

# Emerging-Market-Anleihen: Altes und Neues

September 2024



**Magda Branet**  
Head of Emerging Market Debt  
AXA IM

## Im Überblick

- Nach einem turbulenten, aber ertragreichen Sommer sorgen die US-Wahlen in den Emerging Markets allmählich für Unruhe.
- Für Emerging-Market-Anleihen gilt ein Sieg Trumps gemeinhin als schlecht. Man rechnet dann mit mehr Protektionismus. Der US-Dollar würde aufwerten, ein Währungskrieg mit Asien drohte, und steigende US-Zinsen würden den Frontiermärkten schaden. Besser wäre ein Sieg von Kamala Harris; dann wäre all das unwahrscheinlicher.
- Eine Präsidentschaft Trumps ist für die Märkte aber kein Neuland, und auch Vizepräsidentin Harris ist als Mitglied der Biden-Administration kein unbeschriebenes Blatt.
- Ist Trumps erste Präsidentschaft eine Blaupause dafür, was bei seinem erneuten Wahlsieg für Emerging-Market-Anleihen zu erwarten ist?

Das derzeitige Umfeld für Emerging-Market-Anleihen ist dem vor den Präsidentschaftswahlen 2016 überraschend ähnlich.

Im November 2015 hatte die Ukraine nach der russischen Besetzung der Krim im Jahr zuvor und dem anschließenden Staatsbankrott gerade ihre Schulden restrukturiert. Im August 2024 erfolgte erneut eine Restrukturierung der ukrainischen Staatsschulden, nach einem zweijährigen Moratorium für Auslandskredite.

2016 hoffte man kurzzeitig, dass Argentinien mit Mauricio Macris neuer Reformregierung endlich der Bruch mit der Vergangenheit gelänge. Heute versucht sich Javier Milei daran, mit einem gewaltigen Programm zur Sanierung der Staatsfinanzen.

Ähnlich wie heute hatte China damals mit schwachem Wachstum, Überkapazitäten und Deflations Sorgen zu kämpfen, und der Immobilienmarkt lag ebenfalls am Boden.

Hinzu kam eine Haushalts- und Staatskrise in Brasilien. Dilma Rousseffs Regierung ließ das Haushaltsdefizit zweistellig werden. Der Höchststand betrug 2015 10,2% des BIP. Am Ende wurde die Präsidentin ihres Amtes enthoben. Heute scheint Lula da Silva (nach seiner erneuten Wahl im Oktober 2022) seinen Kredit an den Märkten ebenfalls verspielt zu haben. Für 2024 wird erneut ein Haushaltsdefizit von 10% des BIP erwartet.

## **Emerging-Market-Anleihen und Trump 1.0: Große Ängste, kleine Probleme**

Alles in allem hat man mit Emerging-Market-Anleihen während Trumps erster Präsidentschaft gut verdient. Von Trumps Amtsantritt im Januar 2017 bis zum Wechsel zu Biden im Januar 2021 erzielte man mit Fremd- und Lokalwährungsanleihen jeweils etwa 23% Plus.<sup>1</sup>

Im September 2016, kurz vor der Wahl, betrug die Fremdwährungsanleihe spreads<sup>2</sup> 340 Basispunkte bei Staatsanleihen und 330 Basispunkte bei Unternehmensanleihen. Als Trumps überraschender Sieg feststand, weiteten sich die Staatsanleihe spreads sofort um 40 Basispunkte aus. Die Spreads der illiquideren und damit stabileren Unternehmensanleihen änderten sich nicht.

Bis Ende 2017 gingen die Emerging-Market-Spreads dann deutlich zurück, auf 268 Basispunkte bei Staatsanleihen und 247 Basispunkte bei Unternehmensanleihen. Zusammen legten beide Assetklassen in Trumps erstem Amtsjahr um 9% zu.

Liebling der Märkte war damals Argentinien. Nach Macris Wahl 2015 und der Beilegung des Streits mit den Gläubigern hatte das Land wieder Marktzugang. Argentinische Papiere verzeichneten mit 15% Plus deutlichen Mehrertrag. Und mit ukrainischen Titeln verdiente man aufgrund der Begeisterung nach der Umschuldung 17%.

Ab 2018 hat die Fed ihre Geldpolitik dann etwas gestrafft. Die Emerging-Market-Spreads weiteten sich aus. Länder, die wie die Türkei und Argentinien besonders auf ausländisches Kapital angewiesen sind, bekamen Probleme. Als Macri dann nicht wiedergewählt wurde, kam es in Argentinien im Oktober 2019 erneut zu Zahlungsausfällen. Unterdessen erlebte die Türkei eine Zahlungsbilanzkrise; im August 2018 wertete die Lira (TRY) an nur einem Tag um 30% ab.

In Trumps erstem Amtsjahr war für Emerging-Market-Anleihen also alles gut, dank der Fortschritte einzelner Länder (Ukraine, Argentinien), der lockeren Geld- und Fiskalpolitik in den USA und des synchronen Aufschwungs der Weltwirtschaft.

Ab 2018 veranlasste Trumps expansive Fiskalpolitik die Fed aber zu einer Straffung. Das schadete vor allem den schwächeren Emerging Markets (wie der Türkei mit ihrem hohen Leistungsbilanzdefizit) und einigen Frontiermärkten wie Argentinien und Ecuador.

## **Kommt der neue (Handels-)Krieg?**

Vielleicht wurde die Saat für den chinesisch-amerikanischen Handelskrieg schon im März 2018 gelegt, als Trump via Twitter Zölle in Aussicht stellte, vor allem auf Stahl und Aluminium. Viermal wurden die Zölle dann erhöht. Hinzu kamen Sanktionen gegen chinesische Technologieunternehmen (Huawei und ZTE) und Rüstungsfirmen sowie Exportbeschränkungen für viele andere wichtige Produkte und Sektoren.

Schon vor den Wahlen stand der chinesische Renminbi unter Druck. In den zwölf Monaten vor Trumps Amtseinführung gab er um 6% nach. In den vier Jahren seiner Präsidentschaft wertete er aber leicht auf, um etwa 4%. Die 14-prozentige Abwertung ab März 2018 kehrte sich schnell um.

Vielen Umfragen zufolge sind Short-Positionen<sup>3</sup> im Renminbi zurzeit sehr beliebt, aber die chinesische Währung war dieses Jahr bislang sehr stabil. Bei einer Abwertung fällt in der Regel zunächst der Offshore-Renminbi (CNH), weil ausländische Investoren spekulative Short-Positionen eingehen; die Wechselkurse von CNH und Onshore-Renminbi (CNY) entwickeln sich also auseinander. Das war etwa im August 2015 der Fall. Anschließend wertete auch der CNY deutlich ab, um 2,7%. Auch 2024 war die Wechselkursdifferenz durchweg groß, weil viele Short-Positionen im CHN eingegangen wurden. Im Zuge der jüngsten Währungsvolatilität tat es der Renminbi aber dem japanischen Yen (JPY) gleich und wertete schnell auf. Onshore- und Offshore-Kurs näherten sich rasch wieder an. Offensichtlich waren die spekulativen Short-Positionen aufgelöst worden.

Wetten auf eine Renminbi-Abwertung und Käufe von US-Dollar (USD) waren aber nicht nur für ausländische Investoren interessant. Der kumulierte chinesische Handelsüberschuss ist deutlich größer als die von chinesischen Exporteuren in Renminbi umgetauschten Dollareinnahmen. Ein Großteil des chinesischen Handelsbilanzüberschusses wurde also in US-Dollar angelegt. Manche schätzen die Bestände chinesischer Unternehmen und Haushalte auf 300 bis 600 Milliarden US-Dollar.

Die Dollarisierung hat in den letzten Jahren in ganz Asien zugenommen, nicht zuletzt wegen sehr viel höheren US-Zinsen. Mit etwa 1,7% sind die chinesischen Zehnjahresrenditen deutlich niedriger als die amerikanischen. Zeitweise betrug der Unterschied 240 Basispunkte.

Es lohnt sich also, asiatische Währungen in US-Dollar abzuschließen, weil die asiatischen Zinsen niedriger sind als die amerikanischen.<sup>4</sup> Bei einer Absicherung mit 3-Monats-Forwards<sup>5</sup> verdient man beim thailändischen Baht (THB) 2,6%, beim südkoreanischen Won (KRW) 2,5% und beim malaysischen Ringgit (MYR) 2%.

Asiatische Währungen sind also schon jetzt überverkauft. Es droht ein Rücktausch von US-Dollar in lokale Währungen, falls der CNY nicht wie erwartet abwertet. Das kann vor allem dann passieren, wenn die US-Zinsen fallen, was Short-Positionen in asiatischen Währungen unattraktiver macht. Das könnte den CNY stabilisieren, selbst wenn neue Zölle drohen.

## Und die Ukraine?

Wie bereits gesagt, hatte die Ukraine bei Trumps Amtsantritt 2016 gerade erst – im August 2015 – ihre Schuldenrestrukturierung abgeschlossen und im November 2015 neue Anleihen begeben.

Auch im August 2024 einigte sich die Ukraine mit ihren Gläubigern und machte einen Restrukturierungsvorschlag für die damals begebenen Papiere. Seit Ende August sind neue Titel am Markt.

Die Restrukturierung 2015 war recht klar. Sie bestand aus einem 20-prozentigen Haircut<sup>6</sup> auf den Nennwert, einem Moratorium bis 2019 und einer Verlängerung der Laufzeit um vier Jahre. Der 2024er-Vorschlag ist etwas komplexer. Er sieht den Tausch von Altanleihen gegen zwei Arten von Neuanleihen vor – eine klassische Anleihe A mit im Zeitablauf steigenden Coupons und eine Anleihe B, deren Zahlungen an bestimmte Bedingungen geknüpft sind. Ihr Nennwert kann erhöht werden, wenn das ukrainische BIP und das ukrainische Wirtschaftswachstum bis 2029 bestimmte Schwellenwerte erreichen.

Der Haircut ist diesmal etwas höher als bei der ersten Restrukturierung. Er beträgt – je nachdem, ob die Bedingungen für die Nennwerterhöhung bei Anleihe B erfüllt werden – 37% bis 25%. Die Bedienung der Auslandsschulden in den nächsten vier Jahren hat in der Terminologie des Internationalen Währungsfonds (IWF) lediglich Symbolcharakter („Token“); es sind große Zugeständnisse für die Ukraine möglich.

Bei der ersten Restrukturierung war die wirtschaftliche und politische Lage der Ukraine düster, aber durchaus ähnlich wie heute. Ein Teil des ukrainischen Territoriums war besetzt, und trotz des Minsker Abkommens von 2014/2015 gab es keinen stabilen Waffenstillstand. Der Konflikt schien allerdings eingefroren, auch wenn er immer wieder aufflammte. Das ukrainische BIP war nach der Invasion stark gefallen, in US-Dollar gerechnet 2015 um 50% z.Vj. Das lässt sich aber auch zum Teil mit der Währungsabwertung erklären. Die Hrywnja (UAH) hatte die Hälfte ihres Wertes verloren, von 10 UAH/USD im Jahr 2014 auf 22 UAH/USD ein Jahr später. Am Ende betrug die ukrainische Schuldenstandsquote 90% des BIP. Das Land hatte sich aber ein

IWF-Hilfspaket mit 17,5 Milliarden US-Dollar Volumen gesichert.

Heute stehen der Ukraine ähnlich hohe IWF-Hilfen zur Verfügung, konkret eine vierjährige EFF (Extended Fund Facility) mit 15,6 Milliarden US-Dollar Volumen, deren letzte Tranche in Höhe von 2,2 Milliarden US-Dollar im Mai 2024 freigegeben wurde. Das BIP scheint diesmal weniger stark eingebrochen zu sein als 2014 und 2015 (-20% in US-Dollar), vor allem dank der jetzt vergleichsweise stabilen UAH. Sie hat seit dem russischen Einmarsch „nur“ 45% ihres Wertes verloren.

Entscheidend für den Wert ukrainischer Anleihen ist aber die Rendite, zu der neue Papiere nach der Emission gehandelt werden. Nach der Restrukturierung 2015 hielten sich die neuen Titel (mit Coupons von 7,75%) nach der Emission recht gut; ihre Rendite betrug dann etwa 8%. Von November 2015 bis Februar 2022 schwankte sie zwischen 8% und 10%. Dann marschierte Russland in die Ukraine ein, und die Rendite schnellte auf 40% bis 60% hoch.

## Wie reagieren die Kurse auf einen Sieg von Trump und einen Sieg von Harris?

Wiederholt hat Trump erklärt, dass er den Ukrainekrieg in „wenigen Tagen“ beenden werde. Er drohte, nicht nur die Ukraine, sondern auch die NATO nicht mehr zu unterstützen. Seit der Krimbesetzung 2014 haben die USA der Ukraine für 58,2 Milliarden US-Dollar Militärhilfen zur Verfügung gestellt, den größten Teil davon (55,4 Milliarden) seit Februar 2022.<sup>7</sup> Wenn diese Hilfen vollständig eingestellt werden, stünde die Ukraine wohl ähnlich da wie bei der ersten Invasion, als sie sich mit sehr viel weniger westlicher Unterstützung wehren musste. Allerdings könnte Europa einspringen, zumal die Differenz zwischen zugesagten und ausgezahlten Geldern hier erheblich ist.

Da die Schuldenstandsquote, die IWF-Hilfen und die europäischen Hilfszusagen an die Ukraine heute ähnlich hoch sind wie 2015, könnten sich ukrainische Anleihen auch ähnlich entwickeln wie bei der ersten Restrukturierung. Denkbar wären also Spreads von 800 bis 1.000 Basispunkten und damit eine Rendite von 12% bis 14%.

Allerdings ist höchst unsicher, wie der Markt auf eine drastische Kürzung der Ukrainehilfen reagieren wird. Denkbar ist zunächst ein starker Stimmungseinbruch. Aufgrund des IWF-Programms und der zweiten Restrukturierung halten wir den Schuldendienst aber für gesichert, sofern sich die militärische Lage der Ukraine in den nächsten vier Jahren nicht drastisch verschlechtert.

## Argentinien: Milei und Macri – ist diesmal alles anders?

Im November 2015 wurde der Geschäftsmann Mauricio Macri zum argentinischen Präsidenten gewählt. Nach zehn Jahren „Kirchnerismus“ hatte er wirtschaftliche und politische Reformen versprochen. Ein Jahr nach seinem Amtsantritt und kurz nach der Wahl Trumps hatte Macri Kapitalverkehrskontrollen abgeschafft, flexible Wechselkurse eingeführt und nach einem milliardenschweren Vergleich mit den letzten Gläubigern der vorangegangenen Restrukturierung eine Anleihe mit Rekordvolumen begeben.

Heute kämpft das krisengeschüttelte südamerikanische Land erneut mit Inflation, Rezession und einem drohenden Zahlungsausfall. Verschwenderische Staatsausgaben finanziert durch die Notenpresse sind der wichtigste Grund für die Malaise, meint Präsident Milei. Auch er ist kein Berufspolitiker, sondern ein Volkswirt, der 2022 erst Senator und 2023 dann Präsident wurde. In seinem Wahlprogramm versprach er, die Wirtschaft zu stabilisieren. Argentinien stand an der Schwelle zur Hyperinflation, mit steigender Armut und einem unübersichtlichen Gewirr von Preis- und Kapitalverkehrskontrollen. Um den wirtschaftlichen Niedergang zu bremsen und einen erneuten Staatsbankrott zu vermeiden, versprach Milei eine massive Haushaltskonsolidierung. Anders als seine Vorgänger setzt er sie auch um.

Macri 2015 und Milei 2023 traten ihr Amt unter schwierigen Bedingungen an. Bei Mileis Amtsantritt war die Lage allerdings noch schlechter: dreistellige statt zweistellige Inflation, zweistellige statt einstellige Auslandsschulden (in Milliarden USD), zweistelliges statt einstelliges Doppeldefizit (einschließlich Notenbank). Trotz Optimismus, weltweiten Zuspruchs und anfänglicher Erfolge ist Macris Experiment gescheitert, weil die Domi-

nanz der Fiskalpolitik zu neuen Kapitalverkehrskontrollen, einem weiteren Inflationsanstieg und letztlich einer Schuldenrestrukturierung führte.

Milei und sein Team, dem auch wichtige Mitarbeiter von Macri angehören, wollen es besser machen. Die neue Regierung hat seit Jahresbeginn tatsächlich einen Haushaltsüberschuss von 0,3% des BIP erreicht und ist auf dem besten Weg, erstmals seit 2008 ein Jahr mit einem Primärüberschuss abzuschließen. Milei möchte stabile Staatsfinanzen und stoppt die Notenpresse – in der Hoffnung, damit einen nachhaltigen Inflationsrückgang zu erreichen, die Zahlungsfähigkeit des Staates zu sichern und wieder für Wirtschaftswachstum zu sorgen. Am Ende zählen für Wähler und Investoren aber die Ergebnisse, wie es schon das Macri-Experiment gezeigt hat.

Als Anleiheninvestoren überzeugt uns Milei mehr als Macri. Haushalts- und Leistungsbilanzüberschüsse, der Aufbau von Währungsreserven und der Rückgang der Inflation sind schon jetzt greifbare Ergebnisse. Wir schätzen Milei weiterhin. Da wir Erfolge sehen, bleiben wir für argentinische Staatsanleihen optimistisch.

## Wiederholt sich die Geschichte?

Trotz mancher Herausforderungen entwickelten sich Emerging-Market-Anleihen nach den amerikanischen Präsidentschaftswahlen 2016 gut. 2017 halfen die Kursgewinne am Aktienmarkt, das ordentliche Weltwirtschaftswachstum und Erfolge einzelner Länder.

Diesmal könnte es ähnlich kommen, egal, wie die Wahlen ausgehen. Chancen sehen wir weiterhin bei hochverzinslichen Titeln, vor allem aus den Frontierländern. Dabei sind die Ukraine und Argentinien unsere Favoriten. Handelskriege und Protektionismus könnten den US-Dollar aufwerten lassen. Fallende US-Zinsen könnten das aber bremsen.

---

<sup>1</sup> Quellen: Bloomberg, JPM-Indizes. Falls nicht anders angegeben, ist das auch die Quelle der übrigen Daten in dieser Studie.

<sup>2</sup> Die Differenz zwischen den Renditen von Anleihen mit unterschiedlichen Laufzeiten, Ratings, Emittenten etc.

<sup>3</sup> Ziel ist, von fallenden Kursen zu profitieren.

<sup>4</sup> Man erzielt einen „positiven Carry“ weil der Anlageertrag über den Finanzierungskosten liegt.

<sup>5</sup> Ein Forward (Terminkontrakt) ist eine Vereinbarung zwischen zwei Kontrahenten, ein Wertpapier zu einem bestimmten zukünftigen Zeitpunkt zu einem jetzt festgelegten Preis zu kaufen oder zu verkaufen.

<sup>6</sup> Senkung der Zins- bzw. Rückzahlungsverpflichtungen.

<sup>7</sup> Quelle: Website des US-Außenministeriums: <https://www.state.gov/u-s-security-cooperation-with-ukraine/>, August 2024.