

# Emerging-Market- Anleihen 2025: Bereit für Trump 2.0?



**Robert Burgess**  
Portfoliomanager und  
Researchdirektor

## Im Überblick

- Das weltwirtschaftliche Umfeld ist gut, mit stabilem Wachstum und einer Lockerung der Geldpolitik in den USA. Allerdings dürfte Trump 2.0 an den Emerging Markets 2025 für Volatilität und neue Extremrisiken sorgen.
- Wegen der insgesamt ordentlichen Fundamentaldaten werden sie aber wohl damit zurechtkommen, was auch immer passiert.

2024 war ein gutes Jahr für risikoreichere Titel. Trotz Rezessionsorgen zu Jahresbeginn wuchs die US-Wirtschaft weiter stark, wegen des anhaltenden Inflationsrückgangs konnte die Fed ihren Leitzins in Richtung neutral senken, und China ergriff erste Maßnahmen zur Steigerung der Binnennachfrage. Das Land scheint zwar weniger stabil als die USA, aber durchaus zu einer noch expansiveren Fiskalpolitik in der Lage. Außerdem gingen die Energiepreise zurück, was einigen der größten Emerging Markets wie China und Indien sehr geholfen hat.

Auch 2025 scheint das Umfeld für die Emerging Markets eigentlich gut – zumindest in der Theorie. Günstig ist vor allem der generelle Inflationsrückgang, sodass die großen Notenbanken ihre Zinsen das ganze Jahr über stark senken könnten. Allerdings sorgt die neue US-Administration für zahlreiche Risiken. Der designierte Präsident Trump hat vier große wirtschaftspolitische Ideen: höhere Zölle (China werden 60% angedroht, allen anderen Ländern 10% bis 20%), weniger Einwanderung oder gar Ausweisungen, niedrigere Steuern

(voraussichtlich Verlängerung der Senkungen von 2017 und niedrigere Unternehmenssteuern) und schließlich weniger Regulierung (vor allem im Energie- und Finanzsektor).

All das kann den Emerging Markets schaden. Die USA sind unberechenbar geworden. Vielleicht kommt es aber auch nicht so schlimm wie im Wahlkampf in Aussicht gestellt, vor allem bei Zöllen. In Trumps erster Präsidentschaft ab 2016 lag der Schwerpunkt zunächst auf der Fiskalpolitik und nicht auf dem Außenhandel. Wenn sich das wiederholt, könnten manche Emerging Markets von Trump sogar profitieren. Unterdessen scheint im Nahen Osten sowohl eine Entspannung als auch eine weitere Eskalation denkbar. Bei einem Präsidenten Trump scheinen fallende Ölpreise wahrscheinlicher als steigende – eine Konsequenz seiner Handelspolitik und der Deregulierung des Öl- und Gassektors. Neue Sanktionen gegen den Iran könnten aber das Gegenteil bewirken.

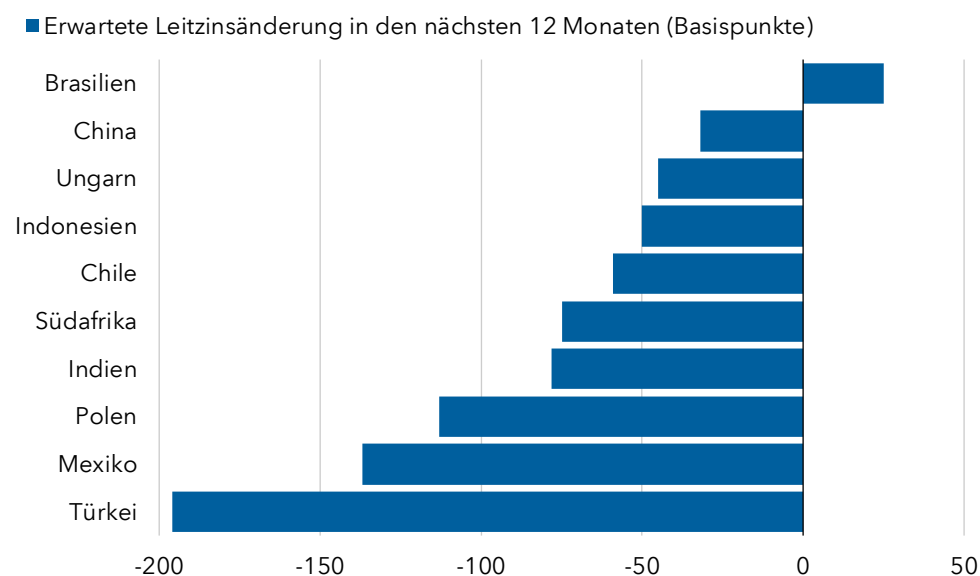
Angesichts dieser Unsicherheit analysieren wir drei Faktoren, die Auswirkungen auf Emerging-Market-Anleihen haben könnten: Erstens das Zinsniveau (US-Leitzinsen für Hartwährungsanleihen, lokale Leitzinsen für Lokalwährungsanleihen), zweitens die Wechselkurse und drittens die Fundamentaldaten der Emerging Markets.

### (1) Weltweite und lokale Zinsen

Eine expansive US-Fiskalpolitik und neue Zölle könnten die amerikanische Inflation anheizen. Steuersenkungen ohne Ausgabenkürzungen lassen die gesamtwirtschaftliche Nachfrage steigen – und damit auch das Preisniveau, falls das Angebot nicht ebenfalls wächst. Auch die Löhne könnten zulegen. Zölle lassen die US-Inflation sofort steigen, weil Importgüter teurer werden. Außerdem könnte der ausländische Wettbewerb nachlassen. Inländische Produzenten könnten ihre Preise dann stärker anheben, was den Inflationsdruck weiter verschärfte. Ob das zu einer nachhaltigen Teuerung führt, hängt von der Reaktion der Fed ab.

Wenn sich im Offenmarktausschuss die Falken durchsetzen, könnten manche Emerging-Market-Notenbanken an höheren Leitzinsen festhalten müssen.

### Noch rechnet man in den meisten Emerging Markets mit Zinssenkungen



Stand 2. Dezember 2024. Quellen: Bloomberg, Goldman Sachs

Am höchsten sind die Risiken in krisenanfälligeren Emerging Markets, vor allem in Ländern mit einer hohen oder hartnäckigen Inflation und instabiler Währung. Ihre Notenbanken könnten die Zinsen weniger stark senken oder sie vielleicht sogar anheben, je nach Wechselkursentwicklung. Brasilien etwa musste die Zinsen wegen des schwachen Real und Zweifeln an den Staatsfinanzen schon erhöhen. Die Notenbanken der fundamental stärkeren Emerging Markets, darunter viele asiatische Länder, konnten die Zinsen problemloser schon vor der Fed senken. Schließlich gibt es hier keine systemischen Probleme im Finanzsektor, und die Finanzmärkte werden immer tiefer und liquider. Ihnen könnte es jetzt eher darum gehen, die Auswirkungen von US-Zöllen auf das Wirtschaftswachstum zu mindern, durch Währungsabwertungen oder Zinssenkungen. Noch wahrscheinlicher wird das, wenn China seine Exportpreise senkt, um keine Marktanteile zu verlieren. Eine wichtige Lehre aus den Jahren 2018/19 ist, dass Zölle kaum Auswirkungen auf die Inflation der Emerging Markets hatten.

## (2) Der Dollar und Emerging-Market-Währungen

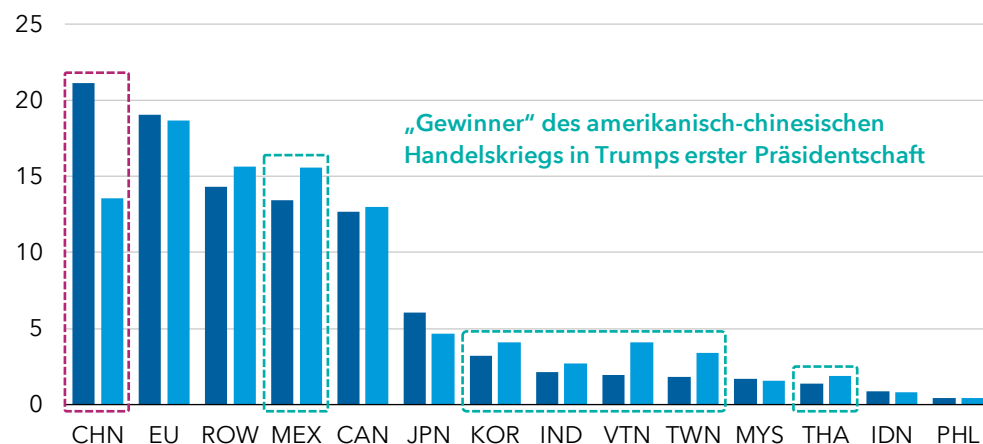
Bei höheren US-Zöllen und einer expansiveren Fiskalpolitik dürfte der US-Dollar aufwerten, zumindest zu Beginn. Zölle schwächen die US-Nachfrage nach Importgütern, weil sie teurer werden. Dadurch fällt auch die Nachfrage nach Fremdwährungen, die dann wohl abwerten. Diese Effekte sind umso stärker, je mehr Zeit die Verbraucher haben, Substitutionsprodukte zu finden und ihre Konsumgewohnheiten anzupassen.

Langfristig könnten Zölle aber das amerikanische Wirtschaftswachstum bremsen, sodass der Dollar abwertete. Eine expansive Fiskalpolitik könnte die Wachstumserwartungen in den USA hingegen stärken und zu Kapitalzuflüssen führen. Das würde den Dollar zunächst steigen lassen, doch könnte er wegen der dann höheren US-Schuldenstandsquote anschließend unter Druck geraten. Eine erratischere und unberechenbarere Wirtschaftspolitik hätte wohl unterschiedliche Auswirkungen auf die US-Währung. Trump hat öffentlich erklärt, dass die USA ein „großes Währungsproblem“ hätten und dass der starke Dollar der amerikanischen Wettbewerbsfähigkeit geschadet habe.<sup>1</sup>

### Veränderte Handelsströme durch die Zollpolitik von Trump 1.0

Anteil an den US-Güterimporten (%)

■ Ende 2016 ■ September 2024



Stand Oktober 2024. Quelle: US Census Bureau

1. Stand 16. Juli 2024. Quelle: Bloomberg

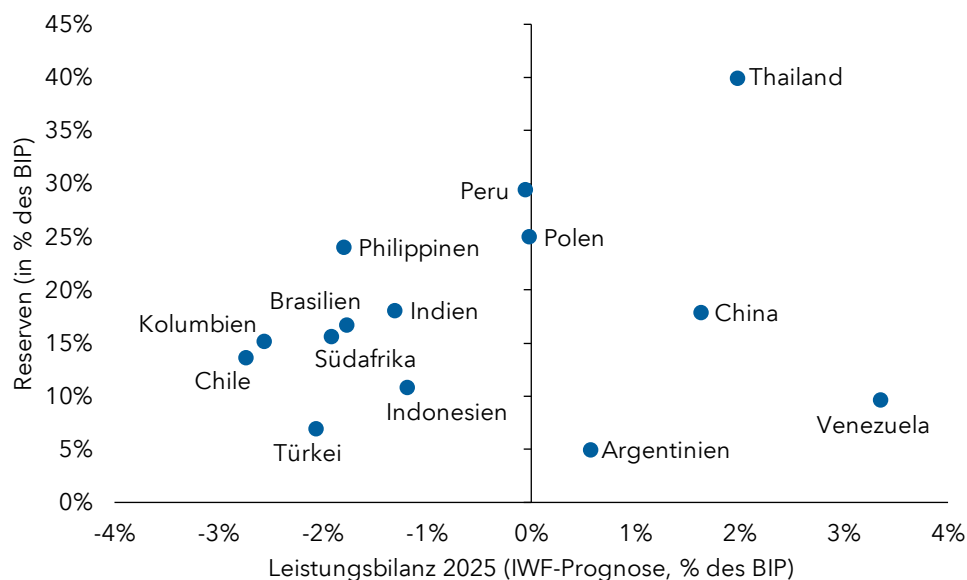
Zölle dürften unterschiedliche Auswirkungen auf die einzelnen Länder haben. Während Trumps erster Präsidentschaft wurden die Zölle auf chinesische Waren am stärksten erhöht. Die USA bezogen danach einen deutlich geringeren Teil ihrer Importe direkt aus China. Andere Länder profitierten, vor allem Mexiko und Vietnam, deren Anteil an den US-Importen stieg. Als China dann mit Revanchezöllen antwortete, vor allem auf landwirtschaftliche Produkte aus den USA, exportierte Brasilien mehr nach China. Ob sich all das jetzt wiederholt, hängt davon ab, ob sich Trumps neue Zölle wieder vorwiegend gegen China richten. Vielleicht betreffen sie auch andere Länder, Mexiko etwa oder Vietnam, gegenüber denen die USA ein großes Handelsbilanzdefizit haben. Mexiko könnte auch unter einer neuen US-Einwanderungspolitik leiden. Wenn Mexikaner weniger Geld aus den USA nach Hause überweisen, leidet das Wachstum, die mexikanische Leistungsbilanz verschlechtert sich, und die Währung wertet ab.

### (3) Fundamentaldaten der Emerging Markets

In Trumps erster Präsidentschaft waren die Emerging Markets trotz zweier Kriege und einer Pandemie recht stabil. Abgesehen von einzelnen Frontiermärkten sind die Außenbilanzen meist gut. Die Inflation ist nach dem Höchststand 2022 deutlich gefallen und geht wegen der noch immer restriktiven Geldpolitik weiter zurück.

Schwachpunkt ist meist die Fiskalpolitik. Den meisten großen Emerging Markets ist es aber gelungen, die Laufzeit ihrer Schulden zu verlängern und den Anteil von Lokalwährungstiteln zu steigern. Viele Länder können jetzt auch die Zinsen senken und damit das Wirtschaftswachstum bei Bedarf stützen. Vor allem in China scheint eine weitere Lockerung der Fiskalpolitik denkbar, was die Folgen höherer Zölle zu einem gewissen Grad abmildern könnte.

#### Außenwirtschaftlich stehen die Emerging Markets recht gut da



Stand Oktober 2024. Quelle: IWF-Prognosen

Auch die Emerging-Market-Unternehmen stehen fundamental gut da, vor allem im Vergleich zu denen aus Industrieländern. Da sie gut durch die Pandemie gekommen sind, sind sie jetzt meist stabiler als in den letzten zehn Jahren. Die hohen Ausfallquoten von Emerging-Market-Unternehmensanleihen in den

letzten Jahren hatten vor allem mit einigen wenigen Faktoren zu tun. Ausfälle gab es insbesondere im chinesischen Immobiliensektor und bei Unternehmen, die vom Krieg zwischen Russland und der Ukraine betroffen waren.

### Was bedeutet das für Anleger?

**Lokalwährungsanleihen** sind weiterhin recht attraktiv bewertet. Viele Emerging-Market-Notenbanken haben die Zinsen wegen der steigenden Inflation 2022/2023 schnell erhöht, zögern aber jetzt trotz nachlassender Teuerung mit Senkungen. Viele Länder können ihre Geldpolitik daher lockern, um das Wachstum bei Bedarf zu fördern, solange die Inflation unter Kontrolle bleibt.

**Bei Hartwährungsanleihen** muss man trotz der guten Fundamentaldaten wählerischer sein, denn die Bewertungen sind recht uneinheitlich. Länder mit mehr Währungsreserven, einer besseren Leistungsbilanz und weniger binnenwirtschaftlichen Ungleichgewichten sind stabiler. Hier können Geld- und Fiskalpolitik mehr gegen externe Risiken tun. Die Spreads dieser Länder mit einer hohen Kreditqualität sind allerdings meist recht eng.

**Unternehmensanleihen:** Emerging-Market-Unternehmen stehen jetzt meist recht gut da, da sie sich bei der Kreditaufnahme zuletzt zurückgehalten haben. Risiko- und Länderstruktur sind ganz anders als am Staatsanleihenmarkt, was eine gewisse Diversifikation ermöglicht. Kurz laufende Investmentgrade-Titel waren in unsicheren Zeiten recht stabil, sodass sie sich für eine defensive Positionierung eignen können.

### Die Regionen im Einzelnen

#### Lateinamerika

Lateinamerika ist stärker von der US-Konjunktur abhängig als andere Regionen, könnte aber weniger von Zollerhöhungen betroffen sein. Die Handelsbilanzen der USA sind mit den größeren lateinamerikanischen Ländern - mit Ausnahme Mexikos - meist positiv. Außerdem sind diese Länder meist Rohstoffexporteure, sodass sie sich eher weniger als Ziel für höhere Zölle eignen. Anders sieht es hingegen in Mexiko aus, auch wegen der Unsicherheit durch die Überprüfung des United States-Mexico-Canada Agreement (USMCA) im Jahr 2026. Dabei werden chinesische Direktinvestitionen und der Importanteil mexikanischer Exporte wichtige Themen sein. Ein höheres Wirtschaftswachstum in den USA und mehr Nearshoring könnten das aber ausgleichen.

Die lateinamerikanischen Fundamentaldaten scheinen recht stabil. Das Wachstum ist ordentlich, die Außenbilanzen sind solide, die Inflation ist mäßig und fällt weiter. Allerdings sind die Haushaltsdefizite gestiegen. Die Fiskalpolitik sorgt also für Unsicherheit, und es gibt auch manche politischen Probleme. All das hat die Lokalwährungsanleihenrenditen vor den US-Wahlen deutlich steigen lassen, vor allem in Brasilien und Mexiko. Chancen sehen wir in beiden Ländern, vor allem aber in Brasilien mit seinen noch immer hohen Renditen.

Lateinamerika bietet aber auch interessante Hartwährungsanleihen, vor allem aus Kolumbien und Honduras. Beide Länder wachsen dynamisch, um hohe 3% bis 4%. Außerdem senken sie die Haushaltsdefizite aus der Coronazeit durch strenge Haushaltsdisziplin (Kolumbien) bzw. ein IWF-Programm (Honduras). Die Spreads gegenüber anderen Staatsanleihen sind attraktiv.

## **Asien**

Asien könnte das wichtigste Ziel höherer US-Zölle sein – direkt und indirekt über die weltweiten Lieferketten. Der amerikanisch-chinesische Handelskrieg aus dem Jahr 2018 schwächte das chinesische Wachstum und ließ den Renminbi stark abwerten. Man muss aber wissen, dass China heute weniger Waren direkt in die USA exportiert und auch über Mittel verfügt, um einen zollinduzierten Wachstums- bzw. Exportschock abzufedern. Auch wenn Trump droht, die Zölle auf chinesische Waren von zurzeit 21% auf 60% zu erhöhen, muss das diesmal nicht unbedingt große Folgen haben.

Abgesehen von China dürften Zölle generell die offeneren Volkswirtschaften Taiwan, Korea und Singapur stärker treffen als binnenorientiertere Länder wie Indien, Indonesien und die Philippinen. Ohnehin ist der Konjunkturausblick für die asiatischen Emerging Markets (ohne China) gut. Die Wirtschaft wächst auf breiter Front, weil mehr exportiert wird, die Haushaltsrealeinkommen steigen, und die Inflation hat sich auf niedrigem Niveau stabilisiert. Die Staatsfinanzen sind meist ordentlich. Eine Ausnahme ist Indien, aber die hohen Defizite werden durch Lokalwährungsanleihen finanziert und gehen seit mehreren Jahren zurück. Indische und indonesische Lokalwährungsanleihen scheinen uns aufgrund ihres Ertragsausblicks interessant – die Renditen sind hoch, und die Geldpolitik wird vermutlich gelockert.

## **Mittel- und Osteuropa, Naher Osten und Afrika**

Die direkten Handelsverflechtungen der europäischen Emerging Markets mit den USA halten sich in Grenzen, doch könnten US-Zölle für diese Länder durchaus Folgen haben – wenn nämlich die USA das große bilaterale Handelsdefizit mit der EU ins Visier nehmen. Höhere EU-Zölle auf China sind ein weiteres Risiko; schließlich sind mehrere europäische Emerging Markets wichtige Zulieferer der chinesischen Autoindustrie.

In Mitteleuropa finden wir vor allem Lokalwährungstitel von Ländern mit einem Zahlungsbilanzüberschuss interessant. Das gilt etwa für Polen, ein Land mit diversifizierten Exporten, das immer wertschöpfungsintensivere Produkte herstellt. Das dürfte auch gut für den Złoty sein. Chancen sehen wir auch bei rumänischen Hartwährungsanleihen. Zwar ist das Haushaltsdefizit hier hoch, doch scheinen uns die Spreads die Finanzierungsrisiken angemessen auszugleichen. Hinzu kommen die guten Beziehungen Rumäniens zur EU. Die jüngsten Turbulenzen aufgrund der Präsidentschaftswahl, die schon zu höheren Spreads geführt haben, scheinen uns weniger wichtig.

Türkische Lokalwährungsanleihen könnten ebenfalls interessant sein – wegen der hohen Zinsen, der wohl weiter fallenden Inflation, der geringen Präsenz der Türkei in internationalen Portfolios und des deutlichen Anstiegs der Fremdwährungsreserven der türkischen Notenbank.

In Afrika könnten der stärkere Dollar und die noch immer recht hohen US-Zinsen Ländern mit hohem Außenbilanzdefizit und Finanzierungsbedarf schaden, etwa Kenia und dem Senegal. Niedrigere Ölpreise wären ungünstig für Angola, Gabun und Nigeria – auch wenn zumindest Angola bewiesen hat, dass es damit gut zurechtkommt. Interessant scheinen uns südafrikanische Titel, vor allem länger laufende, da die Realzinsen nach den drastischen Leitzinserhöhungen der Notenbank am oberen Ende der Spanne liegen und erst im September mit Zinssenkungen begonnen wurde. Die neue Koalitionsregierung seit den Wahlen Ende Mai 2024 dürfte Haushaltskonsolidierung und Strukturreformen vorantreiben, was die Risiken in Südafrika weiter senkt.

---

**Robert Burgess** ist Anleihenportfoliomanager und Researchdirektor bei Capital Group. Er hat 34 Jahre Investmenterfahrung und ist seit acht Jahren im Unternehmen. Bei Capital war er zunächst Anleihenanalyst für die Emerging Markets. Bevor er zu uns kam, war er Chefvolkswirt für Emerging Markets in Europa, dem Nahen Osten und Afrika bei der Deutschen Bank, davor Volkswirt beim Internationalen Währungsfonds und im britischen Finanzministerium. Er hat einen Master in Volkswirtschaft von der University of London und einen Bachelor in Politik und Volkswirtschaft von der Oxford University. Burgess arbeitet in London.

---

**Risikofaktoren, die vor einer Anlage zu beachten sind:**

- Diese Präsentation ist keine Investmentberatung oder persönliche Empfehlung.
- Der Wert von Anlagen und Erträgen kann schwanken, sodass Anleger ihr investiertes Kapital möglicherweise nicht oder nicht vollständig zurückerhalten.
- Die Ergebnisse der Vergangenheit sind kein Hinweis auf künftige Ergebnisse.
- Wenn Ihre Anlagengewährung gegenüber der Währung aufwertet, in der die Anlagen des Fonds denominiert sind, verliert Ihre Anlage an Wert. Durch Währungsabsicherung wird versucht, dies zu begrenzen, aber es gibt keine Garantie, dass die Absicherung vollständig erfolgreich ist.
- Einige Portfolios können zu Anlagezwecken, zur Absicherung und/oder zur effizienten Portfolioverwaltung in derivative Finanzinstrumente investieren.
- Je nach Strategie können Risiken bei Investitionen in festverzinslichen Wertpapieren, Derivative, Emerging Markets und/oder High-Yield-Anleihen auftreten. Emerging-Market-Anlagen sind volatil und ggf. auch illiquide.

Die Aussagen einer bestimmten Person geben deren persönliche Einschätzung wieder. Sie entspricht möglicherweise nicht der Meinung anderer Mitarbeiter der Capital Group oder ihrer Tochtergesellschaften. Die zur Verfügung gestellten Informationen erheben keinen Anspruch auf Vollständigkeit und stellen keine Beratung dar. Diese Information ist für den internen und vertraulichen Gebrauch des Empfängers bestimmt und sollte nicht an Dritte weitergegeben werden. Bei dem Dokument handelt es sich um allgemeine Informationen und weder um Anlage-, Steuer- oder sonstige Beratung noch um eine Aufforderung, irgendein Wertpapier zu kaufen oder zu verkaufen. Stand aller Informationen und Einschätzungen ist das angegebene Datum. Quelle: Capital Group (falls nicht anders angegeben). Die Capital Group trifft angemessene Maßnahmen, um Informationen von Dritten zu erhalten, die sie für korrekt hält. Dies kann jedoch nicht garantiert werden.

Falls nicht anders angegeben, wird dieses Dokument von Capital International Management Company Sàrl (CIMC) herausgegeben. CIMC ist von der Luxemburger Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) zugelassen und wird von ihr beaufsichtigt.

In der Schweiz wird dieses Dokument von Capital International Sàrl herausgegeben, einem von der Schweizer Finanzmarktaufsicht (FINMA) genehmigten und regulierten Unternehmen.

Alle Handelsmarken von Capital Group sind Eigentum von The Capital Group Companies, Inc. oder einer Tochtergesellschaft. Alle anderen genannten Unternehmensnamen sind Eigentum der jeweiligen Unternehmen.

© 2024 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten. **WF6975907 DE ALL**