

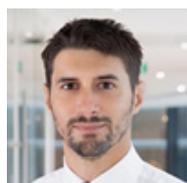
# Fixed Income Perspectives: Vom Risiko zur Realität

In unserem Quartalsbericht blicken wir auf die globalen Anleihemärkte und auf die Entwicklung der aktiven Vanguard Anleihestrategien.

## Autoren



**Sara Devereux**  
Global Head of  
Fixed Income  
Group, Vanguard



**Raphael Raynal**  
Fixed Income  
Investment Product  
Specialist, Vanguard  
Europe



**Christopher W.  
Alwine**  
Global Head of  
Taxable Credit,  
Vanguard Fixed  
Income Group



**Roger Hallam**  
Global Head of  
Rates, Vanguard  
Fixed Income Group

## Auf einen Blick

**Performance:** Die Anleihemärkte standen auch im ersten Quartal unter dem Eindruck der Divergenz zwischen Risikoaversion in den USA und stärkerem Wachstum in Europa. Anleihen höherer Kreditqualität entwickelten sich besser, zumal die Effektivzinsen von US-Staatsanleihen insgesamt zurückgingen und die Kreditrisikoaufschläge stiegen. Positive Anleiherenditen halfen, die Volatilität von US-Aktien abzufedern.

**Kontext:** Die von der US-Regierung angekündigten Zölle fielen unerwartet deutlich aus und werden, wenn sie in dieser Form Bestand haben, nicht ohne erhebliche wirtschaftliche Auswirkungen bleiben. Wir haben daher unsere US-Wachstums- und Arbeitsmarktprognosen nach unten korrigiert und unsere Inflationsprognose angehoben. In Europa hat die Ankündigung eines deutschen Konjunkturpakets in Billionenumfang die Anleiherenditen in die Höhe getrieben.

**Strategie:** Bereits vor den Zollankündigungen hatten wir Kreditrisiken in unseren Portfolios reduziert und die Qualität erhöht. Wir sind weiterhin optimistisch für Zinssätze und bevorzugen mittlere Laufzeiten als Absicherung gegen unser Kreditrisiko. Die Bewertungen von Unternehmensanleihen haben sich verbessert, gleichen jedoch die gestiegene Unsicherheit noch nicht vollständig aus. Wir haben Sektoren übergewichtet, die günstiger bewertet und weniger anfällig für wirtschaftliche und politische Risiken sind.

## Unsichere Gewässer

Auf den globalen Anleihemärkten findet eine Gezeitenwende statt: Am 2. April verhängte die US-Regierung weitreichende Zölle gegen praktisch alle Handelspartner und stellte damit sämtliche Prognosen bei Weitem in den Schatten, kündigte jedoch schon eine Woche später für viele dieser Zölle ein 90-tägiges Moratorium an. Aktuell ist nicht absehbar, wohin die Verhandlungen führen und welche Zölle letztendlich wie lange bleiben werden. Diese und andere Probleme, darunter nicht zuletzt die ausufernde US-Staatsverschuldung, sind naturgemäß komplex, strukturell und weder schnell noch einfach zu lösen.

Die wirtschaftlichen Folgen werden jedoch gravierend sein, weshalb wir unsere Prognosen für das laufende Jahr angepasst haben. Wir rechnen in den USA in den kommenden Monaten mit einem Stagflationsszenario, also schwachem Wachstum bei höherer Inflation.

Das steigende Risiko einer US-Rezession stimmt uns optimistisch für Zinsen, bei Unternehmensanleihen sind wir defensiv aufgestellt. Wir bewegen uns in zunehmend unsicheren Gewässern, der globale wirtschaftliche Umbruch geht in eine unruhigere Phase.

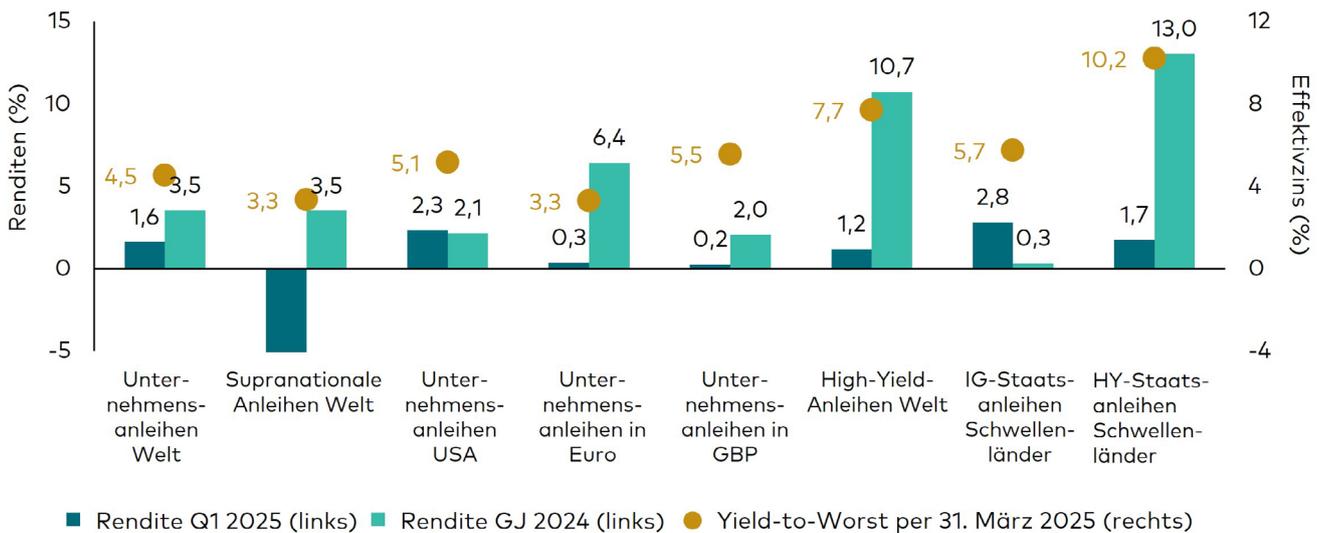
In den letzten Wochen haben die Kreditrisikoaufschläge in den USA den höchsten Stand seit dem Ausbruch der Covid-19-Pandemie im März 2020 und davor seit der Finanzkrise erreicht. Die Effektivzinsen auf US-Staatsanleihen waren volatil, gingen jedoch Ende März deutlich zurück, als Rezessionsorgen eine Flucht in Qualität auslösten. Besonders deutlich war der Rückgang am langen Ende der Zinskurve, wo technische Faktoren die Kursbewegungen verstärkten.

## Vom Risiko zur Realität

Wir rechnen mit anhaltend hoher Marktvolatilität. Der wirtschaftliche und politische Fokus hat sich von der Bewertung von Risiken auf die Bewältigung von Realitäten verschoben, schwache Stimmungsindikatoren werden bald harten Daten zu Inflation, Handelsbilanz, Beschäftigung sowie Löhnen und Gehältern weichen. In der Zwischenzeit müssen Unternehmen ihre Kosten und Pläne neu bewerten und Regierungen ihre Optionen abwägen.

Die Geldpolitik wird unter besonderer Beobachtung stehen. Die US-Notenbank (Fed) dürfte mit Zinssenkungen warten, bis sie die kurz- und mittelfristigen Folgen höherer Zölle besser einschätzen kann. Sollte der Arbeitsmarkt deutlich

### Sektorrenditen und Effektivzinsen



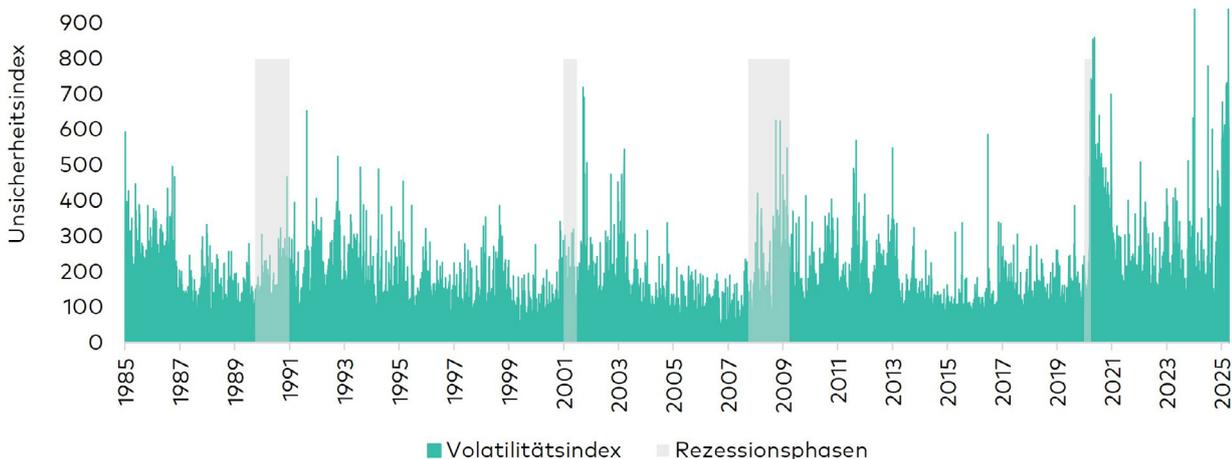
**Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Erträge. Die Wertentwicklung eines Index ist keine exakte Darstellung einer bestimmten Anlage, da man nicht direkt in einen Index investieren kann.** Quellen: Bloomberg-Indizes und der J.P. Morgan EMBI Global Diversified Index. Renditedaten für das erste Quartal für den Zeitraum vom 31. Dezember 2024 bis 31. März 2025. Die Daten für das Geschäftsjahr 2024 für den Zeitraum vom 1. Januar 2024 bis zum 31. Dezember 2024. Total-Return-Renditen in der Basiswährung des Index oder, bei globalen Indizes, in USD (währungsgesichert).

## USA: Wirtschaft und Politik

Die US-Konjunktur ist zwar weiterhin stabil, doch besteht die Gefahr, dass aus schwachen weichen Daten schon bald negative harte Daten werden: sinkende Einzelhandelsumsätze, steigende Arbeitslosigkeit, mageres Wachstum.

In den letzten Jahren war die Korrelation zwischen weichen und harten Daten nur schwach, in Anbetracht des Ausmaßes der angekündigten Zölle, ganz zu schweigen von Kosteneinsparungen im Bundeshaushalt, rechnen wir jedoch in den kommenden Monaten mit einer Konjunkturabkühlung. Die anhaltende Unsicherheit wird wie eine zusätzliche Steuer wirken, Unternehmen und Haushalte werden ihre Ausgaben weiter zurückfahren.

### US Policy Uncertainty Index steigt nach Zollankündigung auf Rekordniveau



Hinweise: Der tagesaktuelle Economic Policy Uncertainty Index basiert auf Zeitungsarchiven des NewsBank-Dienstes von Access World New. Quelle: Bloomberg. Daten für den Zeitraum vom 2. Januar 1985 bis 9. April 2025. Volatilität wird dargestellt durch den US Economic Policy Uncertainty Index.

## Ein unbeständiger Ausblick

Zu Beginn des Jahres waren wir in unserem Basisszenario noch von anhaltend robustem Wachstum und einer Inflation von rund 2,5% ausgegangen. Inzwischen haben wir unseren Ausblick aktualisiert und dabei auch die Entwicklungen in der Handelspolitik sowie die höhere Unsicherheit für Unternehmen und Haushalte berücksichtigt. Daher rechnen wir in unserem Basisszenario jetzt mit einer Stagflation.

Wir erwarten, dass sich die Zölle bei über 15% und damit deutlich über dem Vorjahresniveau einpendeln werden. Auch nach dem angekündigten Moratorium für reziproke Zölle halten wir an den folgenden Prognosen fest:

- einem Wirtschaftswachstum von unter 1%;
- einem Anstieg der Kerninflation<sup>1</sup> auf knapp 4% bis Jahresende;
- einem Anstieg der US-Arbeitslosenquote auf rund 5%.

Höhere Inflation dürfte für die Fed zum Problem werden. Auf absehbare Zeit rechnen wir mit stabilen Zinsen, bis Jahresende könnte die Fed ihr Zielband für den Leitzins jedoch auf 3,25 bis 4,00% senken, um die schwächere Wirtschaft zu stützen.

Die Wahrscheinlichkeit einer Rezession ist zwar gestiegen, entspricht jedoch nicht unserem Basisszenario. Sollte die US-Wirtschaft tatsächlich in eine Rezession abrutschen, erwarten wir deutliche Zinssenkungen.

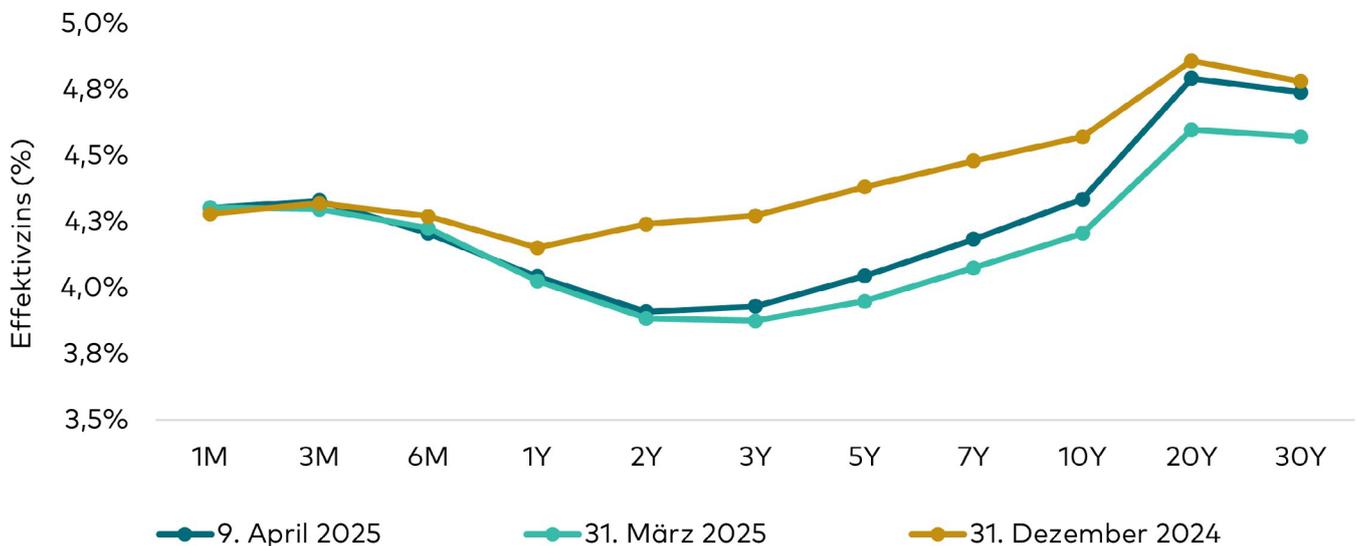
## Staatsanleihen

### USA

Die Rendite auf US-Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit ist Anfang des Jahres zunächst auf bis zu 4,80% gestiegen, zumal die Märkte mit Optimismus auf mehrere wachstumsfördernde Maßnahmen der US-Regierung reagierten. Mitte Januar rechneten die Märkte noch mit Zinssenkungen im Umfang von 1,5% bis Jahresende. Später korrigierten sie ihre Erwartungen jedoch auf drei Zinssenkungen (0,75%), zumal Haushaltseinsparungen und die Aussicht auf steigende Zölle auch die Wachstumsprognosen belasten.

Wegen der gestiegenen politischen Unsicherheit schwanken die US-Staatsanleiherenditen seit Beginn des zweiten Quartals deutlich, die Zinskurve hat sich versteilert, die Differenz zwischen den zehn- und zweijährigen Renditen ist auf 50 Basispunkte (Bp) gestiegen. Am kurzen Ende sind die Zinsen vor dem Hintergrund der schwächeren Konjunkturaussichten stabil geblieben, die langfristigen Zinsen sind dagegen aufgrund kurzfristiger technischer Faktoren und Laufzeitrisiken gestiegen.

Nach den Zollankündigungen steigen die US-Zinsen am langen Ende



Quelle: Vanguard und Bloomberg; Stand: 9. April 2025.

Unser aktualisierter Ausblick bestärkt uns in unserer Überzeugung, dass die US-Zinsen tendenziell sinken werden. Wir bevorzugen mittelfristige Laufzeiten, zumal das kurze Ende der Renditekurve anfälliger für geldpolitische Risiken ist und am langen Ende Risiken durch technische Faktoren, Inflation und die Sorge um die ausufernde US-Staatsverschuldung bestehen.

Wir achten genau auf Faktoren, die die Zinsen in die Höhe treiben könnten. Zum Beispiel könnte die Laufzeitprämie durch anhaltende Volatilität und Unsicherheit steigen, auch die Sorge vor wachsenden Haushaltsdefiziten könnte zu Bewegungen führen.

In den kommenden Monaten dürften jedoch schwächeres Wachstum und eine expansivere Haushaltspolitik die wichtigsten Impulsgeber für die Wertentwicklung von US-Staatsanleihen sein.

Trotz des Zusammenbruchs der Korrelationen zu Beginn des zweiten Quartals gehen wir davon aus, dass US-Treasuries Risikopositionen weiterhin effektiv absichern werden, sollten sich deutlich Anzeichen einer Konjunkturabkühlung zeigen. Die Renditen auf kurz- und mittelfristige Laufzeiten könnten deutlich sinken, wenn die Wahrscheinlichkeit einer Rezession steigt, was zur Diversifizierung von Kreditrisiken beitragen dürfte.

## Europa

Vor dem Hintergrund des verblasenden Narrativs des amerikanischen Exzeptionalismus sehen wir mehr Potenzial in Europa – nicht nur wegen der steigenden Gefahr einer US-Rezession, sondern auch, weil andere Regionen an

Bedeutung gewinnen. Kurswechsel in der Haushalts- und Geldpolitik, insbesondere in Europa, sorgen für steigende Wachstumserwartungen und neuen Optimismus in einzelnen Märkten.

### Europas Haushaltsrenaissance?

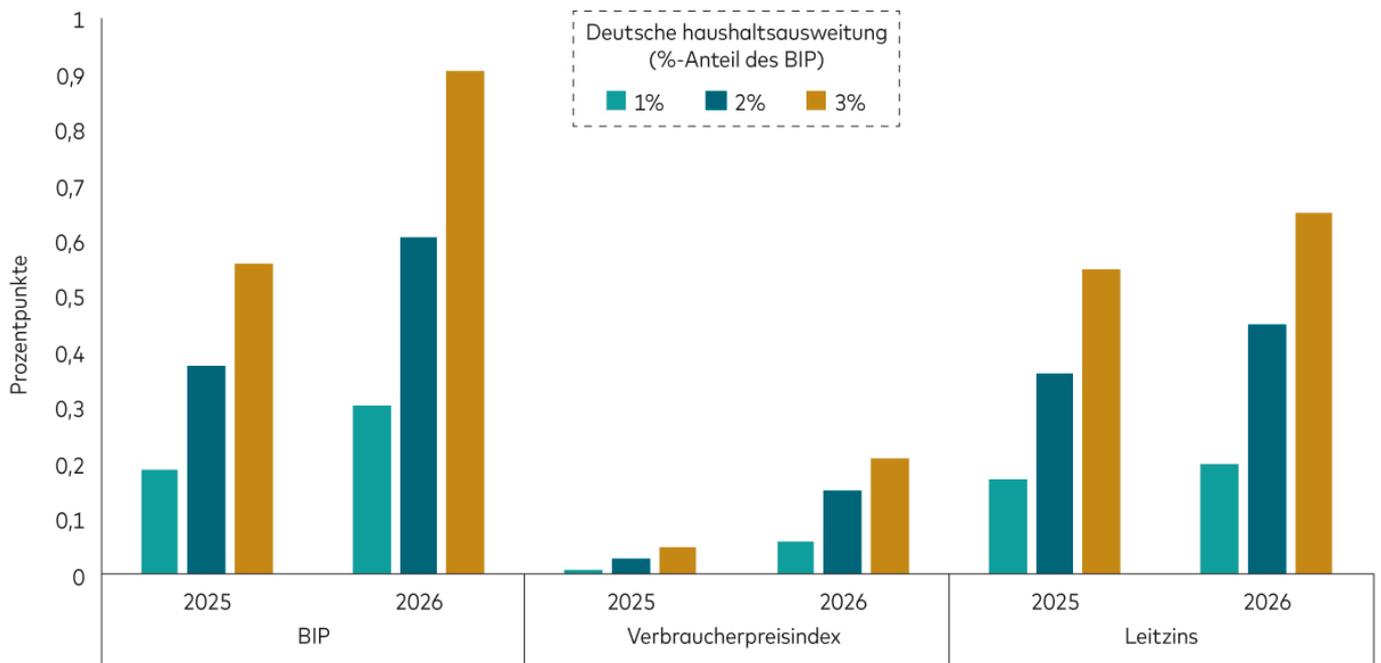
Seit Jahren hinkt Europa den Wachstumsraten anderer Industrieländer hinterher, vor allem wegen zu geringer Ausgaben im privaten Sektor. Inzwischen könnte Europa jedoch an einem Wendepunkt stehen.

Deutschlands große Haushaltsausweitung: Deutschland, der wirtschaftliche Motor Europas, hat ein neues Ausgabenpaket für Infrastruktur und Verteidigung im Umfang von einer Billion Euro angekündigt. Zuvor hatte der wahrscheinliche nächste Bundeskanzler Friedrich Merz erklärt, das Land müsse „alles tun, was nötig ist“, um seine

Verteidigungsfähigkeit zu stärken und die schwache Wirtschaft anzukurbeln.

Die höheren Investitionen und die Lockerung der deutschen Schuldenbremse für Verteidigungsausgaben dürften die Konjunktur in ganz Europa beleben. Deutsche Bundesanleihen gerieten durch die Ankündigung jedoch unter massiven Verkaufsdruck, die Märkte befürchteten langfristig steigende Kreditkosten zur Finanzierung der höheren Staatsausgaben. Wir haben die Situation genutzt und in Erwartung steigender Renditen eine Short-Position in deutschen Bundesanleihen aufgebaut.

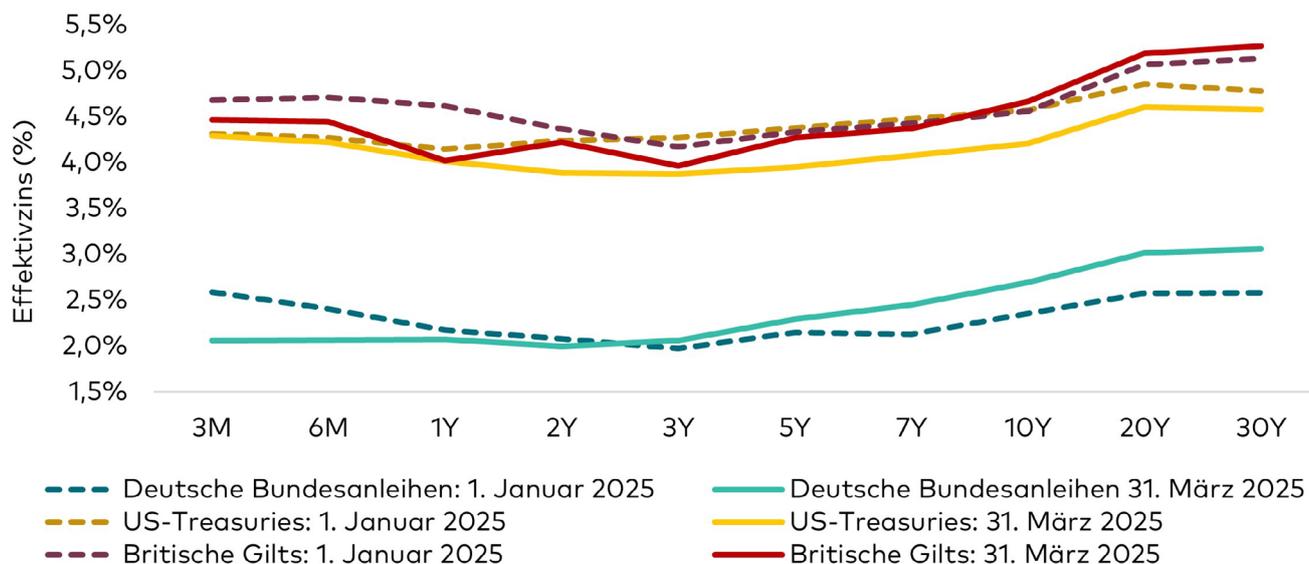
### Deutsche Haushaltsausweitung: Drei Szenarien für Wachstum, Inflation und Geldpolitik



Hinweise: Das Diagramm zeigt die modellierten Auswirkungen auf die wirtschaftlichen Fundamentaldaten der Eurozone für drei verschiedene Szenarien einer deutschen Haushaltsausweitung im Umfang von 1, 2 bzw. 3% der deutschen Wirtschaftsleistung. Das Diagramm zeigt die Abweichung von der Ausgangslage für jedes Szenario und wurde mit dem Oxford Economics Model modelliert. Das Modell geht von einem fiskalischen Multiplikator von eins aus. „BIP“ bezieht sich auf die geschätzten kumulativen Auswirkungen auf die Wirtschaftsleistung der Eurozone bis Jahresende 2025 und 2026. Der Gesamtverbraucherpreisindex (VPI) bezieht sich auf die durchschnittlichen jährlichen VPI-Gesamtsätze. „Leitzins“ bezeichnet den Zinssatz der EZB-Einlagefazilität per Jahresende. In der Ausgangslage gehen wir von einem Wirtschaftswachstum von 1,5% aus.

Quelle: Berechnungen von Vanguard, auf Grundlage von Daten von Bloomberg und Oxford Economics.

## Die Lücke zwischen deutschen und US-Anleiherenditen schafft Spielraum für aktives Management



Quelle: Vanguard und FactSet; Stand: 1. Januar 2025 und 31. März 2025.

**Wirtschaftliche Auswirkungen:** Die deutsche Haushaltsexpansion dürfte die Produktion ankurbeln und die deutsche Industrie wiederbeleben, die unter wachsendem Konkurrenzdruck aus China sowie schwacher Innovationskraft und magerem Produktivitätswachstum infolge mangelnder Investitionen leidet. Die Mehrausgaben könnten das Wachstum der deutschen Wirtschaftsleistung um fast einen Prozentpunkt anheben und damit eine zweijährige Rezession beenden.

### Deutsche Bundesanleihen mit attraktiven Renditen

Die angekündigte Haushaltsausweitung hat am Markt für deutsche Bundesanleihen eine Verkaufswelle ausgelöst. Investoren befürchteten deutliche höhere Emissionsvolumen, die zehnjährige Rendite stieg auf 2,90%. Eine Rendite von 3% für zehnjährige Bundesanleihen wäre aus unserer Sicht ein attraktiver Einstiegspunkt. Die Marktentwicklung lässt

### Positive Aussichten für die Volkswirtschaften der europäischen Peripherie

Nicht überall im Euroraum fiel das Wachstum enttäuschend aus, viele Peripherieländer haben sich nach der Pandemie vielversprechend entwickelt. Wir haben Länder wie Spanien und Griechenland bereits seit über einem Jahr Übergewichtet – mit Erfolg. Die Volkswirtschaften dieser Länder haben die Erwartungen übertroffen und ihre Resilienz ebenso unter Beweis gestellt wie ihr Wachstumspotenzial.

**Schuldenprofile:** Da Deutschland und Frankreich ihren Haushalt erweitern, werden sich die Schuldenprofile der

**Die Rolle der EZB:** Die Europäische Zentralbank (EZB) hat diese Entwicklung durch kontinuierliche Zinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte seit Beginn des Jahres (zuletzt im März) unterstützt: Die Finanzierungskosten sind gesunken, der Zugang zu Krediten hat sich verbessert und die Wachstumsprognosen eines geeinteren Europas sind gestiegen.

darauf schließen, dass es durchaus willige Käufer gibt, was auf ein stabiles und attraktives Investitionsumfeld hindeutet.

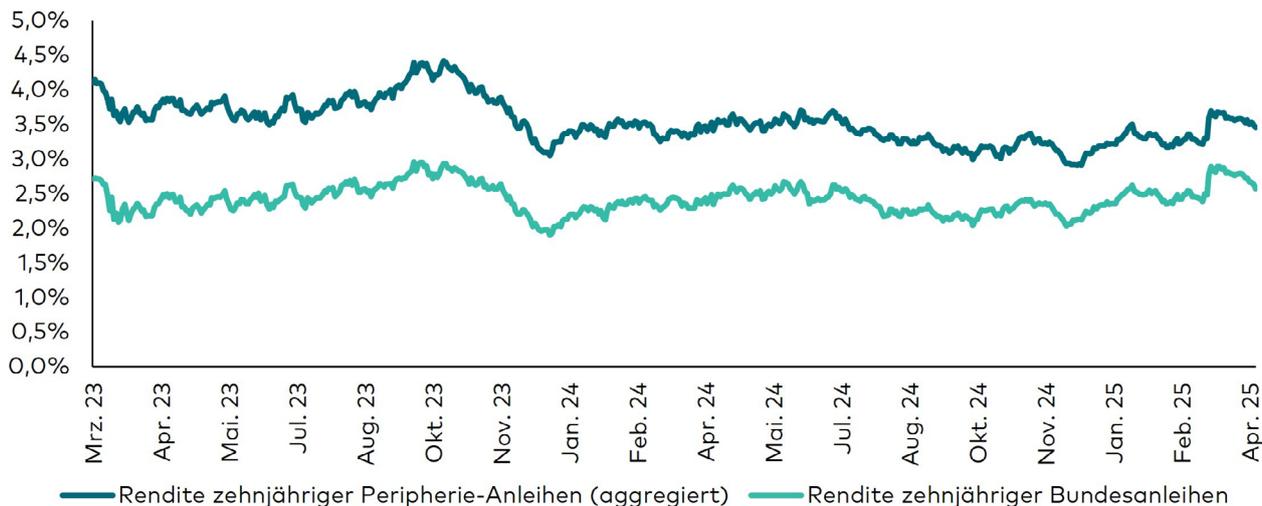
Die Renditen an den europäischen Anleihemärkten haben aus Sicht asiatischer und US-amerikanischer Anleger inzwischen selbst nach Absicherung ein attraktives Niveau erreicht.

europäischen Randländer ebenfalls verbessern. Dank besserer Bonität und sinkender Risiken rechnen wir mit einem weiteren Rückgang der Risikoaufschläge auf Staatsanleihen.

**Unterstützung durch die Märkte:** Die Solidaritätsanforderungen der Europäischen Union stützen Länder mit schwächerem Kreditprofil, und dies führt zu einer weiteren Verknappung der Risikoaufschläge.

**Performance:** Die Risikoaufschläge auf Staatsanleihen aus der europäischen Peripherie sind um 100 Basispunkte gesunken, was zu einer Mehrrendite von 10 bis 15 Basispunkten in unseren globalen Portfolios geführt hat.

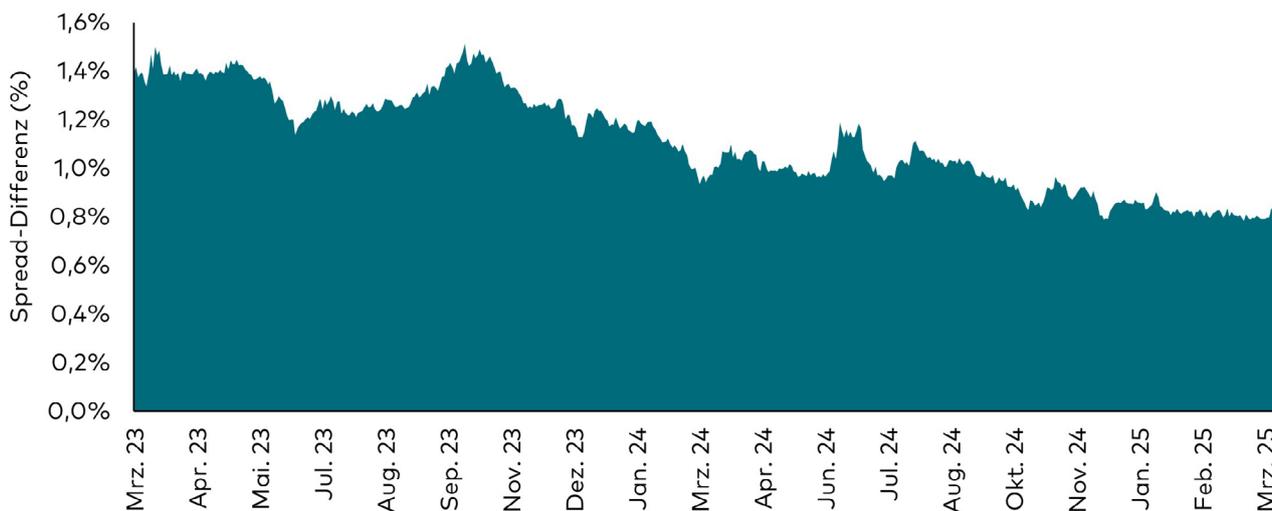
## Höhere Anleiherenditen in der Peripherie



Hinweise: Die Grafik zeigt die BIP-gewichtete Gesamtrendite zehnjähriger Staatsanleihen aus Portugal, Irland, Italien, Griechenland und Spanien im Vergleich zur zehnjährigen Rendite deutscher Bundesanleihen.

Quelle: Macrobond. Datenzeitraum: 1. März 2023 bis 4. April 2025.

## Das Renditegefälle zwischen den europäischen Peripherieländern und Deutschland nimmt ab



Hinweise: Die Grafik zeigt die BIP-gewichtete Gesamtrendite zehnjähriger Staatsanleihen aus Portugal, Irland, Italien, Griechenland und Spanien abzüglich der zehnjährigen Rendite deutscher Bundesanleihen.

Quelle: Macrobond; Daten für den Zeitraum vom 1. März 2023 bis zum 4. April 2025.

## UK

Vor allem aufgrund der Nachwirkungen des Brexit und der hohen Inflation hat sich die Risikoprämie britischer Gilt verschoben, weshalb ihre Renditen heute eher mit denen von US-Treasuries vergleichbar sind als mit denen deutscher Bundesanleihen.

Der britische Anleihemarkt ähnelt inzwischen eher dem australischen als dem europäischen, wo die kurzfristigen

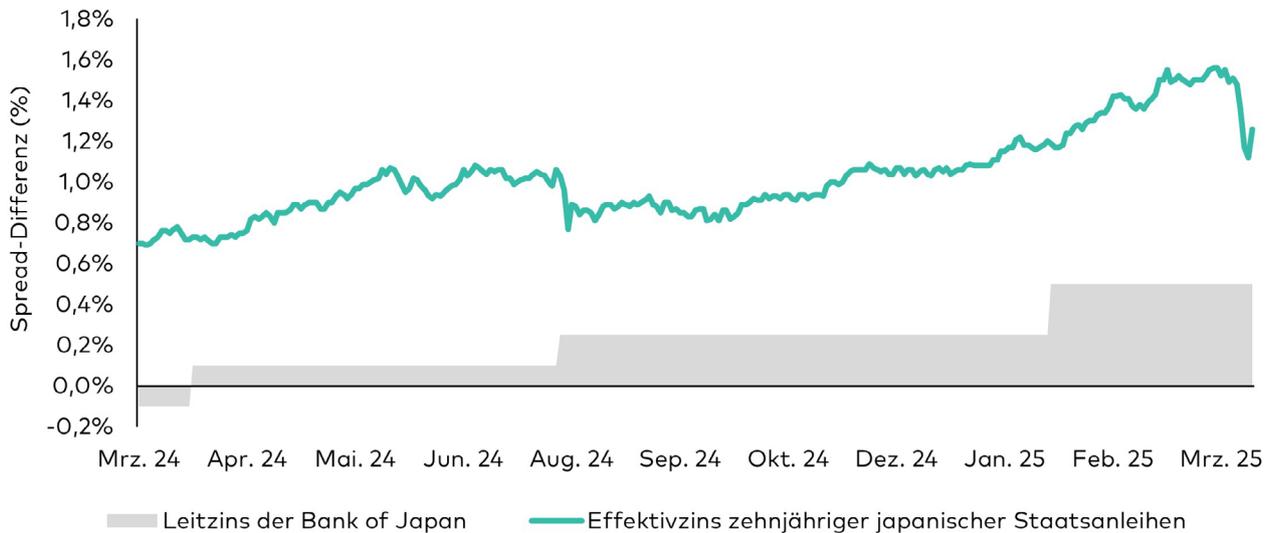
Zinssätze von der Politik der Zentralbank des Landes – in diesem Fall der Bank of England – abhängen, die langfristigen Zinssätze jedoch den US-Zinsen folgen. Potenzial sehen wir daher insbesondere bei 30 Jahren, zumal die Gilt-Rendite in diesem Teil der Zinskurve um 30 bis 50 Basispunkte über der Rendite äquivalenter US-Treasuries liegt.

## Japan

Japan durchläuft einen signifikanten Wandel. Der Markt hat die Bereitschaft des Landes zur Anwendung orthodoxerer Grundsätze der Wirtschaftswissenschaft unterschätzt, die zu höherem Lohnwachstum und steigender Inflation führen. Steigende Dienstleistungs- und Inflationsraten zwingen die Bank of Japan (BoJ) zu weiteren Zinsanhebungen, wodurch ein dynamisches und potenziell lukratives Investitionsumfeld entsteht.

**Anlagestrategie:** Wir haben japanische Staatsanleihen (JGBs) deutlich untergewichtet und verkaufen sie aktiv über Optionen und Zinsswap-Strategien. Wir erwarten weiteres Wachstum und robuste Inflationsraten, weshalb sich die Renditen am kurzen Ende auf 1,5% zubewegen dürften.

### Japan: Land der steigenden Renditen



Quelle: Vanguard und Macrobond; Daten für den Zeitraum vom 1. März 2024 bis zum 9. April 2025.

## Unternehmensanleihen

In den letzten Wochen des ersten Quartals sind die Kreditrisikoaufschläge weltweit zunächst langsam, nach der Zollankündigung am 2. April jedoch schneller gestiegen, zumal die Märkte in allen Sektoren eine deutlich höhere Risikoprämie einpreisten.

Wir haben unser Exposure bereits Anfang März, also vor Beginn der größeren Spread-Bewegungen, reduziert und bleiben vorsichtig, investieren jedoch opportunistisch. Zwar sind die Bewertungen seit Anfang Januar attraktiver geworden, rechtfertigen auf dem aktuellen Niveau jedoch keine umfangreichen Käufe. Eine Rückkehr zu den knappen Risikoaufschlägen vom Jahresanfang halten wir kurzfristig für unwahrscheinlich, vielmehr würden die Spreads im Falle steigender Rezessionsrisiken wohl deutlich steigen.

Wir halten an unserem defensiven Exposure fest, die Unternehmen in unserem Portfolio zeichnen sich durch stabilere Gewinne aus und sind weniger von den Zöllen betroffen als andere. In Marktsegmenten mit schwächerem Kreditrating achten wir aufgrund der höheren Risiken durch schwächere Wachstumsaussichten auf sorgfältige Auswahl.

Die Stimmung mag sich gewandelt haben, die Fundamentaldaten von Unternehmen und verbrieften Verbraucherkrediten sind jedoch weiterhin ebenso robust wie die Nachfrage.

### US-Fundamentaldaten: Ausblick

Seit der Pandemie haben wir immer wieder auf die soliden Bilanzen von US-Unternehmen hingewiesen. Die Folgewirkungen der amerikanischen Zollpolitik werden sich in jedem Sektor und in jedem Unternehmen unterschiedlich bemerkbar machen dank direktem Kontakt mit Management Teams und umfangreichen Research-Ressourcen können wir jedoch jeden Emittenten einzeln bewerten und den Fair Value feststellen.

In den kommenden Monaten dürften viele Unternehmen ihre bisher optimistischen Gewinnprognosen für das laufende Jahr nach unten korrigieren. Wir werden weiterhin darauf achten, inwieweit Unternehmen höheren Kosten weitergeben können und inwieweit sich Preisänderungen auf die Verbrauchernachfrage auswirken. Potenzial sehen wir heute insbesondere bei Pharma- und Versorgungsunternehmen sowie bei gut kapitalisierten Banken, die von weiterer Deregulierung profitieren könnten.

## Relative Value: Neubewertung europäischer Unternehmensanleihen

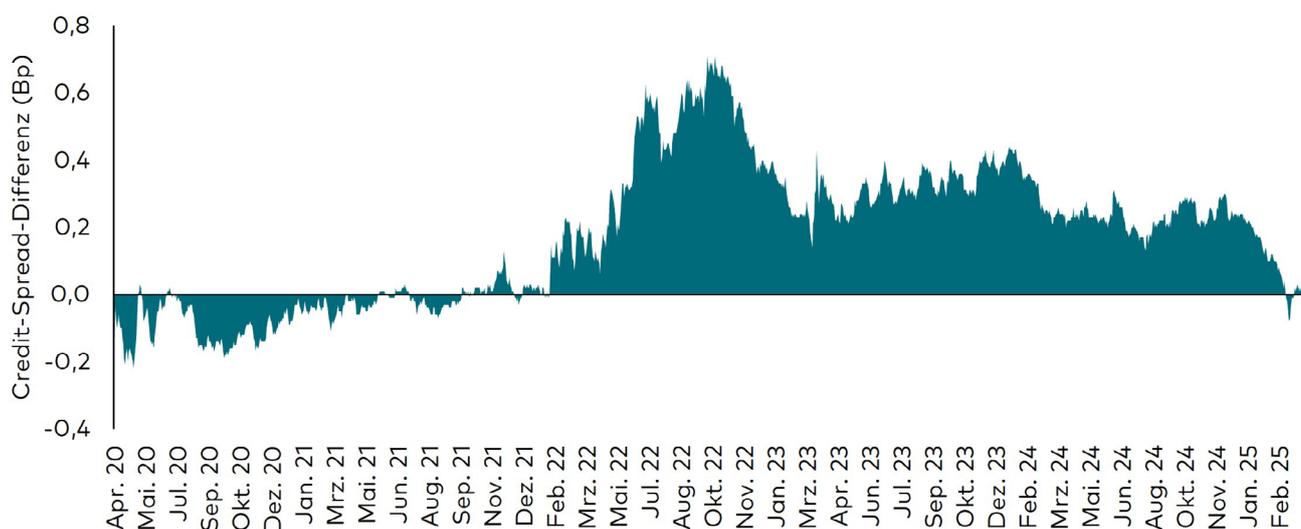
Im vergangenen Jahr haben wir europäische Investment-Grade-Unternehmensanleihen (IG) gegenüber äquivalenten US-Anleihen übergewichtet. Zwar waren die Fundamentaldaten von US-Unternehmen aufgrund des Wachstumsunterschieds zwischen den beiden Wirtschaftsräumen (US-Exzeptionalismus vs. wachstumsschwaches Europa) robuster, die Risikoaufschläge hatten jedoch mit weniger als 80 Basispunkten den niedrigsten Stand seit Juni 2021 erreicht. Relativ sind europäische Investment-Grade-Emittenten dadurch attraktiver geworden.

Auf die angekündigten Zölle haben die Märkte mit sprunghaft steigender Risikoaversion reagiert; sinkende

Wachstums- und steigende Inflationsprognosen taten ihr Übriges, um die US-Risikoaufschläge in die Höhe schnellen zu lassen. Zwar sind die Risikoaufschläge in Europa im Zuge der Zollerhöhungen ebenfalls gestiegen, die deutschen Konjunkturpläne und wachsende Chancen auf ein Friedensabkommen in der Ukraine sorgen jedoch weiterhin für Optimismus und könnten den europäischen Markt stützen.

Die europäischen und amerikanischen Investment-Grade-Spreads haben sich daher angenähert und liegen seit Ende März gleichauf, weshalb wir unsere strukturelle Übergewichtung europäischer Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating wieder reduzieren werden. Wir achten weiterhin auf Relative-Value-Potenzial in einzelnen Sektoren, idiosynkratische und Bottom-up-Auswahl ist in diesem Umfeld wichtiger denn je.

### USA vs. Europa: Angleichung der Kreditrisikoaufschläge

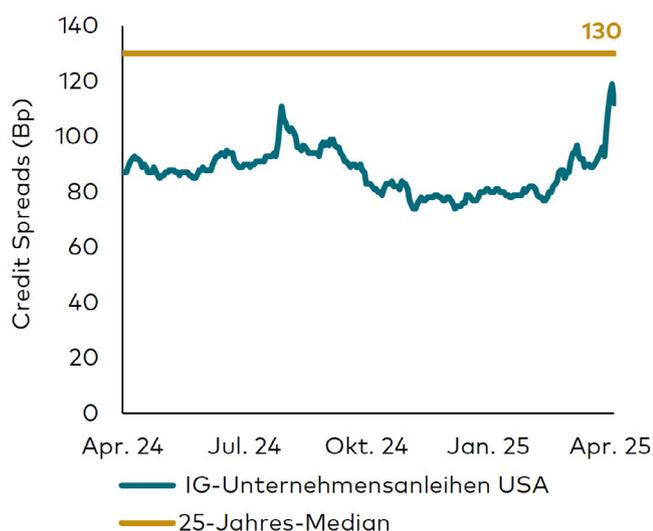


Hinweise: Das Diagramm zeigt die Differenz zwischen den optionsbereinigten Spreads (OAS) europäischer und US-amerikanischer Investment-Grade-Unternehmensanleihen. Die einzelnen Assetklassen wurden durch folgende Indizes (in Klammern) dargestellt: Investment-Grade-Unternehmensanleihen Europa (Euro Aggregate Corporate Average OAS Index); Investment-Grade-Unternehmensanleihen USA (Bloomberg US Agg Corporate Average OAS Index).

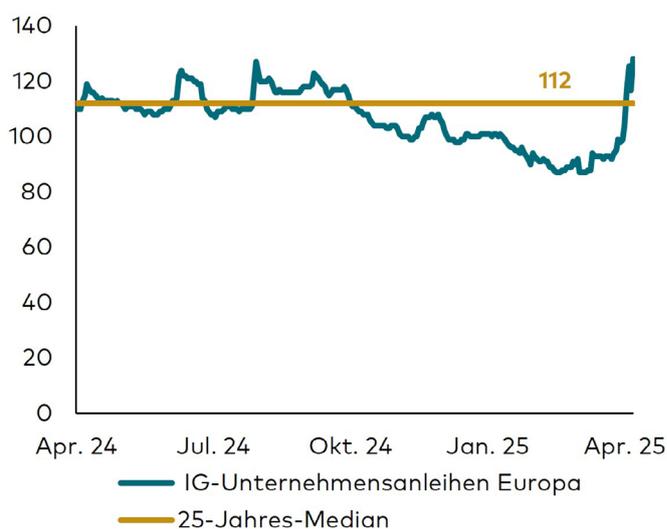
Quelle: Bloomberg. Daten für den Zeitraum vom 9. April 2020 bis zum 9. April 2025.

### Plötzlicher Anstieg der Kreditrisikoaufschläge Ende März/Anfang April

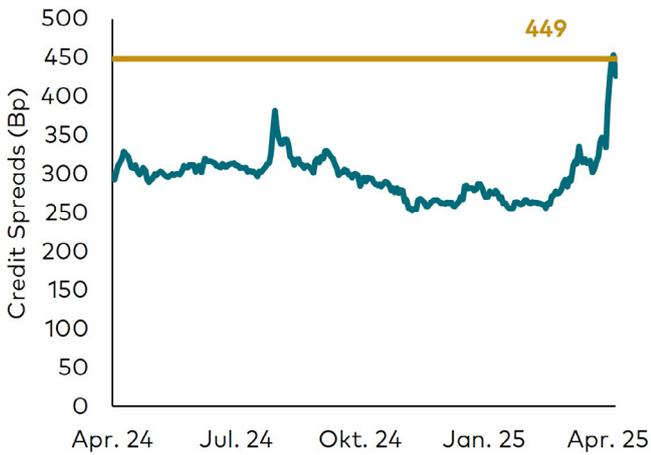
#### US-IG-Unternehmensanleihen



#### Europäische IG-Unternehmensanleihen

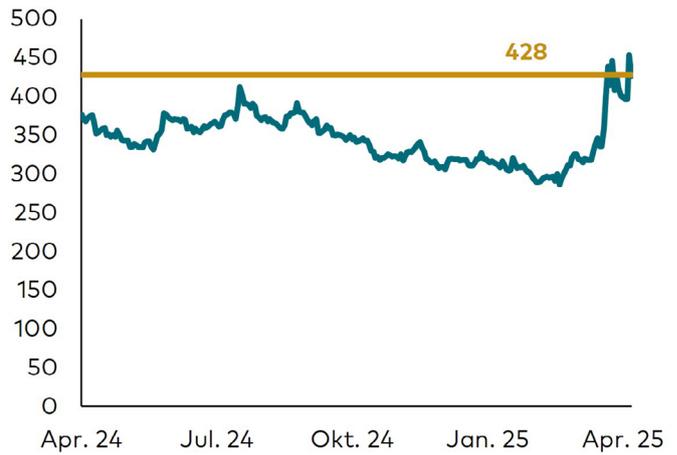


## US-High-Yield-Anleihen



— HY-Anleihen USA — 25-Jahres-Median

## Europäische High-Yield-Anleihen



— HY-Anleihen Europa — 25-Jahres-Median

Quelle: Bloomberg; Stand: 9. April 2025. Für die Berechnung wurden folgende Indizes verwendet: Bloomberg US Agg Corporate Average OAS, Bloomberg Pan European Aggregate Corporate Average OAS, Bloomberg US Corporate High Yield Average OAS, Bloomberg Pan-European High Yield Average OAS.

## Schwellenländer

Schwellenländeranleihen (EM) haben im ersten Quartal eine Rendite von 2,2% abgeworfen, was in etwa auf dem Niveau anderer Anleihemärkte lag. Die Märkte reagierten mit steigender Risikoaversion auf die wachsende politische Unsicherheit, die Kreditrisikoaufschläge für EM-Anleihen stiegen um 24 Basispunkte. Die Treasury-Komponente reagierte jedoch positiv auf die höhere Wahrscheinlichkeit einer globalen Konjunkturabkühlung (+3,2%) und konnte den Effekt der steigenden Spreads mehr als ausgleichen.

## Warum wir Staatsanleihen bevorzugen

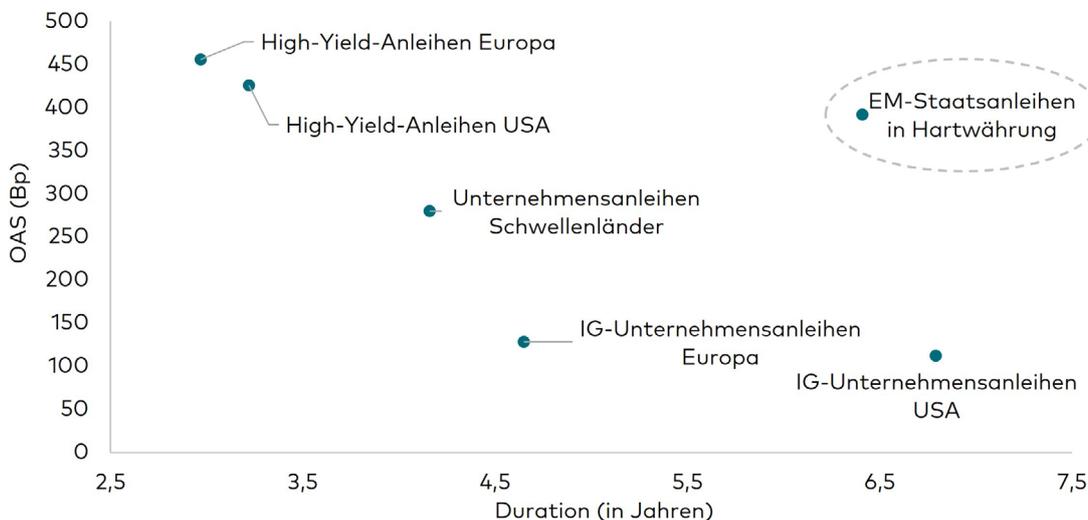
Aufgrund größerer Spread-Rückgänge und kürzerer Duration haben sich EM-Unternehmensanleihen seit 2022 besser entwickelt als Staatsanleihen.

EM-Staatsanleihen werfen daher heute – was ungewöhnlich ist – höhere Renditen ab als

EM-Staatsanleihen zeichnen sich durch eine überzeugende Mischung aus attraktiven Renditen und längerer Duration aus und sind weniger verlustanfällig als EM-Unternehmensanleihen und US-High-Yield-Anleihen. Wir sind der Meinung, dass der Markt zu wenig Beachtung findet und daher an zahlreichen Stellen Relative-Value-Potenzial bietet, insbesondere bei hoher Volatilität in anderen Marktsegmenten.

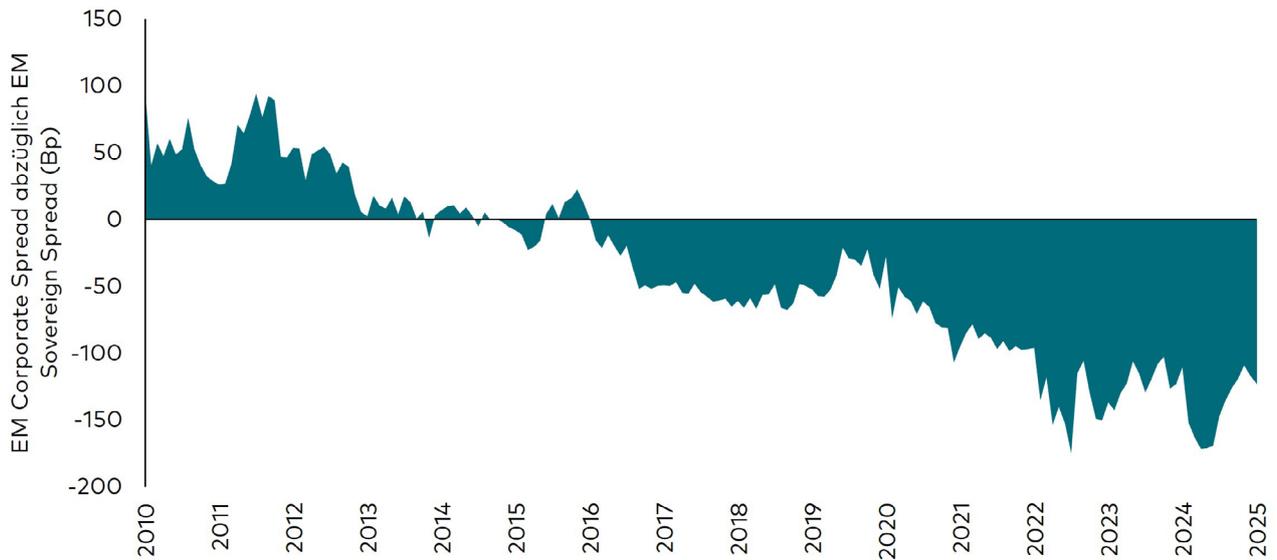
Unternehmensanleihen, die zusätzlichen Risiken durch mögliche Zölle ausgesetzt sind. Außerdem sind EM-Staatsanleihen liquide, das Risiko plötzlicher steigender Kreditrisiken ist geringer und die Rückgewinnungsquoten bei einem Ausfall tendenziell höher.

## EM-Staatsanleihen: Höhere Spreads, höhere Duration



Quelle: Bloomberg; Stand: 9. April 2025. Für die Berechnung wurden folgende Indizes (in Klammern) verwendet: High-Yield-Anleihen USA (ICE BAML US High Yield Index), High-Yield-Anleihen Europa (ICE BAML European High Yield Index), Investment-Grade-Anleihen Europa (Bloomberg Euro Aggregate Corporates Index), Investment-Grade-Anleihen USA (Bloomberg US Corporates USD Index), Staatsanleihen Schwellenländer in Hartwährung (J.P. Morgan EMBI Global Diversified), Unternehmensanleihen Schwellenländer (J.P. Morgan CEMBI Global Diversified Index).

## Spread-Differenz zwischen EM-Staats- und -Unternehmensanleihen (Bp)



Quelle: Bloomberg; Daten für den Zeitraum vom 31. März 2010 bis zum 31. März 2025. Die einzelnen Assetklassen werden durch folgende Indizes (in Klammern) dargestellt: Staatsanleihen Schwellenländer (J.P. Morgan EMBI Global Diversified); Unternehmensanleihen Schwellenländer (J.P. Morgan CEMBI Global Diversified).

Im ersten Quartal haben EM-Unternehmensanleihen höhere Renditen abgeworfen als US-Investment-Grade- und -High-Yield-Anleihen. Auch wenn die Gesamtrenditen zu Beginn des zweiten Quartals immer noch attraktiv erscheinen, bieten sie nur ein dünnes Polster gegen mögliche makroökonomische und fundamentale Schocks. Viele Investoren haben Risiken abgebaut, was man an den hohen Barreserven und der Nachfrage nach Absicherungsinstrumenten ablesen kann. Wir sehen jedoch immer noch einige „Crowded Trades“, wie die jüngste Auflösung von lokalen Duration-Positionen in der Türkei gezeigt hat. Dieses Ereignis macht deutlich, wie wichtig es ist, Transaktionen richtig zu dimensionieren, insbesondere bei Positionen mit Extremrisiken und bei überlaufenen Positionen.

Nach den Zollankündigungen haben die Märkte höhere Risiken durch eine Konjunkturabkühlung in den USA und steigenden Inflationsdruck eingepreist, der die Fed von schnelleren Zinssenkungen abhalten könnte. Dieses Stagflationsszenario könnte die Anleihenmärkte der Schwellenländer belasten und bedarf in den kommenden Wochen und Monaten genauer Beobachtung.

Wir achten weiterhin auf Kreditrisiken in Rumänien und Panama. Beide Länder laufen Gefahr, ihr Investment-Grade-Rating zu verlieren, was umfangreiche Zwangsverkäufe von Anleihen nach sich ziehen könnte. Beide können eine Abstufung nach unserer Einschätzung noch vermeiden, auch wenn das Risiko wohl schon zu einem guten Teil eingepreist ist. Hier ist es wichtig, die Lage richtig einzuschätzen. Mexiko scheint dagegen, zumindest nach den Ankündigungen vom 9. April, von Zöllen weitgehend verschont geblieben zu sein, was sich positiv auf die mexikanischen Finanzmärkte auswirken dürfte.

Mit 4,4% warfen Schwellenländeranleihen in Landeswährung im ersten Quartal deutlich höhere Renditen ab als Hartwährungsanleihen. Die EM-Zinsmärkte hielten mit dem Anstieg der US-Treasury-Renditen Schritt, EM-Währungen werteten gegenüber dem US-Dollar auf, der im historischen Vergleich weiterhin teuer ist.

Von einer Verlangsamung des Welthandels dürften Zinsen in Europa und in Asien besonders profitieren, insbesondere dann, wenn der US-Dollar aufgrund seiner teuren Bewertung nicht massiv aufwertet.

## Strategiekarte

	Exposure	Einschätzung	Strategie
Rates	USA Duration & Zinskurve	<ul style="list-style-type: none"> <li>In den USA hat die wirtschaftliche Stimmung nachgelassen.</li> <li>Wegen der schwachen Konjunktur und anfälliger Risikoaktiva könnten die Renditen sinken.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Wir halten an unserer strategischen Long-Position in US-Duration fest, um vor dem Hintergrund der schwächeren Konjunktur und politischer Unsicherheit unser Kredit-Exposure abzusichern.</li> </ul>
	Globale Duration und Zinskurve	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die Haushaltsausweitung in Deutschland spricht für Minderrenditen von Euro-Anleihen gegenüber anderen Märkten.</li> <li>Die Volkswirtschaften der europäischen Peripherie dürften dagegen von besseren Fundamentaldaten und einem stärkeren Zusammenhalt in der Region profitieren.</li> <li>In Japan setzt die Normalisierung der Geldpolitik die Zinskurve japanischer Staatsanleihen unter Druck und macht einen Anstieg der Zinsen und eine Abflachung der Kurve wahrscheinlicher.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Wir halten an unserer moderaten Übergewichtung europäischer Peripherieländer fest.</li> <li>Wir halten eine Short-Position in deutschen Bundesanleihen und eine Long-Position in britischen Gilts.</li> <li>In Erwartung einer Abflachung der Zinskurve halten wir weiterhin eine Short-Position in japanischen Staatsanleihen.</li> </ul>
Credit	Investment-Grade-Unternehmensanleihen	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die Konzerngewinne sind weiterhin robust, allerdings dürften viele Unternehmen ihre Prognosen und ihre Erwartungssteuerung nach unten korrigieren.</li> <li>Die Spreads haben ein attraktiveres Niveau erreicht, die höheren Wachstumsrisiken sind jedoch noch immer nicht vollständig eingepreist.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Wir bevorzugen Unternehmen, die weniger anfällig für schwächeres Wachstum und Zölle sind.</li> <li>Wir haben Pharma-Unternehmen, Versorger und Banken übergewichtet.</li> <li>In Anbetracht der Angleichung europäischer und US-Risikoaufschläge haben wir unsere Übergewichtung europäischer Investment-Grade-Unternehmensanleihen aufgelöst.</li> </ul>
	High-Yield-Unternehmensanleihen	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die High-Yield-Risikoaufschläge sind gestiegen, liegen aber weiterhin unter dem langfristigen Durchschnitt, wenn man die höhere Qualität und die kürzeren Laufzeiten berücksichtigt.</li> <li>Die Fundamentaldaten sind solide und die Ausfallquoten weiterhin sehr niedrig.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Wir haben High-Yield-Unternehmensanleihen untergewichtet.</li> <li>Wegen der hohen Streuung bildet Bottom-up-Wertpapierauswahl den Schwerpunkt unserer Strategie.</li> </ul>
	Schwellenländer	<ul style="list-style-type: none"> <li>Unser Ausblick für die Fundamentaldaten von EM-Unternehmensanleihen ist in allen Ländern weitgehend stabil.</li> <li>Die Renditen sind insgesamt attraktiv, die knappen Risikoaufschläge lassen jedoch wenig Spielraum für fundamentale oder Makro-Schocks.</li> <li>EM-Unternehmensanleihen sind aktuell weniger attraktiv als Staatsanleihen mit ihren insgesamt höheren Renditen und ihrer längeren Duration.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Wir haben höhere Qualität in unserem EM-Portfolio übergewichtet.</li> <li>Wir halten Long-Positionen in Schwellenländern, in denen wir mehr Spielraum für sinkende Zinsen sehen.</li> <li>Wir haben unser Exposure auf EM-Unternehmensanleihen reduziert.</li> </ul>

<sup>1</sup> Gemessen am Index der persönlichen Verbrauchsausgaben.

<sup>2</sup> Als „Crowded Trades“ bezeichnet man beliebte kurzfristige Positionen in bestimmten Anleihen und Währungen, die bei steigender Volatilität gefährlich werden können, da sie anfälliger für plötzliche Verkäufe sind und Marktbewegungen verstärken können.

## Über uns

### FIXED INCOME GROUP

# 2,5 Bio. USD

Mit einem Team von mehr als 180 Anlagespezialistinnen und –spezialisten verwaltet die Vanguard Fixed Income Group weltweit 2,5 Billionen US-Dollar in aktiven und passiven Fonds.

### FIXED INCOME-ERFAHRUNG

# 35+ years

Das Vanguard Fixed Income Team verwaltet über 472 Milliarden US-Dollar in aktiven Strategien. Mit einem erfahrenen Team von Kreditanalysten, Händlern und Portfoliomanagern verwaltet Vanguard seit mehr als 35 Jahren aktive Anleihefonds.

### RISIKOMANAGEMENT

# 85+

Unsere Investment Teams werden unterstützt durch das Economic Research Team, das mit mehr als 50 Mitgliedern Wirtschafts-prognosen für Vanguard erstellt, sowie durch das mehr als 85-köpfige Risk Management Team, das in den Anlageprozess integriert ist.

Stand: 31. März 2025.

## Wichtige Hinweise zu Anlagerisiken

Der Wert der Investitionen und die daraus resultierenden Erträge können steigen oder fallen, und Investoren können Verluste auf ihrer Investitionen erleiden.

Die frühere Wertentwicklung gibt keinen verlässlichen Hinweis auf zukünftige Ergebnisse. In den Performanceangaben sind die Provisionen und Kosten im Zusammenhang mit der Ausgabe und Rücknahme von Anteilen nicht berücksichtigt.

Jegliche Prognosen sollten als hypothetischer Natur betrachtet werden und spiegeln keine zukünftigen Ergebnisse wider bzw. garantieren diese nicht.

Manche Fonds investieren in Schwellenländern, die im Vergleich zu entwickelteren Märkten volatiler sein können. Infolgedessen kann der Wert Ihrer Anlagen steigen oder fallen.

Fonds, die in festverzinsliche Wertpapiere investieren, bergen das Risiko eines Zahlungsausfalls bei Rückzahlungen und einer Beeinträchtigung des Kapitalwerts Ihrer Investition. Außerdem kann das Ertragsniveau schwanken. Änderungen der Zinssätze haben wahrscheinlich Auswirkungen auf den Kapitalwert von festverzinslichen Wertpapieren. Unternehmensanleihen können höhere Erträge abwerfen, bergen aber auch ein höheres Kreditrisiko. Dadurch steigt das Risiko eines Zahlungsausfalls bei Rückzahlungen und einer Beeinträchtigung des Kapitalwerts Ihrer Investition. Das Ertragsniveau kann schwanken und Änderungen der Zinssätze haben wahrscheinlich Auswirkungen auf den Kapitalwert von Anleihen.

## Wichtige allgemeine Hinweise

**Nur für professionelle Anleger (nach den Kriterien der MiFID II-Richtlinie), die auf eigene Rechnung investieren (einschließlich Verwaltungsgesellschaften (Dachfonds) und professionelle Kunden, die im Namen ihrer diskretionären Kunden investieren). In der Schweiz nur für professionelle Anleger. Nicht für die öffentliche Verbreitung bestimmt.**

Die hier enthaltenen Informationen sind nicht als Angebot zum Kauf oder Verkauf oder als Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren in einer Rechtsordnung zu betrachten, in der ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung gegen das Gesetz verstößt, oder an Personen, denen gegenüber es rechtswidrig ist, ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung zu machen, oder wenn die Person, die das Angebot oder die Aufforderung abgibt, nicht qualifiziert ist, dies zu tun.

Die hier enthaltenen Informationen dienen lediglich zu Bildungszwecken und stellen keine Empfehlung und kein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Anlagen dar.

Im EWR herausgegeben von der Vanguard Group (Ireland) Limited, die in Irland von der irischen Zentralbank reguliert wird.

In der Schweiz herausgegeben von Vanguard Investments Switzerland GmbH.

Herausgegeben von Vanguard Asset Management, Limited, die in Großbritannien von der Financial Conduct Authority zugelassen ist und von ihr reguliert wird.

© 2025 Vanguard Group (Ireland) Limited. Alle Rechte vorbehalten.

© 2025 Vanguard Investments Switzerland GmbH. Alle Rechte vorbehalten.

© 2025 Vanguard Asset Management, Limited. Alle Rechte vorbehalten.  
270/0525\_4450875

**Connect with Vanguard®**  
global.vanguard.com

**Vanguard**