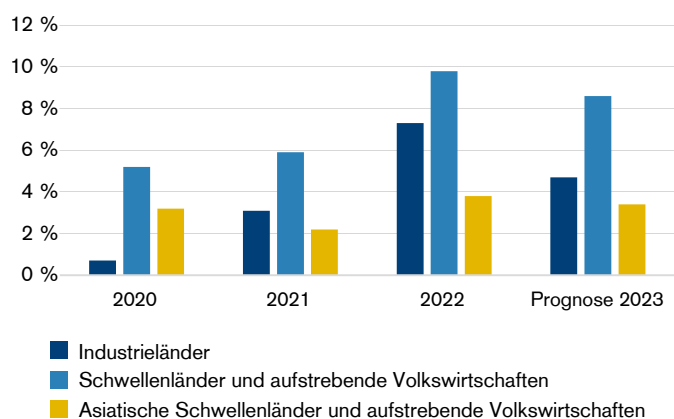
Insgesamt wird erwartet, dass die Schwellenländer ihre Wachstumsdynamik im Vergleich zur Peergruppe der Industrieländer weiter steigern können. Der Internationale Währungsfonds (IWF) erwartet in den Industrieländern für das Jahr 2023 eine Wachstumsverlangsamung von +2,7 % auf +1,3 %. Gleichzeitig wird erwartet, dass sich das Wachstum in den Schwellenländern von 2022 erholt, angetrieben durch die Wiederbelebung der chinesischen Wirtschaft nach der Anpassung seiner Null-COVID-Politik. 2023 dürften insbesondere auch auf den Binnenmarkt ausgerichtete Volkswirtschaften wie Indien und Indonesien ein solides Wirtschaftswachstum geniessen, da sie weniger stark von der Verlangsamung in den Industrieländern betroffen sind.

Warum eine Unterscheidung innerhalb der Allokation in Schwellenländern wichtig ist

Schwellenländer sind kein Monolith. Volkswirtschaften, die als Schwellenländer bezeichnet werden, haben oft sehr unterschiedliche Treiber und können sich zu jedem beliebigen Zeitpunkt in unterschiedlichen Phasen des Wirtschaftszyklus befinden. China ist ein gutes Beispiel dafür (siehe Kasten).

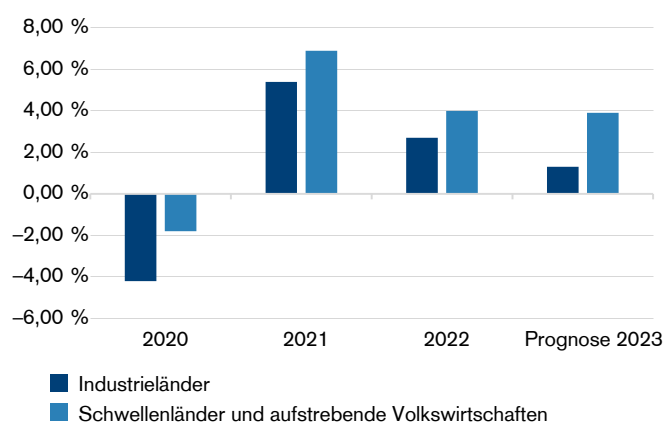
Die Unterschiede zwischen den wichtigsten Schwellenländern in Bezug auf Inflation und Leitzinsen sind ein gutes Beispiel, um die Heterogenität innerhalb der Schwellenländer zu veranschaulichen. Die Beispiele reichen von der brasilianischen Zentralbank mit ihrer sehr proaktiven Haltung bei der Inflationsbekämpfung mittels aggressiver Zinserhöhungen bis zur türkischen Zentralbank, die trotz einem deutlichen Anstieg der Inflation auf Zinserhöhungen verzichtet. Angesichts einer solchen Heterogenität ist die Asset Allocation eines Portfolios innerhalb der Schwellenländer wichtig. Obwohl die Inflation in den Schwellenländern natürlich höher ist als in den Industrieländern, fiel das Ausmass des Anstiegs seit 2020 insgesamt betrachtet viel geringer aus (siehe Abbildung 1). Die Inflationsrate gemäss Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) stieg in den Industrieländern von 0,7 % im Jahr 2020 auf 7,3 % im Jahr 2022 – ein sehr steiler Anstieg innerhalb sehr kurzer Zeit. Im Gegensatz dazu stieg die Inflation in den Schwellenländern von 5,2 % im Jahr 2020 auf 9,8 % im Jahr 2022 – ein viel kleinerer Unterschied. Asien als grösste Region innerhalb der Schwellenländer erfuhr nur einen geringen Preisdruck nach oben (von 3,2 % im Jahr 2020 auf 3,8 % im Jahr 2022), was zu deutlich weniger Zinserhöhungen im Vergleich zu den Industrieländern führte.

Abbildung 1: Inflation (Konsumentenpreise)



Quelle: IWF, World Economic Outlook, April 2023

Abbildung 2: Reales Bruttoinlandprodukt (BIP)



Quelle: IWF, World Economic Outlook, April 2023

Wir sind der Ansicht, dass dieser makroökonomische Rückenwind zeigt, weshalb Anlagen in Schwellenländern zur Allokation eines Global-Fixed-Income-Portfolios gehören sollten. Wir erachten die Unternehmensanleihen als eine interessante Anlageklasse innerhalb der Schwellenländer.

Chinas BIP-Wachstumsprognose für 2023

Der Fall China: ein Wirtschaftszyklus-Sonderfall im 2023

China lieferte im ersten Quartal 2023 ein starkes BIP-Wachstum von +4,5 % im Jahresvergleich und übertraf damit die Konsensprognose von +4,0 %. Die wirtschaftliche Erholung Chinas erscheint jedoch ungleichmässig, denn das Wachstum wurde vom Dienstleistungssektor angetrieben, während sich die Fertigung und der äusserst wichtige Immobiliensektor nur moderat erholten.

Gleichzeitig blieb die Inflation in China anders als in den Industrieländern gedämpft. Tatsächlich entging das Land im April im Jahresvergleich nur knapp einer Deflation, während die übrige Welt schmerzliche Preisanstiege erfährt. Wir gehen davon aus, dass China auf einem guten Weg ist, sein Wachstumsziel von rund +5,0 % für das Gesamtjahr zu erreichen, und die chinesische Zentralbank ihre Geldpolitik angesichts der einsetzenden Inflation eher weiter lockern wird.

Diese Prognosen sind keine verlässlichen Indikatoren für die künftige Wertentwicklung.

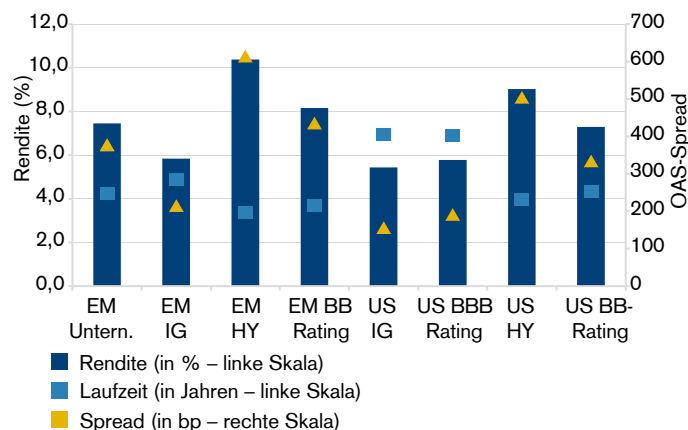
Dies ist eine gute Veranschaulichung für den unterschiedlichen Stand Chinas im Wirtschaftszyklus im Vergleich zu den Industrieländern. Aus der Perspektive der Schwellenländer wird die positive Auswirkung von Chinas Erholung nach COVID-19 auf die übrige Welt zu einem wichtigen Treiber angesichts des Konjunkturrückgangs in den Industrieländern.

Was den Ausblick auf die zweite Jahreshälfte 2023 anbelangt, so sehen wir das Risiko eines abnehmenden Wachstumsmomentums und einer begrenzteren Auswirkung Chinas auf die übrige Welt, als dies in der Vergangenheit der Fall war.

Unternehmensanleihen aus Schwellenländern mit höheren Werten als High-Yield-Anleihen aus Industrieländern

Die nachfolgende Abbildung zeigt die Renditen, Credit Spreads und Laufzeiten verschiedener auf US-Dollar lautender Schwellenländer- und US-Unternehmensbereiche. Die aktuellen Bewertungen zeigen einen Renditevorteil der Schwellenländeranleihen, da sie über dem langfristigen Durchschnitt gehandelt werden. US-High-Yield-Anleihen werden derweil zum Durchschnittswert oder leicht darunter gehandelt.

Abbildung 3: Wichtigste Merkmale – Unternehmensanleihen aus Schwellenländern versus US-Unternehmensanleihen



Quelle: JP Morgan Indizes, Bloomberg Finance LP; per 31. Mai 2023

Bewertung: Ein klarer Fall für auf US-Dollar lautende Unternehmensanleihen aus Schwellenländern

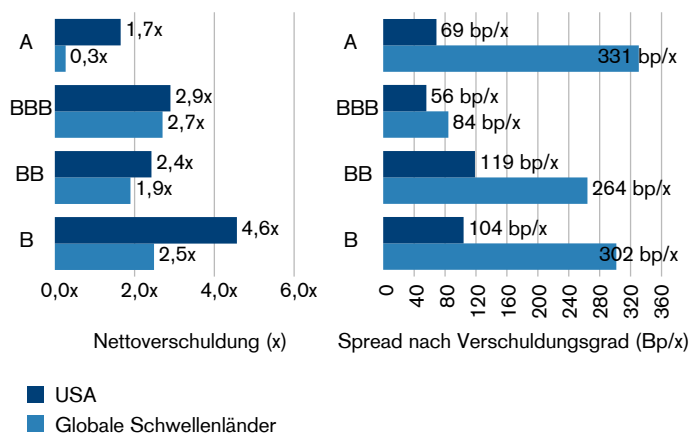
Anlagen in Schwellenländern sind üblicherweise mit einem höheren Risiko verbunden als Anlagen in Industrieländern. Dies gilt insbesondere in Bezug auf Corporate Governance und den institutionellen Rahmen. Die höheren Credit Spreads der Unternehmensanleihen aus Schwellenländern widerspiegeln diese Tatsache und entschädigen die Anlegerinnen und Anleger unseres Erachtens für das eingegangene Risiko. Zudem haben Unternehmensanleihen aus Schwellenländern kürzere Laufzeiten als die US-amerikanischen und sind dadurch weniger anfällig gegenüber Veränderungen bei den Leitzinsen – ein Merkmal, das angesichts der höheren Zinsvolatilität besonders wichtig ist.

Die Renditen der auf US-Dollar lautenden Unternehmensanleihen aus Schwellenländern bieten derzeit eine Risikoprämie von rund 378 Basispunkten (Bp), eine Rendite auf Verfall von 7,46 % (per 31. Mai 2023) bei einer durchschnittlichen Laufzeit von 4,27 Jahren und ein durchschnittliches Rating von BBB-.

Seit Mitte März bewegen sich die Credit Spreads der Schwellenländer infolge der Krise des regionalen US-Bankensektors und der US-Schuldenkrise in einer engen Spanne. Die tiefe Spread-Differenz wurde in der letzten Zeit durch die relativ ausgeweiteten Spreads bei US-Finanztiteln mit BBB-Rating vorangetrieben. Die Bewertungen von Investment-Grade-Anleihen aus Schwellenländern (EM IG) mögen im Vergleich zu US-Investment-Grade-Anleihen (US IG) zwar knapp wirken, ein Teil dieser Differenz ist jedoch durch die zwei Jahre kürzere Laufzeit der Investment-Grade-Anleihen aus Schwellenländern gegenüber den US-Investment-Grade-Anleihen zu erklären (siehe Abbildung 3).

Betrachtet man das High-Yield-Segment, so bieten Anleihen aus Schwellenländern – auch mit bereinigten Ratings – überzeugendere Renditen und Spreads als diejenigen aus Industrieländern. Wenn wir Indizes mit BB-Rating betrachten (siehe Abbildung 3) und Anleihen mit B-Rating sowie ausfallgefährdete Anleihen aus beiden Universen herausnehmen, so ist die Rendite (bereinigt um die Laufzeit) von Unternehmensanleihen aus Schwellenländern deutlich höher als für entsprechende US-Unternehmensanleihen. Unternehmensanleihen aus Schwellenländern bieten zudem allgemein stärkere Fundamentaldaten im Vergleich zu US-Unternehmensanleihen (siehe Abbildung 4).

Abbildung 4: Fundamentaldaten der Schwellenländer besser als US-Fundamentaldaten – Verschuldungsgrad pro Ratingsegment



Quelle: BofA Securities, Daten per 31. Dezember 2022 (Nettoverschuldung) und per 30. April 2023 (Spread)

Fundamentaldaten

Die Fundamentaldaten der Unternehmensanleihen aus Schwellenländern bleiben trotz Gegenwind in bestimmten Ländern und Sektoren solide. Angesichts des Preisdrucks und der erhöhten Inflation, denen die Märkte ausgesetzt sind, wird die wichtigste Frage im Ausmass der Konjunkturverlangsamung und der Art einer möglichen US-Rezession liegen. Abgesehen davon war die Abschwächung bei den Kreditkenngrössen moderat und ging von einem sehr starken Ausgangspunkt aus. Wir sehen zwar für die Fundamentaldaten der Unternehmensanleihen aus Schwellenländern nur noch ein begrenztes Aufwärtspotenzial, erwarten aber auch keine rapide Verschlechterung.

Der Markt für Unternehmensanleihen aus Schwellenländern in Hartwährung wird von Anlagen in US-Dollar dominiert. Daher ist ein Vergleich mit US-Unternehmensanleihen repräsentativ. Die Zahlen zur Gesamtverschuldung bieten einen guten allgemeinen Anhaltspunkt für die Verschuldungstendenz. Eine bessere Grundlage für den Vergleich von Unternehmensanleihen aus Schwellenländern und den USA liefert jedoch die Betrachtung der Nettoverschuldung innerhalb des gleichen Ratingsegments (siehe Abbildung 4). Die Kompensation pro Verschuldungsgrad ist bei den Schwellenländern viel höher als bei US-Anleihen. Insbesondere in den Segmenten BB und B wird bei Schwellenländeranleihen ein deutlich höherer Credit Spread pro Verschuldungsgrad bezahlt als bei den entsprechenden US-Anleihen.

Die breite Kategorie der Schwellenländeranlagen bietet eine Reihe attraktiver Anlagelösungen für Fixed-Income-Anlegerinnen und -Anleger. Während die Industrieländer immer noch von trägerem Wachstum und höherer Zinsvolatilität betroffen sind, bleiben die Fundamentaldaten vieler Schwellenländer robust und liefern eine solide Basis für Schwellenländeranlagen. Namentlich bei auf US-Dollar lautenden Unternehmensanleihen aus Schwellenländern erkennen wir wichtige Fundamentaldaten und Bewertungsmerkmale, die besser sind als diejenigen vergleichbarer Anleihen aus Industrieländern, und wir sind der Ansicht, dass diese Anleihen einen wichtigen Bestandteil jedes langfristigen festverzinslichen Portfolios bilden sollten.

Quelle: Credit Suisse, ansonsten vermerkt.

Sofern nicht explizit anders gekennzeichnet, wurden alle Abbildungen in diesem Dokument von Credit Suisse AG und/oder den mit ihr verbundenen Unternehmen mit grösster Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt.

Wichtige Hinweise

Dieses Material stellt Marketingmaterial der Credit Suisse AG und/oder mit ihr verbundenen Unternehmen (nachfolgend «CS» genannt) dar. Dieses Material stellt weder ein Angebot oder eine Aufforderung zur Emission oder zum Verkauf noch einen Bestandteil eines Angebots oder einer Aufforderung zur Zeichnung oder zum Kauf von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten oder zum Abschluss einer anderen Finanztransaktion dar. Ebenso wenig stellt es eine Aufforderung oder Empfehlung zur Partizipation an einem Produkt, einem Angebot oder einer Anlage dar. Diese Marketingmitteilung stellt kein rechtsverbindliches Dokument und keine gesetzlich vorgeschriebene Produktinformation dar. Dieses Material stellt in keiner Weise ein Anlageresearch oder eine Anlageberatung dar und darf nicht für Anlageentscheidungen herangezogen werden. Es berücksichtigt weder Ihre persönlichen Umstände noch stellt es eine persönliche Empfehlung dar, und die enthaltenen Informationen sind nicht ausreichend für eine Anlageentscheidung. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen repräsentieren die Sicht der CS zum Zeitpunkt der Erstellung und können sich jederzeit und ohne Mitteilung ändern. Sie stammen aus Quellen, die für zuverlässig erachtet werden. Die CS gibt keine Gewähr hinsichtlich des Inhalts und der Vollständigkeit der Informationen und lehnt, sofern rechtlich möglich, jede Haftung für Verluste ab, die sich aus der Verwendung der Informationen ergeben. Ist nichts anderes vermerkt, sind alle Zahlen ungeprüft. Die Informationen in diesem Dokument dienen der ausschliesslichen Nutzung durch den Empfänger. Die Angaben in diesem Material können sich nach dem Datum der Veröffentlichung dieses Materials ohne Ankündigung ändern, und die CS ist nicht verpflichtet, die Angaben zu aktualisieren. Dieses Material kann Angaben enthalten, die lizenziert und/oder durch geistige Eigentumsrechte der Lizenzinhaber und Schutzrechtsinhaber geschützt sind. Nichts in diesem Material ist dahingehend auszulegen, dass die Lizenzinhaber oder Schutzrechtsinhaber eine Haftung übernehmen. Das unerlaubte Kopieren von Informationen der Lizenzinhaber oder Schutzrechtsinhaber ist strengstens untersagt. Dieses Material darf nicht an Dritte weitergegeben oder verbreitet und vervielfältigt werden. Jegliche Weitergabe, Verbreitung oder Vervielfältigung ist unzulässig und kann einen Verstoß gegen den Securities Act der Vereinigten Staaten von 1933 in seiner jeweiligen Fassung (der «Securities Act») bedeuten. Zudem können im Hinblick auf das Investment Interessenkonflikte bestehen. In Zusammenhang mit der Erbringung von Dienstleistungen bezahlt die Credit Suisse AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen unter Umständen Dritten oder erhält von Dritten als Teil ihres Entgelts oder in anderer Weise eine einmalige oder wiederkehrende Vergütung (z.B. Ausgabeaufschläge, Platzierungsprovisionen oder Vertriebsfolgeprovisionen). Potenzielle Anleger sollten (mit ihren Steuer-, Rechts- und Finanzberatern) selbstständig und sorgfältig die in den verfügbaren Materialien beschriebenen spezifischen Risiken und die geltenden rechtlichen, regulatorischen, kreditspezifischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen prüfen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Wichtiger Hinweis für Anleger in Deutschland und Österreich

Dieses Marketingmaterial wird von CREDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT (Schweiz) AG, CREDIT SUISSE AG und CREDIT SUISSE (Schweiz) AG an Privatkunden und professionelle Kunden versandt.

Dieses Marketingmaterial wird von Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft an Privatkunden und professionelle Kunden versandt.

Copyright © 2023 CREDIT SUISSE. Alle Rechte vorbehalten.

Vertreter: Credit Suisse Funds AG¹, Uetlibergstrasse 231, 8070 Zürich | Zahlstelle, Händler: Credit Suisse (Schweiz) AG, Paradeplatz 8, 8001 Zürich | Händler: Credit Suisse AG, Paradeplatz 8, 8001 Zürich | Händler: Credit Suisse Asset Management (Schweiz) AG, Kalandergasse 4, 8045 Zürich | Verfügbare Sprachversionen: Deutsch, Englisch, Französisch und/oder Italienisch | Aufsichtsorgan (Registrierungsstelle): Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA)
Händler und Informationsstelle: Credit Suisse (Deutschland) AG¹, Taunustor 1, 60310 Frankfurt am Main | Zahlstelle: Credit Suisse Fund Services (Luxembourg) S.A., 5, rue Jean Monnet, 2180 Luxemburg | Verfügbare Sprachversion: Deutsch
Händler: Credit Suisse (Deutschland) AG, Taunustor 1, 60310 Frankfurt am Main | Zahl- und Informationsstelle: UniCredit Bank Austria AG¹, Schottengasse 6–8, 1010 Wien | Verfügbare Sprachversion: Deutsch

¹ Rechtseinheit, von der die vollständigen Angebotsunterlagen, die wesentlichen Informationen für den Anleger (Key Investor Information Document, KIID), die Fondsreglemente sowie die Jahres- und Halbjahresberichte, falls anwendbar, der Fonds kostenlos bezogen werden können.