

Vontobel

# Fixed Income Quarterly

«Ihre Selbstüberschätzung ist Ihre Schwäche»



März 2025

## 3

### Editorial

Unwägbarkeiten zu akzeptieren  
kann Chancen eröffnen

## 9

### Zinsen

Zölle, Drohungen und (Handels-)Kriege

## 11

### Industrieländer

Hybridanleihen von US-Unternehmen:  
attraktiv für Anleger?

## 14

### Schwellenländer

Widerstandsfähigkeit in unsicheren Zeiten

## 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

**Nuria Jorba Arimany,**  
Credit Analyst,  
Emerging Market Corporates

**Gregor Kapferer,**  
Portfolio Manager, CHF Bonds

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

#### Erscheinungsweise

Viermal pro Jahr  
(nächste Ausgabe Juni 2025)

#### Konzept

MetaDesign AG

#### Gestaltung & Realisation

Vontobel

#### Bilder

Gettyimages,  
Vontobel

#### Redaktionsschluss

10. März 2025

#### Veröffentlichungsdatum

12. März 2025



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

### Wesentliche Erkenntnisse

1. Die geopolitische und wirtschaftliche Unsicherheit in den USA ist hoch und wird von den Märkten derzeit nicht eingepreist.
2. Wir bleiben im Hinblick auf die Fixed-Income-Renditen vorsichtig optimistisch, insbesondere im Vergleich zu anderen Anlageklassen.
3. Die Renditeaufschläge sind eng; das Beta am Markt für Unternehmensanleihen erscheint im historischen Vergleich unattraktiv.
4. Aktiven Managern bieten sich 2025 zahlreiche Alpha-Gelegenheiten.
5. Das Verhältnis zwischen Staatsverschuldung und BIP erscheint in Schwellenländern nach wie vor weitgehend positiv.

# Unwägbarkeiten zu akzeptieren kann Chancen eröffnen

**Ob Sie nun Luke Skywalker oder ein Anleger sind, der auf den Märkten nach Chancen Ausschau hält: Entscheidungen auf Grundlage einer falschen Wahrnehmung von Sicherheit zu treffen, kann gefährlich sein. Geopolitische und makroökonomische Entwicklungen sind heutzutage genauso unvorhersehbar wie die Wendungen in der Star-Wars-Saga. Auf aktive, risikobewusste Anleger, die nicht der dunklen Seite der Selbstüberschätzung verfallen, warten hingegen Alpha-Gelegenheiten.**

Eine der grössten Herausforderungen beim Verfassen eines Leitartikels besteht darin, das richtige Gleichgewicht zwischen ansprechenden Themen und durchdachten marktbezogenen Kommentaren zu finden. Die Versuchung, sich in die Auswirkungen der volatilen Veränderungen zu vertiefen, die wir aktuell in der Geopolitik beobachten, ist ausserordentlich gross. Natürlich können wir diese Auswirkungen nicht einfach kommentarlos zur Kenntnis nehmen. Allerdings sind wir der Auffassung, dass die jüngsten Verschiebungen im globalen Machtgefüge die Anleihenmärkte kaum berühren werden. Folglich bewerten wir den Marktausblick positiver, als die in den aktuellen Schlagzeilen implizierten dramatischen Entwicklungen vermuten lassen.

In unserem letzten Fixed Income Quarterly befassten wir uns im Abschnitt zu den Zinssätzen intensiv mit dem Thema Unsicherheit, und die Prognosen, die wir dabei trafen, erwiesen sich als zutreffend. Wir sehen noch viel Unsicherheit auf uns zukommen und lassen bei unserer positiven Einschätzung zu Fixed Income auch Vorsicht walten. Unser wichtigstes Fazit in diesem Quartal ist, dass wir zwar auf sehr kurze Sicht nicht mit einem erheblichen Potenzial für Beta-Renditen aus festverzinslichen Wertpapieren rechnen, aber beträchtliche Alpha-Chancen sehen und diese auch aktiv nutzen, während Sie diesen Bericht lesen.

Das aktuelle Marktumfeld preist (selbst nach den Kursrückgängen am US-Aktienmarkt) lediglich eine verschwindend geringe Wahrscheinlichkeit für eine grössere Eskalation ein, die zu einer ausgewachsenen Finanzkrise führen könnte. Eine Analyse der offensichtlichen Verschiebung in der US-amerikanischen Aussenpolitik im Hinblick auf die Russland-Ukraine-Krise ergibt folgende Überlegungen und Schlussfolgerungen:

1. Die Wahrscheinlichkeit eines Friedensabkommens in naher Zukunft ist deutlich höher als noch vor einem Jahr.
2. Auch wenn der Weg zu einem Friedensabkommen länger sein könnte als noch vor wenigen Wochen angenommen, wird es wahrscheinlich noch 2025 dazu kommen.
3. Eine «Koalition der Willigen» – die meisten europäischen Staats- und Regierungschefs und Kanada – haben Selenskyj ihre Unterstützung zugesichert, aber von kriegsbejahenden Äusserungen abgesehen. Das Narrativ hat sich definitiv in Richtung Frieden verschoben, doch die europäischen Staats- und Regierungschefs wollen einen dauerhaften Frieden mit Sicherheitsgarantien.

4. Europas Haltung gegenüber Russland nach dem Friedensabkommen wird ein wesentlicher Aspekt sein.
5. Die Unsicherheit über die Stärke und Form globaler Allianzen ist so hoch wie seit Jahrzehnten nicht mehr.

Unterdessen zählen ukrainische Anleihen auch im laufenden Jahr zu den besten im gesamten Fixed-Income-Bereich, was darauf hindeutet, dass die Märkte die Möglichkeit eines Friedensabkommens recht optimistisch einschätzen. Das Fehlerpotenzial ist allerdings beträchtlich. Die Szenen, die sich jüngst im Oval Office und im UN-Sicherheitsrat abspielten, sind beispiellos in der Geschichte. Die Märkte sollten und werden höchstwahrscheinlich auch darüber hinwegsehen und sich auf die grundlegenden Entwicklungen konzentrieren. Aber als «grummeliger» Fixed-Income-Anleger will ich natürlich nicht versäumen, darauf hinzuweisen, dass die Märkte auch durchaus anders reagieren könnten. Aus diesem Grund sind wir der Auffassung, dass die Extremrisiken derzeit sehr hoch sind, was unser Vertrauen in die Risikobereitschaft an den Märkten dämpft.

Die meisten Leitartikel würden an diesem Punkt zur Erörterung makroökonomischer Beobachtungen übergehen. In der Tat bieten sich mehrere verlockende Perspektiven: Die Renditen sind gesunken, die Renditeaufschläge gestiegen. Europa überflügelt derzeit die USA, Banken hatten 2024 ein hervorragendes Jahr, jedoch dürften 2025 die Nettozinsspannen niedriger ausfallen. Und natürlich bleibt die realisierte Volatilität erhöht, während die Selbstgefälligkeit ebenfalls hoch erscheint.

Das riesige fehlende Puzzlestück in all diesen Gedankengängen ist meines Erachtens jedoch nicht, ob Anlageklasse X ein besseres durchschnittliches Wertpotenzial bietet als Anlageklasse Y, sondern diese Aussage:

### **Alpha ist im aktuellen Marktumfeld deutlich mehr wert als Beta**

Unsere Scorecard (siehe Seite 7) zeigt, dass wir im Hinblick auf die Renditen festverzinslicher Anlagen nicht mehr so optimistisch sind wie in den letzten beiden Quartalen. Tatsächlich stellen wir schon seit geraumer Zeit fest, dass an den Fixed-Income-Märkten heute weniger Beta zu erzielen ist als noch vor einem Jahr. Dies hat jedoch aktive Manager wie unsereins nicht davon abgehalten, einen aussergewöhnlichen Mehrwert für unsere Kunden zu erzielen. So erwirtschafteten mehrere der Fixed-Income-Fonds von Vontobel im Jahr 2024 mehr als die Hälfte ihrer Rendite durch Alpha<sup>1</sup>. Gemessen am Beta befindet sich Fixed Income nach wie vor in einer guten Position. Die Fundamentaldaten sind solide, die jüngste Ausweitung der Renditeabstände deutet darauf hin, dass noch ein gewisses Wertpotenzial besteht, und die Anlageklasse weist äusserst solide technische Daten auf. Seit Jahresbeginn sind unsere Renditen allerdings stark in Richtung Alpha verschoben. Für Anleger, die sich – wie wir – schwer damit tun, jeden nächsten Schritt in dieser von rapidem Wandel geprägten Welt perfekt vorherzusehen, ist dies unseres Erachtens von grossem Wert.

<sup>1</sup> Der Emerging Market Debt Fund (Anteilsklasse I) von Vontobel erzielte 2024 eine Gesamrendite, mehr als doppelt so viel wie seine Benchmark J.P. Morgan EMBIG Diversified. Davon war mehr als die Hälfte der Titelauswahl und der Rest der Länderauswahl. Der Emerging Market Blend Fund (Anteilsklasse I) von Vontobel erzielte 2024 eine Gesamrendite, was dem Dreifachen der Benchmark entspricht. In diesem Fall war die Outperformance grösstenteils auf die Länderallokation zurückzuführen, von der mehr als ein Drittel auf Emittenten ausserhalb der Benchmark entfiel.

### **Was versteht man unter «Alpha» im Bereich Fixed Income und weshalb ist es derzeit derart wichtig?**

Lassen Sie uns zunächst einige Dinge betrachten, bei denen es sich nicht um Alpha handelt, die jedoch häufig als solches daherkommen:

- In einem steigenden Markt ein höheres Risiko einzugehen als Ihre Benchmark, ist kein Alpha.
- In einem fallenden Markt ein geringeres Risiko einzugehen als Ihre Benchmark, ist kein Alpha.
- In eine Anlageklasse zu investieren, die mit Ihrer Benchmark nicht vergleichbar ist, ist kein Alpha.
- Eine Benchmark zu übertreffen, ohne dass in der Anlageklasse eine Verkaufswelle stattgefunden hat, ist kein Alpha.

Und doch gibt es zahlreiche Gelegenheiten, Alpha zu generieren, insbesondere in komplexen und strukturell reichhaltigen Anlageklassen wie Fixed Income. Aus meiner Sicht lassen sich die Alpha-Quellen grob in drei Kategorien unterteilen:

6. Macro
7. Relative Value
8. Micro-Arbitrage

Ich nenne sie aus zwei Gründen in dieser Reihenfolge: Erstens ist dies die wahrgenommene «Ruhmes-» oder «Intellekt-Rangliste». Es gibt zahlreiche Geschichten von Star-Investoren, die die nächste Krise vorhersagen und den perfekten Einstiegspunkt für die nächste markante Hausse erkennen. Zweitens ist es eine «Blut, Schweiss und Tränen»-Rangliste. Durch präzise und akkurate Transaktionen das absolut letzte Quäntchen aus den Märkten herauszuholen, ist vielleicht nicht die Prämisse für den nächsten Big Short (oder Blockbuster-Film über die Wall Street), aber es ist eine Form von Alpha.

Jeder Basispunkt Rendite ist für mich gleich viel wert, aber zugegebenermassen bieten die Märkte selten Chancen in allen drei Quellen gleichzeitig. Arbitrage erfordert ein angemessenes, wenngleich nicht perfektes, Mass an Liquidität und kann mit dem Zertreten von Ameisen verglichen werden. Relatives Wertpotenzial gibt es wahrscheinlich immer, aber unmittelbar nach oder während grösserer makroökonomischer Bewegungen ist es am wertvollsten. Macro-Alpha erfordert sehr wahrscheinlich, dass man die Voraussetzungen für einen Regimewechsel identifiziert, um sich rechtzeitig zu positionieren. Man kann es auch als geduldiges Suchen nach dem grössten Renditetreiber betrachten.

### **Wo befinden wir uns derzeit?**

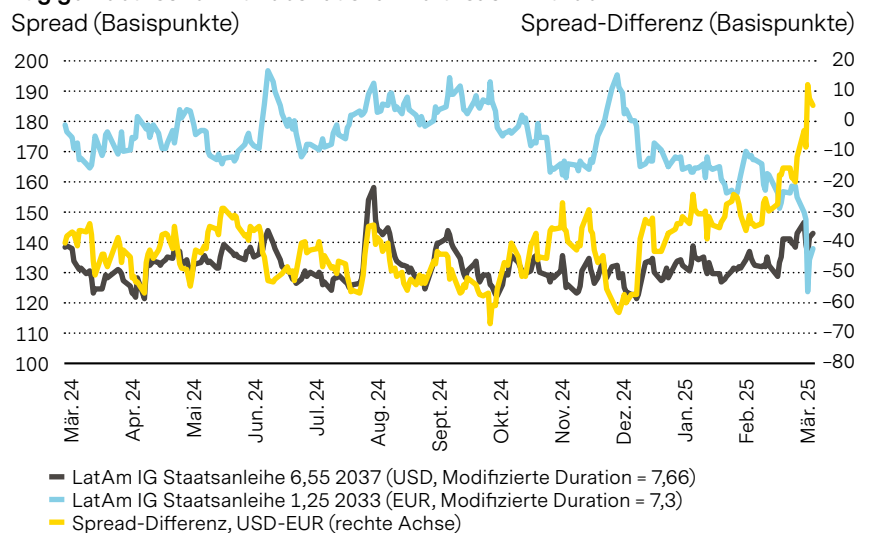
Das grösste finanzielle Experiment der Geschichte mit quantitativer Lockerung und Nullzinspolitik veranlasste die Zentralbanken zu koordinierten Massnahmen. Als dann die Inflation die Welt erschütterte, mussten sie reagieren. Und jetzt treten wir in die Phase nach der Lockerung oder in die Endphase der Lockerung ein. Die grossen Makrobewegungen mögen hinter uns liegen. Dennoch ist Vorsicht die Mutter der Porzellanbox, da 2025 noch immer Phasen erheblicher Risikoscheu auftreten können. Es bieten sich noch immer zahlrei-

che relative Bewertungschancen, und unsere Einschätzungen hierzu finden sich in diesem Artikel wieder. Es gilt eindeutig, hart erkämpftes Alpha zu generieren, und wenn man mit Vermögensverwaltern spricht und Leitartikel liest, dann liegt deren Schwerpunkt vor allem auf diesem Thema. Diese Art von Alpha bietet sich für faszinierende Thesen an und ist verhältnismässig leicht zu verstehen.

Wie bereits erwähnt, lieferten mehrere unserer Fixed-Income-Strategien im Jahr 2024 erhebliche Renditen dank Alpha, sowohl in absoluten Zahlen als auch im Verhältnis zu den Gesamtrenditen. Zu Jahresbeginn 2024 hatten wir es mit einer Mischung aus den Quellen 1 und 2 zu tun. Im dritten und vierten Quartal war Alpha jedoch eher eine Mischung aus den Quellen 2 und 3.

Derzeit weiden sich die Bodenfresser der Fixed-Income-Märkte allerdings an den Abfällen, die infolge der Volatilität aus den oberen Gewässerschichten herabsinken. Wir haben es mit einer Phase zu tun, in der man echte Renditen erzielen kann, ohne das Risiko zu erhöhen oder wesentliche Perspektivwechsel zu vollziehen, indem man einfach überprüft (und doppelt überprüft), ob man absolut jederzeit das beste Instrument hält, um der eigenen Einschätzung Ausdruck zu verleihen. Passive Anleger können diese Art der Renditeoptimierung gar nicht nutzen.

**Grafik 1: Fallstudie – Optimierung der Renditeaufschläge im Kontext des Ausverkaufs der EUR-Zinsen, der durch den in Aussicht gestellten grosszügigen deutschen Bundeshaushalt verursacht wurde**



Quelle: Bloomberg. Daten per 7.03.2025.

In dieser Fallstudie (Grafik 1) kam es bei auf Euro lautenden Schwellenländeranleihen in der Woche vom 3. März 2025 zu einer Verkaufswelle, allerdings in einem wesentlich geringeren Masse als bei Bundesanleihen. In der Folge schmälerten sich die Renditeaufschläge von EUR-Schwellenländeranleihen. Strategisch tendieren wir dazu, uns in bestimmten Ländern in EUR-Papieren zu positionieren und das Währungsrisiko über Termingeschäfte und Zinsengagements abzusichern, indem wir in Bund-Futures short gehen,

um im Zuge der Absicherung eine höhere Rendite bei gleichem Bonitätsrisiko zu erhalten.

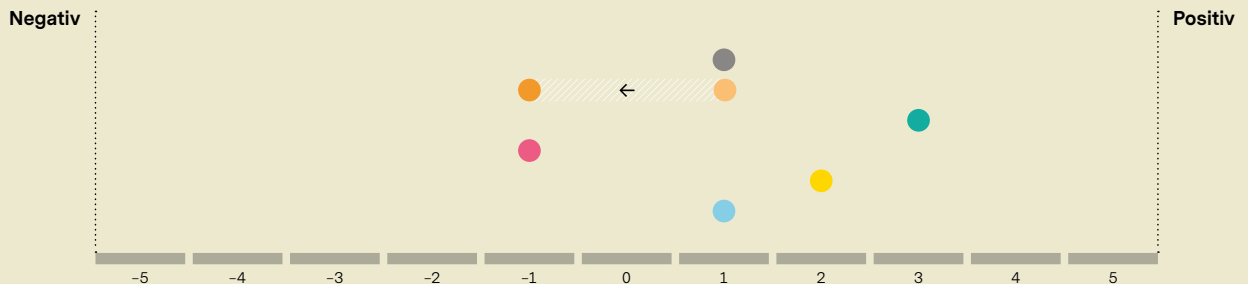
Taktisch haben wir in der ersten Märzwoche:

- EUR-Schwellenländeranleihen, deren Renditeaufschläge sich verschmärlerten, verkauft: lateinamerikanische Staatsanleihe mit Investment Grade und Laufzeit bis 2033
- auf US-Dollar lautende Papiere desselben Emittenten gekauft: lateinamerikanische Staatsanleihe mit Investment Grade und Laufzeit bis 2037
- Bund-Futures gekauft, um unsere EUR-Duration unverändert (nahe null) zu halten
- US-Treasury-Futures verkauft, um unsere USD-Duration unverändert (nahe an unserer Benchmark-Duration) und die gleiche Position in Bezug auf das Währungsrisiko (wir halten fast immer 98 bis 100 Prozent unseres EMD-Portfolios in USD) zu halten

Wir verkauften eine Anleihe, bei der bereits ein Ausverkauf stattgefunden hatte, was merkwürdig erscheinen mag, aber wir konnten uns dadurch gleichzeitig einen höheren Renditeaufschlag für dasselbe Bonitätsrisiko sichern. Im Laufe der Zeit werden sich die EUR-Renditeaufschläge gegenüber Bundesanleihen voraussichtlich normalisieren, sodass diese Anleihen, die wir gerade verkauft haben nach einer Outperformance gegenüber Bundesanleihen (die voraussetzt, dass Bundesanleihen dauerhaft unter Druck bleiben) bald eine Underperformance aufweisen dürften. Sobald dies eintritt, könnten wir die Transaktion umkehren.

Diese Vorgehensweise ist alles andere als glamourös. Man kann mit ihr aber beständige Renditen generieren. Und auch wenn wir hinsichtlich des makroökonomischen Umfelds nicht sehr zuversichtlich sind, freuen wir uns darauf, weiterhin die Früchte dieses Ansatzes zu ernten. Mit unserer vorsichtigen Einschätzung des Beta an den Märkten im Allgemeinen, wenn auch etwas weniger in Bezug auf Fixed Income, werden wir auch weiterhin auf Alpha setzen, da wir davon ausgehen, dass sich aktiven Managern auch 2025 zahlreiche Gelegenheiten bieten werden.

## Scorecard



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



### Wirtschaftlicher Ausblick

**Unverändert bei 1**

Wir sehen sowohl in Europa als auch in den USA Wachstumspotenzial. Nach zahlreichen Wahlen und grossen politischen Umwälzungen weltweit halten sowohl die Europäische Zentralbank (EZB) als auch die US-Notenbank Fed ziemlich konsequent an ihrem jeweils angekündigten Kurs fest. Dies dürfte mit einiger Wahrscheinlichkeit die Inflation gut in Schach halten. (Siehe auch Extremrisiken.)



### 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. Die Verhältnisse zwischen Staatsverschuldung/BIP in Schwellenländern erscheinen nach wie vor weitgehend positiv.



### Bewertungen

**Unverändert bei -1**

Die Renditeaufschläge erscheinen eng und komprimiert. Während es weiterhin Gelegenheiten gibt, erscheint das Beta des Marktes für Unternehmensanleihen im historischen Vergleich unattraktiv. Die jüngste Ausweitung der Renditeaufschläge war nur von kurzer Dauer.



### Technische Daten

**Unverändert bei 3**

Die technischen Daten für Fixed Income erscheinen nach wie vor robust und dürften bei sinkenden Zinsen durch Umschichtungen der Marktteilnehmer aus Liquidität und Geldmarktinstrumenten zusätzliche Unterstützung erfahren. Wir erwarten Zuflüsse in die Unteranlageklassen, die 2024 weniger Unterstützung hatten. Sie dürften nun von der Jagd nach Wertpotenzial profitieren und positive Zuflüsse verzeichnen. Allerdings gehen wir von Volatilität und vereinzelter Illiquidität aus.



### Extremrisiken

**Verlagerung von 1 auf -1**

Die Ungewissheit bleibt sehr hoch. Die geopolitische und wirtschaftliche Unsicherheit in den USA hat in letzter Zeit neue Höchststände erreicht. Diese Unsicherheit wird an den Märkten nicht eingepreist.



### Insgesamt

**Unverändert bei 1**

Wir bleiben im Hinblick auf die Renditen von festverzinslichen Wertpapieren vorsichtig optimistisch, insbesondere im Vergleich zu anderen Anlageklassen. Würden wir das Alpha-Potenzial in unsere Betrachtung einbeziehen, kämen wir auf einen Wert von +2.

# Zölle, Drohungen und (Handels-)Kriege

**Während Donald Trump darauf erpicht ist, «Amerika wieder gross zu machen», polarisiert seine Agenda die öffentliche Meinung, und die Marktteilnehmer sind mittlerweile in zwei verschiedene Lager gespalten.**

—  
**Daniel Karnaus**  
 Portfolio Manager,  
 Fixed Income,  
 Vontobel

Zum einen übt Trump mit der Androhung von Einfuhrzöllen in Höhe von 25 Prozent Druck auf Mexiko und Kanada aus, damit diese entschiedener gegen illegale Grenzübertritte und Drogenschmuggel vorgehen. Kanada ist der grösste, Mexiko der drittgrösste Handelspartner der USA (Grafik 1). Zum anderen hat er damit gedroht, Zölle von 25 Prozent auf Stahl- und Aluminiumimporte zu erheben, unabhängig von deren Herkunft, um die heimische Produktion und die Schaffung von Arbeitsplätzen anzukurbeln. Darüber hinaus plant er die Einführung von Reziprozitätszöllen, also Gegenzöllen auf Importe, wenn das Ursprungsland höhere Zölle auf US-Produkte erhebt. Als weitere Schutzmassnahmen für die amerikanische Wirtschaft hat Trump auch Zölle auf andere Importe, darunter Autos, Arzneimittel und Halbleiter, vorgeschlagen.

Zugleich kürzt der US-Präsident unter der Leitung von Elon Musks Department of Government Efficiency (DOGE) unnötige Staatsausgaben, etwa für die Entwick-

lungshilfe, und erhöht die Effizienz der Bundesverwaltung durch Personalabbau. Er ist auch bestrebt, den Krieg zwischen Russland und der Ukraine rasch zu beenden und so die Ausgaben zur Unterstützung der Ukraine zu senken. Als Gegenleistung für diese Dienste verlangt er Zugang zu den Rohstoffen der Ukraine. Aus seiner Sicht liegt es in der Verantwortung der europäischen NATO-Verbündeten, die erforderlichen Sicherheitsgarantien für die Ukraine zu leisten.

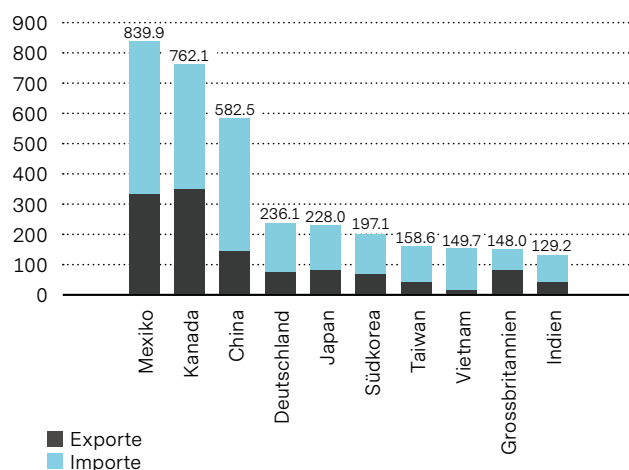
Bislang wurde lediglich ein Zusatzzoll von 10 Prozent auf Waren aus China, der zweitgrössten Importquelle der USA (Grafik 1), eingeführt. Es ist dennoch offensichtlich, in welche Richtung diese Strategie zielt:

- Durch Zölle, verbunden mit Steuersenkungen als zusätzlichem Anreiz für Unternehmen, die in den USA produzieren, soll die Produktion im Inland attraktiver werden.
- Die Sicherheit der Grenzen zu den Nachbarländern im Norden und Süden soll erhöht werden, um innenpolitische Probleme im Zusammenhang mit Drogenhandel und illegaler Einwanderung anzugehen. Dies beinhaltet auch die Abschiebung von Einwanderern ohne Papiere.
- Die Regierungsausgaben sollen gesenkt werden, indem die Unterstützung für die Ukraine beendet und beim Regierungspersonal gespart wird.

Dieser Ansatz zielt darauf ab, die Steuereinnahmen zu erhöhen und gleichzeitig die Ausgaben zu senken, um so das Haushaltsdefizit zu verringern. Der Rückzug der USA aus dem Ukraine-Konflikt zwingt die EU-Länder zum Handeln. Infolgedessen müssen die europäischen NATO-Verbündeten wohl ihre Verteidigungshaushalte erheblich aufstocken und die Produktion von Rüstungsgütern hochfahren. Auch hiervon dürften die USA durch erhöhte Waffenexporte profitieren. Gleichzeitig könnten die vorgeschlagenen Zölle als Druckmittel für europäische Zugeständnisse für höhere Energieimporte aus den USA dienen. Die Prämisse des Plans ist, dass weniger Importe bei gleichzeitigem Exportwachstum dazu beitragen werden, das US-Handelsdefizit zu verringern.

**Grafik 1: Grösste wichtige Handelspartner der USA nach Gesamtvolumen des Aussenhandels 2024**

Handelsvolumen in Mrd. USD



Quelle: [de.statista.com/statistik/daten/studie/1384206/umfrage/wichtigste-handelspartner-der-usa-nach-gesamtvolumen-des-aussenhandels/](https://de.statista.com/statistik/daten/studie/1384206/umfrage/wichtigste-handelspartner-der-usa-nach-gesamtvolumen-des-aussenhandels/)

Einige Marktteilnehmer sind der Meinung, dass Präsident Trumps Plan aufgehen könnte. Dann würden sich die Bedenken hinsichtlich des US-Haushaltsdefizits als unbegründet erweisen, und die Staatsverschuldung würde nicht unkontrolliert ausufern. Im günstigsten Fall würden die verhängten Zölle die Inflation nicht wesentlich ansteigen lassen, und das Angebot an neuen US-Staatsanleihen könnte sogar zurückgehen. In der Folge würden die US-Zinsen sinken, wodurch sich die Finanzierungskosten sowohl für den öffentlichen Sektor als auch für die privaten Haushalte verringern würden. Diese Perspektive wird auch durch die Pläne von Finanzminister Scott Bessent untermauert. Dieser will weiterhin mehr Treasury Bills mit Laufzeiten von einem Jahr oder weniger ausgeben, wodurch keine Ausweitung der Anleihenemissionen mit Laufzeiten von zwei bis 30 Jahren mehr erforderlich wäre.

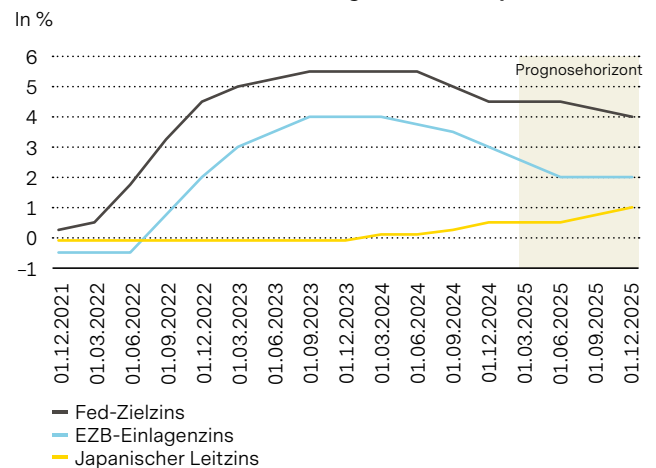
Eine deutlich pessimistischere Sicht auf den US-Protektionismus vertritt indes das andere Lager der Marktteilnehmer. Dieses erachtet die Finanzierung der vom Haushaltsausschuss des Repräsentantenhauses beschlossenen Steuersenkungen durch Ausgabenkürzungen und Zolleinnahmen als unrealistisch, zumal andere Länder Vergeltungsmassnahmen gegen die US-Zölle ergreifen dürften, wie es China bereits getan hat. Die daraus resultierenden internationalen Handelsstörungen könnten die Konsumgüterpreise in die Höhe treiben. Ferner könnte eine Ausweitung der LNG-Ausfuhren aus den USA dadurch behindert werden, dass die EU 40 Prozent ihrer LNG-Importe bereits aus den USA bezieht. Auch dürften die Energiepreise sinken, wenn der Konflikt zwischen Russland und der Ukraine beendet wird und wieder verstärkt russisches Gas nach Europa geliefert wird. Dadurch würden die bestehenden Handelsdefizite weniger deutlich zurückgehen als angenommen. Da der Handelskrieg Preissteigerungen zur Folge hätte, wäre die US-Notenbank (Fed) zu einer restriktiveren Geldpolitik gezwungen, was den US-Dollar aufwerten würde. Dies wiederum würde die US-Exporte auf den ausländischen Märkten verteuern und die Importe verbilligen, was die beabsichtigten Auswirkungen der Zölle negieren könnte.

Noch lässt sich nicht sagen, welches Lager richtig liegt. Wir gehen davon aus, dass die Fed in diesem Umfeld nicht proaktiv handeln, sondern reagieren wird, sobald ihr mehr Informationen zur Verfügung stehen. In unserem letzten Quartalsbericht über festverzinsliche Wertpapiere vertraten wir die Ansicht, dass Trump zwar bellend mag, wahrscheinlich aber nicht beißen wird, und gingen deshalb davon aus, dass die Fed ihre Geldpolitik weiter lockern würde. Diese Sichtweise hat sich inzwischen als falsch erwiesen. Die Fed dürfte daher unseres Erachtens keine andere Wahl haben, als abzuwarten, bis sich vor dem Hintergrund von Trumps Politik klare Trends in Bezug auf Inflation und Arbeitsmarkt abzeichnen.

Andererseits sieht sich die Europäische Zentralbank (EZB) derzeit mit einer Situation konfrontiert, in der die europäischen NATO-Mitgliedsstaaten mit kurzfristigen politischen Unsicherheiten und höheren Haushaltsdefiziten zu kämpfen haben. Letztere ergeben sich mittel- bis langfristig aus höheren Verteidigungsausgaben. Ausserdem scheint sich ein Handelskrieg anzubahnen. In Anbetracht des sich verlangsamenden Lohnwachstums halten wir es für wahrscheinlich, dass die EZB ihren Einlagensatz weiter auf 2 Prozent senken wird (Grafik 2). Zehnjährige deutsche Bundesanleihen dürften dagegen weiterhin in einer Spanne um 2,5 Prozent gehandelt werden, wobei sich der Zinsabstand zu Swaps aufgrund des zunehmenden Angebots ausweiten dürfte.

Im Hinblick auf die Bank of Japan (BOJ) halten wir an unserer seit langem bestehenden Überzeugung fest, dass diese die Zinssätze 2025 auf 1 Prozent anheben wird (Grafik 2). Hintergrund ist die sich beschleunigende Lohndynamik in Japan. Im Gegensatz zu unserer früheren Einschätzung dürfte dies aufgrund der Ungewissheit über mögliche US-Zölle jedoch mehr Zeit in Anspruch nehmen. Trotzdem dürfte sich das lange Ende der Renditekurve weiter in Richtung höherer Zinsen bewegen. Dabei könnte im 10-jährigen Bereich die Marke von 1,5 Prozent überschritten werden.

**Grafik 2: Die Leitzinsen der Zentralbanken stagnieren in den USA, sinken in der EZ, steigen aber in Japan weiter an**



Die Prognose basiert auf einer externen Analyse; sie kann nicht garantiert werden, und tatsächliche Ergebnisse können erheblich abweichen.  
 Quelle: Fed / Europäische Zentralbank / Bank of Japan, eigene Prognosen.  
 Stand: Januar 2025.

# Hybridanleihen von US-Unternehmen: attraktiv für Anleger?

In unserem letzten Fixed Income Quarterly haben wir auf das beträchtliche Emissionsniveau bei Unternehmensanleihen hingewiesen. Hybridanleihen von US-Unternehmen sind ein Faktor, der diesen Trend befeuert und Anlegern neue Möglichkeiten eröffnet.

## Investment grade

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

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

Was ist passiert? 2024 änderte Moody's seine Rating-Methodik für Hybridanleihen in den USA und erhöhte die Eigenkapitalanrechnung für diese Instrumente von 25 auf 50 Prozent. In der Folge stieg das Angebot in diesem Anleihensegment rapide an. Aufgrund der Eigenkapitalanrechnung kann die Emission von Hybridanleihen in Zeiten einer erwarteten stärkeren Verschuldung dazu beitragen, die Bonitäten zu stärken. Obwohl diese Instrumente teurer sind als vorrangige unbesicherte Anleihen, ziehen es Unternehmen häufig vor, zur Finanzierung steigender Investitionsausgaben höhere Hybridkuponen als Zinsaufwand zu zahlen, statt Eigenkapital zu begeben. Bislang wurden die meisten Hybridanleihen im Versorgungs- und im Telekommunikationssektor ausgegeben. Diese sind beide defensiver Natur und weisen eine hohe Prognose-sicherheit bei den künftigen Cashflows sowie in der Regel stabile Bonitätskennzahlen auf.

Was kann schiefgehen? Anleger sollten sich darüber im Klaren sein, dass Hybridanleihen nachrangige Instrumente und in der Regel um ein bis zwei Ratingstufen niedriger bewertet sind als vorrangige unbesicherte Anleihen. Kuponzahlungen können ausgesetzt werden, und es besteht keine ausdrückliche Vereinbarung, dass der Emittent das Wertpapier am ersten Kündigungstermin zurücknimmt.

Ungeachtet dieser Risiken können Hybridanleihen attraktive Renditen und Renditeaufschläge bieten. So wurden unlängst Titel mit einer Rendite von etwa 6,5 Prozent in US-Dollar begeben, was um beinahe 1,5 Prozent über den meisten vorrangigen Anleihen liegt. Wir gehen davon aus, dass die Emissionen von Hybridanleihen im Jahr 2025 zunehmen werden, insbesondere im Versorgungssektor, was das Wachstum dieses Marktsegments begünstigen dürfte.

Auch in Europa finden wir ein expandierendes Marktsegment: Reverse Yankee Bonds.

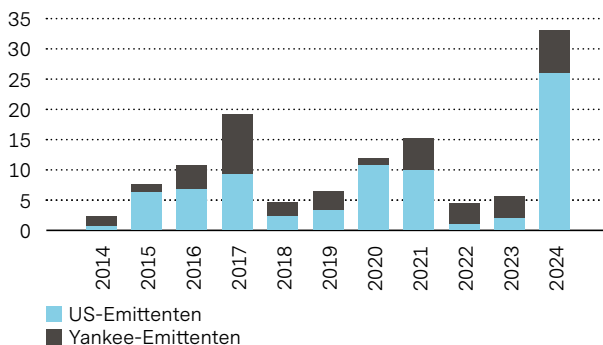
## Willkommener Anstieg des Emissionsvolumens bei Reverse Yankee Bonds

Reverse Yankee Bonds sind auf Euro lautende Anleihen, die von aussereuropäischen Unternehmen wie T-Mobile oder IBM ausgegeben werden. Seit Mitte 2024 hat die Emissionstätigkeit nach zwei Jahren mit gedämpfter Aktivität hier wieder zugenommen.

Die durch geldpolitische Divergenzen bedingten vorteilhaften Renditedifferenzen legen nahe, dass dieser Trend bei Reverse Yankee Bonds von Dauer sein könnte. Während die Renditeaufschläge von Investment-Grade-Anleihen (IG-Anleihen) in Euro den grössten Teil des Jahres 2024 höher waren als bei ihren US-Pendants, haben sie sich durch die jüngste Verengung zyklischen Tiefs angenähert, was das Interesse der Treasury-Abteilungen von US-Unternehmen am Euro-Investment-Grade-Markt steigen lässt.

**Grafik 1: Hybridanleihen von US-Unternehmen: ein wachsendes Marktsegment**

In USD Mrd.

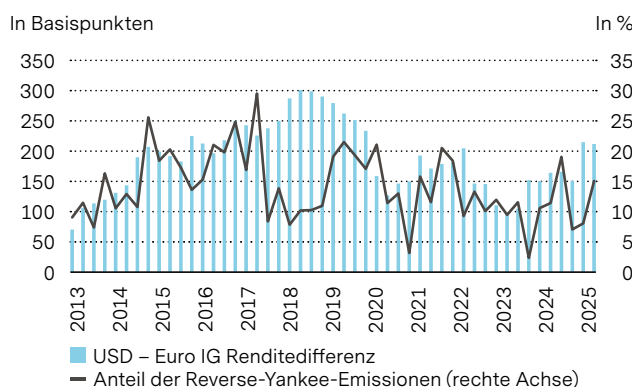


Quelle: JP Morgan, Vontobel. Daten per Februar 2025.

Im Jahr 2024 verzeichnete der Markt mit EUR 67 Mrd. das zweithöchste jährliche Emissionsvolumen bei Reverse Yankee Bonds (ohne Finanztitel), was ca. 20 Prozent des Angebots an Investment-Grade-Anleihen in Euro ausserhalb des Finanzsektors entspricht. In diesem Jahr hat sich dieser Trend sogar noch verstärkt: Anfang 2025 entfallen bereits mehr als 15 Prozent der Emissionen auf US-Unternehmen, allen voran die insgesamt EUR 10 Mrd. schweren Emissionen von T-Mobile, IBM und Johnson & Johnson.

Im Durchschnitt boten die Emittenten von Reverse Yankee Bonds (in Fremdwährung denominated Anleihen von US-Unternehmen) eine Neuemissionsprämie von 5 Basispunkten (Bp.), wobei das jüngste Angebot mit einer Verengung von 3 Bp. gegenüber 9 Bp. bei vorrangigen IG-Anleihen etwas schwächer war. Einige umfangreiche, aus mehreren Tranchen bestehende Transaktionen trugen zu dieser Underperformance bei, die wir indes nicht für sonderlich besorgniserregend halten. Wir begrüßen vielmehr diese fortgesetzte Diversifizierung bei den Emissionen, zumal die meisten Emittenten aus Sektoren stammen, die gegenüber möglichen (US-)Zöllen widerstandsfähig bleiben dürften.

**Grafik 2: Reverse-Yankee-Anleihen: steigendes Emissionsvolumen und vorteilhafte Renditedifferenzen**



Die frühere Wertentwicklung ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.  
Quelle: Barclays, Vontobel. Daten per Februar 2025.

## Hochzinsanleihen

**Stella Ma**  
Portfolio Manager,  
Global High Yield,  
Vontobel

**Nuria Jorba Arimany**  
Credit Analyst,  
Emerging Market Corporates,  
Vontobel

### Anleihen brasilianischer Öldienstleister im Vergleich zu US-amerikanischen Öldienstleistern: Welche sind für Anleger attraktiver?

Die wirtschaftliche und marktwirtschaftliche Stärke, der Technologieboom und die geopolitische Dominanz der USA haben dazu geführt, dass das Narrativ des US-Exzeptionalismus wieder auflebt. Dies und die niedrigen Ausfallraten haben die Renditeaufschläge von US-Hochzinsanleihen auf ein relativ unattraktives Niveau gedrückt, verglichen mit den Möglichkeiten, die sich im Hochzinssegment in anderen Teilen der Welt bieten.

Der historisch volatile Energiesektor, der in den Jahren 2015–2016 und 2020 zwei grosse Ausfallzyklen erlebte, ist hierfür ein gutes Beispiel. Das günstige Ölpreismilieu, verbesserte Bilanzen und die Nachfrage nach US-Titeln haben Hochzinsanleihen aus dem US-Energiesektor auf historisch niedrige Renditeaufschläge zurückgeführt, und zwar nicht nur auf absoluter Basis, sondern auch im Vergleich zum breiteren US-Markt für Hochzinsanleihen.

Nehmen wir als Beispiel Unternehmen A, einen Emittenten aus dem Bereich Offshore-Dienstleistungen im US HY Energy Index, dessen vorrangige unbesicherte Anleihen von S&P mit CCC+ und von Moody's mit Caa2 bewertet werden. Das Unternehmen hat eine komplexe Schuldenstruktur mit einem beträchtlichen Anteil an besicherten oder priorisierten Schuldtiteln gegenüber vorrangigen unbesicherten Anleihen. Der Verschuldungsgrad in der Kapitalstruktur stellt sich wie folgt dar:

- Leverage der vergangenen 12 Monate durch besicherte Schulden 2,2x
- Leverage der vergangenen 12 Monate durch insgesamt garantierte Schulden 4,6x
- Leverage der vergangenen 12 Monate durch vorrangige unbesicherte Schulden 6,1x

Die 6-jährigen vorrangigen unbesicherten Anleihen von Unternehmen A bieten eine potenzielle Mindestrendite (Yield-to-Worst, YTW) von 9,5 Prozent und einen nominalen Renditeaufschlag von 510 Basispunkten (Bp.), also deutlich weniger als das Renditeniveau des US HY CCC Index, das bei 11,6 Prozent liegt. Die Anleihen von Unternehmen A waren in der Vergangenheit sehr volatil und wurden bei Ölpreiseinbrüchen zu einem sehr ungünstigen Kurs gehandelt. Zu den derzeitigen Kursniveaus

# 13 Industrieländer

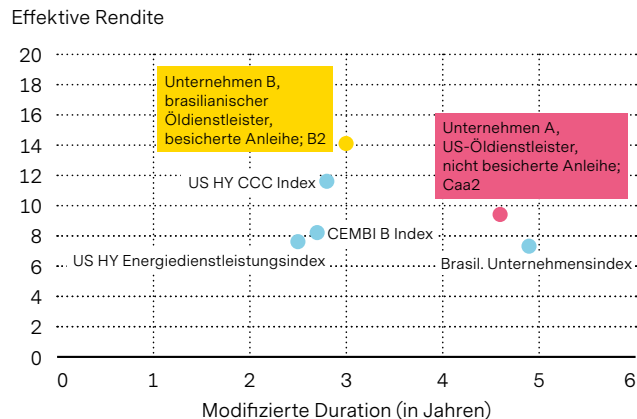
sehen wir für die Anleihen von Unternehmen A nur begrenzte Möglichkeiten, den Markt zu übertreffen.

Mit Blick Richtung Süden erkennen wir hingegen ein attraktiveres Wertpotenzial im brasilianischen Öldienstleistungssektor. Unternehmen B hat im vergangenen Jahr eine einzige besicherte Anleihe mit B-Rating begeben, die derzeit mit einer YTW von 14 Prozent und einem nominalen Renditeaufschlag von 980 Bp. gehandelt wird. Die Anleihen sind erstrangig durch Forderungen, Ausrüstung, Schiffe, ein Schuldendienst-Deckungskonto und ein Treuhandkonto besichert. Diese besicherten Schuldtitel stellen die gesamte Verschuldung von Unternehmen B dar. Obwohl der Verschuldungsgrad mit 8x derzeit hoch ist, soll er in den nächsten 12–18 Monaten auf 3x sinken, da das Unternehmen neue Verträge abschliesst und den überschüssigen Cashflow zum Schuldenabbau nutzt. In einem Aufwärtsszenario bieten die Anleihen von Unternehmen B im Vergleich zu den Anleihen von Unternehmen A einen besseren Carry und mehr Spielraum für eine Einengung des Renditeaufschlags/ der Kapitalzuwächse, sollte das Unternehmen sein Vorhaben zum Schuldenabbau umsetzen.

In einem Abwärtsszenario dürften die besicherten Anleihen von Unternehmen B aufgrund des erstrangigen Anspruchs auf ein umfassendes Sicherheitenpaket eine bessere Rückzahlung erzielen können als die unbesicherten Anleihen von Unternehmen A. Zum Vergleich: Als Unternehmen A seine Schulden im Jahr 2020 umstrukturierte, wurden seine unbesicherten Anleihen lediglich zu 14 Cent/Dollar gehandelt. Unseres Erachtens dürften die besicherten Anleihen von Unternehmen B im Falle einer Umschuldung eine höhere Rückzahlungsrate erzielen.

Der globale Markt für Hochzinsanleihen bietet aufgrund seiner Diversifizierung auf Ebene der Emittenten, Sektoren und Regionen eine Vielzahl von Möglichkeiten. In einem Umfeld, in dem die allgemeinen Renditeaufschläge bei bestimmten Anleihen mit grosser Kapitalstruktur in den USA eng sind, können Anleger den Carry und das Potenzial für Kapitalzuwachs steigern, indem sie in ausgewählte besicherte Anleihen in anderen Teilen der Welt investieren. Daraus ergibt sich eine Fülle von Möglichkeiten für aktive Hochzinsmanager, die in einem globalen Universum investieren.

**Grafik 1: Relative Wertchancen am globalen Hochzinsanleihenmarkt**



Die frühere Wertentwicklung ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Nur für illustrative Zwecke zur Veranschaulichung unserer Anlageverwaltungs- und Research-Prozesse. Bezugnahmen auf Beteiligungen und/oder andere Wertpapiere sind weder als Empfehlung zum Kauf, Halten oder Verkauf von Wertpapieren auszulegen, noch sollten deswegen Annahmen über die Rentabilität oder Wertentwicklung der genannten Wertpapiere getroffen werden. Die zur Verfügung gestellten Informationen sollten nicht als gesichert oder als Hinweis auf ähnliche oder künftige Ergebnisse in Verbindung mit unserem Anlageverwaltungsansatz und -verfahren erachtet werden. Quelle: Bloomberg- und ICE BofA-Indexdaten.

## Schweizer Anleihen

**Gregor Kapferer**  
Portfolio Manager,  
CHF Bonds,  
Vontobel

Nach einer starken Outperformance im Jahr 2024 blieb der Schweizer Anleihenmarkt Anfang 2025 hinter den globalen Wettbewerbern zurück, was insbesondere auf Rückgänge im staatlichen Segment zurückzuführen war. Der Renditeaufschlag zwischen der Schweiz und anderen wichtigen Märkten, die früher zu hoch war, hat sich deutlich verringert. Die Futures-Märkte haben eine Zinssenkung ausgepreist und rechnen nun für den Rest des Jahres nur noch mit einem weiteren Zinsschritt nach unten. Darüber hinaus hat die Rekordzahl von CHF 11,1 Milliarden an Neuemissionen in den ersten Wochen des Jahres zusätzlichen Druck auf die Renditeaufschläge und Zinssätze ausgeübt. Obwohl wir anfangs wegen der grossen Zinsdifferenz vorsichtig waren, erachten wir den CHF-Anleihenmarkt inzwischen als attraktiv, und die aktuellen Bewertungen bieten einen überzeugenden Wiedereinstiegspunkt. Eine steile Renditekurve sorgt für einen starken Carry und Roll, und wir bevorzugen Long-Positionen in Wertpapieren mittlerer Laufzeit (7–12 Jahre). Bei Unternehmensanleihen erscheinen uns die Renditen ausländischer Banken, Finanzinstitute und Versicherer aus währungsübergreifender Sicht attraktiv – attraktiv für die Anleger, aber kostspielig für Emittenten. Diese Dynamik dürfte das Angebot begrenzen und für günstige technische Bedingungen sorgen. Das Segment inländischer Unternehmensanleihen erscheint jedoch verhältnismässig reichhaltig und bietet ein geringeres Wertpotenzial.

# Widerstandsfähigkeit in unsicheren Zeiten

**Stärkere Fundamentaldaten und saubere technische Daten begünstigten Schwellenländeranleihen, die trotz der erhöhten Unsicherheit im Welthandel bemerkenswert robust geblieben sind.**

## Hartwährungsanleihen

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

Schwellenländeranleihen erwiesen sich im letzten Quartal als widerstandsfähig und übertrafen in den ersten beiden Monaten des Jahres die globalen Aktienmärkte. Ungeachtet der zunehmenden handelspolitischen Unwägbarkeiten haben sich die Renditeaufschläge der Schwellenländer in den letzten drei Monaten weiter verengt. Dies hat Fragen über eine mögliche Selbstgefälligkeit an den Märkten aufgeworfen. Wir sind allerdings der Ansicht, dass diese Bedenken eher den Finanzmärkten im Allgemeinen als den Schwellenländeranleihen im Besonderen gelten. Wir konnten keinen Überschwang bei Schwellenländeranleihen feststellen: Seit drei Jahren in Folge verzeichnet diese Anlageklasse Mittelabflüsse, die auch 2025 noch anhalten, sich allerdings verlangsamten.

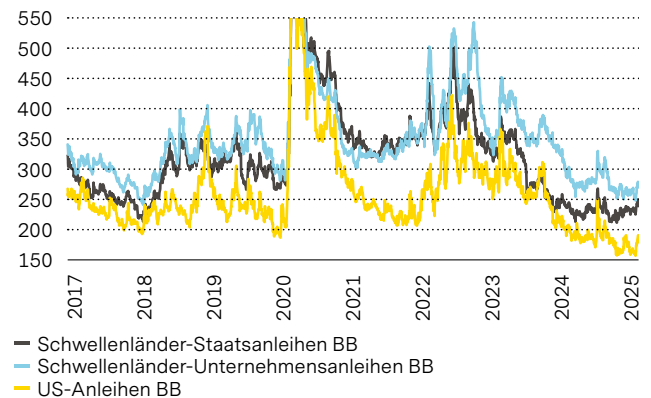
Im Gegensatz zum Beginn des Jahres 2018 – nach einem Jahr mit beispiellosen Mittelzuflüssen – können wir keine Verengung zwischen den Renditeaufschlägen von Schwellenländeranleihen und US-Hochzinsanleihen erkennen. Wir sind vielmehr der Ansicht, dass die Renditeaufschläge in den Schwellenländern weiterhin ein attraktives relatives Wertpotenzial darstellen, auch wenn sie nach wie vor unter ihrem historischen Durchschnitt liegen. Darüber hinaus beobachten wir aus fundamentaler Sicht weiterhin einen Trend zu verbesserten Ratings. Die Tatsache, dass fast alle Emittenten von Hochzinsanleihen wieder Marktzugang haben, reduziert die Refinanzierungsrisiken trotz der weiterhin hohen Renditeniveaus erheblich.

Angesichts der Flut von Zolldrohungen seitens Präsident Trump fragt sich so mancher Anleger, ob es ein guter Zeitpunkt ist, in Schwellenländer zu investieren, die von Zöllen oder Sanktionen betroffen sein könnten. Industrieländer sind jedoch gleichermassen anfällig. Die Rede von Vizepräsident J.D. Vance in München und Trumps erstes Treffen mit dem ukrainischen Präsidenten Selenskyj las-

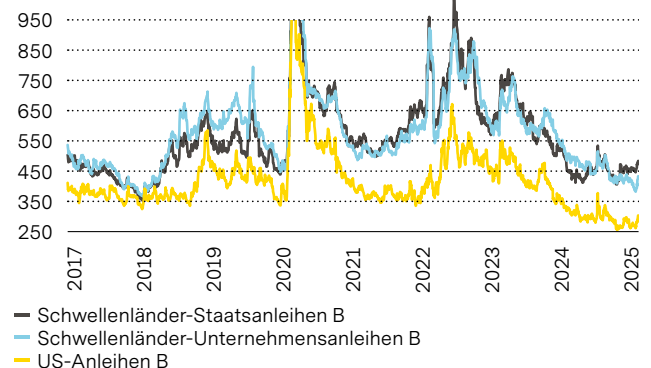
sen befürchten, dass die neue US-Regierung womöglich nicht die freundlichsten Beziehungen zu Europa unterhalten wird. Darüber hinaus dürften Hartwährungsanleihen mit über 70 investierbaren Ländern und relativ moderaten Konzentrationen unseres Erachtens genau die Art von Diversifizierung bieten, die Anleger angesichts der Unberechenbarkeit von Trumps Handelspolitik derzeit brauchen.

### Grafik 1: Renditeaufschläge von Schwellenländer – ggü. US-Hochzinsanleihen

Anleihen mit BB-Rating: USA ggü. Schwellenländer



Anleihen mit B-Rating: USA ggü. Schwellenländer



Quelle: Bloomberg und Vontobel. Daten per 21.02.2025.

Trotz der Unwägbarkeiten im Hinblick auf Trumps Zölle können wir durchaus Einblicke in die möglichen Auswirkungen auf die Schwellenländer geben. Unserer Ansicht nach unterscheidet sich Trumps Handelskrieg mit China grundlegend von dem gegen andere Länder. Beide Seiten des politischen Spektrums in den USA sehen China als langfristigen Gegenspieler. Wir sind daher der Ansicht, dass die beiden Zollrunden mit jeweils 10 Prozent zusätzlichen Zöllen auf chinesische Importe Bestand haben dürften und möglicherweise noch weitere Zölle hinzukommen. Im Gegensatz dazu stellen die angedrohten Zölle gegen andere Nationen für uns in erster Linie Verhandlungsinstrumente dar. Zwar könnten einige dieser Zölle durchaus eingeführt werden, allerdings dürften sie kaum von Dauer sein.

In Zeiten erhöhter Volatilität bieten sich zahlreiche Relative-Value-Chancen, die zusätzliche Quellen für die Alpha-Generierung schaffen. So hat Israels Dominanz im Nahen Osten zu einem Regierungswechsel im Libanon beigetragen, wo der Einfluss der Hisbollah geschwunden ist, was nach einem zweijährigen politischen Patt zur Bildung einer neuen Regierung führte. Die Märkte reagierten positiv auf die erhöhte Wahrscheinlichkeit einer Umschuldung der aktuell von Zahlungsausfällen betroffenen libanesischen Anleihen. Diese Anleihen waren zuletzt die Staatsanleihen mit der besten Performance: Seit Jahresbeginn legten sie um über 40 Prozent zu und in den letzten sechs Monaten um fast 200 Prozent auf etwa 19 USD-Cent. Die Umschuldung wird jedoch ein komplexes und langwieriges Unterfangen. Aufgrund der schwachen wirtschaftlichen Fundamentaldaten des Landes dürfte ein ungewöhnlich hoher Haircut erforderlich sein.

Auch in anderen Regionen hat die Volatilität zugenommen, wobei ukrainische Anleihen in den letzten sechs Monaten am besten abschnitten, dann allerdings nach der Pressekonferenz mit Trump und Selenskyj deutlich nachgaben. Argentinien war 2024 noch unter den beiden Top-Performern, ist aber im Februar auf den zweitletzten Platz abgerutscht, obwohl die Aussichten verhältnismäßig optimistisch bleiben.

Mit einer Rendite von fast 8 Prozent im Index für Hartwährungs-Staatsanleihen (EMBIG Diversified) und fast 7 Prozent in dessen Pendant für Unternehmensanleihen (CEMBI Broad Diversified) bietet diese Anlageklasse ein beträchtliches Carry-Polster, das sie vor Szenarien schützt, in denen sich aufgrund einer erhöhten Risikoscheu die Renditeaufschläge überraschend ausweiten. Darüber hinaus lassen die sauberen technischen Daten nach drei Jahren der Mittelabflüsse sowie eine vorteilhafte Ausweitung der Renditeaufschläge gegenüber US-Hochzinsanleihen (und ein durchschnittliches Rating von BBB-) diese Anlageklasse gemessen an den relativen Bewertungen attraktiv erscheinen, auch wenn die Renditeaufschläge auf absoluter Basis nicht mehr so attraktiv sind.

---

## EM-Lokalwährungsanleihen

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

Lokalwährungsanleihen starteten stark in das neue Jahr: Der Government Bond Index – Emerging Markets erzielte in den ersten beiden Monaten eine Gesamterendite von 2,7 Prozent. Im vergangenen Jahr stellten wir fest, dass der Ausblick für Lokalwährungsanleihen zwiespalten war: Die Anlageklasse könnte in Abhängigkeit von der Handelspolitik Donald Trumps im Jahr 2025 entweder die beste oder die schlechteste Performance unter den Schwellenländeranleihen erzielen. Die geplanten Massnahmen – höhere Einfuhrzölle und niedrigere Steuern – bringen im Allgemeinen eine Aufwertung des US-Dollars mit sich. So stieg der US-Dollar im vierten Quartal 2024 im Vorfeld der Wahl und nach Trumps Wahlsieg bereits um 7,7 Prozent. In diesem Jahr hat der US-Dollar jedoch an Wert verloren (–0,8 Prozent in den ersten beiden Monaten des Jahres), da der Markt davon ausgeht, dass Trump handelspolitisch zwar bellt, aber wohl kaum beissen wird. Zudem deuten erste Anzeichen auf eine Abschwächung der US-Wirtschaft hin, nachdem die Detailhandelsumsätze und die Einkaufsmanagerindizes für den Dienstleistungssektor unerwartet schwach tendierten.

# 16 Schwellenländer

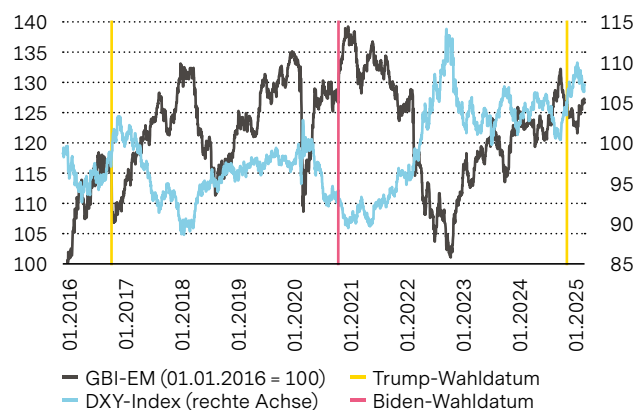
Ein globaler Handelskrieg, der weniger hart geführt wird als erwartet, könnte den Dollar zusätzlich schwächen und die Lokalwährungsrenditen in Schwellenländern auf hohe zweistellige Werte ansteigen lassen, ähnlich wie 2017 (Grafik 1). Wir bezweifeln allerdings, dass dies reibungslos vonstattengehen wird. Unserer Einschätzung nach werden nur die Zölle auf chinesische Waren von Dauer sein. Gegen andere Länder könnten aber vorübergehend ebenfalls Zölle erhoben werden, um Trump eine stärkere Verhandlungsposition zu verschaffen als bei einer blossen Androhung von Zöllen. Dies hätte eine hohe Volatilität zur Folge. Aus diesem Grund bleiben wir mit Ausnahme des brasilianischen Real (BRL) bei lokalen Währungen mit hohem Beta vorsichtig. Aktuell sehen wir ein günstigeres Risiko-Rendite-Profil in einzelnen Ländern mit hohem Carry, aber niedrigem Beta, wie etwa der Türkei und ausgewählten Frontier-Märkten, da diese weniger von der unvorhersehbaren US-Handelspolitik betroffen sein dürften.

Grafik 2 zeigt, dass Lokalwährungsanleihen (GBI-EM-Index) 2017 in USD um über 15 Prozent gestiegen sind – in einem Jahr, in dem Trump keine nennenswerten markt-negativen Massnahmen ergriff. 2018, mit Beginn des Handelskrieges, brach die Anlageklasse dann um mehr als 6 Prozent ein. Bemerkenswert ist, dass Anleger mit Euro-Basis in dieser Anlageklasse in Jahren mit starkem US-Dollar (und schwächerem Euro) bessere Ergebnisse erzielt haben (als Anleger mit USD-Basis) und in Jahren mit schwächerem US-Dollar (in denen in der Regel der Euro steigt) schwächere Ergebnisse (in EUR).

Nach negativen Gesamtrenditen und sehr starken Währungsabwertungen im Jahr 2024 sind die Bewertungen von Schwellenländerwährungen mittlerweile recht attraktiv, insbesondere die am stärksten betroffenen Währungen des Jahres 2024, wie der brasilianische Real, der im vergangenen Jahr -21,4 Prozent einbüsste. Brasilien steckt noch immer in einer Fiskalkrise, da die Regierung nach wie vor ein Drittel ihrer Einnahmen für Zinszahlungen auf ihre Schulden aufwendet. Dennoch haben sich brasilianische Vermögenswerte erholt und sind in den ersten beiden Monaten dieses Jahres um 9,3 Prozent gestiegen. Diese Abschwächung des Markt pessimismus ist nicht der Annahme geschuldet, dass die Regierung Lula die öffentlichen Finanzen sanieren wird, sondern vielmehr der Hoffnung, dass eine neue Regierung dies nach den Wahlen 2026 tun wird und das Land bis dahin irgendwie durchkommt. Lulas Zustimmungswerte sind in der letzten Datafolha-Umfrage deutlich gesunken. Der BRL ist nach wie vor schwach und bietet sehr hohe reale und nominale Zinssätze (>13 Prozent bzw. rund 8 Prozent). Wir sind daher der Ansicht, dass die brasilianische Währung trotz ihres hohen Beta-Status selbst in einem negativen globalen Szenario im Jahr 2025 nicht erneut ins Hintertreffen geraten wird.

Die Ungewissheit, ob dies 2025 die beste oder die schlechteste Fixed-Income-Anlageklasse in den Schwellenländern sein wird, bleibt bestehen, solange in Bezug auf Trumps Handelspolitik keine Klarheit herrscht. Derzeit bewertet der Markt diese als die beste Option, aber wir sehen hier vorerst noch keinen Selbstläufer.

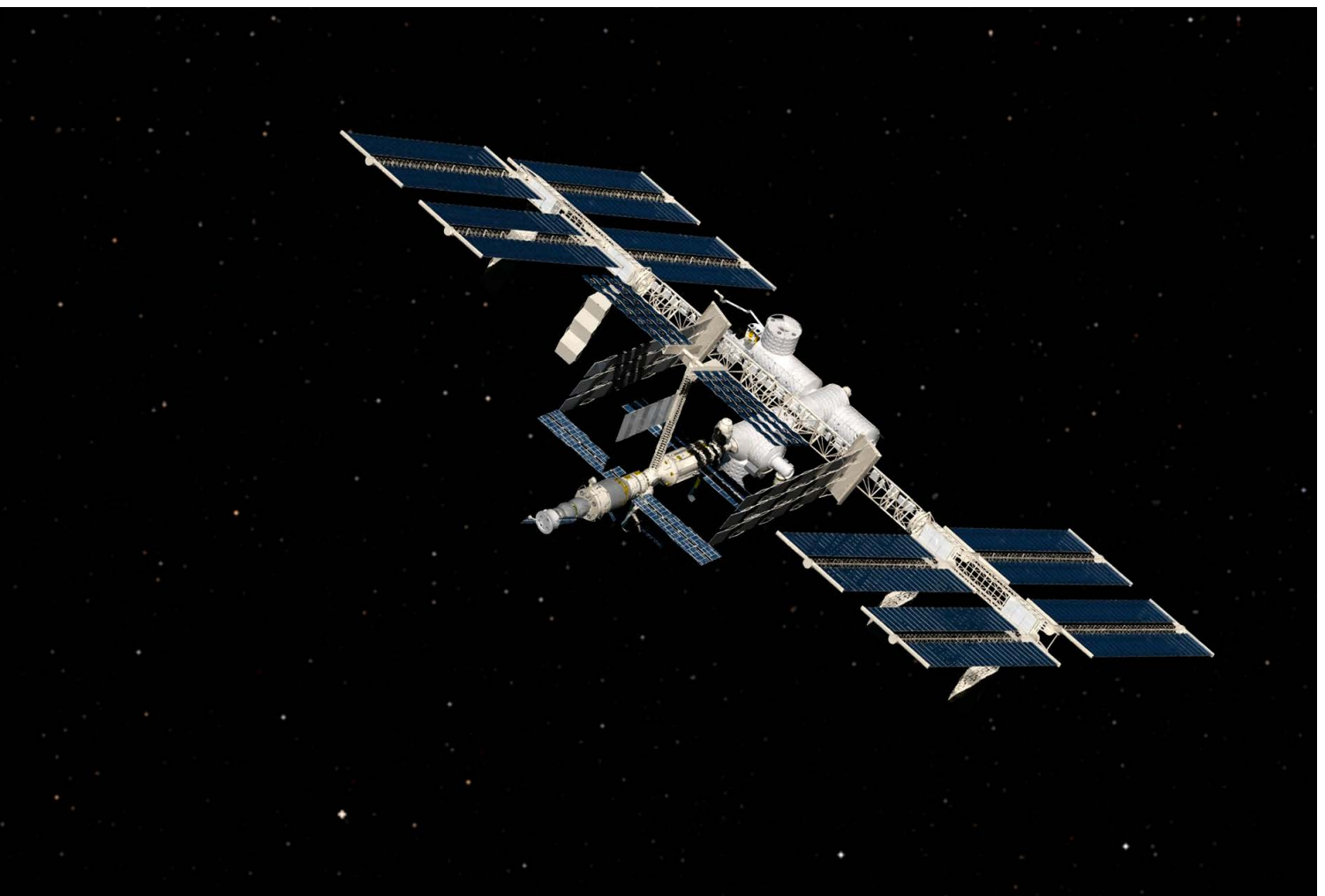
**Grafik 2: Entwicklung des US-Dollars und Schwellenländeranleihen in Lokalwährung während Trumps erster und zweiter Amtszeit**



Die frühere Wertentwicklung ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.  
Quelle: Bloomberg und Vontobel. Daten per 25.02.2025.

# Anlageüberlegungen

1. Trotz erhöhter Unsicherheit erscheinen die Märkte relativ gelassen. Wir sehen ungeachtet dieses Umfelds weiterhin Alpha-Potenzial bei festverzinslichen Wertpapieren. Deren Risiko-Rendite-Verhältnis erscheint aus relativer Bewertungssicht nach wie vor attraktiv.
2. Die Renditekurven in den USA und Europa liegen aktuell näher an ihrem fairen Wert als noch vor sechs Monaten.
3. Die Renditeaufschläge haben ihre historischen Durchschnittswerte unterschritten, könnten aber noch weiter sinken. Die Renditen bleiben attraktiv.
4. Unserer Ansicht nach ist es attraktiver, Gelegenheiten zur zügigen Wiederverwertung von Risiken zu nutzen, als eine ausgeprägte Wette auf Stabilität oder auf eine umfassende Hausse bei Risikoanlagen einzugehen.



# 18 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



—  
**Nuria Jorba Arimany**  
Credit Analyst,  
Emerging Market Corporates,  
Vontobel



—  
**Gregor Kapferer**  
Portfolio Manager,  
CHF Bonds,  
Vontobel



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

# 19 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](http://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](http://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](mailto: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 3<sup>rd</sup> 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, 3<sup>rd</sup> Floor, 70 Conduit Street, London W1S 2GF oder kann von unserer Website [vontobel.com/am](http://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.

