



*„In bewegten Märkten entscheidet der Blick für das Wesentliche.“*

Geopolitik, Geldpolitik und Bewertungen bleiben im Frühjahr 2026 die bestimmenden Koordinaten für institutionelle Investoren. Während Japan trotz wachsender Ausgaben überraschend stabil bleibt, sorgt das Zollurteil in den USA für neue Unsicherheiten – allerdings ohne den grundlegenden Kurs zu verändern. Gleichzeitig rückt die Glaubwürdigkeit von Klimastrategien stärker in den Mittelpunkt – und kleinere Unternehmen sowie Emerging Markets gewinnen nach Jahren der Zurückhaltung wieder an Profil.

Die Märkte sortieren sich neu – und bieten Chancen für diejenigen, die strukturelle Signale erkennen.

Wir wünschen Ihnen wieder spannende „VIEWs“!

## Inhalt

1. **Spotlight**  
Schuldenkrise in Japan?
2. **Märkte**  
Zollurteil des US Supreme Courts: Aufgehoben ist nur aufgeschoben
3. **Insights**  
Trotz ESG-Backlash: Glaubwürdigkeit zählt
4. **Ein Espresso mit ...**  
Dr. Anton Fischer und Lisa Westermann zur EZB-Spitze
5. **Trends**  
Small & Mid Caps: Comeback einer lang vernachlässigten Anlageklasse
6. **Dialog**  
Emerging Markets: Widerstandsfähig, unterschätzt – und strategisch relevanter denn je
7. **Backstage**  
„Sell America“ – Mythos, Märkte und die Realität dahinter
8. **MEAG Börsen-Podcast: Callies unplugged**  
Geopolitik im Ausnahmezustand

## Spotlight

### Schuldenkrise in Japan?

Mit ihrem überzeugenden Wahlsieg in den japanischen Unterhauswahlen hat Sanae Takaichi ein klares Mandat bekommen. Ihr Programm sieht Investitionen in strategische Wachstumssektoren vor, zudem soll unter anderem geprüft werden, die Mehrwertsteuer auf Lebensmittel temporär für zwei Jahre auf 0 Prozent zu senken. Selbst wenn diese Befristung, die politisch schwer durchzuhalten sein dürfte, greift, gibt es Befürchtungen bezüglich der Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen. Japan weist schon jetzt die höchste Schuldenquote unter den großen Volkswirtschaften auf.

Allerdings profitiert Japan davon, dass das nominale BIP wegen des robusten Wachstums und höherer Inflation deutlich ansteigt. Aus diesem Grund sinkt der Verschuldungsgrad aktuell sogar. Daneben führt die lange durchschnittliche Restlaufzeit der ausstehenden Anleihen dazu, dass sich der steigende Zins nur schrittweise im Budget bemerkbar macht.

Vor diesem Hintergrund erscheint eine moderate Ausweitung der Defizite vertretbar, vor allem, sofern sie das Wachstumspotenzial erhöht und nicht rein konsumtiv eingesetzt wird. Dies ist jedoch ein schmaler Grat, ansonsten kann es zu einem „Liz-Truss-Moment“ kommen. Dieser ist benannt nach der früheren britischen Premierministerin, die ebenfalls einen Wachstumsimpuls über eine massive Ausweitung des Budgetdefizites plante. Nachdem Anleihe- und Währungsmärkte zu kollabieren drohten, musste sie ihre Pläne zurücknehmen und zurücktreten.

## Zollurteil des US Supreme Courts: Aufgehoben ist nur aufgeschoben

Sei es der Fall der Entlassung von FED Governor Lisa Cook oder der des Rechts auf automatischen Erwerb der US-Staatsangehörigkeit durch Geburt auf US-Boden, die Handlungen der derzeitigen Administration schaffen Arbeit für den Obersten Gerichtshof der USA, den US Supreme Court. Wohl auch deshalb hat das Urteil hinsichtlich der Rechtmäßigkeit von einem Großteil der über das letzte Jahr verhängten US-Zölle einige Zeit auf sich warten lassen.

Am 20. Februar 2026 war es dann aber endlich so weit. Wenig überraschend hat der Oberste Gerichtshof mit einer 6 zu 3 Mehrheit entschieden, dass die Zölle der US-Administration auf Basis des IEEPA („International Emergency Economic Powers Act“) rechtswidrig sind. Laut dem Gericht hat US-Präsident Trump hier seine Befugnisse überschritten. Das Gesetz erlaube ihm nicht, derart umfangreiche Zölle zu verhängen. Das Urteil gilt aber nicht für die sektoralen Zölle wie beispielsweise für Autos oder Stahl – diese wurden auf anderen Rechtsgrundlagen verhängt – und betrifft damit nur rund 60 Prozent der im Jahr 2025 implementierten Zölle.

Die US-Administration reagierte prompt und implementierte einen globalen Zusatzzoll in Höhe von 10 Prozent mittels Section 122 des Trade Acts von 1974, für den es allerdings einige ausgenommene Gütergruppen gibt. Trump und auch Finanzminister Bessent haben bereits angekündigt, den Zollsatz auf 15 Prozent, den maximal möglichen Satz, anheben zu wollen. Das Problem aus Sicht der US-Administration ist aber, dass ohne Verlängerung durch den Kongress dieser Zoll nur für 150 Tage gelten kann. Durch diese Maßnahme hat die US-Regierung aber erst einmal Zeit gewonnen, um andere Rechtsgrundlagen zu prüfen und auch mit den Handelspartnern zu sprechen, mit denen im letzten Jahr Abkommen ausgehandelt wurden, wie zum Beispiel der Europäischen Union.

Die EU und die USA hatten sich im Juli letzten Jahres, im sogenannten „Turnberry-Abkommen“, auf einen 15-Prozent-Zoll für die meisten Waren aus der EU geeinigt. Diese Vereinbarung umfasst beispielsweise auch Autos, für die sonst ein höherer Satz gelten würde. Zudem gilt der neue 10-Prozent-Zoll nach Section 122 als ein zusätzlicher Zoll, der auf die Zölle, die bereits vor Trumps zweiter Amtszeit galten, aufgeschlagen wird. Würde dieser nun von 10 auf 15 Prozent nach oben genommen werden, würde die EU schlechter gestellt sein als mit dem Turnberry-Abkommen.

Das EU-Parlament hat den Ratifizierungsprozess erst einmal gestoppt. Andere, wie der deutsche Bundeskanzler Friedrich Merz, drängen auf eine schnelle Implementierung, wie er bei seinem Besuch in Washington Anfang März noch einmal betont hat. Dies würde die Unsicherheit für die europäischen Exporteure reduzieren, genauso wie das Risiko, sich den Unmut des amerikanischen Präsidenten zuzuziehen, was schlimmstenfalls noch höhere Zollforderungen nach sich ziehen könnte. Von daher gehen wir davon aus, dass die meisten dieser ausgehandelten Handelsabkommen letzten Endes auch eingehalten werden dürften.

Dennoch wird das Urteil des Obersten Gerichtshofs in der kurzen Frist wieder zu höheren Unsicherheiten führen, sowohl für die Handelspartner als auch für Unternehmen in den USA. So hat der Oberste

Gerichtshof die Frage der Rückerstattungen wieder an die untergeordneten Gerichtsebenen zurückverwiesen. Etliche Verfahren sind hier anhängig, daher dürften Entscheidungen noch einige Zeit in Anspruch nehmen. Einige Beobachter sprechen bereits spöttisch von einem Konjunkturprogramm für die Riege der New Yorker Anwaltskanzleien, es hat sich auch schon ein Markt für den Handel mit solchen Zollrückerstattungsforderungen gebildet. Gleichzeitig fehlt den US-Importeuren, zumindest über die nächste Zeit hinweg, weiterhin ein klarer Rahmen für ihre Planung und ihre unternehmerischen Entscheidungen.



*„Die US-Administration wird sich durch dieses Urteil nicht von ihrem Kurs abbringen lassen.“*

Bernhard Herrmann  
Senior Analyst Research – Macro

Die Profiteure der aktuellen Situation dürften zunächst Länder wie China oder Brasilien sein, also die, die im Laufe des Jahres 2025 mit relativ hohen Zöllen auf IEEPA-Basis überzogen wurden. Allerdings kann man hier davon ausgehen, dass die US-Administration ihre Zölle mittelfristig auf andere Rechtsgrundlagen stellen wird, und dass die Entspannung nur temporär sein sollte. Zu nennen sind hier insbesondere die Section 232 des Trade Expansion Acts von 1962 sowie Section 301 des Trade Acts von 1974, teilweise wird sogar auf Section 338 des Tariff Acts von 1930 verwiesen. Section 232 ist die rechtliche Basis für die aktuellen sektoralen Zölle, zum Beispiel für Autos oder Stahl. Hier hat Trump relativ große Freiheiten, allerdings muss zuvor eine Untersuchung stattfinden, die bis zu 270 Tage dauern kann. Section 301 erlaubt dem US-Präsidenten relativ einfach, Zölle gegen eine Vielzahl von Produktgruppen zu verhängen, um „unfaire“ Handelspraktiken eines Landes gegen die USA zu adressieren. Die Zölle gegen China unter Trumps erster Amtszeit wurden auf dieser Basis verhängt. Section 338 wurde in der Geschichte noch nie gezogen, um Zölle zu implementieren. Prinzipiell wäre es aber hierdurch möglich, Zölle in Höhe von bis zu 50 Prozent auf Importe aus Ländern zu erheben, die in ihren Handelsbeziehungen die USA „diskriminieren“.

Die US-Administration hat also eine Vielzahl an Möglichkeiten, ihre bisherige Zollpolitik auf Basis des IEEPA mittels anderer Bestimmungen zu reproduzieren. Daher dürften Länder, die bereits ein Abkommen ausgehandelt hatten, das auch einhalten wollen. Und auch wenn es am Ende Unterschiede bei der Zusammensetzung der Sektoren bzw. bei den Zollsätzen für einzelne Länder geben könnte, ist davon auszugehen, dass der durchschnittliche Zollsatz letztlich nahe des Niveaus von vor dem Urteil landen dürfte. Aufgehoben scheint in diesem Fall tatsächlich eher nur aufgeschoben zu sein, was keine signifikanten Marktreaktionen in der Zukunft erwarten lässt.

## Trotz ESG-Backlash: Glaubwürdigkeit zählt

Das Bundesverwaltungsgericht hat aufgrund Klage der deutschen Umwelthilfe geurteilt: Das Klimaschutzprogramm der Bundesregierung ist unzureichend und muss ausgebaut werden, damit die Ziele des nationalen Klimaschutzgesetzes zur THG-Reduktion bis 2030 glaubwürdig erreichbar bleiben.

Vergleichbar wurde unter dem Aspekt "Climate Litigation" auch bereits gegen privatwirtschaftliche Unternehmen geklagt; und mit der EU Corporate Sustainability Reporting Directive werden Akteure entsprechender Größe veranlasst, klimabezogene Übergangspläne zur Anpassung ihres Geschäftsmodells an eine dekarbonisierte Wirtschaft zu veröffentlichen.

Studien, anerkannte ESG-Rankings und Dienstleister weisen darauf hin, dass es bei den Übergangsplänen in der Privatwirtschaft noch hakt. Es fehlt insbesondere an Transparenz zu Projekten und den geplanten CAPEX, die eine Erreichung von selbst gesetzten Klimazielen gewährleisten sollen. Die Annahmen, die teilweise Übergangsplänen zugrunde liegen, werden zudem als zu optimistisch kritisiert – beispielsweise bezüglich zukunftsfähiger und rentabler Technologien.

Dennoch rückt das Jahr 2030 nahe, ein erster Meilenstein für die Klimaziele vieler Unternehmen; deren Beitrag zur Erreichung der EU-Klimaneutralität 2050 muss zügig konkretisiert werden. Akteure, die nicht auf Kurs sind, werden zusätzliche Maßnahmen und Kosten auf sich nehmen müssen, um ein Verfehlen ihrer Ziele zu vermeiden. Ansonsten könnten Reputationsrisiken, Klagen und Bußgelder drohen.

Diese betriebswirtschaftlichen Risiken sind für Investoren relevant. Die volkswirtschaftlichen werden es umso mehr. Denn ein Verfehlen von Klimaambitionen kann weitreichende systemische Auswirkungen auf Gesellschaft und Wirtschaft verursachen. Die Auswirkungen und Kosten von physischen Klimafolgen werden aktuell als alarmierend diskutiert.

Die Materialität von Klimarisiken erfordert pro-aktives Handeln von Investoren. Die Prüfung von Übergangsplänen sollte ein Kernelement in der ESG-Analyse von Investitionen sein. Einige ESG-Dienstleister bieten bereits entsprechende Datenpunkte und Analyse-Tools an. Für viele Investoren bleibt eine eigene Beurteilung unerlässlich. Bei relevanten Assets überprüft auch MEAG Übergangspläne anhand etablierter Kriterien und bindet dabei externe Daten, wissenschaftsbasierte Standards und eigene Sektorexpertise ein.

Entscheidend bleibt jedoch die Datenqualität. Investoren fordern Unternehmen bereits auf – unter anderem in Engagement-Dialogen – ihre Berichterstattung zu Übergangsprojekten und CAPEX zu vertiefen. Auch die Annahmen und externen Faktoren, von denen die Umsetzung der Übergangspläne abhängt, werden kritisch diskutiert. Transparenz, auch zu den Herausforderungen, wird gefordert.

### Fazit

Investoren haben ein materielles Interesse an der Glaubwürdigkeit von klimabezogenen Übergangsplänen. Sie können die Weiterentwicklung von Qualität und Transparenz unterstützen und sollten dabei anerkannte Standards berücksichtigen.

Alexandra Brill, Senior Expert Sustainable Finance

## Dr. Anton Fischer und Lisa Westermann zur EZB-Spitze

**LW:** EZB-Präsidentin Christine Lagarde hat jüngst gesagt, ihr Basisszenario ist, dass sie bis zum regulären Ende, im Oktober 2027, im Amt bleibt. Glaubst du das?

**AF:** Dass nun schon zum zweiten Mal über einen vorzeitigen Rücktritt spekuliert wurde, zeigt: Entweder gibt es da tatsächlich gut informierte Quellen oder es existieren Kreise, die ein Interesse an der Diskussion haben. Ihr Dementi wirkte jedenfalls nicht ganz überzeugend.

**LW:** Eine verbreitete Erklärung ist, dass man den Führungswechsel bei der EZB vor den französischen Präsidentschaftswahlen im April nächsten Jahres in trockene Tücher bringen will.

**AF:** Ja, das ist durchaus möglich, vielleicht überlegt sie auch selber zu kandidieren. Aber davon abgesehen ist diese öffentliche Diskussion nicht gut für den Status der EZB als unabhängige Institution.

**LW:** Egal wann der Wechsel jetzt kommt, wird der nächste EZB-Chef aus Deutschland kommen?

**AF:** Auch wenn hier Namen wie Joachim Nagel und Isabel Schnabel genannt werden, halte ich einen deutschen EZB-Präsidenten für eher unwahrscheinlich. Die EZB hat ja bereits ihren Sitz in Frankfurt und man möchte eine zu starke deutsche Dominanz vermeiden. Noch schwieriger ist es, weil das wichtigste Amt in der EU, nämlich das des Kommissionspräsidenten, ebenfalls von Deutschland gestellt wird. Bei Isabel Schnabel kommt auch dazu, dass sie bereits Mitglied im Direktorium ist und eine zweite Amtszeit laut Verträgen nicht zulässig ist.

**LW:** Wer macht dann das Rennen?

**AF:** In Umfragen unter Volkswirten liegt der Niederländer Klaas Knot vorne, gefolgt vom Spanier Hernández de Cos.

**LW:** Und was denkst du?

**AF:** Ich gehe davon aus, dass ein Spanier oder eine Spanierin die Führung übernimmt. Dies wäre nach der bisherigen Logik der großen Ländern naheliegend. Davor hatten wir schon einen Niederländer, zwei Franzosen und einen Italiener. Kleinere Länder sind mit dem frisch nominierten kroatischen Vizepräsidenten Vujčić ja bereits gut vertreten. Außerdem werden 2027 auch die Nachfolger von Philip Lane, dem Chefvolkswirt, und Isabel Schnabel gesucht. Da dürften dann Frankreich und Deutschland das Vorrecht für die Besetzung bekommen.

**LW:** Und wie werden die Finanzmärkte reagieren?

**AF:** Momentan würde ich keine starke Marktreaktion erwarten, weil die Entscheidungen ja weiter in einem Gremium getroffen werden, das der Preisstabilität verpflichtet ist.

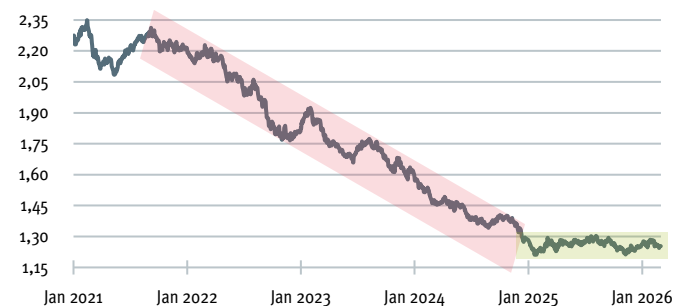


Dr. Anton Fischer, Senior Analyst Research – Macro  
Lisa Westermann, Director Institutional Sales

## Small & Mid Caps: Comeback einer lang vernachlässigten Anlageklasse

Small- und Mid-Cap-Aktien haben in den vergangenen Jahren eine deutliche Underperformance gegenüber Large Caps verzeichnet. Diese Entwicklung war global sichtbar, zeigt sich jedoch im deutschen Markt besonders eindrucksvoll. Der Verlauf des MDAX im Vergleich zum DAX dokumentiert seit Anfang 2021 einen klaren, mehrjährigen Abwärtstrend. Erst seit Ende 2024 zeichnet sich eine merkliche Stabilisierung auf niedrigem Niveau ab – eine horizontale Bodenbildung, die das Ende der Abwärtsdynamik signalisieren könnte. Für viele Anleger stellt sich damit die Frage: Ist dies lediglich ein technisches Zwischenspiel – oder der Beginn eines strukturellen Richtungswechsels?

Trendumkehr in Vorbereitung? MDAX versus DAX



Quelle: Bloomberg

### Makroökonomische Belastungsfaktoren nehmen ab

Die Underperformance von Small- und Mid-Caps war in den vergangenen Jahren primär durch drei Faktoren geprägt: das aggressive Zinsumfeld, geopolitische Unsicherheit und eine ausgesprochen risikoscheue Anlegerstimmung. Da kleinere Unternehmen typischerweise eine höhere operative Hebelwirkung, eine höhere Fremdkapitalabhängigkeit und geringere Pricing Power besitzen, wurden sie vom Zinsanstieg und der gestiegenen Inflation überproportional getroffen. Gleichzeitig adressierten institutionelle Portfolios verstärkt liquide Large Caps, was die Bewertungsdifferenzen weiter verstärkte.

Mit der absehbaren geldpolitischen Entspannung in Europa und den USA dürfte dieser Druck jedoch sukzessive nachlassen. Viele Indikatoren deuten darauf hin, dass kleinere Unternehmen stärker von einer zyklischen Erholung profitieren als große Konzerne. Die Stabilisierung des MDAX gegenüber dem DAX ist daher möglicherweise nicht zufällig, sondern der erste Ausdruck eines neuen, fundamentalen Umfelds.

### Gewinnentwicklung: Small Caps stehen vor einer Erholung

Small- und Mid-Cap-Unternehmen sind grundsätzlich konjunkturanfälliger und verzeichnen über die Wirtschaftszyklen hinweg höhere Ergebnisausschläge. In den letzten Jahren waren die negativen Gewinnimpulse bei Small und Mid Caps deutlich ausgeprägter als bei Large Caps – ein zentraler Grund für die schlechte relative Kursentwicklung.

Interessant ist jedoch die erwartete Entwicklung für dieses Jahr. Während Large Caps weiterhin stabile, aber „moderat“ wachsende

Gewinne liefern sollen, deuten die Schätzungen für Small und Mid Caps auf ein dynamischeres Gewinnwachstum hin. Seit Ende 2025 zeigen die Wachstumsraten wieder nach oben und für 2026 rechnen die Analysten damit, dass Small Caps bei der Ertragsentwicklung die Large Caps übertreffen. Dieses wachstumsorientierte Profil ist ein klassisches Signal dafür, dass diese Marktsegmente in frühen Erholungsphasen typischerweise eine überdurchschnittliche Performance liefern.

### Bewertungen auf Mehrjahrestiefs: Ein historisch attraktives Chancen-Risiko-Profil

Noch deutlicher wird das Potenzial, wenn man die Bewertungsrelationen betrachtet. Small Caps auf europäischer Ebene handeln aktuell mit einem der größten Bewertungsabschläge der vergangenen 15 Jahre. Die starke Kursentwicklung bei Large-Cap-Aktien hat in den letzten Jahren zu einer Bewertungsausweitung geführt, während Small Caps auf einem historisch eher günstigen Niveau geblieben sind. Die Differenz der 12-Monats-Forward-KGVs befindet sich auf einem 20-Jahres-Tief.



*„An Märkten, die lange vernachlässigt wurden, entstehen oft die stärksten Re-Rating-Chancen.“*

Jörg Hoppe  
Senior Portfolio Manager Equity Europe

Für institutionelle Anleger bedeutet dies zweierlei:

1. **Das absolute Bewertungsniveau** bleibt für Small Caps attraktiv.
2. **Das relative Bewertungsniveau** gegenüber Large Caps bietet einen erheblichen Re-Rating-Hebel, sofern sich die makroökonomischen Rahmenbedingungen verbessern.

Historisch zählten Phasen solch hoher Bewertungsdifferenzen regelmäßig zu den attraktivsten Einstiegszeitpunkten – insbesondere dann, wenn gleichzeitig eine Stabilisierung der relativen Kursentwicklung sichtbar wurde, wie es derzeit im MDAX der Fall ist.

### Fazit: Ein Marktsegment, das vor einer Neubewertung stehen könnte

Die Kombination aus technischer Bodenbildung, anziehendem Gewinn-Momentum und historisch günstiger relativer Bewertung schafft ein Umfeld, das Small- und Mid-Cap-Aktien wieder zunehmend in den Fokus professioneller Investoren rücken könnte. Während Large Caps weiterhin Stabilität und Liquidität bieten, sprechen die zyklische Positionierung und die Bewertungsrelationen klar für eine selektive Rückkehr in das Small- und Mid-Cap-Segment.

Für langfristig orientierte Anleger könnte dies ein günstiger Zeitpunkt sein, die Positionierung zu überprüfen – insbesondere in Europa und in Unternehmen, die über solide Bilanzen, strukturelle Wachstumstreiber und nachhaltige Geschäftsmodelle verfügen.



## Emerging Markets: Widerstandsfähig, unterschätzt – und strategisch relevanter denn je

Die Emerging Markets (EM) sind zurück in den Portfolios vieler institutioneller Investoren – und das nicht als taktischer Baustein, sondern zunehmend als strategische Säule. Nach Jahren globaler Unsicherheit und fragmentierter Rahmenbedingungen haben die meisten EM-Volkswirtschaften ihre Bilanzen konsolidiert, Währungsreserven aufgebaut und ihre Abhängigkeit von externen Finanzierungsquellen reduziert. Gleichzeitig sorgen ein schwächerer US-Dollar, robustere Leistungsbilanzen und ein positives Rating-Momentum dafür, dass die Anlageklasse heute anders dasteht als in früheren Stressphasen.

Doch wie stabil ist das Fundament tatsächlich – gerade nach jüngsten geopolitischen Schocks? Wie verändert sich die Risikoprämie? Und wo liegt das strukturelle Renditepotenzial in einem Markt, der trotz deutlicher Kapitalzuflüsse weiterhin deutlich untergewichtet bleibt? Darüber sprechen Evert van den Brink, Director Institutional Sales und Markus Müller, Head of Active Fixed Income – Emerging Markets.

**EB:** Markus, du sagst, dass die Emerging Markets „so stark waren wie lange nicht mehr“. Was genau macht die fundamentale Ausgangslage aktuell so außergewöhnlich?

**MM:** Mehrere strukturelle Faktoren greifen gleichzeitig – und das ist bemerkenswert. **Erstens** haben viele EM-Länder ihre Verschuldung aktiv gemanagt und ihre Haushaltspositionen verbessert. Wir sehen heute deutlich höhere Primärsalden und insgesamt weitaus geringere Schuldenquoten als in der entwickelten Welt sowie stabilere Refinanzierungsstrukturen und – ganz zentral – eine geringere Abhängigkeit vom Auslandskapital. Außerdem hat sich die externe Position vieler Emerging Markets gestärkt: Zahlreiche Länder verzeichnen tragfähige Leistungsbilanzen, selektiv robuste Kapitalzuflüsse in produktive Sektoren und komfortable Devisenreserven, was die Verwundbarkeit gegenüber externen Schocks senkt. Diese stärkere Balance of Payments reduziert Refinanzierungsrisiken, erhöht die geldpolitische Flexibilität und verbessert die Widerstandsfähigkeit in globalen Stressphasen.



*„Emerging Markets sind strategisch relevanter denn je.“*

Evert van den Brink  
Director Institutional Clients

**Zweitens** zeigt sich ein klarer Wachstumsunterschied gegenüber der entwickelten Welt. Während die entwickelte Welt an Dynamik verliert, liefern viele EM-Regionen robuste, teils überdurchschnittliche Wachstumsbeiträge. Diese relative Wachstum-Outperformance ist essenziell, weil sie mittelfristig Risikoaufschläge senken wird und über höhere Steuereinnahmen zur fiskalischen Stabilität beiträgt.

**Drittens** beobachten wir eine rückläufige Inflation. Das ist kein temporärer Zufall, sondern Ergebnis konsequenter Geldpolitik. Die meisten EM-Zentralbanken haben sehr früh und sehr entschlossen reagiert – deutlich früher als die Fed oder die EZB.

Und **viertens** schließlich der Rating-Trend: Wir sehen viel mehr Upgrades als Downgrades, was seit Jahren nicht der Fall war. Gleichzeitig sind die Bewertungen attraktiv geblieben, weil die Kapitalflüsse erst seit Kurzem zurückkehren. Diese Kombination aus starken Fundamentaldaten und noch nicht voll eingepreister Qualität gab es zuletzt selten.



*„Emerging Markets haben aus früheren Krisen gelernt.“*

Markus Müller  
Head of Active Fixed Income – Emerging Markets

**EB:** Trotzdem hat ein exogener Schock wie der Angriff der USA bzw. Israels auf den Iran sofort für Korrekturen gesorgt. Wie stark beeinträchtigt das den Investment Case wirklich?

**MM:** Geopolitische Ereignisse eröffnen häufig attraktive Einstiegsgelegenheiten, weil Märkte in solchen Momenten potenzielle Negativszenarien oft überproportional einpreisen. Dadurch verbessert sich das Verhältnis von Risiko zu Ertrag spürbar. Kurzfristig führt so ein Ereignis zu höherer Volatilität. Positionen werden zwangsweise bereinigt, Hedge-Fonds reduzieren Risiko, Investoren verkleinern Engagements, bevor sie nachkaufen. Dadurch werden Bewertungen plötzlich günstiger – obwohl sich an der fundamentalen Lage nichts geändert hat.

Wichtig ist aber etwas anderes: Emerging Markets haben aus früheren Krisen gelernt. 2013, 2015, 2018 – überall wurden Lehren gezogen. Der Anteil lokaler Investoren ist gestiegen, die Fremdwährungsverschuldung gesunken, und die Terms of Trade vieler Staaten haben sich durch Rohstoffpreisauftriebe verbessert. Heute reagieren EM-Märkte deutlich weniger panisch auf externe Schocks als früher.

Trotzdem gilt: Der aktuelle Iran-Konflikt ist ein exogener Schock, dessen Auswirkungen vom Verlauf abhängen. Bleibt der Konflikt kurz und begrenzt, spricht viel dafür, dass die strukturellen Treiber überwiegen und der Investment Case intakt bleibt. Zieht sich der Konflikt jedoch hin oder eskaliert, könnten Energiepreise, Risikoprämien und Kapitalflüsse länger belastet bleiben – was temporär auch die strategische Einschätzung beeinflussen würde. Unter den derzeit bekannten Annahmen sehen wir die mittelfristigen Treiber grundsätzlich weiterhin intakt.

**EB:** Viele Investoren fragen uns: „Wenn alles so gut klingt – warum bleibt die Assetklasse dann trotzdem so stark untergewichtet?“ Wie erklärst du dieses Missverhältnis?

**MM:** Es ist ein strukturelles Phänomen. Die letzten zehn Jahre wurden von einem dominanten US-Markt geprägt. US-Technologie, US-Wachstum, US-Zinsen – ein Großteil der globalen Kapitalallokation lief automatisch dorthin. Emerging Markets standen schlicht im Schatten der außergewöhnlichen US-Outperformance.

Jetzt dreht sich etwas Entscheidendes: Vor der Iran-Krise konnten wir das Ende des Exzeptionalismus beobachten und Kapital wurde vermehrt wieder global allokiert. Das lag vor allem an der speziellen politischen Situation in den USA, die dann doch Investoren verunsichert hat, an der Bewertungssituation, an geopolitischen Neugewichtungen, aber auch daran, dass eine zunehmend multipolare Welt andere Renditequellen akzeptiert – oder sogar braucht.

Dazu kommt ein psychologischer Faktor: Viele institutionelle Investoren trauen dem eigenen Risiko-Management bei EM mehr zu als noch vor einigen Jahren. Wer früher sagte: „EM ist zu volatil“, sagt heute eher: „EM ist volatil, aber kontrollierbar – und attraktiv bepreist.“

Kurz gesagt, die Untergewichtung ist ein Relikt der Vergangenheit. Sie wird sich schrittweise normalisieren – und genau das eröffnet Chancen.

**EB:** Wenn wir über Chancen sprechen: Welche Regionen oder Segmente sind nach der jüngsten Krise besonders interessant?

**MM:** Rohstoffexporteure stehen klar im Fokus – nicht nur kurzfristig. Länder mit stabilen Leistungsbilanzüberschüssen und resilienten Haushalten profitieren überproportional, wenn Rohstoffpreise steigen oder stabil bleiben. Das sind häufig Staaten, deren Währungen strukturell Aufwertungspotenzial besitzen und die zusätzlich Reserven aufbauen können. Auf der anderen Seite gibt es klassische „Rebound-Kandidaten“ – Länder, die kurzfristig über-verkauft wurden, aber solide Grunddaten besitzen. Für aktive Manager ist das das attraktivste Spielfeld, denn hier lassen sich Bewertungsverzerrungen gezielt heben.

Im Hard-Currency-Segment sehen wir zudem eine Stabilisierung der Spreads auf Niveaus, die historisch betrachtet absolut attraktiv sind und ergeben so eine sehr attraktive Gesamtrendite. Im Local-Currency-Segment überzeugt die Kombination aus Aufwertungspotenzial bei den Währungen und hohen Realzinsen bei fallender Inflation – ein seltenes, sehr wertvolles Setup.

**EB:** Was bedeutet das alles für den mittelfristigen Ausblick? Ist die erwartete Outperformance realistisch – oder eher optimistisches Wunschdenken?

**MM:** Wir halten die Outperformance nicht für Wunschdenken, sondern für eine logische Konsequenz der aktuellen Struktur. Die Fundamentaldaten haben sich nicht verschlechtert – im Gegenteil, viele Länder sind heute widerstandsfähiger als vor der Krise. Die Kapitalflüsse haben gerade erst begonnen, während die Bewertungsspannen weiterhin attraktiv sind. Gleichzeitig steigt der Bedarf globaler Investoren an „echten“ Diversifikationsbausteinen, die langfristig tragen können.

EM-Anleihen vereinen genau das: Hohe Realrenditen, solide wirtschaftliche Basis, strukturelle Verbesserungen – und ein Umfeld, in dem Zinssenkungen in einigen Ländern schon weit fortgeschritten oder absehbar sind. Mittelfristig spricht deshalb alles dafür, dass EM erneut eine Phase der Outperformance erlebt. Die Korrektur war kein Warnsignal, sondern eine Gelegenheit.

**EB:** Vielen Dank für den interessanten Austausch, Markus!

## „Sell America“ – Mythos, Märkte und die Realität dahinter

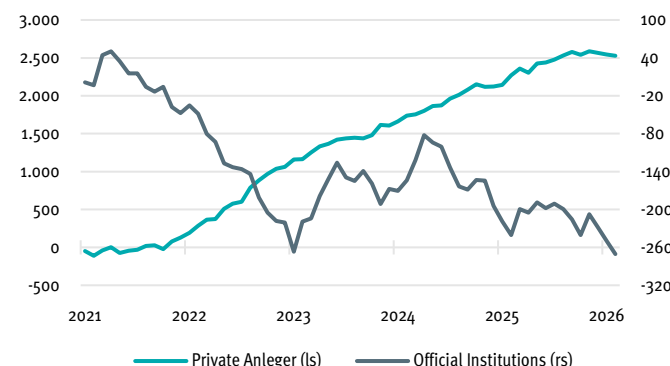
Seit Trumps groß angekündigtem Zollpaket im April 2025, das die globale Handelsordnung kräftig durcheinanderwirbelte, wird viel über „Sell America“ spekuliert. Ein Teil der Logik damals: Höhere Zölle sollten das massive US-Handelsdefizit verringern und damit automatisch die Nachfrage aus dem Ausland nach US-Vermögenswerten dämpfen.

Doch trotz dieser Rhetorik bleibt der strukturelle Befund derselbe: Die USA müssen weiterhin gigantische Kapitalmengen anziehen, um ihre rekordhohen Haushaltsdefizite zu finanzieren – nicht zuletzt, weil die heimische Sparquote niedrig ist und selbst diese begrenzten Ersparnisse nur zu einem Teil in US-Staatsanleihen fließen. Entsprechend groß war die Sorge, dass ausländisches Kapital nach dem sogenannten „Liberation Day“ die Flucht ergreifen könnte, zumal der Dollar unter Druck stand.

Die ersten Monate fielen jedoch deutlich unspektakulärer aus: Vor allem europäische Investoren sicherten ihre Dollarpositionen währungsmäßig ab, anstatt US-Assets zu verkaufen. Damit rückte schnell die entscheidende Frage in den Vordergrund, was mit den ausländischen Beständen an US-Staatsanleihen passieren würde, die immerhin rund 30 Prozent des gesamten Marktes ausmachen.

### Kumulierte Nettokäufe US-Staatsanleihen

in Milliarden US-Dollar



Quelle: Bloomberg, MEAG

Ein Blick auf die regelmäßig veröffentlichten TIC-Daten des US-Finanzministeriums zeigt trotz statistischer Besonderheiten – Hedgefonds aus London oder den Cayman Islands gelten dort als „Ausländer“, ebenso Verwahrstellen in Belgien – ein erstaunlich robustes Bild: Ausländische Investoren kaufen weiterhin US-Treasuries. Zwar gibt es am Rand leichte Ermüdungserscheinungen, und Europa gewinnt ebenfalls wieder Kapital, doch die USA ziehen nach wie vor enorme globale Ersparnisse an.

Ein klarer Trend, der schon vor Jahren begonnen hat, setzt sich fort: Der Anteil offizieller Investoren, insbesondere ausländischer Zentralbanken, nimmt weiter ab. Chinas Nettozuflüsse sind seit 2022

durchgehend negativ, wenngleich das Land weiterhin zu den größten Haltern von US-Staatsschulden zählt. Die Lücke füllt der Privatsektor, dessen Investitionsentscheidungen preissensitiver und flexibler sind – und derzeit erstaunlich stabil.

Überraschend deutlich zeigt sich Europa als wichtigster Nettokäufer. Rund drei Viertel der gesamten ausländischen Nettoneunachfrage nach Treasuries im vergangenen Jahr kamen aus Europa – trotz einzelner Stimmen, die Bestandsreduktionen signalisiert hatten. Großbritannien spielt dabei eine Sonderrolle. Die lokale Ansiedlung vieler Hedgefonds verzerren die Zahlen.



*„Trotz aller Schlagworte kaufen Ausländer weiterhin US-Anleihen.“*

Heinz Gunasekera  
Senior Portfolio Manager Active Fixed Income Macro

Dennoch ist die Nachfrage europäischer Investoren nach US-Unternehmens- und Staatsanleihen real und substanziell. Japan, traditionell der größte ausländische Halter von US-Treasuries, hätte angesichts steigender heimischer Renditen und eines schwächeren Yen ein klassischer Kandidat für Rückführungen sein können – doch bislang zeigen die Nettoströme ein ausgeglichenes Bild ohne größere Liquidationen. Besonders japanische Lebensversicherer galten als potenzielle Verkäufer, doch diese Befürchtungen haben sich bisher nicht materialisiert.

Hinzu kommt ein struktureller Punkt, den man nicht unterschätzen darf: Manche Länder – etwa Kanada – verfügen über riesige Pensionsfonds, aber nur relativ kleine heimische Anleihemärkte. Eine massive Umschichtung dieser Gelder wäre schlicht unmöglich, auch weil alternative Märkte wie Europa weniger liquide sind. Für viele große Anleger bleibt der US-Markt daher alternativarm, wenn nicht sogar alternativlos.

### Fazit

Ein leichtes Nachlassen der Nachfrage nach US-Staatsanleihen am Rand ist wahrscheinlich, ein breit angelegter Rückzug hingegen derzeit unwahrscheinlich. Erst wenn die Unabhängigkeit der Federal Reserve infrage gestellt würde, könnten deutliche Kapitalabflüsse einsetzen. Besonders im Blick behalten wir Japan, wo die geldpolitische Normalisierung das Anlageverhalten verändern könnte. Die USA bleiben damit vorerst der zentrale Magnet globaler Ersparnisse – und „Sell America“ mehr Schlagwort als Realität.

## Geopolitik im Ausnahmezustand

### Podcast Folge 2

Dr. Jürgen Callies, Head of Research

moderiert von Alexander George, Director Institutional Sales

Seit dem Angriff auf den Iran hat sich das weltpolitische Umfeld deutlich verändert. Die geopolitischen Spannungen und ihre Auswirkungen rücken immer stärker in den Fokus. Neben dem Iran-Konflikt prägen weiterhin der Krieg in der Ukraine sowie der schwelende Konflikt zwischen China und Taiwan die Lage – Entwicklungen, die auch künftig entscheidend bleiben dürften.

MEAG Börsen-Podcast – Kompakt, fundiert, auf den Punkt.



**Jetzt anhören**



Als Asset Manager von Munich Re Group steht MEAG für langfristigen Mehrwert für ihre Kunden: Mit aktiver Investment-Exzellenz, führender Risikoexpertise und individuell zugeschnittenen Lösungen. Aktuell werden rund 368 Milliarden Euro verwaltet, davon 63 Milliarden Euro für private und institutionelle Investoren (Stand 12/2025). Verlässlichkeit, Innovationskraft und langfristiger Erfolg stehen dabei im Mittelpunkt.

Ihr Kontakt:

+49 89 2489-2929

[view@meag.com](mailto:view@meag.com)



**Abonnieren Sie uns!**

Bleiben Sie mit unseren Newslettern auf dem Laufenden.

### Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage wird verteilt von MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH ("MEAG"). Die hierin enthaltenen Informationen stammen von Quellen, die MEAG als zuverlässig einschätzt. Diese Informationen sind jedoch nicht notwendigerweise vollständig und ihre Richtigkeit kann nicht garantiert werden. Geäußerte Prognosen oder Erwartungen sind mit Risiken und Ungewissheiten verbunden. Die tatsächlichen Entwicklungen können daher wesentlich von den geäußerten Erwartungen und Annahmen abweichen. MEAG behält sich Änderungen der geschilderten Einschätzungen vor und ist nicht verpflichtet, diese Unterlage zu aktualisieren.

Diese Unterlage wird Ihnen ausschließlich zu Informationszwecken bereitgestellt. Sie ist weder als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten gedacht noch als Anlageberatung, Anlageempfehlung, Finanzanalyse oder Rating. Sie beinhaltet auch keine Zusagen oder sonstige Verpflichtungen von Unternehmen der Munich Re Gruppe zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, Gewährung von Krediten oder sonstigen Investitionen in etwaigen hier beschriebenen Projekten.

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Einschätzungen und Informationen sind nicht für die Verteilung an oder Verwendung durch einen privaten Kunden oder eine Person oder ein Rechtssubjekt in einer Gerichtsbarkeit oder einem Land bestimmt, in dem diese Verteilung gegen nationales Recht oder nationale Vorschriften verstoßen würde. Insbesondere darf diese Veröffentlichung nicht in den Vereinigten Staaten, Kanada, Singapur oder Großbritannien verteilt werden. MEAG, deren verbundene Unternehmen sowie deren jeweiligen Führungskräfte, Direktoren, Partner und Beschäftigte, einschließlich Personen, die an der Erstellung oder Herausgabe dieses Dokuments beteiligt sind, können von Zeit zu Zeit mit den Finanzinstrumenten handeln, diese besitzen oder als Berater in Bezug auf diese Instrumente auftreten. Weder MEAG noch die mit ihr verbundenen Unternehmen, ihre Führungskräfte oder Beschäftigte übernehmen irgendeine Haftung für einen unmittelbaren oder mittelbaren Schaden, der sich aus einer Verwendung dieser Veröffentlichung oder ihres Inhalts ergibt. Diese Unterlage richtet sich nicht an US-Personen und die darin enthaltenen Informationen dürfen nicht von US-Personen genutzt werden. US-Personen sind natürliche Personen, Gesellschaften jeder Art, die Bürger der Vereinigten Staaten sind oder dort beheimatet sind, oder nach dem Recht der Vereinigten Staaten errichtet sind.

Diese Veröffentlichung ist urheberrechtlich geschützt und darf von keiner Person und zu keinem Zweck vervielfältigt, verteilt oder veröffentlicht werden. Alle Rechte vorbehalten. Weitere Informationen können angefordert werden bei MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH, Am Münchner Tor 1, 80805 München. Stand März 2026.

Um die Bilder und Infografiken unseres Newsletters direkt angezeigt zu bekommen, fügen Sie die Absender-Adresse zu Ihren Kontakten hinzu.

Wenn Sie künftig unsere Informationen und Angebote nicht mehr erhalten möchten, können Sie der Verwendung Ihrer Daten für Werbezwecke jederzeit widersprechen. Teilen Sie uns dies bitte unter Angabe Ihres Namens und Ihrer Anschrift an folgende Adresse mit: MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH, Am Münchner Tor 1, 80805 München.

Fotos: joebelanger | iStock und jean-marc payet | Getty Images