

# Active Fixed Income

## Marktbericht, 3. Quartal 2024:

### Ein Blick von oben

#### Autoren



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



**Kelly Gemmell, CFA**  
Head of Fixed  
Income Product  
Specialism,  
Vanguard, Europe



**Christopher W.  
Alwine, CFA**  
Global Head of  
Taxable Credit



**Roger Hallam, CFA**  
Global Head of  
Rates

### Auf einen Blick

**Wertentwicklung:** Die unerwartet hohe Inflation ließ die Anleihenrenditen im zweiten Quartal zunächst ansteigen, sinkende Inflations- und Wachstumsraten leiteten jedoch eine Trendwende ein. Trotz moderat steigender Risikoaufschläge in den Industrieländern führten riskantere Unternehmensanleihen das Feld an.

**Ausblick:** In den USA hat die Inflation so weit nachgelassen, dass die US-Notenbank (Fed) im Falle eines unerwartet deutlichen Konjunkturrückgangs Spielraum für Zinssenkungen hätte. Die Renditeprognosen für Anleihen sind gestiegen. In den USA rechnen wir nicht mit signifikanten Zinssenkungen noch in diesem Jahr; Anlegerinnen und Anleger sollten sich jedoch die Gelegenheit nicht entgehen lassen, attraktive Renditen und mögliche Diversifizierungsvorteile aus den Kursgewinnen infolge überraschender Zinssenkungen abzuschöpfen.

**Strategie:** Die Gesamtrenditen sind in allen Anleihemarktsegmenten weiterhin attraktiv, knappe Spreads im High-Yield-Segment veranlassen uns jedoch zur Vorsicht.

### Qualität als Prinzip

Wenn wir eine Anleihe analysieren, stellen wir uns laufend die Frage, ob das Kurspotenzial in Anbetracht der Risiken angemessen ist. Um diese Frage zu beantworten, muss man jedoch mögliche Entwicklungen in Betracht ziehen, die weit über ein Basisszenario hinausgehen. Der Aufbau optimaler Portfolios beginnt für uns mit einer detaillierten Analyse verschiedener Konjunkturszenarien. Ein wahrscheinlichkeitsgewichteter Portfolioaufbau bildet eine bessere Grundlage für die Bewertung von Chancen und die Steuerung von Risiken.

In den letzten Monaten ist das Worst-Case-Szenario für Anleihen – ein erneutes Aufflammen der Inflation und noch höhere Zinsen – in den Hintergrund getreten. Die

Wachstumssignale waren nicht ganz einheitlich, allerdings zeichnet sich immer mehr eine Abkühlung ab und auch die Inflation ist unerwartet deutlich gesunken.

Wir glauben, dass wir uns im aktuellen Wirtschaftszyklus einem Wendepunkt nähern, und in der Vergangenheit war ein solches Umfeld für risikoarme Anleihen positiv. Wir halten das Risiko eines kurzfristigen Abschwungs nach wie vor für gering, sind uns jedoch der Tatsache bewusst, dass eine längere Phase hoher Leitzinsen ein Risiko für die schwächeren Marktsegmente darstellt, in deren Kursen die meisten guten Nachrichten bereits eingepreist sind.

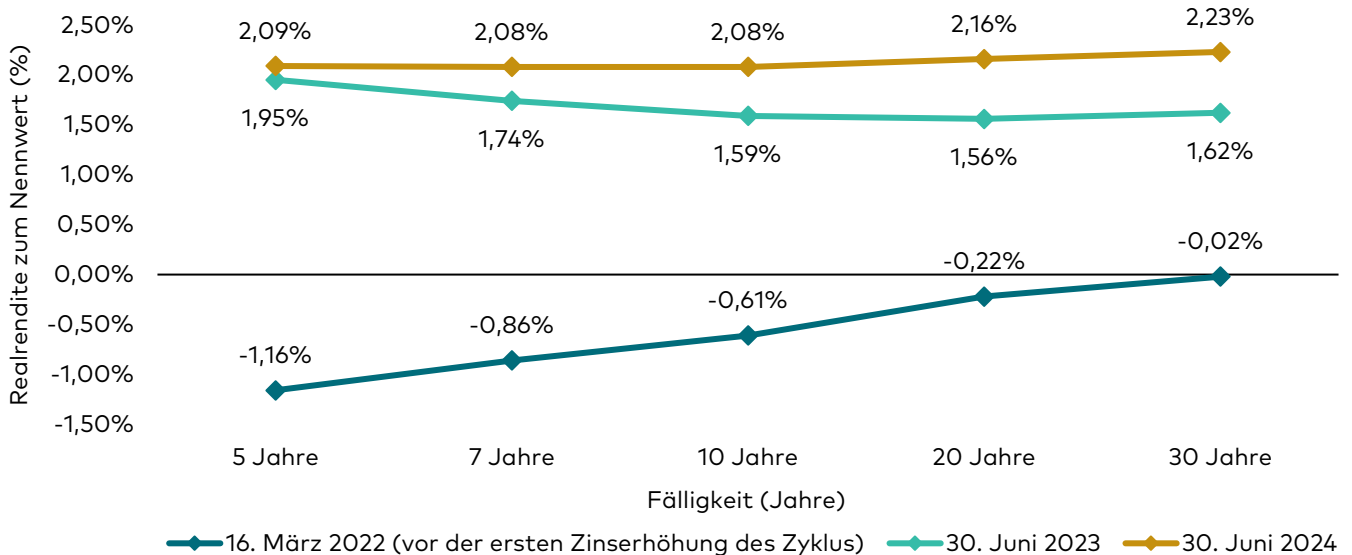
**Nur für professionelle Anlegerinnen und Anleger (entsprechend der Definition der MiFID II-Direktive), die ihre Anlagen selbst verwalten (dazu gehören auch Management-Unternehmen [Dachfonds] und professionelle Kundinnen und Kunden, die das Geld ihrer Kundinnen und Kunden anlegen). In der Schweiz nur für professionelle Anlegerinnen und Anleger. Dieses Dokument ist nicht zur öffentlichen Verbreitung bestimmt.**

## Renditen deutlich über der Inflation

Die Realzinsen, also die erwarteten Renditen nach Abzug der erwarteten Inflation, liegen aktuell nur knapp unter ihren Höchstständen der vergangenen Jahre. Die Realrenditekurve liegt heute entlang des gesamten Laufzeitspektrums höher als noch vor einem Jahr und zwei bis drei Prozentpunkte höher als am Tag vor der ersten Zinserhöhung durch die Fed.

Eine höhere Anfangsverzinsung bedeutet höhere Renditen und einen besseren Schutz vor Kursverlusten, und selbst wenn die Zinsen weiter steigen sollten, können die heutigen höheren Renditen etwaige Verluste durch sinkende Kurse besser ausgleichen als die Renditen, die Anleihen Anfang 2022 abwarfen.

### Par Realzinskurve von US-Treasuries



**Hinweise:** Die Grafik zeigt die Par Realzinskurve (auch Renditekurve der Realrenditen zum Nennwert) von US-Staatsanleihen am 16. März 2022, 30. Juni 2023 und 30. Juni 2024. Der 16. März 2022 ist der Tag vor der ersten Zinserhöhung im Zinserhöhungszyklus. Der Nennwert ist der Nominalwert einer Anleihe und beträgt in der Regel 100 US-Dollar; eine Nennwertrendite wird daher anhand des Nennwerts berechnet.

**Quelle:** US Treasury.

## Wirtschaft, Politik und Märkte

Die letzte Zinserhöhung der Fed liegt inzwischen fast ein Jahr zurück, und trotz deutlich höherer Kreditkosten zeigt sich die US-Wirtschaft weiterhin robust. Die Inflation scheint sich – nach einem kurzen Schreckmoment im ersten Quartal – wieder gut zu entwickeln. Doch auch wenn die Inflationsindikatoren zuletzt gesunken sind, lassen unsere Prognosen für die Kerninflation (ohne die volatilen Energie- und Lebensmittelpreise) bis 2025 eine relativ stabile Entwicklung knapp unter der 3%-Marke erwarten.

Stabiles Wachstum und hartnäckige Inflation bei einem robusten Arbeitsmarkt (der sich gleichwohl langsam normalisiert) stehen im Einklang mit der Konsensprognose, dass höhere Leitzinsen noch eine Weile anhalten dürften. Mit Zinssenkungen in den USA rechnen wir erst später in diesem Jahr – wenn überhaupt. Die Fed verlässt sich in hohem Maße auf Daten, und die Daten zeigen an, dass es für Zinssenkungen noch zu früh ist.

Sollte die Konjunktur schneller als erwartet nachlassen, würde die schwächere Inflation der vergangenen Monate der Fed Zinssenkungen ermöglichen.

Außerhalb der USA steigen die Wachstumsraten, und auch hier haben sinkende Inflationsraten einigen

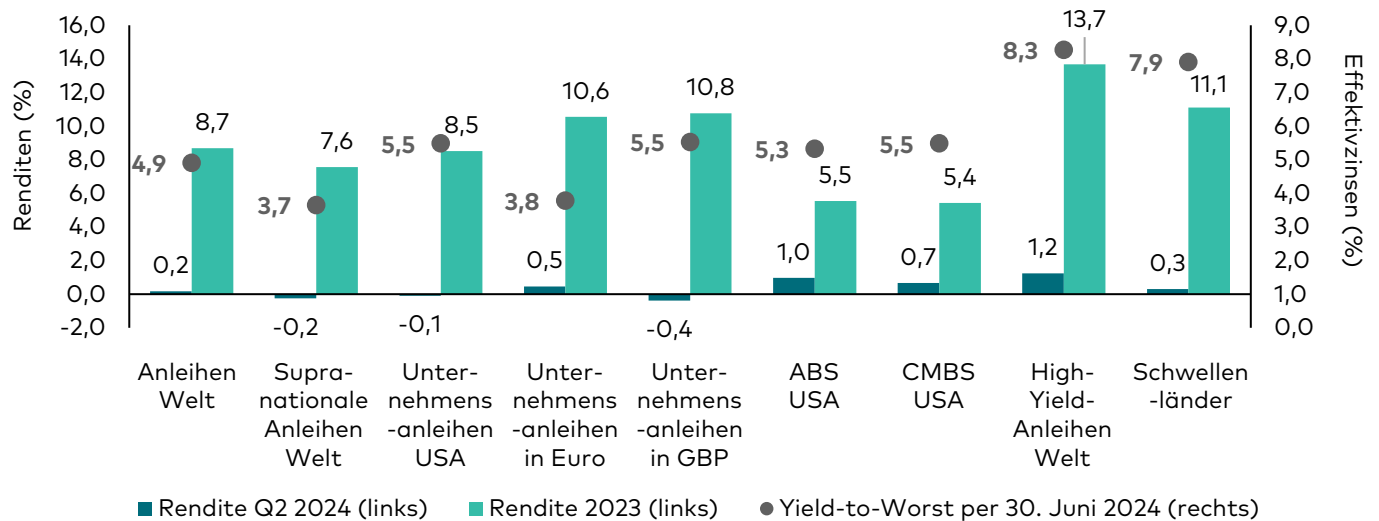
Zentralbanken Spielraum für Zinssenkungen eröffnet. Wann und wo die Zinsen wie stark sinken, wird jedoch – in einigen Fällen mehr und in anderen Fällen weniger – von dem weiteren Kurs der Fed abhängen.

## Portfoliostruktur und Strategie

Ein Umfeld anhaltend höherer Zinsen kann unter bestimmten Voraussetzungen günstig für die Märkte sein. Sollte die Inflation weiter nachlassen, lässt sich auch der Kurs der Zentralbanken besser abschätzen, und solange die Wirtschaft schnell genug wächst, sind Risse an den Unternehmensanleihenmärkten weniger wahrscheinlich. In diesem Szenario können sich die Kurse an den Märkten innerhalb fester Bandbreiten bewegen, gleichzeitig gewährleisten höhere Effektivzinsen attraktivere Renditen.

Das größte Risiko besteht aus unserer Sicht in hohen Zinsen, die so lange auf hohem Niveau verharren, bis sie Schaden anrichten. Für unsere Portfoliostrategie sind nach wie vor Bewertungen und Kreditqualität die wichtigsten Einflussfaktoren. An den Staatsanleihenmärkten sind diese Ungewissheiten besser eingepreist, an den Märkten für Unternehmensanleihen mit schwächerem Rating weniger gut.

## Zinsen und Renditen verschiedener Anleihenmärkte



**Quellen:** Bloomberg-Indizes und J.P. Morgan EMBI Global Diversified Index. Daten für das zweite Quartal 2024 vom 31. März 2024 bis zum 30. Juni 2024; Daten für das Jahr 2023 vom 31. Dezember 2022 bis 31. Dezember 2023.

**Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Erträge. Die Wertentwicklung eines Index ist keine exakte Darstellung einer bestimmten Anlage, da Anlegerinnen und Anleger nicht direkt in einen Index investieren können. Total-Return-Renditen in der Basiswährung des Index oder, bei globalen Indizes, in USD (währungsgesichert).**

## Zinsen

US-Treasuries mit zehnjähriger Laufzeit wurden in den letzten Monaten mit Renditen zwischen 4,25 und 4,75% gehandelt. Aktuelle Daten dürften die Renditespanne auf kurze Sicht auf 4,00 bis 4,50% gesenkt haben, allerdings sind wir uns der Tatsache bewusst, dass die Sorge um ausufernde Haushaltsdefizite zu steigenden Renditen führen könnte. Aktuell wollen wir unser Duration-Exposure ausbauen und werden zu diesem Zweck nach Anleihen mit attraktivem Risiko/Renditeprofil suchen, sollten die Zinsen das obere Ende unserer Prognosespanne erreichen.

Am 6. Juni hat die Europäische Zentralbank (EZB) den Zinssatz für ihre Einlagefazilität, der zuvor neun Monate lang auf einem Höchststand von 4% gelegen hatte, auf 3,75% reduziert. Wir gehen weiterhin davon aus, dass die Peripherieländer des Euroraums schneller wachsen werden als Deutschland und die Risikoaufschläge für Staatsanleihen aus Ländern wie Griechenland und Spanien gegenüber deutschen Staatsanleihen sinken werden, wenn sich die wirtschaftlichen Fundamentaldaten der Peripherie relativ zu Deutschland verbessern. Mit dem Ende der Pandemie haben sich die Konsumausgaben vor allem auf den Dienstleistungssektor verlagert, industriellastigere Volkswirtschaften wie Deutschland haben von dieser Entwicklung weniger profitiert als andere. Außerdem hat die deutsche Haushaltsdisziplin zwar zu tragfähigen Schulden beigetragen, jedoch staatliche Impulse für mehr Wachstum nur begrenzt möglich gemacht.

In Großbritannien und in Frankreich fanden Anfang Juli vorgezogene Parlamentswahlen statt. In Großbritannien errang die Labour-Partei den erwarteten Erdrutschsieg gegen die konservativen Tories und konnte 209 Parlamentssitze hinzugewinnen. Mit jetzt 411 Sitzen hat Labour eine gute Ausgangsbasis zur Umsetzung seiner politischen Agenda in den kommenden Jahren.

In Frankreich überraschte die hohe Zustimmung für die rechtsgerichtete *Rassemblement National* vor dem ersten Wahldurchgang die Märkte, die Aussicht auf höhere Staatsausgaben führte zu steigenden Risikoaufschlägen gegenüber deutschen Staatsanleihen. Im zweiten Wahlgang zogen sich jedoch zahlreiche linke und zentrumsnahe Kandidaten zurück und verkleinerten so das Feld, weshalb das linke Parteienbündnis *Nouveau Front Populaire* die meisten Sitze (188 von 577) im Parlament, allerdings keine Mehrheit erringen konnte. Die Renditeaufschläge französischer Anleihen könnten kurzfristig sinken, doch eine Pattsituation im Parlament könnte Probleme mit sich bringen, insbesondere angesichts des Drucks auf die neue Regierung, die schwache französische Wirtschaft durch höhere Ausgaben zu stützen und gleichzeitig das steigende Haushaltsdefizit abzubauen.

In Japan halten wir wegen niedriger Zinsen und steigender Löhne, die die Inflation anheizen könnten, an unserer Untergewichtung fest. Wir gehen davon aus, dass die Bank of Japan (BoJ) ihre Staatsanleihenkäufe reduzieren und die Zinsen in den kommenden Monaten anheben wird.

Wir suchen weiterhin nach Möglichkeiten, um von einem Anstieg der Zinskurve zu profitieren, der sich unserer Meinung nach fortsetzen wird. Das Timing ist schwierig, doch thematisch sollten mehrere Faktoren zu einer typischen, aufwärtsgerichteten Kurvenform beitragen. Kurzfristig investieren wir jedoch eher opportunistisch.

Außerhalb der USA sehen wir Potenzial in Staatsanleihen. So haben wir, zum Beispiel, Griechenland und Spanien gegenüber Deutschland übergewichtet, auch bezüglich Japan halten wir an unserer Untergewichtung fest.

## Kredite

Unser Ausblick für die Unternehmensanleihenmärkte ist kurzfristig positiv, allerdings steigen die Risiken insbesondere in den Segmenten mit geringerer Kreditqualität, die bisher von dem Szenario einer weichen Landung und den in den vergangenen acht Monaten damit einhergehenden niedrigeren Risikoaufschlägen profitiert haben.

Die Fundamentaldaten sind aus unserer Sicht weiterhin robust und auch das technische Umfeld (Angebot und Nachfrage) ist günstig, zumal der Großteil der Neuemissionen zu Beginn des Jahres auf den Markt kamen und somit hinter uns liegt.

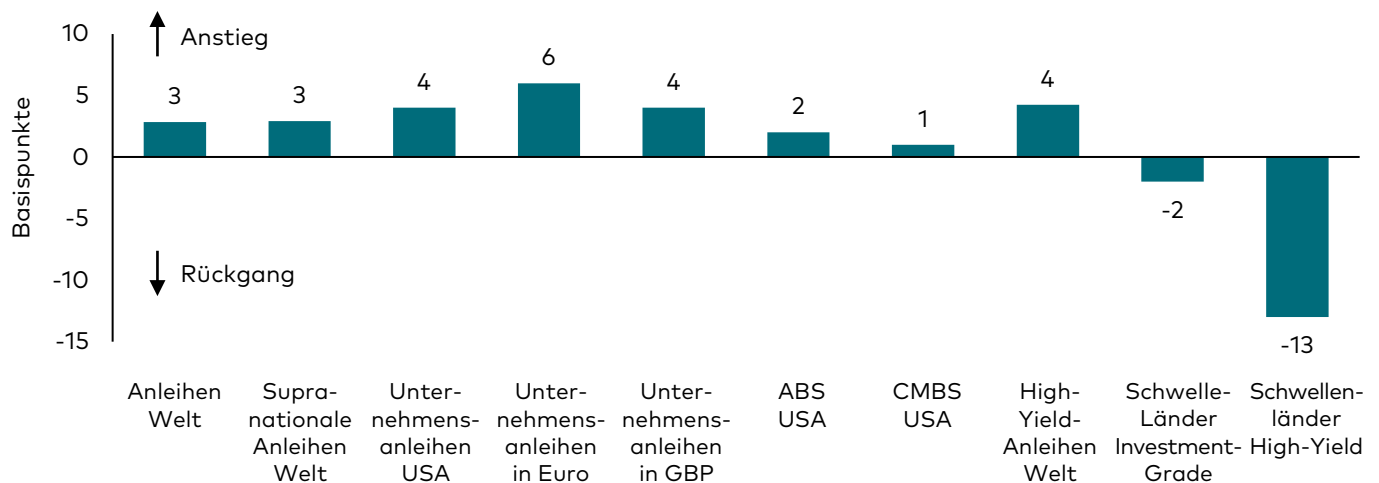
Investment-Grade-Unternehmensanleihen sollten sich in verschiedenen Konjunkturszenarien gut entwickeln, denn Emittenten mit besserem Kreditrating können anhaltend höhere Kreditkosten besser verkraften und sind gleichzeitig besser für einen Konjunkturrückgang aufgestellt. Sollte das Wachstum schnell nachlassen, dürften die Kreditrisikoaufschläge steigen, entsprechende Zinssenkungen dürften die Gesamrenditen jedoch stabil halten.

Hochverzinsliche Unternehmensanleihen wären in beiden Szenarien anfälliger, gleichzeitig rechtfertigen die aktuellen Risikoprämien keine größere Allokation.

Aus diesem Grund konzentrieren wir uns auf Unternehmensanleihen mit höheren Ratings und streben optimale Renditen bei reduziertem Exposure auf Marktrisiken an. Wegen höherer Risikoaufschläge sehen wir Potenzial am kurzen Ende der Zinskurve bei Finanzwerten, europäischen Unternehmen und Schwellenländeranleihen mit Investment-Grade-Rating.

Mit unserer Strategie sind wir gut aufgestellt, sollten die Unternehmensanleihenmärkte ihre gute Entwicklung fortsetzen. Im Falle einer Konjunkturabkühlung sollte sich unsere defensive Ausrichtung bewähren und Spielraum für einen Ausbau unseres Unternehmensanleihen-Exposure zu attraktiveren Kursen eröffnen.

### Vierteljährliche Veränderungen der Kreditrisikoaufschläge



**Hinweise:** Die Grafik zeigt die vierteljährlichen Veränderungen der Risikoaufschläge in verschiedenen Segmenten der Unternehmensanleihenmärkte für den 3-Monats-Zeitraum vom 31. März 2024 bis zum 30. Juni 2024. EM IG und EM HY stehen für Investment-Grade- bzw. High-Yield-Anleihen aus Schwellenländern.

**Quelle:** Indizes von Bloomberg und J.P. Morgan.

**Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Erträge. Die Wertentwicklung eines Index ist keine exakte Darstellung einer bestimmten Anlage, da Anlegerinnen und Anleger nicht direkt in einen Index investieren können.**

## Zusammenfassung: Einschätzungen und Strategie

	Exposure	Einschätzung	Strategie
Zinsen	US-Duration und Renditekurve	<ul style="list-style-type: none"> <li>Das US Federal Open Market Committee (FOMC) hat Zinssenkungen verschoben, allerdings steigt nach dem Inflationsrückgang im zweiten Quartal die Wahrscheinlichkeit eines expansiveren Kurses.</li> <li>Die Renditekurve zehnjähriger US-Staatsanleihen hat sich nach unten verschoben und liegt nun bei etwa 4,25%. Mit der Inflation sinkt auch das Risiko, dass die Renditen kurzfristig drastisch ansteigen.</li> <li>Der Anstieg der Renditekurve ist thematisch attraktiv, doch das Timing ist schwierig.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Neutrale Duration, Schwerpunkt auf taktische Positionen.</li> <li>Bei zehnjährigen Treasury-Renditen von rund 4,5% würden wir unser Duration-Exposure ausbauen.</li> </ul>
	Globale Duration und Renditekurve	<ul style="list-style-type: none"> <li>Trotz höheren Wachstums und hartnäckiger Inflation hat die EZB die Zinsen gesenkt.</li> <li>Die Bank of Japan ist von einer Normalisierung ihrer Geldpolitik noch weit entfernt. Eine Zinserhöhung und gleichzeitige Reduzierung der Anleihenkäufe im Juli sind denkbar.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Long-Positionen: Griechenland und Spanien.</li> <li>Short-Position in japanischen Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit.</li> </ul>
Kredite	Investment-Grade-Unternehmensanleihen	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die Spreads haben sich geringfügig ausgeweitet, profitieren jedoch von hoher Nachfrage.</li> <li>Die Fundamentaldaten sind nach wie vor robust, die hohen Bewertungen sind durch die Konjunktur ebenso gerechtfertigt wie durch solide Bilanzen.</li> <li>Europäische Unternehmensanleihen sind attraktiv bewertet.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Potenzial bei Industriewerten mit BBB-Rating und am kurzen Ende der Renditekurve bei Finanzwerten.</li> <li>Knappe Spreads lassen wenig Spielraum nach oben, risikoarme Anleihen dürften sich jedoch bei einer Konjunkturabkühlung gut halten.</li> <li>Ausbau des Exposure ratsam, sollten Spreads sich weiter ausweiten.</li> </ul>
	High-Yield-Unternehmensanleihen	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die Fundamentaldaten haben sich verbessert, die Ausfallquoten sind gesunken.</li> <li>Das technische Umfeld ist weiterhin günstig, die meisten Emissionen dienen zur Refinanzierung.</li> <li>Wegen der hohen Bewertungen sehen wir vor allem Anleihen mit besserem Rating skeptisch.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Wegen der knappen Risikoaufschläge, die kaum Schutz vor widrigen Entwicklungen bieten, halten wir an unserer Untergewichtung fest.</li> <li>Wegen der hohen Streuung bildet Bottom-up-Wertpapierauswahl weiterhin den Schwerpunkt unserer Strategie.</li> </ul>
	Schwellenländeranleihen	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nach der Spread-Ausweitung haben wir unsere Übergewichtung von Schwellenländeranleihen im April reduziert.</li> <li>Wir rechnen weiterhin mit robusten Kreditfundamentaldaten und moderaten Neuemissionsvolumen.</li> <li>Die letzte Spread-Ausweitung bietet eine günstige Gelegenheit, ein erneutes Exposure auf angemessen bewertete Anleihen aufzubauen.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hohe Bewertungen sprechen für Relative-Value-Auswahl.</li> <li>Wir bevorzugen Länder mit robusterer Konjunktur und defensiveren Anleihen entlang der Zinskurve.</li> </ul>

## Über uns

FIXED INCOME GROUP

**1,7 Bio. USD**

Mit einem Team von mehr als 180 Anlagespezialistinnen und –spezialisten verwaltet die Vanguard Fixed Income Group weltweit 1,7 Billionen US-Dollar in aktiven und passiven Fonds.

FIXED INCOME-ERFAHRUNG

**> 35 Jahre**

Das Vanguard Fixed Income Team verwaltet über 449 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 Wirtschaftsprognosen für Vanguard erstellt, sowie durch das mehr als 85-köpfige Risk Management Team, das in den Anlageprozess integriert ist.

Stand: 31. Dezember 2023.

## Wichtige Hinweise zu Anlagerisiken

Der Wert von Anlagen und die daraus resultierenden Erträge können steigen oder fallen. Anleger können Verluste auf ihre Investitionen erleiden. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für künftige Erträge.

Manche Fonds investieren in Schwellenmärkten, die im Vergleich zu entwickelten Märkten volatiler sein können. Der Wert Ihrer Anlagen kann daher steigen oder fallen.

Fonds, die in festverzinsliche Wertpapiere investieren, sind mit dem Risiko von Zahlungsausfällen und Kapitalverlusten Ihrer Anlage behaftet. Außerdem kann das Ertragsniveau schwanken. Zinsschwankungen wirken sich in der Regel auf den Kapitalwert festverzinslicher Wertpapiere aus. Unternehmensanleihen können unter Umständen höhere Zinsen abwerfen, sind jedoch mit größeren Kreditrisiken behaftet. Daher steigt das Risiko von Zahlungsausfällen und Kapitalverlusten Ihrer Anlage. Das Ertragsniveau kann schwanken, und Zinsschwankungen wirken sich in der Regel auf den Kapitalwert von Anleihen aus.

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

Jeglicher Bezug im vorliegenden Dokument auf bestimmte Wertpapiere sollte nicht als Empfehlung angesehen werden, diese Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen. Sie dienen lediglich zu Illustrationszwecken.

## Wichtige Hinweise

**WICHTIGER HINWEIS:** Die Prognosen sowie andere Informationen, die von dem Vanguard Capital Markets Model<sup>®</sup> generiert werden und die Wahrscheinlichkeit verschiedener Anlagergebnisse zum Gegenstand haben, sind naturgemäß hypothetisch, stellen keine tatsächlichen Anlagergebnisse dar und garantieren keine zukünftigen Erträge. Die Ergebnisse des Modells werden mit jeder Nutzung sowie im Laufe der Zeit variieren.

Die Prognosen des VCMM basieren auf statistischen Analysen und historischen Daten. Zukünftige Renditen können von den im VCMM erfassten historischen Mustern abweichen. Noch wichtiger ist jedoch, dass das VCMM extrem negative Szenarios unterschätzen kann, die in den historischen Zeiträumen, auf denen die Modellschätzungen beruhen, nicht vorkamen.

Das Vanguard Capital Markets Model<sup>®</sup> ist ein firmeneigenes Finanz-Simulationsinstrument. Es wurde von den primären Investment-Research- und Beratungsteams von Vanguard entwickelt und wird von diesen gewartet. Das Modell prognostiziert die Verteilung zukünftiger Renditen für zahlreiche Assetklassen. Zu diesen Assetklassen gehören die US-amerikanischen und internationalen Aktienmärkte, US-Treasuries und Unternehmensanleihen mit verschiedenen Laufzeiten, internationale Anleihemärkte, US-Geldmärkte, Rohstoffe sowie bestimmte alternative Anlagestrategien. Die theoretische und empirische Grundlage des Vanguard Capital Markets Model ist die Beziehung zwischen Rendite und Risiko: Die Renditen zahlreicher Assetklassen sind der von Anlegern im Gegenzug für bestimmte Arten von systematischem Risiko (Beta) verlangte Ausgleich. Das Modell beruht im Kern auf Schätzungen der dynamischen statistischen Beziehung zwischen Risikofaktoren und Asset-Renditen. Diese erhalten wir durch statistische Analyse monatlicher Finanz- und Wirtschaftsdaten, die bis in das Jahr 1960 zurückreichen. Mithilfe eines Systems von Gleichungsschätzungen führt das Modell eine Monte Carlo-Simulation durch, um die geschätzten Zusammenhänge zwischen Risikofaktoren und Assetklassen sowie Ungewissheit und Zufälle langfristig zu prognostizieren. Das Modell generiert eine große Anzahl simulierter Ergebnisse für jede Assetklasse über verschiedene Zeiträume. Die Prognosen werden durch Berechnung der Zentraltendenzen in diesen Simulationen gewonnen. Die Ergebnisse des Modells variieren mit jeder Nutzung sowie im Laufe der Zeit.

## Wichtige Hinweise

**Nur für professionelle Anlegerinnen und Anleger (entsprechend der Definition der MiFID-II-Direktive), die ihre Anlagen selbst verwalten (dazu gehören auch Management-Unternehmen [Dachfonds] und professionelle Kundinnen und Kunden, die das Geld ihrer Kundinnen und Kunden anlegen). In der Schweiz nur für professionelle Anlegerinnen und Anleger. Nicht zur öffentlichen Verbreitung bestimmt.**

Der Inhalt dieses Dokuments ist nicht als Angebot zum Kaufen bzw. Verkaufen oder als Aufforderung zum Angebot des Kaufens bzw. Verkaufens von Wertpapieren in Ländern zu verstehen, in denen ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung rechtswidrig ist. Dasselbe gilt für Personen, denen gegenüber es ungesetzlich ist, ein solches Angebot bzw. eine solche Aufforderung vorzulegen, und für Personen, die nicht zur Vorlage eines solchen Angebots bzw. einer solchen Aufforderung autorisiert sind. Die hierin enthaltenen Informationen stellen keine rechtliche, steuerliche oder anlagebezogene Beratung dar. Sie dürfen sich nicht auf die Inhalte dieses Dokuments verlassen, wenn Sie Anlageentscheidungen treffen.

Im Europäischen Wirtschaftsraum wird dieses Dokument herausgegeben von der Vanguard Group (Ireland) Limited, die in Irland von der Central Bank of Ireland reguliert wird. In der Schweiz wird dieses Dokument herausgegeben von der Vanguard Investments Switzerland GmbH. Herausgegeben von Vanguard Asset Management, Limited, das im Vereinigten Königreich von der Financial Conduct Authority zugelassen wurde und reguliert wird.

© 2024 Vanguard Group (Ireland) Limited. Alle Rechte vorbehalten.

© 2024 Vanguard Investments Switzerland GmbH. Alle Rechte vorbehalten.

© 2024 Vanguard Asset Management, Limited. Alle Rechte vorbehalten. 270/0124

Connect with Vanguard®  
global.vanguard.com

**Vanguard**