

Vontobel

Fixed Income Quarterly

Wir haben es Ihnen ja gesagt ...



Juni 2025

3

Editorial

Mit Alpha-Chancen bleiben Sie einen Schritt voraus

9

Zinsen

Solide Fundamentaldaten trotz sprunghafter Handelspolitik

11

Industrieländer

Auf Banken setzen?

14

Schwellenländer

Ausfallrate am US-Hochzinsmarkt dürfte moderat sein

17

Anlageüberlegungen

18

Autoren

Herausgeber

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich

Redaktion

Nadine Brandes,
Director, Investment Content

Autoren

Andrew Jackson,
Head of Fixed Income
Daniel Karnaus,
Portfolio Manager, Fixed Income
Christian Hantel,
Portfolio Manager, Global Corporate Bonds
Claudia Fontanive-Wyss,
Portfolio Manager,
European Corporate Bonds
Stella Ma,
Portfolio Manager, Global High Yield
James Stahl,
Credit Analyst
Gregor Kapferer,
Portfolio Manager, CHF Bonds
Carlos de Sousa,
Emerging Market Debt Strategist,
Portfolio Manager

Erscheinungsweise

Viermal pro Jahr
(nächste Ausgabe September 2025)

Konzept

MetaDesign AG

Gestaltung & Realisation

Vontobel

Bilder

Gettyimages,
Vontobel

Redaktionsschluss

19. Juni 2025

Veröffentlichungsdatum

23. Juni 2025



— **Andrew Jackson**
Head of Fixed Income,
Vontobel

Mit Alpha-Chancen bleiben Sie einen Schritt voraus

In unserer letzten Quartalsveröffentlichung haben wir auf das begrenzte Potenzial für kurzfristige Beta-Renditen aus Anleihen hingewiesen und die bedeutenden Alpha-Chancen hervorgehoben, von denen wir ausgingen. Die Ereignisse des vergangenen Quartals hätten diese Prognose nicht besser bestätigen können.

Wir befinden uns derzeit in einer der volatilsten und unberechenbarsten Phasen der jüngeren Finanzmarktgeschichte. Hauptverantwortlich für diese Volatilität waren offensichtlich die Sanktionen, die von der Trump-Regierung nach dem «Liberation Day» verhängt wurden. All dies geschah vor dem Hintergrund überzogener Bewertungen, sich verändernder gesamtwirtschaftlicher Rahmenbedingungen, einer allmählichen Neuausrichtung der Machtverhältnisse an den globalen Finanzmärkten sowie in militärischer Hinsicht und der anhaltenden Nachwirkungen des Inflationsschubs, der 2022 die Volkswirtschaften der Industrieländer heimsuchte. Zusammen genommen sorgten diese Faktoren für verstärkte Turbulenzen.

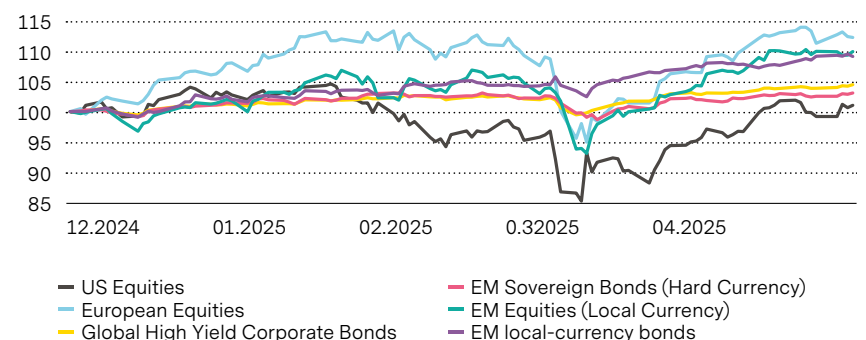
Nach unserer Fokussierung im letzten Quartal auf das Wertpotenzial von Alpha hoffe ich aufrichtig, dass viele von Ihnen diese Erkenntnis in Ihre Positionierung auf Portfolioebene einfließen lassen konnten. Bei der Fixed Income Boutique profitierten wir erheblich von dieser Einschätzung. Seit Jahresbeginn haben unsere hochaktiven Flaggschiff-Portfolios unglaublich robuste risikobereinigte Renditen erzielt, obwohl die Märkte wieder auf das Niveau zurückgekehrt sind, auf dem sie zum Zeitpunkt unserer letzten Quartalsveröffentlichung waren.

Wesentliche Erkenntnisse

1. Nachdem sie das «Angstgebiet» ausgetestet haben, sind die Märkte nun wieder fest im Griff des «Gierterritoriums». Lassen Sie Vorsicht walten!
2. Wir sind nach wie vor fest davon überzeugt, dass auch künftig Volatilität vorherrschen wird, und unser aktiver Ansatz liefert weiterhin Ergebnisse.
3. Die Debatte um das Ende des Exzeptionalismus des US-Dollar hat Auswirkungen auf die Märkte weltweit. Unseres Erachtens könnten jedoch die Schwellenländer zu den wenigen Nutzniessern dieses Trends zählen.

Grafik 1: Der «Liberation Day» zeigte, wie schnell die Anleger in Panik geraten können

Indexed performance



Quelle: FactSet und Vontobel, Daten per 30. Mai 2025

Über die Klugheit der Strategie zum «Liberation Day» ist viel geschrieben worden, aber die Reaktion am Markt war geprägt von einer Risikoscheu, die sämtliche Absicherungsmechanismen aushebelte, die man von einer Diversifizierung erwarten könnte. Dies ist in Zeiten extremer Risikoaversion häufig der Fall. Die Korrelation zwischen den Anlageklassen tendiert gegen 1 (perfekte positive Korrelation), liquide Anlagen verzeichnen (in der Anfangsphase) die stärksten Abverkäufe, Anlageklassen mit historisch höheren Betas sind überproportional betroffen (selbst bei verbesserten Fundamentaldaten) und schliesslich kommt es zu Panik.

In den wenigen Wochen seit Präsident Trump seinen Kurs geändert hat, machten die Märkte ihre Verluste indes vollständig wieder wett. Manche mögen dies als Beweis dafür auslegen, dass der Ausverkauf eine «Gelegenheit zum Kauf bei Kursrückgängen» schuf. Andere könnten der Meinung sein, dass das derzeitige Marktniveau gerechtfertigt ist, obwohl die Weltwirtschaft derzeit nachweislich und zweifelsohne auf einem weniger stabilen Fundament ruht. Ich möchte jedoch noch einmal unmissverständlich hervorheben, dass das Alpha zu den aktuellen Niveaus nach unserem Dafürhalten ein wesentlich höheres Wertpotenzial aufweist als das Beta. Unserer Überzeugung nach unterschätzen die Märkte die Abwärtsrisiken derzeit auf irrationale Weise. Ebenso sind wir überzeugt, dass die weitere Entwicklung in der Aussen- und Handelspolitik der USA nicht geradlinig verlaufen wird. Wir hegen daher keine Zweifel, dass es auch künftig zu Volatilität kommen wird und ein Umfeld entsteht, das für erfahrene, wirklich aktive Manager «reichhaltige Renditechancen» bietet.

Unsere Risikobereitschaft ist gegenüber dem letzten Quartal insgesamt weitgehend unverändert. Anleihen weisen unvermindert starke Fundamentaldaten und relativ robuste technische Kennzahlen auf. In der Tat legt der jüngste Test nahe, dass Anleihen sich im Vergleich zu anderen Anlageklassen in einer widerstandsfähigeren Position befinden als seit geraumer Zeit der Fall.

Unter der Oberfläche haben sich jedoch mehrere wichtige Relative-Value-Themen herauskristallisiert. Diese Themen sind zentral für unsere aktuellen Überlegungen und werden im weiteren Verlauf dieser Publikation näher untersucht. Sie sind besonders bemerkenswert und spiegeln sich in der Positionierung unserer aktivsten und flexibelsten Produkte wider.

Relative-Value-Themen und Überzeugungstreiber

- Der Exzeptionalismus in Bezug auf den US-Dollar ist (vorerst) vorüber. Wir stehen aller Voraussicht nach vor einer Dollar-Baisse, was ein äusserst attraktives Umfeld für Lokalwährungsanleihen der Schwellenländer schafft.
- Europäische Banken legen ungeachtet der jüngsten Volatilität weiterhin Widerstandsfähigkeit an den Tag, insbesondere bei Instrumenten zur Beschaffung von zusätzlichem Kernkapital (Additional Tier 1 – AT1).
- Die europäische Renditekurve hat sich deutlich vorhersehbarer entwickelt als die Renditekurven des US-Dollar, des britischen Pfund oder des Yen.
- Der mittlere Teil der Risikoverteilungen scheint im Durchschnitt weniger Wertpotenzial aufzuweisen als das lange und kurze Kurvenende («Barbell»-Struktur).
- Die Risikoprämien für Staatsanleihen aus Schwellenländern bieten trotz des deutlich höheren Anteils dieser Papiere an den globalen Märkten ein weitaus besseres relatives Wertpotenzial als die Risikoprämien für Industrieländer.

**Chart 2: Das Steuern von Volatilitätsrisiken wird immer wichtiger:
Der Übergang zu einer multipolaren Weltordnung wird auch künftig
für Volatilität sorgen.**

RANKING NACH BIP* (NOMINAL, IN USD MRD.)	1970		2000		2030 (PROGNOSE)	
	1	Vereinigte Staaten	1076	Vereinigte Staaten	10290	Vereinigte Staaten
2	Sowjetunion*	433	Japan	4968	China	25828
3	Japan	209	Deutschland	1969	Indien	5576
4	West-Deutschland*	209	Vereinigtes Königreich	1669	Deutschland	4956
5	Frankreich	146	Frankreich	1362	Japan	4279
6	Vereinigtes Königreich	125	China	1199	Vereinigtes Königreich	3775
7	Italien	109	Italien	1151	Frankreich	3277
8	China	91	Kanada	745	Brasilien	2948
9	Kanada	88	Mexiko	742	Italien	2795
10	Indien	63	Brasilien	655	Kanada	2680

* Hinweis: Die Sowjetunion und die Bundesrepublik Deutschland existieren nicht mehr in ihrer Form von 1970; die Daten spiegeln historische Gesamtwerte wider.

Quelle: IWF, Weltbank, per Mai 2025. Die Prognosen für 2030 stammen vom IWF und sind daher ohne Gewähr. Die dargestellten Zahlen können sich ändern.

2 der 3
grössten
Wirtschaftsmächte
weltweit werden
BRICS-Staaten
sein!

Das risikofreie Instrument

Hinter den hitzigen Debatten über Handel, Zölle und Taktiken verbirgt sich ein Nebenschauplatz, der in den letzten Jahrzehnten an Relevanz gewonnen hat: die Frage nach der Schuldenragfähigkeit.

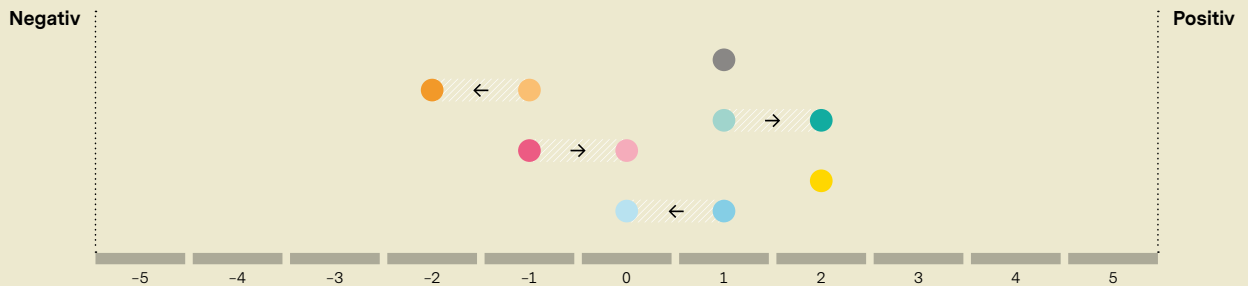
Zum historischen Hintergrund: Im dritten Quartal 2013 wurden die Finanzmärkte durch die Möglichkeit erschüttert, dass mehrere «Peripheriestaaten» aus der Eurozone austreten und zu ihren vorigen Währungen zurückkehren könnten. Dies löste enorme Volatilität aus und führte zu Mario Draghis mittlerweile berühmter Aussage, «Whatever it takes», also «alles Erdenkliche» zu unternehmen. Damals lag die Schuldenquote Italiens bei etwa 130 Prozent des BIP.

Heute liegt die Schuldenquote der USA bei etwa 123 Prozent und wird vom Congressional Budget Office bis 2055 auf über 150 Prozent beziffert. Dies wirft eine weitreichendere Frage auf als das Schicksal Italiens oder Griechenlands. Denn schliesslich geht es hier um den US-Dollar, die Reservewährung der Welt, und US-Staatsanleihen gelten in den meisten Finanzmodellen als risikofreie Instrumente.

Dieses Thema ist viel zu umfangreich und komplex, um hier vollständig behandelt zu werden. Es lässt sich allerdings nicht leugnen, dass weltweit bereits darüber diskutiert wird – zum einen hinter vorgehaltener Hand und zum anderen, relativ deutlich dokumentiert auf den sozialen Medien. Wir haben es mit allmählichen, aber dennoch tiefgreifenden Veränderungen zu tun, die erhebliche Auswirkungen auf die Geschwindigkeit und das Ausmass künftiger Entwicklungen an allen Finanzmärkten haben werden. Vor diesem Hintergrund bleiben wir unserer Überzeugung treu, dass es jetzt an der Zeit ist, Vorsicht walten zu lassen, sich auf die Generierung von Alpha zu konzentrieren, Liquidität zu erhalten und einen aktiven Ansatz zu verfolgen.

Vor allem ermutigen wir Anleger, «das Udenkbare zu denken», damit sie auf eine Vielzahl möglicher Szenarios vorbereitet sind.

Scorecard



Quelle: Vontobel. Nur zu Illustrationszwecken. Daten per 7.03.2025.



Wirtschaftlicher Ausblick

Verlagerung von 1 auf 0

Die Ereignisse rund um den «Liberation Day» haben die wirtschaftlichen Aussichten für die massgeblichen Volkswirtschaften zweifelsohne negativ beeinflusst, allerdings scheinen die schwerwiegendsten potenziellen Folgen vermieden worden zu sein. Wir behalten die Lage weiterhin genau im Blick und sind nach wie vor der Ansicht, dass die europäische Wirtschaft auf einem stabileren Fundament steht als die US-Wirtschaft.



Fundamentaldaten zu Anleihenmärkten

Unverändert bei 2

Unternehmensemittenten liefern weiterhin starke Ergebnisse und sind in der Lage, ihre Schulden zu refinanzieren. Die Verschuldungsniveaus und die Häufung der Fälligkeiten («Maturity Walls») nehmen sich zu diesem Zeitpunkt des Zyklus im historischen Vergleich sehr positiv aus. Europäische und US-amerikanische Banken mit globaler Präsenz konnten 2024 gute Ergebnisse vorlegen und erscheinen angesichts ihrer verbesserten Kapitalausstattung widerstandsfähig. Das Verhältnis zwischen Staatsverschuldung und BIP erscheint in Schwellenländern nach wie vor weitgehend positiv.



Bewertungen

Verlagerung von -1 auf 0

Die Kreditrisikoprämien haben sich ausgeweitet, liegen nun aber wieder auf einem niedrigen Niveau. Insgesamt erscheint das Beta des Marktes für Anleihen im historischen Vergleich unattraktiv. In einigen Bereichen besteht weiterhin relatives Wertpotenzial, und die Bewertungen von Anleihen erscheinen im Vergleich zu anderen Anlageklassen attraktiv.



Technische Faktoren

Verlagerung von 1 auf 2

Die technischen Faktoren der Anleihen haben den Schock des «Liberation Day» trotz einiger Tage, die von Panik geprägt waren, gut überstanden. Sie befinden sich nun wieder in einer sehr positiven Lage, da die Nachfrage das Angebot deutlich übersteigt. Dies hat das Potenzial, dass die Renditeabstände verengt bleiben und es zwangsläufig zu einer weiteren Verengung kommt.



Extremrisiken

Verlagerung von -1 auf -2

Die Ungewissheit bleibt sehr hoch. Die geopolitische und wirtschaftliche Unsicherheit in den USA hat in letzter Zeit neue Höchststände erreicht. In den meisten Risikomärkten scheint Selbstzufriedenheit vorzuherrschen.



Insgesamt

Unverändert bei 1

Vorsicht sowie ein klarer Fokus auf ein aktives Management bedeuten, dass wir gespannt sind, was der Rest des Jahres 2025 in puncto Alpha mit sich bringen wird. Unsere Beta-Prognose ist hingegen nur moderat positiv.

Solide Fundamentaldaten trotz sprunghafter Handelspolitik

Nach den letzten Monaten, die von einer hohen Unsicherheit geprägt waren, könnte die zweite Jahreshälfte verhältnismässig ruhig anmuten.

—
Daniel Karnaus
 Portfolio Manager,
 Fixed Income,
 Vontobel

Trumps Zollankündigungen am «Liberation Day» sorgten an den globalen Finanzmärkten Anfang April für Turbulenzen. Nicht nur die Höhe der Zölle schien willkürlich, auch ihr Zweck blieb unklar. Es gab Spekulationen, ob die Zölle als Verhandlungsmasse oder als Einnahmequelle dienen sollten. Ebenfalls unklar war, wie lange sie in welcher Höhe bestehen und ob die Handelspartner zu potenziellen Gegenschlägen ausholen würden. Die Verunsicherung bei Konsumenten wie Unternehmen war entsprechend hoch, was sich in den Umfragen zum Konjunkturausblick deutlich niederschlug und Rezessionsängste schürte. Angesichts der bevorstehenden Zollschocks zogen Konsumenten und Unternehmen ihre Anschaffungen vor, um die möglichen preistreibenden Effekte der Zölle weitgehend zu vermeiden. Diese Situation führte zu einer Diskrepanz zwischen weichen Daten wie dem Konsumentenvertrauen und harten Daten wie den Detailhandelsumsätzen, was für die Zukunft nichts Gutes verhies.

In diesem Spannungsfeld zwischen Rezession und Inflation brachen nicht nur die Zustimmungswerte von Präsident Trump ein, sondern auch die Aktienkurse. Erst als Trump zurückruderte und die Zölle auf chinesische Importe für 90 Tage von 145 auf 30 Prozent verringerte, führte dies zu einer deutlichen Entspannung an den Märkten. Allerdings hatte die unberechenbare Politik des Weissen Hauses auch Auswirkungen auf die Anleihemärkte, wo die Zinsen starken Schwankungen unterlagen. Dieser stagflationäre Ausblick stellte sowohl die Finanzmärkte als auch die US-Notenbank Fed vor eine Herausforderung. Im Gegensatz zu den Marktteilnehmern behielt die Fed die Nerven und verfolgte eine Politik der Umsicht, indem sie ihren Zinssenkungszyklus auf unbestimmte Zeit aussetzte.

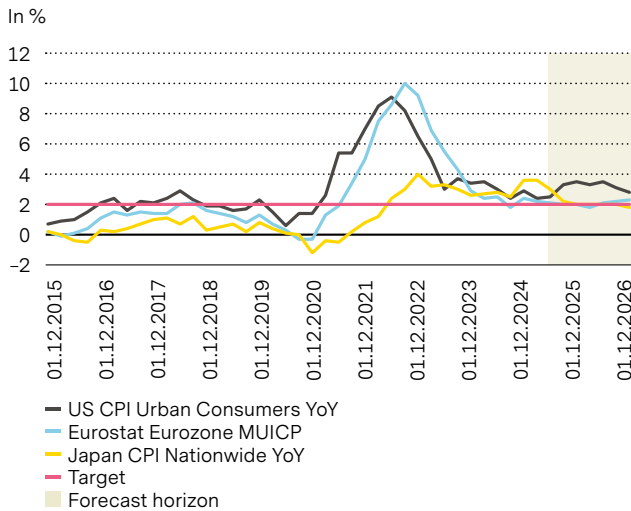
Was anfänglich wie ein drohender Handelskrieg und eine erhebliche Umwälzung der allgemeinen Handelsströme aussah, entpuppt sich zunehmend als Reform des globalen Handels. Diese Reform zielt nicht mehr auf eine vollständige Isolierung Amerikas ab, sondern unterstützt vielmehr die Bemühungen der Trump-Regierung zur Rückverlagerung von Produktionsstätten. Einen ausgeglichenen Aussenhandel mit China zu etablieren dürfte

indes den Zielen Chinas diametral entgegenstehen. Folglich kann ein Scheitern der Verhandlungen innerhalb der ambitioniert gesteckten 90-Tage-Frist nicht ausgeschlossen werden. Darüber hinaus scheint sich ein Zollsatz von 10 Prozent als Untergrenze für globale Zölle herauszukristallisieren.

Der zu Jahresbeginn geltende durchschnittliche Zoll von 3 Prozent wird voraussichtlich auf insgesamt etwa 16 Prozent ansteigen. Laut der Fed basieren 10 Prozent des Warenkorbs, der zur Berechnung der relevanten Inflation (Kern-PCE-Deflator) herangezogen wird, auf Ausgaben für importierte Waren. In unserem Szenario gehen wir davon aus, dass 10 Prozent der Zölle von den Exporteuren und 30 Prozent von den Importeuren und Detailhändlern getragen werden dürften. Folglich würden 60 Prozent an die Endkonsumenten in den USA weitergereicht werden, was Preisanstiegen von knapp unter 8 Prozent entspricht. Im Rahmen dieser konservativen und recht einfachen Annahme würde die Kerninflation um etwa 0,8 Prozent steigen. Daher wird der von der Fed im März für das Jahr 2025 prognostizierte durchschnittliche Inflationswert von 2,8 Prozent voraussichtlich in der Spitze bei über 3 Prozent liegen. Wir gehen davon aus, dass dies das Ziel einer Kerninflation von 2 Prozent für die kommenden zwölf 12 Monate weit in die Zukunft verschieben würde (Grafik 1).

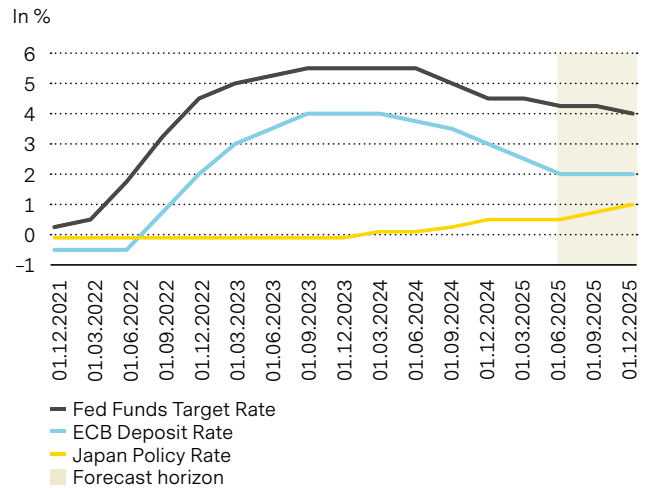
Ähnlich wie die Fed können auch wir in Anbetracht der deutlich höheren Zölle und der anhaltenden Abschiebung von Einwanderern ohne Aufenthaltsstatus noch kein Ende des Inflationsrisikos erkennen. Zugleich rechnen wir nicht mit einer Rezession, auch wenn das durch die Importzölle steigende Preisniveau eine zusätzliche Steuerbelastung für die US-Konsumenten mit sich bringt. Besonders betroffen sind einkommensschwache Bevölkerungsgruppen. Darüber hinaus werden vorgezogene Ausgaben einen weiteren dämpfenden Effekt haben. Rückläufige Margen für Importeure und Detailhändler, wie in unserem oben dargestellten Szenario beschrieben, belasten die US-Wirtschaft ebenso wie der Rückgang des Tourismus und die Wiederaufnahme der Rückzahlung von Studienkrediten.

Grafik 1: Gesamtinflation



Die Prognose basiert auf einer externen Analyse; keine Gewähr; tatsächliche Ergebnisse können erheblich abweichen.
Quelle: BBG, Vontobel-Prognosen. Daten per Mai 2025.

Grafik 2: Leitzinsen der Zentralbanken



Die Prognose basiert auf einer externen Analyse; keine Gewähr; tatsächliche Ergebnisse können erheblich abweichen.
Quelle: Fed/EZB/BoJ, Vontobel-Prognosen. Daten per Mai 2025.

Für dieses Jahr gehen wir lediglich von einem geringen fiskalischen Impuls durch das Haushaltspaket der Republikaner aus, das vom Budget Committee des Repräsentantenhauses verabschiedet wurde. Laut aktuellem Stand des Gesetzesentwurfs dürfte das Haushaltsdefizit für 2025 und 2026 unverändert bleiben. Da jedoch davon auszugehen ist, dass der Senat Änderungen vornehmen wird, kann ein höheres Haushaltsdefizit für 2026 nicht ausgeschlossen werden. Dies könnte zusammen mit der Herabstufung der Bonität der USA durch Moody's zu höheren Finanzierungskosten führen, was das Wachstum ebenfalls beschränken würde.

Angesichts dessen könnte das schwache Wirtschaftswachstum im dritten und vierten Quartal die Fed unseres Erachtens dazu veranlassen, ihren Zinssenkungszyklus wieder aufzunehmen, sofern es keine Zweitrundeneffekte auf die Inflation gibt. Allerdings dürfte die Fed ihren langfristigen neutralen Zinssatz von 3 auf 3,5 Prozent anheben, was den Spielraum für weitere Zinssenkungen begrenzen würde. Wir gehen davon aus, dass der US-Leitzins (Fed Funds Target Rate) zum Jahresende bei 4 Prozent und die Rendite 30-jähriger US-Staatsanleihen bei 4,75 Prozent liegen und die Fed mit ihrer nächsten Zinssenkung bis September warten wird (Grafik 2).

Die unberechenbare Politik der Trump-Administration wirkt sich auch auf die Eurozone aus, da deren Wirtschaft ähnlich wie die US-Wirtschaft unter den hohen Unwägbarkeiten im Zusammenhang mit der Handelspolitik zu leiden hat. Eine weitere Nebenwirkung der US-Importzollpolitik besteht darin, dass China versuchen dürfte, seine Waren, die nicht mehr in den USA verkauft werden können, in die Eurozone und den Rest der Welt zu verkaufen. Dies könnte in diesen Regionen desinflationär wirken. Im Verbund mit deutlich niedrigeren Energiepreisen und

einem starken Euro könnte dies dazu führen, dass die Inflation unter das von der Europäischen Zentralbank (EZB) festgelegte Ziel von 2 Prozent sinkt, wodurch die EZB in der Lage sein könnte, ihren Leitzins im Juni auf das neutrale Niveau von 2 Prozent zu senken (Grafik 2).

Niedrigere Zinsen und eine stärkere regierungsseitige Nachfrage aufgrund notwendiger Investitionen in Infrastruktur und Verteidigung (wie in unserem Fixed Income Quarterly vom März 2025 beschrieben) dürften die Wirtschaft der Eurozone im Jahr 2026 wiederbeleben. Aus diesem Grund halten wir einen Einlagensatz unterhalb von 2 Prozent für unwahrscheinlich, allerdings können wir ihn auch nicht ganz ausschließen. Unserer Einschätzung nach könnten die Renditen 30-jähriger Bundesanleihen bei 3 Prozent ihren Tiefpunkt erreichen und Ende 2025 leicht über diesem Niveau schließen.

Wie die Fed dürfte auch die Bank of Japan (BoJ) ihre nächste Zinsentscheidung infolge der derzeit hohen handelspolitischen Unwägbarkeiten auf die lange Bank schieben. Im Gegensatz zur Fed wird die BoJ jedoch ihren Leitzins anheben, sobald sich die Wirtschaft nach einem durch die Handelspolitik verursachten Abschwung wieder erholt. Die BoJ hat ausdrücklich verlauten lassen: «Aufgrund der deutlich niedrigen Realzinsen wird die Notenbank, sollte der oben genannte Konjunktur- und Preisausblick so eintreten, im Einklang mit der verbesserten Konjunkturlage und Preissituation den Leitzins weiter anheben und das Ausmass der geldpolitischen Lockerung anpassen.»¹ Wir gehen weiterhin davon aus, dass der Leitzins bis Ende 2025 bei 1 Prozent verharren wird. Die Renditen 30-jähriger japanischer Staatsanleihen dürften sich in Richtung 3,5 Prozent bewegen und zum Jahresende knapp unter dieser Marke schließen (Grafik 2).

¹ Bank of Japan. Outlook for Economic Activity and Prices, April 2025.

Auf Banken setzen?

In Anbetracht der erhöhten makroökonomischen Unsicherheit haben wir kürzlich die Ergebnisse US-amerikanischer Banken analysiert, um allfällige Schwachstellen zu identifizieren.

Investment grade

— **Christian Hantel**
Portfolio Manager,
Global Corporate Bonds,
Vontobel

— **Claudia Fontanive-Wyss**
Portfolio Manager,
European Corporate Bonds,
Vontobel

Insgesamt waren die Zahlen für das erste Quartal 2025 für die Anleger erfreulich: Die Gewinne profitierten von starken Kapitalmarktaktivitäten, da die Banken in ihrem Handelsgeschäft die Marktvolatilität zu monetarisieren vermochten. Die Trends im Hinblick auf die Qualität der Kreditportfolios waren weitgehend stabil, wobei notleidende Kredite bei den grössten Banken durchschnittlich etwa 0,6 Prozent und bei den US-Regionalbanken etwa 0,75 Prozent der Gesamtkredite ausmachten. Die Kapitalisierungsraten blieben hoch und dürften dank geringerer Aktienrückkäufe in den vergangenen Quartalen ihren Höchststand erreicht haben. Ungeachtet der makroökonomischen Unsicherheit nahmen die meisten Banken keine Änderungen an ihren Prognosen für das Geschäftsjahr 2025 vor.

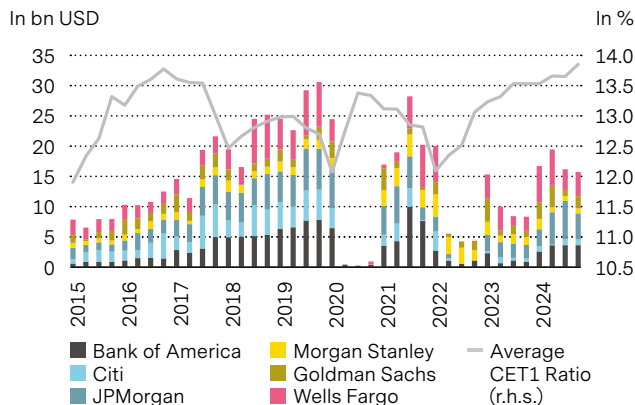
Trotz der soliden Ergebnisse wird unser Fokus bei den Banken unter anderem weiter auf den Entwicklungen der Kreditausfälle liegen. Hier konnten wir unlängst bei US-Regionalbanken einen Anstieg der Ausfälle seitens kleiner Unternehmen beobachten. Gewerbliche Immobilienkredite könnten ebenfalls wieder zum Gesprächsthema werden, sollten die US-Zinsen länger auf einem höheren Niveau verharren.

Wie geht es weiter?

Die Ergebnisse der Stresstests der US-Notenbank werden in den kommenden Wochen erwartet. Angesichts der aktuellen Lage der US-Banken gehen wir von keinen grösseren Überraschungen aus. Interessanter könnten Ankündigungen zu regulatorischen Änderungen sein, etwa zur Supplementary Leverage Ratio (SLR). Eine Entlastung durch die SLR würde die Kapitalanforderungen lockern und es den Banken ermöglichen, ihre Bestände an eher risikoarmen Aktiven wie US-Staatsanleihen aufzustocken.

Insgesamt sind die grossen US-Banken in guter Verfassung. Weitere Verbesserungen sind jedoch unwahrscheinlich. Dagegen sind die Renditeabstände von Banken im Vergleich zu Nicht-Finanzunternehmen weiterhin günstig und rechtfertigen somit eine Allokation in diesem Sektor.

Grafik 1: Grosse US-Banken: CET1-Verhältnis und Aktienrückkäufe seit 2015



Hinweis: CET1-Verhältnis = Kernkapitalquote als Massstab für die Kapitalausstattung einer Bank.

Quelle: Barclays, Vontobel. Daten per Mai 2025.

Europäische Investment-Grade-Unternehmensanleihen profitieren von einer Welle technischer Stärke

In unserem letzten Fixed Income Quarterly haben wir auf das deutlich gestiegene Emissionsniveau bei Reverse Yankee Bonds hingewiesen. In diesem Quartal untersuchen wir die robusten technischen Rahmenbedingungen, dank derer das Rekordangebot überraschend problemlos absorbiert werden konnte.

Trotz der hohen Emissionen der vergangenen Wochen haben sich die Renditeabstände von europäischen Investment-Grade-Unternehmensanleihen (EUR IG) als widerstandsfähig erwiesen. Sie haben die Ausweitung der Renditeabstände, die am «Liberation Day» eintrat, fast vollständig wettgemacht, auch wenn sie weiter über den

Niveaus vom März liegen – ein ungewöhnliches Ergebnis, das zeigt, welche starke technische Unterstützung diese Titel genießen. Diese dürfte auch bis zum Jahresende anhalten.

Nettoangebot

Das Bruttoangebot wird bis Ende Mai voraussichtlich EUR 300 Milliarden übersteigen (Citi Research). Das Nettoangebot bleibt indes mit rund EUR 60 Milliarden verhalten und liegt damit 25 Prozent unter dem Zehnjahresdurchschnitt. Selbst der starke Anstieg der Emissionen von Reverse Yankee Bonds konnte dieses konstruktive technische Umfeld nicht beeinträchtigen.

Reinvestition von Coupons

Immer mehr Primäremissionen werden durch Coupon-Reinvestitionen absorbiert. Research-Berichten von Goldman Sachs zufolge werden schätzungsweise rund 65 Prozent des Nettoangebots an EUR IG durch reinvestierte Couponzahlungen für den Rest des Jahres abgedeckt.

Mittelflüsse nach schwacher Performance

In europäische Unternehmensanleihen investierte Fonds verzeichneten seit der schwachen Performance im Jahr 2022 starke Zuflüsse, wobei die kumulierten Zuflüsse seit 2023 mehr als 20 Prozent des verwalteten Vermögens ausmachen. Bevorstehende Zinssenkungen und die erwartete moderate Verengung der Renditeabstände dürften diese Kapitalflüsse weiterhin unterstützen. Der BofA MOVE Index für Europa liegt bei etwa 70, was auf ein ruhiges Marktgeschehen hindeutet und markant unterhalb der Werte von über 90 liegt, die in der Regel Mittelabflüsse auslösen.

Wir gehen davon aus, dass eine starke Nachfrage, robuste Renditeabstände und günstige technische Faktoren ein solides Fundament für EUR IG bilden werden. Dank solider Fundamentaldaten, stabiler Zuflüsse und attraktiver Carry-Renditen bleiben die Aussichten positiv.

Hochzinsanleihen

—
Stella Ma
Portfolio Manager,
Global High Yield,
Vontobel

—
James Stahl
Credit Analyst,
Vontobel

Renditeabstände hochverzinslicher US-Unternehmensanleihen infolge starker Fundamentaldaten und robuster technischer Faktoren auf das Niveau von vor dem «Liberation Day» zurückgegangen

Der US-Hochzinsmarkt präsentiert sich trotz der Marktvolatilität weiterhin stark und stellt damit seine insgesamt robuste Verfassung unter Beweis. Die zollpolitischen Unwägbarkeiten geben Anlegern weiter Anlass zur Sorge, aber engere Renditeabstände deuten auf ein wiedergewonnenes Vertrauen hin, dass die unmittelbare Rezessionsgefahr wohl gebannt ist. Während die Bewertungen auf Indexebene insgesamt weniger attraktiv geworden sind, schafft die zunehmende Renditestreueung Chancen für aktive Anleger.

Die Fundamentaldaten werden durch die jüngsten Finanzergebnisse von US-Hochzinsunternehmen für das erste Quartal 2025 untermauert, welche die Erwartungen weitgehend übertroffen haben. Infolge der zollpolitischen Unwägbarkeiten fielen die Finanzprognosen jedoch insbesondere für konjunkturabhängigere Sektoren vorsichtiger aus und trugen verschiedenen Zollszenarien Rechnung.

Ebenfalls positiv ist die niedrige aktuelle und prognostizierte Ausfallrate für US-Hochzinsanleihen. Die Ausfallrate ist ein wichtiger Indikator für die Fähigkeit eines Unternehmens, seine Schulden zurückzuzahlen, und ein wesentlicher Faktor am US-Hochzinsmarkt. Die aktuelle Ausfallrate der letzten 12 Monate (LTM) für hochverzinsliche US-Unternehmensanleihen bleibt mit 1,25 Prozent niedrig und dürfte bis Ende 2025 leicht auf 1,50 Prozent und bis Ende 2026 auf 2,75 Prozent ansteigen. Folglich dürften die Ausfallraten nicht das typische Niveau einer Rezession erreichen. Dieses lag in den letzten vier Wirtschaftskrisen (2020, 2009, 2002 und 1991) in der Spitze bei 12 Prozent. Diese Zahlen werden durch den hochwertigen Mix innerhalb des Marktes von US-Hochzinsanleihen gestützt: 35 Prozent des US-Hochzinsanleihenindex waren zum Jahresende 2024 besichert, Titel mit BB-Rating machten 51 Prozent aus.

Aus technischer Sicht unterstützen viele positive Faktoren die aktuellen Renditeabstände. Erstens ist das Nettoangebot seit Jahresbeginn im Vergleich zum Vorjahr um rund 25 Prozent zurückgegangen, während die Nachfrage ausserhalb der USA trotz eines schwächeren US-Dollars robust bleibt. Zweitens erachten die Anleger die Gesamrenditen von 7 bis 8 Prozent, die angesichts der niedrigen erwarteten Ausfallraten kaum zu ignorieren sind, nach wie vor als attraktiv. Viele Anleger schätzen die Carry-Komponente, die mit günstigeren Rahmenbedingungen

11 Industrieländer

bei den Ausfallraten einhergeht. Drittens zeigen die Mittelzuflüsse in Investmentfonds, die in US-Hochzinsanleihen investieren, dass die Anleger wieder zuversichtlicher werden. Nach Abflüssen in Höhe von USD 12,8 Milliarden in den drei Wochen nach dem «Liberation Day» verzeichneten in Hochzinsanleihen investierende Investmentfonds Mittelzuflüsse in Höhe von USD 7,9 Milliarden und konnten damit 62 Prozent der zuvor verzeichneten Abflüsse wieder kompensieren. Und schliesslich bleiben die Fälligkeitsstrukturen für hochverzinsliche Unternehmensanleihen angesichts der umfangreichen Refinanzierungswelle in den Vorjahren weiterhin günstig. Zum Vergleich: Bis Ende 2025 werden lediglich Hochzinsanleihen im Wert von USD 13 Milliarden fällig, 2026 steigt dieser Betrag auf USD 84 Milliarden und 2027 auf USD 170 Milliarden. Dies dürfte die mit dem Refinanzierungsrisiko verbundene Volatilität auf Sicht der nächsten zwei Jahre minimieren.

Nach Sektoren wies der Dienstleistungssektor die stärksten Prognosen aus. Aufgrund seiner Isolierung von direkten Zollausswirkungen verwundert dies kaum. Stärke sehen wir auch in den Sektoren Telekommunikation und Gesundheit, was zum Teil den defensiveren Eigenschaften dieser beiden Sektoren zu verdanken ist. Am schwächsten hingegen waren der Detailhandel und der Energiesektor. Der Energiesektor geriet infolge niedrigerer Ölpreise zusätzlich unter Druck, konnte sich aber dank geringerer Verschuldung, überschaubarer Fälligkeiten und solider Liquidität recht gut behaupten. Trotz einiger schwieriger Sektoren bietet die Renditestreuung innerhalb der Kapitalstrukturen, Sektoren und Ratings für aktive Anleger interessante Investitionsmöglichkeiten.

Insgesamt gehen wir davon aus, dass die soliden Fundamentaldaten und robusten technischen Faktoren, die den Markt für US-Hochzinsanleihen unterstützen, den derzeit engen Renditeabständen zuträglich sind und vorsichtigen Anlegern angemessene Gesamtrenditen bieten werden.

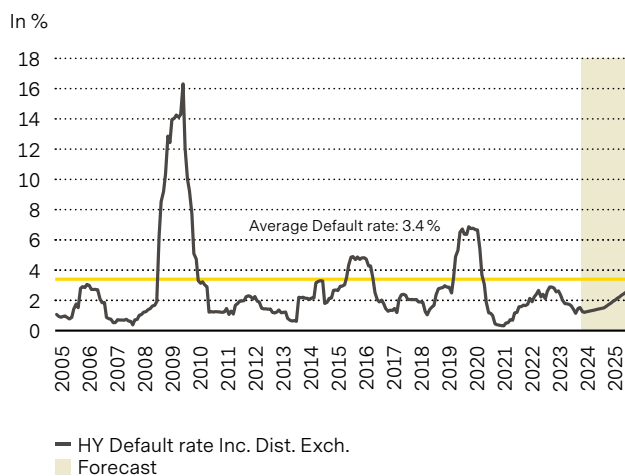
Schweizer Anleihen

—
Gregor Kapferer
Portfolio Manager,
CHF Bonds,
Vontobel

Erneut negative Zinssätze: Schweizer Anleihenmarkt reagiert auf globale Volatilität und Handelsunsicherheit

Die durch die disruptive Handelspolitik der USA ausgelösten Turbulenzen an den globalen Märkten wirkten sich auch auf die Schweizer Anleihenmärkte aus: Die Zinsen stiegen und die Renditeabstände weiteten sich aus. Diese Entwicklungen sorgen dafür, dass ein alter Bekannter wieder auf den Plan tritt, den wir nicht gerade vermisst haben: der Negativzins. Die Unsicherheit an den Märkten liess den Schweizer Franken erneut aufwerten, und die Märkte gehen davon aus, dass die Schweizerische Nationalbank (SNB) dieser Entwicklung mit weiteren Zinssenkungen begegnen wird. Wenn wir uns an die Zeit nach 2015 zurückerinnern, als die Zinsen erstmals negativ wurden, entwickelten sich fast alle Anlagen mit einem gewissen Renditeabstand gut, da die Anleger auf der Suche nach Rendite waren. Wir rechnen vorerst mit einer ähnlichen Dynamik und bevorzugen vor allem Emittenten, die in der Schweizer Binnenwirtschaft tätig und somit nicht direkt von der Handelspolitik betroffen sind. Die Renditen von Schweizer Staatsanleihen sind bis zu einer Laufzeit von vier Jahren negativ, während längerfristige Laufzeiten derzeit relativ hoch gehandelt werden. Wir erachten die aktuelle Rollrendite der Schweizer Renditekurve daher als attraktiv und positionieren unsere Portfolios mit einer Übergewichtung im Segment der mittelfristigen Laufzeiten.

Grafik 1: HY Default rate Inc. Dist. Exch.



Sources: J.P. Morgan; PitchBook Data, Inc., as of 30 April 2025.

Ausfallrate am US-Hochzinsmarkt dürfte moderat sein

Die Handelspolitik der USA hat zu Marktverwerfungen und Wertchancen für Hartwährungsanleihen aus Schwellenländern (EM) geführt. Das Ende des US-Exzeptionalismus und die Tatsache, dass sich eine Rezession in den USA wohl vermeiden lässt, bieten für Schwellenländeranleihen ein gutes Umfeld.

Hartwährungsanleihen

Carlos de Sousa
Emerging Market Debt Strategist,
Portfolio Manager,
Vontobel

Die Renditeabstände für auf Hartwährungen lautende Staatsanleihen und Unternehmensanleihen aus Schwellenländern haben sich nach dem «Liberation Day» deutlich erhöht und spiegeln damit die Trends bei Unternehmensanleihen aus Industrieländern (DM) wider. Nachdem die Zölle zwischen den USA und China für 90 Tage ausgesetzt und teilweise zurückgenommen worden waren, gingen die Renditeabstände für Staatsanleihen aus Schwellenländern bis Mitte Mai wieder auf das Niveau von Mitte März zurück. Die Renditeabstände für Unternehmensanleihen aus Schwellenländern haben sich allerdings noch nicht vollständig von ihrem Einbruch seit April erholt und entsprechen eher denen von US-Hochzinsan-

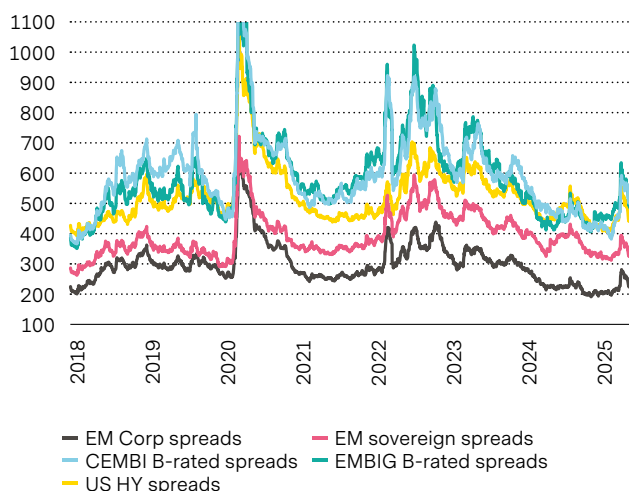
leihen (Grafik 1). Die Renditeabstände für Schwellenländerertitel bleiben deutlich über ihren Tiefstständen vom Februar, die unter dem historischen Durchschnitt lagen. Unseres Erachtens hat die disruptive Handelspolitik der USA interessante Wertchancen in dieser Anlageklasse geschaffen.

Die Erholung der Renditeabstände verlief recht uneinheitlich. Die Renditeabstände für Schwellenländeranleihen mit Investment-Grade-Rating sind fast wieder auf ihren Tiefstand von Ende Februar gesunken, während sie für Staatsanleihen und Unternehmensanleihen mit Single-B-Rating noch immer erhöht sind und nun nahe an ihren 10-Jahres-Durchschnittswerten liegen. Dies ist Ausdruck der erhöhten Unsicherheit in den USA und der Weltwirtschaft, die die Risikobereitschaft dämpft. Die Renditeabstände bei Öl exportierenden Ländern wie Angola, Kame-run und Gabun sind um 125 bis 200 Basispunkte höher, wobei Nigeria ca. 50 Basispunkte über dem Niveau von Ende Februar liegt. Dies ist auf die niedrigeren Ölpreise infolge der Entscheidung der OPEC+ zurückzuführen, die Fördermenge schrittweise zu erhöhen, sodass das Erholungspotenzial begrenzt ist. Allerdings besteht für diese Länder kein nennenswertes kurzfristiges Ausfallrisiko. Angola verfügt beispielsweise über umfangreiche Devisenreserven und könnte bei Bedarf auf ein IWF-Programm zugreifen, wodurch es über einen längeren Zeitraum nicht an den Märkten in Erscheinung treten müsste. Wir sind daher der Ansicht, dass die Renditeabstände eine grosszügige Entschädigung für die einzugehenden Risiken bieten.

Mehrere Öl importierende Hochzinsländer (HY) weisen trotz günstiger Bedingungen erhöhte Renditeabstände auf. In Sri Lanka und Pakistan könnte dies durch potenziell hohe Zölle bedingt sein, sollte es diesen Ländern nicht gelingen, eine Einigung mit den USA herbeizuführen, was allerdings unwahrscheinlich erscheint. Für die mit «BB» bewerteten Länder Côte d'Ivoire und Benin ist es indes schwieriger, die höheren Renditeabstände zu begründen. Die bevorstehenden Wahlen in Côte d'Ivoire bergen verhältnismässig geringe Risiken, während die Situation bezogen auf Benin ungerechtfertigt erscheint, da das

Grafik 1: EM-Renditeabstände beinahe wieder auf dem Niveau von vor dem «Liberation Day»

BB-rated credit US vs EM



Quelle: Bloomberg, Daten per 2. Juni 2025

13 Schwellenländer

Land Nutzniesser von höheren Zöllen für grössere BekleidungsHersteller wie Pakistan, Bangladesch oder Sri Lanka sein könnte.

Nicht-Öl-Rohstoffexporteure sind besser positioniert, und Metallexporteure wie Peru und Chile mit Investment-Grade-Rating sowie Sambia (CCC-Rating) haben sich vollständig erholt. Gold exportierende Länder wie Usbekistan und Tadschikistan konnten indes trotz höherer Goldpreise noch nicht vollständig aufschliessen. Ein weiterer Goldexporteur in der Region, das mit einem Single-B-Rating bewertete Kirgisistan, nutzte die Situation und begab seinen ersten Eurobond mit einer relativ niedrigen Rendite von 8 Prozent für eine 5-jährige auf USD lautende Anleihe.

Die Trends bei Unternehmensanleihen aus Schwellenländern deuten darauf hin, dass die Sektoren Öl und Bergbau bei der Erholung zurückgeblieben sind. Die Bereiche Metalle und Bergbau entwickeln sich trotz besserer Aussichten ebenfalls unterdurchschnittlich. Der Ausblick für Emittenten aus dem Ölsektor hat sich verschlechtert, allerdings nicht überall in gleichem Masse. Die Break-even- und Puffer-Niveaus variieren erheblich zwischen Unternehmen und quasi-staatlichen Produzenten, was aktiven Anlegern interessante Chancen eröffnet.

Die Einführung von Zöllen durch die USA gegenüber der ganzen Welt, nicht nur gegenüber China wie 2018, deutet darauf hin, dass sich die US-Wirtschaft gegenüber dem Rest der Welt voraussichtlich abschwächen wird. Allerdings dürften diese Abschwächung oder die zollbedingten Preiserhöhungen unserer Ansicht nach die USA nicht in eine Rezession führen. Diese Abkehr vom US-Exzeptionalismus schafft unterdessen ein günstiges Umfeld für Schwellenländeranleihen. Nach drei Jahren in Folge mit Abflüssen aus dieser Anlageklasse dürfte das Ende des US-Exzeptionalismus zu Investitionen von Kapital in Vermögenswerte ausserhalb der USA, darunter auch Schwellenländeranleihen, führen. Vorläufige Daten für Mai deuten auf moderate Zuflüsse von rund 1 Milliarde US-Dollar in Schwellenländeranleihen hin, hauptsächlich in Lokalwährungstitel, die unserer Einschätzung nach die grössten Nutzniesser einer wahrscheinlich bevorstehenden Dollar-Baisse sein dürften.

EM-Lokalwährungsanleihen

—
Carlos de Sousa
Emerging Market Debt Strategist,
Portfolio Manager,
Vontobel

Lokalwährungsanleihen aus Schwellenländern (GBI-EM) haben dieses Jahr eine deutliche Outperformance erzielt und in etwas mehr als fünf Monaten eine Gesamtrendite (in US-Dollar) von über 10 Prozent generiert. Unseres Erachtens gibt es überzeugende Gründe für einen weiteren Rückgang des US-Dollars, was günstige Bedingungen für eine anhaltende Outperformance dieser Anlageklasse schaffen würde.

Unsere Multi-Asset-Boutique geht mittlerweile von einer Baisse für den US-Dollar als Basisszenario aus. Diese Prognose basiert in erster Linie auf der Erwartung, dass der US-Exzeptionalismus, der hauptsächlich durch zyklische Faktoren bedingt ist, bald ein Ende haben wird. Wir teilen diese Einschätzung, verfügen jedoch nicht über ausreichende Informationen, um eine mehrjährige Dollar-Baisse zu prognostizieren. Wir halten aber ein Pausieren des US-Exzeptionalismus für ein bis zwei Jahre angesichts der aktuellen Politik und der Ausgangsbedingungen für sehr wahrscheinlich.

Im vergangenen Quartal war unser Ausblick zu Lokalwährungsanleihen zweigeteilt: Zum einen könnten sie sich besser entwickeln als Hartwährungsanleihen aus Schwellenländern, wenn der US-Dollar nachgibt, oder aber auch schlechter, wenn der US-Handelskrieg zu einer Aufwertung des US-Dollars führt, wie es 2018 der Fall war. Die Dynamik von Trumps «Handelskrieg 2.0» unterscheidet sich allerdings erheblich von derjenigen des Handelskriegs 2018. Der US-Dollar hat gegenüber den wichtigsten Währungen (gemessen am DXY-Index) bislang um 8,5 Prozent abgewertet. Anders als 2018 hat die US-Regierung Zölle für alle Länder eingeführt, anstatt gezielt gegen bestimmte Konkurrenten wie China vorzugehen. Dieser umfassendere Ansatz impliziert, dass die Handelsströme nicht ohne Weiteres umgelenkt werden können. US-Konsumenten können nicht einfach von chinesischen Waren auf Importe aus anderen Ländern umsteigen, da sich alle Importe verteuert haben.

14 Schwellenländer

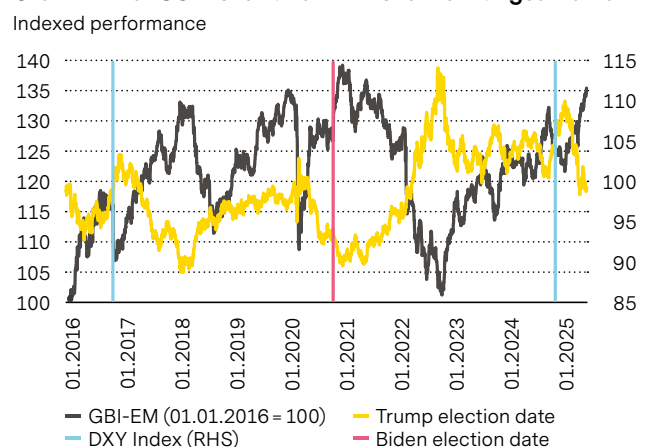
Wir gehen daher für die USA von einer deutlich stärkeren Konjunkturabkühlung aus als für den Rest der Welt. Die Stärke des US-Dollars in den letzten zehn Jahren wurde durch die relative Stärke der US-Wirtschaft untermauert, die nun nachzulassen scheint. Gleichzeitig sinkt das Vertrauen in US-Institutionen, die eine strukturelle Rolle spielen. Zudem rückt nun die Tragfähigkeit der hohen und anhaltenden Haushaltsdefizite der USA verstärkt in den Vordergrund. Mittelfristig würde die US-Regierung entweder eine erhebliche Haushaltskonsolidierung vornehmen, die das BIP-Wachstum und die Währung belasten würde, oder sich einer fiskalischen Dominanz annähern – eine Situation, in der die USA dauerhaft eine höhere Inflation als der Rest der Industrieländer aufweisen, was den US-Dollar ebenfalls belasten würde.

Selbst nach der diesjährigen Abwertung erscheint der US-Dollar auf Grundlage von Kaufkraftparität und realem effektiven Wechselkurs überbewertet. Diese Überbewertung ist darauf zurückzuführen, dass die USA seit der Pandemie eine deutlich höhere Inflation verzeichnen als ihre Handelspartner. Während erhöhte nominale Zinsdifferenzen den US-Dollar in den letzten Jahren gestützt haben, müssen die kumulierten Inflationsdifferenzen letztlich angegangen werden. Andernfalls würden sie zu einer zusätzlichen Ausweitung der ausenwirtschaftlichen Ungleichgewichte führen. Angesichts einer höheren Inflationserwartung für die USA und eines gegenüber anderen Industrieländern geringeren Wachstumsvorteils erscheint uns eine Wechselkursanpassung als das wahrscheinlichste Ergebnis.

Eine anhaltende Abwertung des US-Dollars würde unserer Ansicht nach die Stimmung gegenüber Schwellenländern deutlich verbessern, insbesondere gegenüber Lokalwährungsanleihen von Schwellenländern, die vor dem Hintergrund eines schwächeren US-Dollars an Wert gewinnen würden. Darüber hinaus wirkt der Zollschock zwar für die USA preistreibend, dürfte aber für den Rest der Welt einen disinflationären Effekt haben (sofern die meisten Länder von Vergeltungsmassnahmen absehen). Der durch höhere Preise bedingte Rückgang des US-Konsums an importierten Gütern dürfte zu einem Überangebot an langlebigen Gütern in anderen Teilen der Welt führen.

Diese disinflationären Effekte dürften den Zentralbanken der Schwellenländer die Flexibilität verschaffen, eine weniger restriktive Geldpolitik zu verfolgen. In der Folge würden die inländischen Refinanzierungskosten sowohl für Staaten als auch für Unternehmen der Schwellenländer sinken. Die daraus resultierenden lockereren inländischen Finanzierungsbedingungen dürften, zusammen mit den geringeren Kosten für importierte Investitionsgüter, die in der Regel in US-Dollar bezahlt werden, die Realinvestitionen in Schwellenländern ankurbeln. Diese Dynamik würde schliesslich ein beschleunigtes Wirtschaftswachstum bedingen und einen positiven Feedback-Kreislauf etablieren. Darüber hinaus würden niedrigere Zinsen in Schwellenländern die Kurse von Lokalwährungsanleihen steigen lassen. Folglich erscheinen die Aussichten für Lokalwährungsanleihen von Schwellenländern zunehmend günstig und verschieben sich von einer binären zu einer eindeutig positiven Perspektive. Eine unerwartet robuste US-Wirtschaft könnte für diesen Ausblick ein Risiko darstellen, wäre jedoch keine unangenehme Entwicklung, sondern eher eine Überraschung, die Hartwährungsanleihen von Schwellenländern und Unternehmensanleihen aus Industrieländern (über geringere Renditeabstände) begünstigen würde.

Grafik 2: Der US-Dollar und EM-Lokalwährungsanleihen



Die frühere Wertentwicklung ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Quelle: Bloomberg und Vontobel, Daten per 5. Juni 2025

Anlageüberlegungen

1. Der Exzeptionalismus in Bezug auf den US-Dollar ist (vorerst) vorüber. Wir stehen aller Voraussicht nach vor einer Dollar-Baisse, was ein äusserst attraktives Umfeld für Lokalwährungsanleihen der Schwellenländer schafft.
2. Europäische Banken legen ungeachtet der jüngsten Volatilität weiterhin Widerstandsfähigkeit an den Tag, insbesondere bei Instrumenten zur Beschaffung von zusätzlichem Kernkapital (Additional Tier 1 – AT1).
3. Die europäische Renditekurve hat sich deutlich vorhersehbarer entwickelt als die Renditekurven des US-Dollar, des britischen Pfund oder des Yen.
4. Der mittlere Teil der Risikoverteilungen scheint im Durchschnitt weniger Wertpotenzial aufzuweisen als das lange und kurze Kurvenende («Barbell»-Struktur).
5. Die Risikoprämien für Staatsanleihen aus Schwellenländern bieten trotz des deutlich höheren Anteils dieser Papiere an den globalen Märkten ein weitaus besseres relatives Wertpotenzial als die Risikoprämien für Industrieländer.



16 Autoren



—
Andrew Jackson
Head of Fixed Income,
Vontobel



—
Daniel Karnaus
Portfolio Manager,
Fixed Income,
Vontobel



—
Christian Hantel
Portfolio Manager,
Global Corporate Bonds,
Vontobel



—
Claudia Fontanive-Wyss
Portfolio Manager,
European Corporate Bonds,
Vontobel



—
Stella Ma
Portfolio Manager,
Global High Yield,
Vontobel



—
James Stahl
Credit Analyst,
Vontobel



—
Gregor Kapferer
Portfolio Manager,
CHF Bonds,
Vontobel



—
Carlos de Sousa
Emerging Market Debt Strategist,
Portfolio Manager,
Vontobel

17 Rechtlicher Hinweis

Rechtliche Hinweise

Dieses Marketingdokument wurde durch ein oder mehrere Unternehmen der Vontobel-Gruppe (zusammen «Vontobel») für institutionelle Kunden in DE, LU, CH, FR, FI, ES, SE, GB, IT, NL, NO, SG (Professional Investors only) produziert.

Dieses Dokument dient ausschliesslich zu Informationszwecken und stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot dar, Aktien des Fonds/Anteile des Fonds oder sonstige Anlageinstrumente zu zeichnen oder Transaktionen oder Rechtshandlungen jeglicher Art vorzunehmen. Zeichnungen von Anteilen am Fonds sollten stets allein auf der Basis des Verkaufsprospekts (der «Verkaufsprospekt») des Fonds, des Basisinformationsblattes («KID»), dessen Satzung und dem aktuellsten Jahres- und Halbjahresbericht des Fonds und nach Konsultation eines unabhängigen Anlage-, Rechts- und Steuerberaters sowie eines Rechnungslegungsspezialisten erfolgen. Dieses Dokument richtet sich nur an «geeignete Gegenparteien» oder «professionelle Kunden», wie in der Richtlinie 2014/65/EG (Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente, «MiFID») beziehungsweise in entsprechenden Vorschriften anderer Rechtsordnungen festgelegt, oder an qualifizierte Anleger gemäss Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG) in der Schweiz.

Weder der Fonds noch die Verwaltungsgesellschaft oder der Anlageverwalter geben eine ausdrückliche oder stillschweigende Zusicherung oder Garantie in Bezug auf die Fairness, Korrektheit, Genauigkeit, Angemessenheit oder Vollständigkeit einer Bewertung des ESG-Research und die korrekte Ausführung der ESG-Strategie. Da Anleger unterschiedliche Ansichten darüber haben können, was nachhaltiges Investieren oder eine nachhaltige Anlage ausmacht, kann der Fonds in Emittenten investieren, die nicht die Überzeugungen und Werte eines bestimmten Anlegers widerspiegeln.

Die historische Performance stellt keinen Indikator für die laufende oder zukünftige Performance dar. Die Performancedaten lassen die bei der Ausgabe und Rücknahme der Anteile erhobenen Kommissionen und Kosten unberücksichtigt. Die Rendite des Fonds kann, zum Beispiel infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Der Wert des im Fonds angelegten Kapitals kann steigen oder fallen. Für die vollständige oder teilweise Rückzahlung des angelegten Kapitals gibt es keine Garantie.

Alle oben genannten Unterlagen sind kostenlos bei den autorisierten Vertriebsstellen und am Sitz des Fonds, 49 Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxemburg, erhältlich, sowie an den nachfolgend genannten Stellen. , Vertreterin in der Schweiz: Vontobel Fonds Services AG, Gotthardstrasse 43, 8022 Zürich, Zahlstelle in der Schweiz: Bank Vontobel AG, Gotthardstrasse 43, 8022 Zürich, europäische Einrichtung für Deutschland: PwC Société coopérative – GFD, 2, rue Gerhard Mercator B.P. 1443, L-1014 Luxemburg, Email: lu_pwc.gfd. facts@pwc.com, <https://gfdplatform.pwc.lu/facilities-agent/view/vf-de> Weitere Informationen zu dem Fonds finden Sie im aktuellen Verkaufsprospekt, in den Jahres- und Halbjahresberichten sowie im Basisinformationsblatt («KID»). Sie können diese Dokumente auch auf unserer Website unter vontobel.com/am herunterladen. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte (einschließlich Informationen über Verbandsklagen zum Schutz der Kollektivinteressen der Verbraucher gemäß der EU-Richtlinie 2020/1828) finden Sie in englischer Sprache unter www.vontobel.com/vamsa-investor-information. Vontobel kann beschliessen, die für den Vertrieb seiner Investmentfonds getroffenen Vorkehrungen gemäss Artikel 93a der Richtlinie 2009/65/EG zu widerrufen.

Das KID ist in **Finnisch** erhältlich.
Das KID ist in **Schwedisch** erhältlich.
Das KID ist in **Norwegisch** erhältlich.

Der Fonds und seine Subfonds sind gemäss Artikel 1:107 des niederländischen Gesetzes über die Finanzaufsicht («Wet op het financiële toezicht») im Register der niederländischen Finanzmarktaufsicht (Netherlands Authority for the Financial Markets) erfasst.

Für weitere Informationen betreffend Zeichnungen in Italien konsultieren Sie das Modulo di Sottoscrizione. Für weitere Informationen: Vontobel Asset Management S.A., Milan Branch, Piazza degli Affari 2, 20123 Milano, Telefon: 0263673444, e-mail clientrelation.it@vontobel.com.

Das KID ist in Französisch erhältlich. Der Fonds ist in Frankreich zur Vermarktung zugelassen. Für weitere Informationen konsultieren Sie bitte das Basisinformationsblatt («KID»).

In Spanien sind die zugelassenen Teilfonds im durch die spanische CNMV geführten Register der ausländischen Kollektivanlagegesellschaften unter der Nummer 280 registriert. Das KID ist in Spanisch von Vontobel Asset Management S.A., Sucursal en España, Paseo de la Castellana, 91, Planta 5, 28046 Madrid erhältlich.

Die in Grossbritannien zum Verkauf zugelassenen und in das «Temporary Marketing Permissions Regime» aufgenommenen Teilfonds sind im Register der FCA unter der Scheme Reference Number 466625 registriert. Der Fonds ist in einem Land des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) als UCITS zugelassen (oder ist ein Teilfonds eines UCITS). Es wird zudem erwartet, dass der Fonds als UCITS zugelassen bleibt, solange er sich im TMPR befindet. Diese Informationen wurden von Vontobel Asset Management SA, Niederlassung London, mit eingetragenem Sitz in 3rd Floor, 70 Conduit Street, London W1S 2GF, genehmigt. Vontobel Asset Management SA, Niederlassung London, ist von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) zugelassen und in eingeschränktem Mass von der Financial Conduct Authority (FCA) reguliert. Einzelheiten über das Ausmass der Regulierung durch die FCA sind bei der Vontobel Asset Management S.A., Niederlassung London, auf Anfrage erhältlich. Das KIID ist in Englisch von Vontobel Asset Management S.A., Zweigniederlassung London, 3rd Floor, 70 Conduit Street, London W1S 2GF oder kann von unserer Website vontobel.com/am heruntergeladen werden.

Der Fonds und seine Teilfonds sind für Privatanleger in Singapur nicht erhältlich. Ausgewählte Teilfonds des Fonds sind derzeit von der Monetary Authority of Singapore als restricted schemes anerkannt. Diese Teilfonds dürfen nur bestimmten vorgeschriebenen Personen unter bestimmten Bedingungen angeboten werden, wie im «Securities and Futures Act», Kapitel 289 von Singapur, vorgesehen. Dieses Dokument wurde von Vontobel Pte. Ltd. genehmigt, die bei der Monetary Authority of Singapore als Capital Markets Services Licensee und Exempt Financial Adviser lizenziert ist und ihren eingetragenen Sitz in 8 Marina Boulevard, Marina Bay Financial Centre (Tower 1), Level 04-03, Singapur 018981 hat. Diese Anzeige wurde nicht von der Monetary Authority of Singapore geprüft.

Opinions and estimates involve assumptions that may not prove valid and may not be shared across Vontobel as a whole. Past performance is not a reliable indicator of current or future performance. Any projections or forward-looking statements regarding future events or the financial performance of countries, markets and/or investments are based on a variety of estimates and assumptions. There can be no assurance that those estimates or assumptions will prove accurate, and actual results may differ materially. References to benchmarks are provided for your information only and do not apply that a portfolio will achieve similar results.

MSCI-Daten sind ausschliesslich für den internen Gebrauch bestimmt und dürfen weder weiterverteilt noch im Zusammenhang mit dem Ausarbeiten oder Anbieten von Wertpapieren, Finanzprodukten oder Indizes verwendet werden. MSCI und jegliche andere beim Zusammentragen, Berechnen oder Erstellen von MSCI-Daten beteiligte oder damit in Verbindung stehende Drittpartei (die «MSCI-Parteien») leisten bezüglich dieser Daten (oder der durch deren Verwendung erlangten Resultate) keinerlei Gewähr, weder ausdrücklich noch impliziert. Hiermit lehnen sämtliche MSCI-Parteien ausdrücklich jegliche Gewähr für die Echtheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Marktgängigkeit dieser Daten oder für deren Eignung zu einem bestimmten Zweck ab. Ohne Einschränkung des Vorangehenden haftet auch in keinem Fall irgendeine der MSCI-Parteien für direkte, indirekte, spezielle, Straf- oder Folgeschäden (einschliesslich Gewinnausfälle), selbst wenn sie auf die Möglichkeit solcher Schäden hingewiesen wurde.

Die Informationen stammen aus als zuverlässig erachteten Quellen. J.P. Morgan übernimmt jedoch keine Gewähr für ihre Vollständigkeit oder Richtigkeit. Die Verwendung des Index erfolgt mit Genehmigung. Der Index darf ohne vorheriges schriftliches Einverständnis von J.P. Morgan weder kopiert noch verwendet oder zur Verfügung gestellt werden. Copyright 2025, J.P. Morgan Chase & Co. Alle Rechte vorbehalten.

Die hierin erwähnten Indexdaten sind Eigentum von Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated (BofAML) und/oder dessen Lizenzgebern und wurden zur Nutzung durch Vontobel lizenziert. BofAML und seine Lizenzgeber übernehmen in Verbindung mit dieser Nutzung keinerlei Haftung.

Obwohl Vontobel der Meinung ist, dass die hierin enthaltenen Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann Vontobel keinerlei Gewährleistung für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen übernehmen. Ausser soweit im Rahmen der anwendbaren Urheberrechtsgesetze vorgesehen, darf die hier wiedergegebene Information ohne die ausdrückliche Zustimmung von Vontobel weder in Teilen noch in ihrer Gesamtheit wiederverwendet, angepasst, einer Drittpartei zur Verfügung gestellt, verlinkt, öffentlich aufgeführt, weiterverbreitet oder in anderer Art und Weise übermittelt werden. Vontobel lehnt, soweit gemäss dem geltenden Recht möglich, jegliche Haftung für direkte oder indirekte Schäden oder Verluste ab, welche sich aus den hier zur Verfügung gestellten Informationen oder dem Fehlen ebensolcher ergeben. Haftungsansprüche, die gegen Vontobel infolge unterlassener oder unvollständiger Übermittlung dieser Informationen oder allerfalliger Probleme mit diesen Informationen oder wegen Fahrlässigkeit, Vertragsbruch oder Gesetzesverstössen gegen uns geltend gemacht werden könnten, beschränken sich, im Ermessen von Vontobel, soweit gesetzlich zulässig, auf die erneute Bereitstellung dieser Informationen beziehungsweise eines Teils davon beziehungsweise auf die Zahlung eines dem Aufwand für die Beschaffung dieser Informationen oder eines Teils davon entsprechenden Geldbetrages. Weder dieses Dokument noch Kopien davon dürfen in Ländern zur Verfügung gestellt oder Personen in solchen Ländern zugänglich gemacht werden, wo dies aufgrund der geltenden Gesetze verboten ist. Personen, welche dieses Dokument zur Verfügung gestellt erhalten, sind verpflichtet, sich über solche Einschränkungen kundig zu machen und die lokalen Gesetze zu befolgen. Insbesondere darf dieses Dokument weder US Personen zur Verfügung gestellt oder überreicht noch in den USA verbreitet werden.

