

William Blair: Schwellenländeranleihen: Übergewichten oder untergewichten?

Von Marco Ruijer, CFA, Portfoliomanager im Emerging Markets Debt Team von William Blair

Trotz des jüngsten Gegenwinds durch steigende US-Staatsanleiherenditen haben wir unseren konstruktiven mittelfristigen Ausblick für Schwellenländeranleihen nicht geändert.

Duration schnitt schlecht ab, da die Leitzinsen in den letzten Jahren weltweit stark angepasst wurden. Gleichzeitig waren die Renditekurven stark invertiert, so dass Anleihen mit längeren Laufzeiten anfällig für eine Korrektur waren.

In den letzten sechs Wochen haben sich die Renditekurven jedoch deutlich zurückentwickelt. Das und die zunehmende Wahrscheinlichkeit, dass der globale geldpolitische Straffungszyklus nahezu beendet ist, veranlassen uns zu der Überzeugung, dass es attraktive Möglichkeiten gibt, die Duration zu erhöhen und attraktive Real- und Nominalrenditen zu sichern. Daher versuchen wir, die Allokation in Wertpapiere mit längerer Laufzeit zu erhöhen.

Im Bereich der Staatsanleihen sehen wir Potenzial bei hochverzinslichen Wertpapieren mit hohem Beta und sind auf eine Verringerung der Spreads zwischen Hochzins- und Investment-Grade-Anleihen eingestellt. Wir bevorzugen Länder mit leichterem Zugang zu multilateralen und bilateralen Finanzierungen.

Im Unternehmensbereich hat die relative Outperformance das Angebot an Anlagemöglichkeiten verringert, aber wir finden weiterhin Anlagemöglichkeiten, bei denen Fundamentaldaten und attraktive Spreads zusammenkommen. Wir konzentrieren uns auf Emittenten, bei denen wir es für unwahrscheinlich halten, dass die Kreditqualität im Szenario höherer und längerer Zinsen implodiert. Auch wenn die Zinsen gestiegen sind und die Sorge um die Refinanzierung in den Vordergrund gerückt ist, verfügen viele Emittenten über mittelfristige, niedrig verzinsten feste Laufzeiten, die es ihnen ermöglichen, die aktuelle Zinsvolatilität ohne größere Verschlechterung der Kreditqualität zu überstehen.

Nachfolgend sind unsere größten aktiven Positionen nach Beta-Bereichen aufgeschlüsselt.

Ein Blick auf die potenziellen Chancen: Übergewichtung/Untergewichtung

High-Beta

Im High-Beta-Bereich sind unsere größten übergewichteten Positionen in Angola, Ägypten und Argentinien, und unsere größten untergewichteten Positionen sind in Bolivien, Honduras und Nigeria.

Angola (übergewichtet): Die Bewertungen sind unserer Ansicht nach attraktiv, und wir glauben an das Engagement der Behörden für eine Haushaltskonsolidierung und breitere Wirtschaftsreformen. Darüber hinaus zeigt die Abwertung des Kwanza unserer Ansicht nach das Engagement für einen flexiblen Wechselkurs. Wir glauben, dass dies der Wirtschaft mittelfristig gut tun wird.

Ägypten (übergewichtet): Wir glauben, dass Ägypten seinen externen Finanzierungsbedarf mit Unterstützung von Partnern im Nahen Osten und dem Internationalen Währungsfonds (IWF) decken wird. Wir sehen Spielraum für Ägypten, sich der allgemeinen Entwicklung bei hochverzinslichen Krediten anzuschließen. Auch die Bewertungen erscheinen attraktiv.

Argentinien (übergewichtet): Obwohl die Dollarknappheit zu außergewöhnlich schwierigen makroökonomischen Bedingungen geführt hat, scheinen die Aussichten vielversprechend. Obwohl sich der Policy-Mix im letzten Monat verschlechtert hat, was bedeutet, dass die wirtschaftlichen Ungleichgewichte eher früher als später angegangen werden müssen, scheint es immer wahrscheinlicher, dass 2024 eine pragmatischere Regierung ihr Amt antreten wird. Wir glauben auch, dass Argentinien die Mittel hat, seine Schulden im nächsten Jahr zu bedienen. Die nächste Regierung wird jedoch vor der Herausforderung stehen, die notwendigen Reformen durchzuführen, um Ungleichgewichte zu beseitigen und die soziale Stabilität zu wahren.

Bolivien (untergewichtet): Wir sind besorgt über die längerfristige Entwicklung der bolivianischen Wirtschaft, da die Haushaltsdefizite weiterhin zu hoch sind und der feste Wechselkurs eine nicht nachhaltige Schuldendynamik verursacht.

Honduras (untergewichtet): Die Bewertungen der honduranischen Anleihen gefallen uns angesichts der fundamentalen Risiken nicht. Obwohl Honduras in der Lage ist, seine Schulden in naher Zukunft zu bedienen, haben sich die Kreditgrundlagen verschlechtert. Der Elektrizitätssektor wurde unseres Erachtens besonders schlecht verwaltet, was zusätzliche fiskalische Herausforderungen mit sich bringt. Darüber hinaus hat die Regierung damit gedroht, die Schulden des Landes abzulehnen, was uns hinsichtlich der Zahlungsbereitschaft von Honduras besorgt stimmt. Daher sind wir der Meinung, dass es anderswo bessere Möglichkeiten gibt.

Nigeria (untergewichtet): Die Bewertungen Nigerias sind im Vergleich zu anderen Ländern knapp bemessen. Nach der starken Performance unmittelbar nach den Wahlen warten wir auf Anzeichen für eine kohärentere Politik und die vollständige Umsetzung der Anfang des Jahres angekündigten Reformen.

Medium-Beta

Im Segment mit mittlerem Beta sind wir in Guatemala, Mexiko und der Elfenbeinküste am stärksten übergewichtet und in Marokko, Jordanien und dem Oman am stärksten untergewichtet.

Guatemala (übergewichtet): Die Bewertungen sind attraktiv und die makroökonomischen Bedingungen sind unserer Meinung nach gut. Nach dem Wahlsieg von Präsident Bernardo Arevalo im August haben die politischen Unruhen zugenommen, da einige Zweige der Regierung eine aggressive Haltung gegenüber Arevalos Semilla-Partei eingenommen haben, was Bedenken hinsichtlich der Stabilität der Übergangsphase aufkommen lässt. Wir sind nach wie vor der Meinung, dass Präsident Arevalo sein Amt im Januar antreten wird und dass der Wahlprozess respektiert wird, sind uns aber bewusst, dass es auf dem Weg dorthin noch zu weiteren Unruhen kommen kann.

Mexiko (übergewichtet): Unsere Übergewichtung bezieht sich in erster Linie auf das staatliche Energieunternehmen Pemex, das einen der größten Spreads gegenüber Staatsanleihen aufweist. Wir glauben, dass es von staatlicher Unterstützung profitieren könnte, was wahrscheinlich ist. Wir halten

auch mehrere Positionen in Finanzunternehmen und im Einzelhandel, die unserer Meinung nach von unterstützenden Trends bei Staatsanleihen profitieren könnten.

Elfenbeinküste (übergewichtet): Wir halten die Bewertungen von in US-Dollar abgesicherten, auf Euro lautenden, langlaufenden Anleihen für attraktiv und glauben, dass die Kreditfundamentaldaten relativ günstig sind.

Marokko (untergewichtet): Wir glauben, dass die Wirtschaft trotz starker offizieller Unterstützung mit fundamentalem Gegenwind rechnen muss.

Jordanien (untergewichtet): Wir halten die Bewertungen für unattraktiv. Jordanien hat sich in letzter Zeit aufgrund des erfolgreichen Programms mit dem IWF, das zum Abbau des Haushaltsdefizits beiträgt, gut entwickelt. Wir sind jedoch der Meinung, dass diese Fortschritte nun vollständig eingepreist sind, dennoch bestehen weiterhin erhebliche Risiken hinsichtlich des Tempos der Steuerreform. Diese Risiken könnten Jordanien angesichts seiner hohen Staatsverschuldung anfälliger für eine negative Veränderung der Risikostimmung machen.

Oman (untergewichtet): Oman hat in den letzten Jahren eine starke Steuerreformgeschichte erlebt. Wir sind jedoch der Ansicht, dass diese Reformen inzwischen eingepreist sind und das Land nach wie vor stark vom Ölsektor abhängig ist, dessen Preise durch die Verlangsamung des globalen Wachstums gefährdet bleiben. Wir glauben jedoch, dass die positive Reformdynamik ins Stocken geraten könnte, wenn die Ölpreise unter die fiskalische Gewinnschwelle fallen.

Low-Beta

Im Bereich mit niedrigem Beta sind unsere größten übergewichteten Positionen in Bermuda, Ungarn und Paraguay und unsere größten untergewichteten Positionen in den VAE, den Philippinen und Uruguay.

Bermuda (übergewichtet): Wir bevorzugen die Bewertungen und Fundamentaldaten von Bermuda gegenüber denen anderer Staaten mit niedrigem Beta wie Peru und Chile. Bermuda hat ähnliche Bewertungen, aber eine stärkere fundamentale Entwicklung mit weniger institutioneller Unsicherheit.

Ungarn (übergewichtet): Ungarn erscheint im Rahmen der Low-Beta-Chancen günstig, insbesondere jetzt, da die jüngsten Emissionen hinter uns liegen. Die Erwartungen für das Wirtschaftswachstum verbessern sich, da die Zentralbank die Geldpolitik weiter lockert. Darüber hinaus besteht für Ungarn nach wie vor die Möglichkeit, Finanzmittel aus Europa zu erhalten, wenn eine Einigung mit der Europäischen Union erzielt wird.

Paraguay (übergewichtet): Die Bewertungen haben sich verbessert, und wir glauben, dass die Wirtschaft in einer soliden Verfassung bleibt, und wir haben unser Engagement in Instrumenten mit mittlerer Laufzeit erhöht, da sich die Kurve abgeflacht hat.

VAE (untergewichtet): Wir bleiben in den VAE aufgrund der unattraktiven Bewertungen untergewichtet. Anleihen schwächerer Länder wie Sharjah und Dubai haben sich so weit erholt, dass die Bewertungen im Verhältnis zu den Fundamentaldaten unserer Meinung nach nicht mehr attraktiv sind. Wir ziehen es vor, Positionen in Immobilienemittenten mit attraktiveren Bewertungen zu halten. Darüber hinaus bevorzugen wir in der Region des Golf-Kooperationsrates (GCC) weiterhin

Saudi-Arabien gegenüber den Vereinigten Arabischen Emiraten (VAE) und halten daher eine relative Übergewichtung der Spread-Duration-Position in Saudi-Arabien. Diese Übergewichtung ist auf die positivere Reformdynamik in Saudi-Arabien zurückzuführen.

Philippinen (untergewichtet): Die Kreditfundamentaldaten sind im Vergleich zu anderen Staatsanleihen mit niedrigem Beta schwach, und die Bewertungen sind unattraktiv. Die technischen Bedingungen sind ebenfalls ungünstig, da wir davon ausgehen, dass das Land noch vor Jahresende neue Sukuk-Anleihen begeben wird.

Uruguay (untergewichtet): Wir halten die Bewertungen für schlecht. Die Kreditfundamentaldaten in Uruguay sind nach wie vor stark, aber die Anleihekurse sind seit der COVID-19-Pandemie erheblich gesunken, was unserer Meinung nach den Spielraum für eine weitere Spread-Einengung begrenzt.

Stand: November 2023

Beta-Bucket Approach: Largest Active Positions				
To achieve an efficient deployment of our risk budget, we divide the investable EM debt universe into three risk buckets—high-beta countries, medium-beta countries, and low-beta countries.				
Beta Segment	OVERWEIGHT		UNDERWEIGHT	
 HIGH	Angola		Bolivia	
	Egypt		Honduras	
	Argentina		Nigeria	
 MEDIUM	Guatemala		Morocco	
	Mexico		Jordan	
	Ivory Coast		Oman	
 LOW	Bermuda		UAE	
	Hungary		Philippines	
	Paraguay		Uruguay	

Source: William Blair, as of September 2023. Beta buckets are based on the team's qualitative and quantitative analysis. Risk buckets are provided for illustrative purposes only and are not intended as investment advice or as projections of future returns. Overweights/underweights may vary between vehicles.

Marco Ruijer, CFA, PORTFOLIO MANAGER



Marco Ruijer, CFA, is a hard currency portfolio manager on William Blair's emerging markets debt team. Before joining William Blair, Marco was the lead portfolio manager on NN Investment Partners' EMD team, where he was responsible for managing EMD hard currency portfolios. Before joining NNIP in 2013, Marco was a senior fund manager for EMD at Mn Services in the Netherlands, where he managed various EMD portfolios. Before that, he worked with Mn Services' investment strategy and risk management team. Marco began his career in 1998 as an investment trainee at Mn. Marco received an M.A. in international financial economics from the University of Amsterdam.