



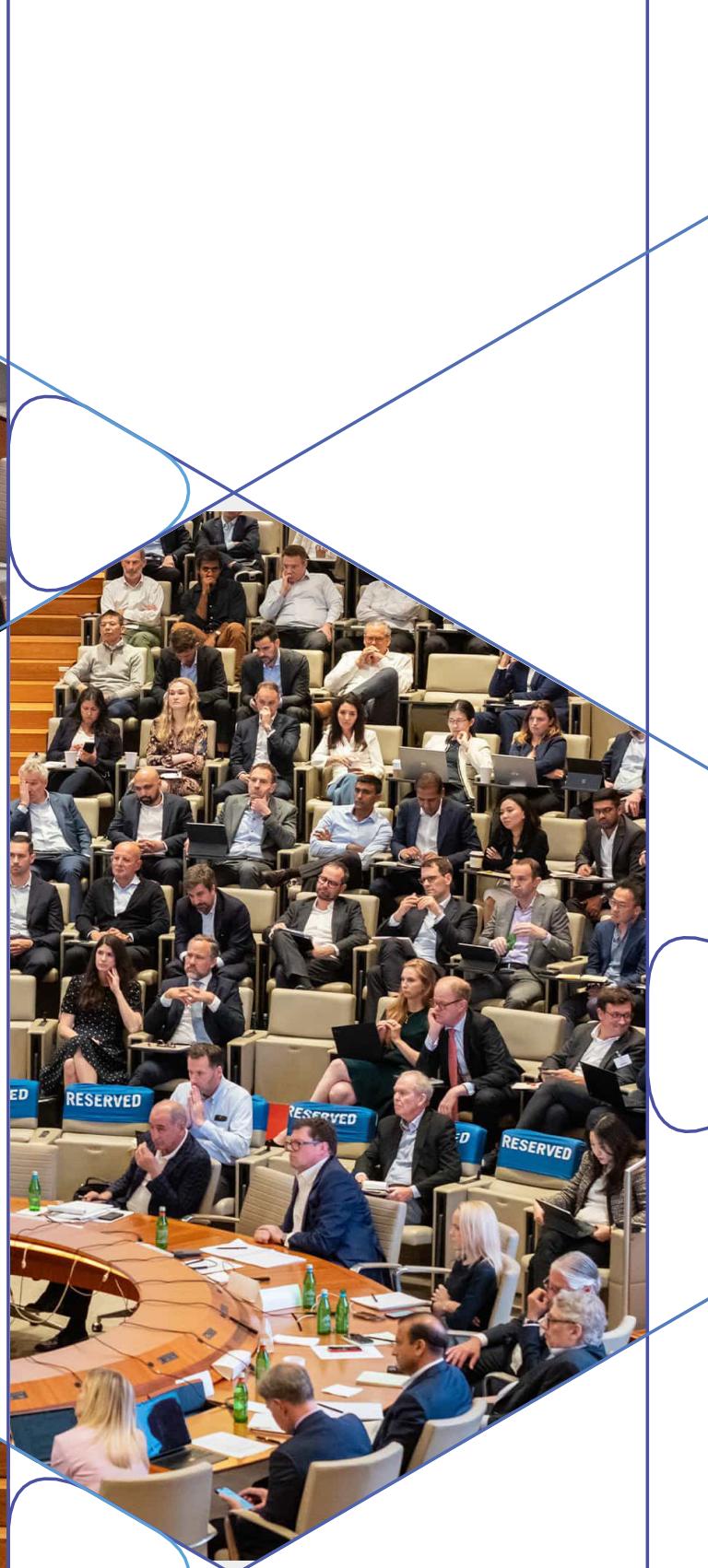
LANGFRISTIGER
AUSBLICK

JUNI 2025

Die Zeit der Fragmentierung

Da sich die Weltordnung aktuell im Wandel befindet, sollten Anleger versuchen, ihre Portfolios zu stärken, indem sie ihre Anlagen über die globalen Märkte diversifizieren und von attraktiven, qualitativ hochwertigen Renditen profitieren.





von:

Richard Clarida

Global Economic Advisor

Andrew BallisChief Investment Officer
Global Fixed Income**Dan Ivascyn**

Group Chief Investment Officer

Wichtigste Schlussfolgerungen

Seit mehr als 40 Jahren ermöglicht uns das jährliche Secular Forum von PIMCO, vom Lärm kurzfristiger Marktschwankungen Abstand zu nehmen und das große Ganze zu betrachten – die strukturellen Kräfte, die die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte in den kommenden fünf Jahren prägen werden. Diese Übung ist im Jahr 2025 besonders wichtig. Die traditionelle Weltordnung, in der Wirtschaft und Konjunktur die Politik prägten, wurde auf den Kopf gestellt, und die Politik treibt nun die Wirtschaft vor sich her. Signifikante politische Weichenstellungen verändern langjährige Handels-, Sicherheits- und Wirtschaftsbündnisse – die Auswirkungen werden noch jahrelang nachhallen.

Das sind unsere makroökonomischen Themen über unseren Zeithorizont von fünf Jahren:

- **Die steigende Staatsverschuldung schränkt die Flexibilität ein:** Hohe Defizite bedeuten weniger Spielraum für Ausgaben in schwierigen Zeiten, was die konjunkturellen Risiken akzentuiert und die Abhängigkeit von der Geldpolitik der Zentralbank verstärkt.
- **Eine neue Weltordnung:** In einer multipolaren Welt könnten eine neue Dynamik in der Handelspolitik und politische Prioritäten die Nachfrage nach US-Assets im Vergleich zu anderen Ländern verändern. Der US-Dollar könnte sich weiter abschwächen; dennoch scheint ein Verlust seines Status als globale Reservewährung in den kommenden fünf Jahren angesichts des Mangels an realistischen Alternativen fast unmöglich.
- **Erwartung anhaltender Volatilität:** Die Fragmentierung von Handels- und Sicherheitsbündnissen befördert die Volatilität. Das hat Auswirkungen darauf, welche Länder und Branchen prosperieren oder sich schwertun werden.

Das sind unsere Anlagethemen:

- **Renditevorteil:** Wir plädieren weiterhin dafür, den Renditevorteil bei qualitativ hochwertigen festverzinslichen Wertpapieren zu nutzen, bei denen Anleger für den Aufbau widerstandsfähiger Portfolios belohnt werden. Im Gegensatz dazu sind die Aktienbewertungen nach wie vor teuer – ähnlich hohe Niveaus zogen meist größere Korrekturen nach sich.
- **Globale Diversifikation ist der Schlüssel:** Unterschiedliche Inflations-, Wachstums- und Handelsaussichten verstärken die Notwendigkeit einer breiten globalen Diversifizierung. Sowohl die Industrie- als auch die Schwellenländer bieten zahlreiche Möglichkeiten, Portfoliorisiken zu streuen und attraktive Erträge zu erzielen.
- **Dynamische Märkte schaffen aktive Chancen:** Aktive Anleger können attraktiven Anleihen mittlerer Laufzeit gegenüber längeren Laufzeiten den Vorzug geben, Bewertungslücken zwischen öffentlichen und privaten Märkten nutzen und Chancen im Bereich der vermögensbasierten Finanzierungen ergreifen, wenn sich Risiken in Bereichen geringerer Kreditqualität und mit Blick auf die Konjunktur aufbauen.



Gastreferenten beim Secular Forum 2025

Daron Acemoglu

Nobelpreisträger für Wirtschaftswissenschaften; Professor für Volkswirtschaftslehre am Massachusetts Institute of Technology

Laurence Boone

Ehemaliger Staatssekretär Frankreichs für europäische Angelegenheiten

Roberto Campos Neto

Ehemaliger Präsident der brasilianischen Zentralbank von 2019 bis 2024

Seth Carpenter

Chefökonom bei Morgan Stanley; ehemaliger stellvertretender Staatssekretär im US-Finanzministerium

David Crane

Ehemaliger Unterstaatssekretär für Infrastruktur im Energieministerium der USA

Bill Demchak

CEO von PNC

Robert Lighthizer

Ehemaliger US-Handelsbeauftragter von 2017 bis 2021; ehemaliger stellvertretender Handelsbeauftragter von 1983 bis 1985

Adam Posen

Präsident des Peterson Institute; ehemaliges Mitglied des geldpolitischen Ausschusses der Bank of England

Zoltan Pozsar

Gründer von Ex Uno Plures; ehemaliger Zinsstratege bei Credit Suisse; ehemaliger Leiter der New York Fed Markets Desk Group für Verbriefungen

Kevin Rudd

Botschafter Australiens in den USA; ehemaliger Premierminister von Australien

PIMCOs Global Advisory Board

Weltweit anerkannte Experten für Themen aus Wirtschaft und Politik

Langfristtrend: Die Zeit der Fragmentierung

In unserem *langfristigen Ausblick* 2024 mit dem Titel „Anleihenrenditen im Vorteil“ argumentierten wir, dass die Zentralbanken die Inflation weitgehend eingedämmt hätten und bald mit Zinssenkungen beginnen würden. Wir schrieben, dass sich die Risiken weg von Wachstum und Inflation und hin zu hohen Bewertungen von Risikoanlagen verlagern würden. Und wir warnten davor, dass die US-Verschuldung auf einem unhaltbaren Weg sei. Wir hoben hervor, dass der Inflationsschock und der Zinserhöhungszyklus nach der Pandemie zu einem generationsübergreifenden Anstieg der Anleihenrenditen geführt hätten – von den historischen Tiefstständen der 2010er-Jahre auf ein Niveau, das einen robusten Ausblick für globale festverzinsliche Wertpapiere über gleich mehrere Jahre hinweg stütze.

Auf die Gefahr hin zu untertreiben: Es hat sich in den vergangenen zwölf Monaten viel getan:

- Trump 2.0: eine beispiellose Agenda zur Neuausrichtung der US-amerikanischen Finanz-, Regulierungs-, Einwanderungs- sowie der nationalen Sicherheits- und Handelspolitik.
- Die Zentralbanken der Industrieländer haben begonnen, die Leitzinsen zu senken. Aber Themen wie eine globale weiche Landung, die Ausnahmestellung der USA und die Disinflation sind angesichts eines aufkeimenden Handelskriegs in den Hintergrund gedrängt worden.
- Die Wahlen in Deutschland haben eine unvorhergesehene finanz- und verteidigungspolitische Kehrtwende ausgelöst.

Kurz gesagt: Die traditionelle Weltordnung, in der die Wirtschaft die Politik geprägt hat, wurde auf den Kopf gestellt. Die Politik treibt jetzt die Wirtschaft vor sich her, vor allem in den USA und zunehmend auch in der Art und Weise, wie andere Länder darauf reagieren.

Die Fragmentierung von Handels- und Sicherheitsbündnissen wird wahrscheinlich zu einem unabhängigen Treiber von Gewinnern und Verlierern, Konjunkturzyklen und Marktvolatilität werden. Darüber hinaus sind Industrien, die von der nationalen Politik begünstigt werden, jetzt wieder im Spiel, weil andere Regierungen am Drücker sind und sich regionale Prioritäten verändert haben. Das zeigt sich etwa in der Hinwendung der USA zu fossilen Brennstoffen und Autos sowie in Europas neuem Fokus auf Verteidigung.

Zu unseren Gastrednern beim Secular Forum gehörten in diesem Jahr Robert Lighthizer, ehemaliger US-Handelsbeauftragter während der ersten Amtszeit von Trump, Roberto Campos Neto, ehemaliger Präsident der brasilianischen Zentralbank, und Daron Acemoglu, Wirtschaftsprofessor am MIT und Nobelpreisträger (die vollständige Liste der Gastredner und Mitglieder des Global Advisory Board finden Sie [hier](#)).

HANDELSKRIEDE UND DIE ZUKUNFT DES US-DOLLARS

Obschon rechtliche Anfechtungen der US-Zölle, wenn sie denn erfolgreich sind, den sich entwickelnden Handelskrieg entschärfen könnten, glauben wir, dass die harten Handelskonflikte anhalten werden. Die Unsicherheit über das „Endspiel“ in der Handelspolitik und die Zukunft der globalen Sicherheitsbündnisse haben die Abwärtsrisiken für das globale Wachstum akzentuiert.

Ohne nachhaltige Vergeltungsmaßnahmen gegen die USA senkt der Handelskrieg vor allem die Exportnachfrage, was für einen Großteil der Welt deflationäre Auswirkungen haben wird. Die Umverteilung des chinesischen Handelsüberschusses auf den Rest der Welt ist eindeutig eine Quelle für deflationäre Risiken. Im Gegensatz dazu sind die Inflationsrisiken in den USA zumindest kurzfristig gestiegen, ebenso wie die Wahrscheinlichkeit einer geldpolitischen Divergenz zwischen den USA und anderen Ländern.

Trotz der jüngsten Abwertung des US-Dollars halten wir es für nahezu unmöglich, dass der Dollar langfristig seinen Status als dominante globale Reservewährung verliert. Das liegt unter anderem daran, dass es auf den Märkten für Devisen, Fremdwährungsschulden und Bankkredite

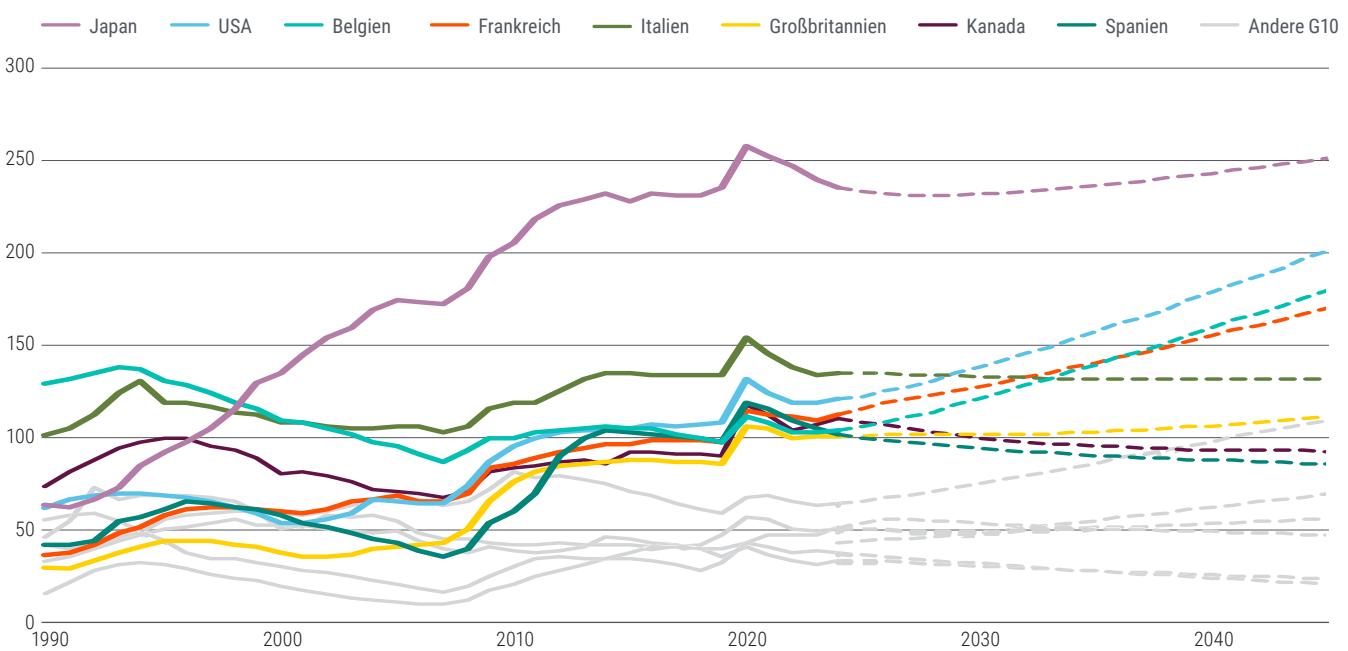
an erst zu nehmenden Konkurrenten mangelt. Das US-Finanzministerium beteuert immer noch, einen starken Dollar zu wollen, und die US-Regierung scheint von der Idee eines Mar-a-Lago-Abkommens abzurücken, das darauf abzielt, den Dollar zu schwächen.

Aber Dollar-Bärenmärkte sind sowohl kurz- als auch langfristig möglich, da sie historische mehrjährige Dollarzyklen widerspiegeln. Sich verändernde politische und sicherheitspolitische Prioritäten könnten die relative globale Nachfrage nach US-Assets und anderen Vermögenswerten beeinflussen – insbesondere dann, wenn ausländische Anleger ihre Toleranz für nicht abgesicherte US-Dollar-Engagements neu bewerten.

Wir gehen davon aus, dass der US-Dollar weiterhin Marktanteile im grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr verlieren wird, da regionale Währungsvereinbarungen (zum Beispiel die von China entwickelte Zahlungsplattform mBridge) in einer stärker fragmentierten Welt ausgeweitet und vertieft werden. Die allmähliche Abkehr vom US-Dollar könnte sich fortsetzen, da globale Portfolios an ihren Rändern neu gewichtet werden und sie zu einer stärker diversifizierten Allokation in Risikoanlagen übergehen.

Abbildung 1: Die Verschuldung scheint in den meisten Ländern tragfähig zu sein – von Ausnahmen abgesehen

Prognose für die Staatsverschuldung (in % des BIP)



Quelle: PIMCO-Berechnungen, Bloomberg und der Weltwirtschaftsausblick des Internationalen Währungsfonds. Hinweis: Die Grafik zeigt simple Schuldenprognosen (im Verhältnis zum BIP) für die G10-Länder (plus Australien, Neuseeland, Spanien, Belgien). Diese basieren auf der Annahme, dass sich der Primärsaldo gemäß der IWF-Projektion entwickelt (bis 2029, danach unverändert), die Inflation dem Zielwert entspricht, das reale BIP-Wachstum im Trend liegt und sich die Zinssätze entsprechend den Terminkursen entwickeln, die mit Stand vom 6. Mai 2025 an den Finanzmärkten eingepreist sind (bis 2029, danach unverändert), wobei der Einfachheit halber eine gewichtete durchschnittliche Laufzeit von sieben Jahren in den einzelnen Ländern zugrunde gelegt wird. Für die USA passen wir die IWF-Prognose an, um die Verlängerung der 2017 von Trump erlassenen Steuersenkungen einzubeziehen.

DIE VERSCHULDUNG WIEGT SCHWER

Obwohl sie sich in der Nähe neuer Rekordhöhen befindet, bleibt die Verschuldung in den meisten Industrieländern tragfähig. Zu den bemerkenswerten Ausnahmen gehören Japan, die USA und Frankreich, wo das Schuldenniveau einem langfristig nicht mehr nachhaltigen Aufwärtstrend folgt und sogar noch stärker wächst als im Vorjahr (siehe Abbildung 1). Die Defizite dürften über dem Niveau vor der Pandemie bleiben, was zum Teil auf die steigenden Zinskosten zurückzuführen ist.

Diese Probleme scheinen jedoch eher chronisch als akut zu sein. Wir rechnen nicht mit einer plötzlichen Finanzkrise, sondern mit einer episodischen Marktvolatilität – wie sie in den USA in den Jahren 2023 und 2025 und in Großbritannien im Jahr 2022 sogar noch prononziert zu beobachten war. In unserem Basisszenario bleiben US-Staatsanleihen auf lange Sicht das „sauberste schmutzige“ Hemd im Schrank der Staatsanleihen, untermauert durch den Status des US-Dollars als Reservewährung.

Die Fiskalpolitik in den USA, Deutschland und einigen anderen entwickelten Volkswirtschaften könnte weniger restriktiv ausfallen, als wir es vor einem Jahr prognostiziert hatten. Das Trump-2.0-Fiskalpaket wird wahrscheinlich die Defizite und Schulden der USA über die bisherigen Prognosen hinaus ausweiten. Insgesamt bleibt der fiskalische Spielraum begrenzt – und damit auch das Potenzial, auf künftige Abschwünge reagieren zu können. Allerdings haben die Zentralbanken viel mehr Spielraum für Zinssenkungen als in den zehn Jahren vor der Pandemie.

Trotz einiger kurzfristiger Anstiege infolge der Zölle gehen wir davon aus, dass die Inflation langfristig wieder auf das Ziellniveau der Fed zurückkehren wird. Wir erwarten, dass die Fed die Zinsen auf den neutralen Wert (rund drei Prozent) senken wird – im Fall einer Rezession auch deutlich unter den neutralen Wert, notfalls auch auf null Prozent.

Die historische Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den USA über einen Zeitraum von fünf Jahren liegt bei etwa zwei Dritteln. Allerdings dürfte die Wahrscheinlichkeit in den kommenden fünf Jahren vor dem aktuellen Hintergrund höher sein.

DIE GLOBALEN WIRTSCHAFTS- UND INFLATIONSAUSSICHTEN VERÄNDERN SICH

Lässt man die USA außen vor, stehen die großen Volkswirtschaften der Industrieländer vor ausgeprägten Wachstumsherausforderungen. Die Schwellenländer hingegen werden durch ein umsichtiges Schuldenmanagement gestützt, aber auch sie werden von globalen Veränderungen im Handel und der Politik der Industrieländer beeinflusst.

Europa

Das Wachstum in der Eurozone könnte sich in den kommenden fünf Jahren von rund 1,0 Prozent vor der Pandemie auf etwa 0,5 Prozent abschwächen, was auch eine Folge demografischer Trends und des langsameren Produktivitätswachstums ist. Die Region hinkt im globalen Technologierennen hinterher, sieht sich einer harten Konkurrenz aus China ausgesetzt und kämpft mit hohen Energiekosten in einem ungünstigeren Handelsumfeld. Deutschlands Hinwendung zu höheren Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben ist signifikant, dürfte aber wahrscheinlich von anderen Staaten Europas nicht erreicht werden.

Es ist zwar unwahrscheinlich, dass die Inflation aufgrund der Deglobalisierung und höherer Inflationserwartungen auf die Ein-Prozent-Norm vor der Pandemie zurückkehren wird. Dennoch dürfte sie sich wahrscheinlich unterhalb des Ziels der Europäischen Zentralbank von zwei Prozent einpendeln. Die neutralen Zinsen dürften tief bleiben und unter dem aktuellen nominalen Niveau von rund zwei Prozent liegen.

China

Chinas Wirtschaft begibt sich angesichts steigender Verschuldung und negativ wirkender demografischer Trends auf einen Pfad mit niedrigeren Wachstumsraten. Ehemalige Wachstumstreiber – Immobilien- und Infrastrukturausgaben – weichen einer Politik, die Konsum, Produktion und Technologie ankurbelt, was einen bewussten Schwenk von einem von Schulden getriebenen Boom hin zu nachhaltigem, innovationsgetriebenem Wachstum signalisiert.

Der Deflationsdruck und strukturelle Zwänge deuten jedoch darauf hin, dass das Wachstum insgesamt langsamer verlaufen wird. China bleibt ein globales Produktionszentrum. Handels- und geopolitische Spannungen lassen jedoch Zweifel an Exporten als verlässlichen Wachstumsmotor aufkommen.

Schwellenländer

Die Frage, ob sich neue Risiken, die von den USA ausgehen, automatisch in höheren Risikoprämien für den Rest der Welt niederschlagen, unterstreicht, wie eng der historische Zusammenhang zwischen den Leitzinsen der Industrieländer und den Kreditkosten der Schwellenländer sein kann. Während die Risiken offensichtlich sind, ist positiv zu vermerken, dass viele Schwellenländer ihre Verschuldung auf einem überschaubaren Niveau gehalten haben und somit in der Lage sind, potenziellem Gegenwind zu trotzen.

Der Aufstieg digitaler Währungen – einschließlich Stablecoin-Emissenten, die immer größere Portfolios von US-Staatsanleihen halten – zeigt, wie schnell Kapitalströme entstehen können. Wenn dieses Ökosystem ausgereift ist, könnte es die Kapitalflüsse und das Währungsmanagement der Schwellenländer neu gestalten.

MÖGLICHE STÖRUNGEN DES BASISZENARIOS

Wir sind wachsam gegenüber potenziellen Störungen, die – obwohl es sich aus unserer Sicht um Ereignisse mit geringer Wahrscheinlichkeit handelt – unseren langfristigen Basisausblick grundlegend erschüttern könnten. Dazu zählen:

1. Beschleunigte KI-bedingte Disruption. Die Fortschritte bei der KI könnten schneller als erwartet kommen und sich in einem schnelleren und höheren Wachstum der BIP- und Produktivitätsdaten niederschlagen. Unser Basiszenario geht jedoch nach wie vor davon aus, dass sich die volle Wirkung der neuen großen KI-Sprachmodelle nicht plötzlich, sondern graduell manifestieren wird.

2. Ein Verlust der Glaubwürdigkeit der Fed – zurückzuführen

auf ein Urteil des Obersten Gerichtshofs oder einen Notenbanker der Fed, der nicht bereit ist, die Preisstabilität zu wahren – ist zwar unwahrscheinlich, wäre aber schwerwiegend und würde wahrscheinlich einen Anstieg der Inflationserwartungen und Anleihenrenditen, eine starke Abwertung des US-Dollars und einen allgemeinen Ausverkauf bei Risikoanlagen auslösen.

3. Ausnahmestellung der USA 2.0. Das Narrativ der

US-Outperformance in den Bereichen Wirtschaft und Finanzen im Vergleich zum Rest der Welt ist in diesem Jahr verblasst. Dennoch sind die USA in das Jahr 2025 mit starken Produktivitätsdaten, Technologieführerschaft und robusten Kapitalmärkten gestartet, die zu einem stetigen Gewinnwachstum geführt haben. Da das BIP-Wachstum der USA das der Konkurrenten um mindestens einen Prozentpunkt übertrifft, könnten diese Vorteile Bestand haben. Wenn die handels- und fiskalpolitischen Unsicherheiten nachlassen, könnte die Ausnahmestellung der USA eine Renaissance erleben.

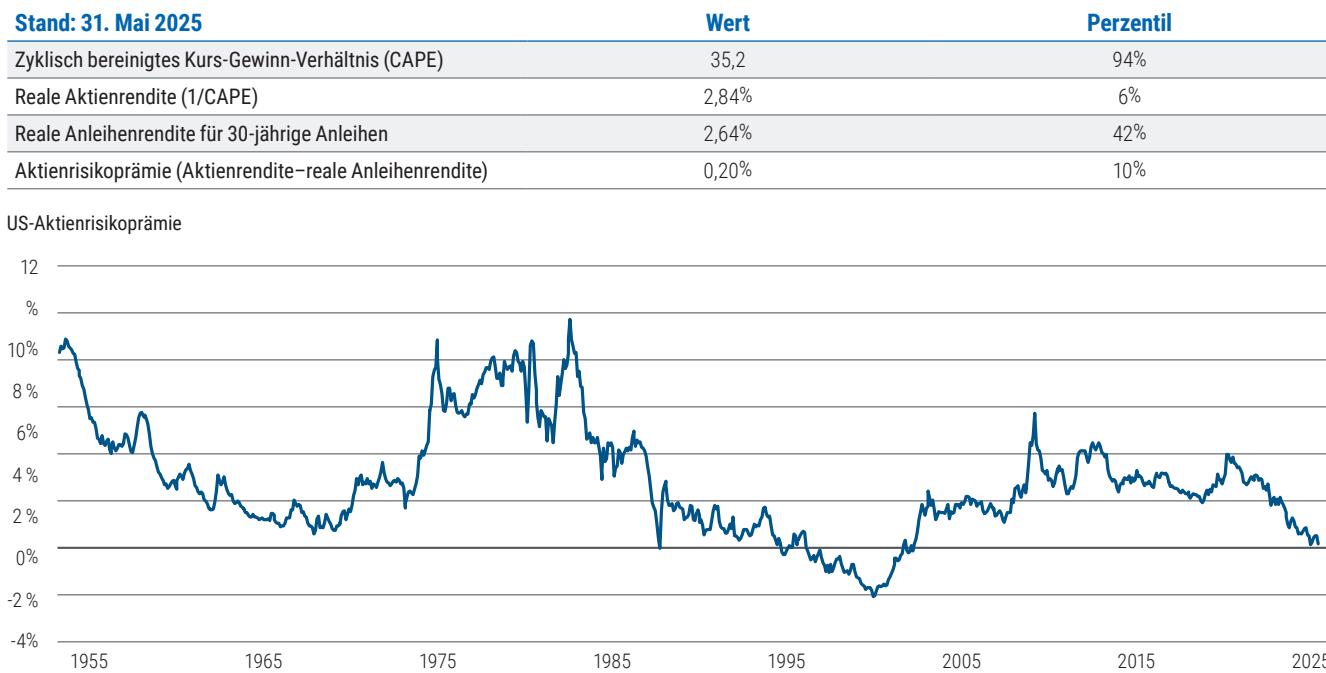
Anlageimplikationen: Festverzinsliche Wertpapiere für eine fragmentierte Zeit

Bei festverzinslichen Wertpapieren zahlt es sich aus, widerstandsfähige Portfolios aufzubauen. Wir plädieren weiterhin dafür, den Renditevorteil bei qualitativ hochwertigen Anleihen zu nutzen, anstatt Aktien mit hohen Bewertungen hinterherzujagen.

Die Risikoprämie bei Aktien – die Differenz zwischen Aktien- und Anleihenrenditen – dürfte der wichtigste Bestandteil der Asset-Allokation sein, da sie den relativen Wert von Aktien und Anleihen misst. Der einfachste Weg, die Prämie zu berechnen, besteht darin, die reale (inflationsbereinigte) Anleihenrendite von der zyklisch bereinigten Gewinnrendite abzuziehen. Wie die Grafik in Abbildung 2 zeigt, liegt die Risikoprämie für US-Aktien bei null, womit sie im historischen Vergleich außergewöhnlich niedrig ist.

Eine Rückkehr zu höheren Risikoprämienvon Aktien oder beidem einher. Dieselbe Grafik zeigt zwei frühere Zeiträume, in denen die Prämie bei null lag oder negativ war: 1987 und 1996 bis 2001. Nachdem die Aktienrisikoprämie im September 1987 bei null lag, brach der Aktienmarkt um fast 25 Prozent ein, während die realen Renditen 30-jähriger Anleihen um 80 Basispunkte (Bp) einknickten. Im Dezember 1999 sackte die Aktienrisikoprämie auf ihren niedrigsten Stand im Betrachtungszeitraum, woraufhin die Aktienkurse bis Februar 2003 um knapp 40 Prozent sanken. Im gleichen Zeitraum gaben die realen Renditen 30-jähriger Anleihen um etwa 200 Basispunkte nach.

Abbildung 2: Aktien erscheinen absolut und auch im Vergleich zu US-Staatsanleihen teuer



Quelle: Bloomberg, Robert Shiller Onlinedaten, Global Financial Data und PIMCO; Stand: 31. Mai 2025. Alle Wertkennzahlen beziehen sich auf den S&P 500 Index. Die reale Aktienrendite bezieht sich auf die durchschnittlichen realen Gewinne der vergangenen zehn Jahre, geteilt durch den letzten Kurs. Die reale Rendite 30-jähriger Anleihen entspricht der Rendite 30-jähriger inflationsgeschützter US-Staatsanleihen (TIPS), ergänzt um die Nominalrendite 30-jähriger US-Staatsanleihen, abzüglich der erwarteten Inflation. Um die Inflationserwartungen zu berechnen, schätzen wir die Trendinflation gemäß der Kalibrierung von Cieslak und Povala (2015) und prognostizieren die Inflation für die kommenden 30 Jahre.



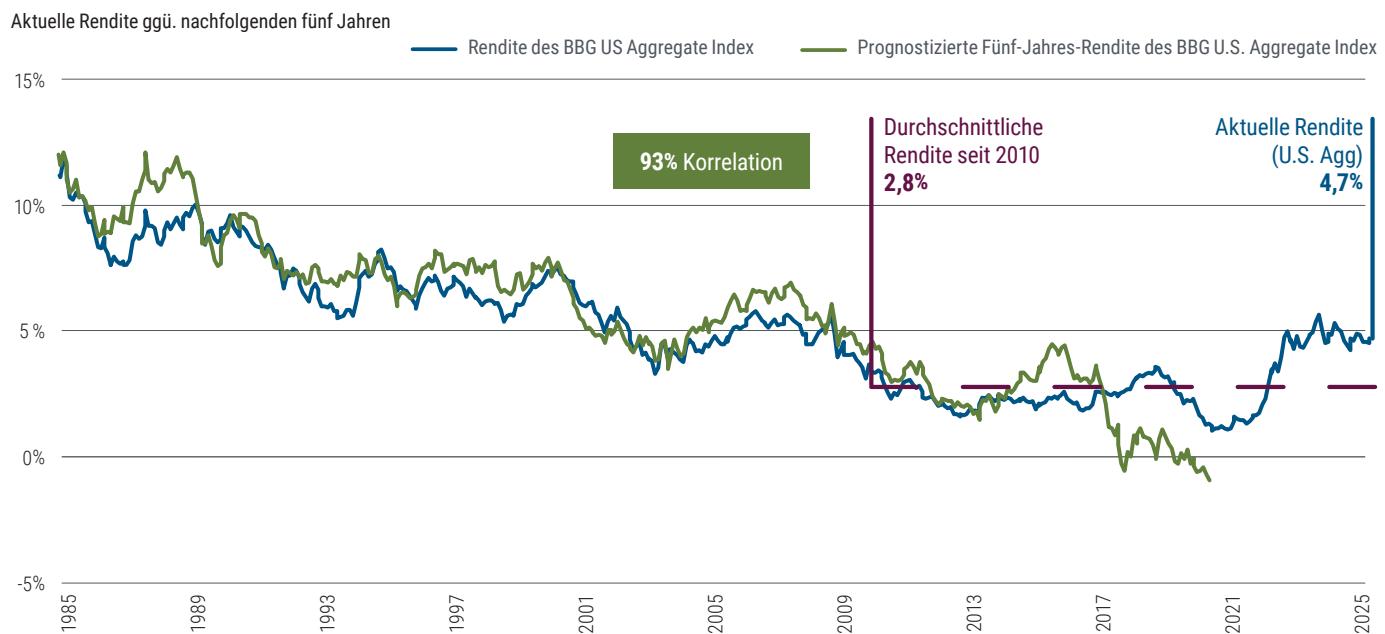
DER RENDITEVORTEIL BEI ANLEIHEN BLEIBT ÜBERZEUGEND

Die Bewertungen deuten darauf hin, dass die Wahrscheinlichkeit einer Outperformance von Aktien gegenüber festverzinslichen Wertpapieren geringer ist, was zum Teil darauf zurückzuführen ist, dass die Aussichten für qualitativ hochwertige festverzinsliche Wertpapiere so gut sind wie schon lange nicht mehr. Nach den deutlichen Zinserhöhungen infolge der Pandemie haben die Anleihenmärkte es auf die Sonnenseite geschafft: Anleger können nun von höheren Renditen und einem möglichen Kursanstieg profitieren, da die Zentralbanken über ausreichend Spielraum für Zinssenkungen verfügen.

Die Prognose der Erträge von festverzinslichen Wertpapieren ist relativ einfach: Über einen langfristigen Horizont kann die Anfangsrendite eines Anleihenportfolios ein guter Anhaltspunkt für die erwarteten Erträge sein (siehe Abbildung 3). Die Renditen des Bloomberg U.S. Aggregate Index und des Global Aggregate Index (in US-Dollar abgesichert), zwei gängigen Benchmarks für qualitativ hochwertige Anleihen, liegen zum 5. Juni 2025 bei rund 4,74 beziehungsweise bei 4,94 Prozent.

Von dort aus können aktive Manager versuchen, Portfolios zusammenzustellen, die eine Rendite von etwa fünf bis sieben Prozent bringen, indem sie von attraktiven Renditen profitieren, die in qualitativ hochwertigen Anlagen stecken. Wir gehen davon aus, dass wir uns weiterhin auf eine hohe Qualität konzentrieren werden.

Abbildung 3: Enge Verbindung zwischen Anfangsrenditen und Renditen der nachfolgenden fünf Jahre



Quelle: Bloomberg und PIMCO; Stand: 30. Mai 2025. **Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie und auch kein zuverlässiger Indikator für die künftige Wertentwicklung.** Diese Grafik dient nur zur Veranschaulichung und gibt keinen Hinweis auf die frühere oder zukünftige Wertentwicklung eines PIMCO-Produkts. Rendite und Ertrag beziehen sich auf den Bloomberg U.S. Aggregate Bond Index. Eine Direktanlage in einen nicht aktiv verwalteten Index ist nicht möglich.

GLOBALE CHANCEN MIT AKTIVEN STRATEGIEN NUTZEN

Mächtige, langfristig wirkende Kräfte – die Einführung lokaler Währungen, eine disziplinierte Finanzpolitik und diversifizierte Finanzierungen – schaffen Konvergenzen und dadurch dauerhaft Chancen. Ein aktives Management, das sich länderspezifische Nuancen und Relative-Value-Differenzen zunutze macht, ist entscheidend, die unvermeidliche Volatilität im Griff zu haben.

Die Chancen, Alpha zu generieren – also Erträge, die über den Markt-Benchmarks liegen –, sind auf den globalen Märkten so groß wie nie zuvor (siehe Abbildung 4).

Viele Volkswirtschaften der Industrieländer bieten eine Kombination aus attraktiven Anleihenrenditen und wenig rosigen Konjunkturaussichten, was für Anleihenanleger jedoch von Vorteil sein kann. Darüber hinaus sehen wir, dass die Schwellenländer auf ihrer nachgewiesenen Widerstandsfähigkeit aufbauen. In der Vergangenheit hat globale Diversifikation überdurchschnittliche um die Volatilität bereinigte Erträge gegenüber Portfolios einzelner Länder geboten. Wir glauben, dass Diversifikation die einzige Möglichkeit ist, die Vermögensmanagern aktuell zur Verfügung steht.

DIE BEDEUTUNG VON DURATION UND KURVENPOSITIONIERUNG

Angesichts attraktiver Ausgangsbewertungen bei festverzinslichen Wertpapieren in Verbindung mit einem erwarteten schwächeren Wachstum und einer sich stabilisierenden Inflation gehen wir davon aus, dass wir tendenziell stärker übergewichtete Durationspositionen in unseren Portfolios eingehen werden, als dies in den vergangenen Jahren der Fall war.

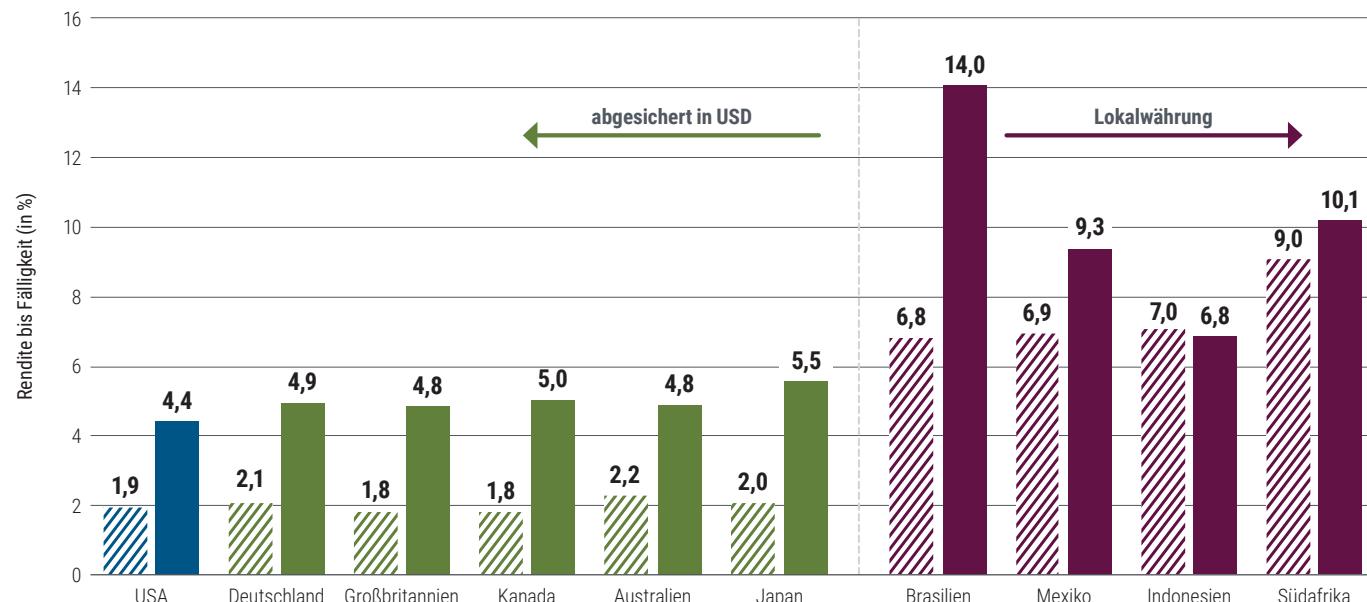
US-Staatsanleihen haben in jeder Rezession seit dem Zweiten Weltkrieg als Absicherung für Portfolios gedient, da Aktien und Anleihen historisch eine inverse Korrelation aufweisen. Die qualitativ hochwertigen globalen Anleihenmärkte haben ähnliche Eigenschaften geboten.

Eine Kernthese von PIMCO bleibt bestehen: Sie besagt, dass die Renditekurven über unseren langfristigen Horizont wieder steiler werden dürfen, da die Anleger weiterhin höhere „Entschädigungen“ für das Halten längerfristiger Anleihen im Vergleich zu Barmitteln und kurzfristigen Schuldverschreibungen verlangen. Die Schätzungen für die Laufzeitprämie für US-Staatsanleihen sind positiv und seit dem Jahrzehnt vor der Pandemie deutlich gestiegen. Angesichts

Abbildung 4: Globale Anleihenmärkte bieten attraktive und vielfältige Chancen

Rendite zehnjähriger Staatsanleihen

⌘ 31. Dez. 2019 ■ 30. Mai 2025



Quelle: Bloomberg und PIMCO; Stand: 30. Mai 2025. **Nur zur Veranschaulichung.** Die Rendite bis Fälligkeit (YTM) ist die geschätzte Gesamtrendite einer Anleihe, wenn sie bis zum Ende der Laufzeit gehalten wird. Sie gibt den Barwert der künftigen Kuponzahlungen einer Anleihe an. Als Näherungswerte werden folgende Indizes herangezogen: USA: U.S. Generic 10Y Government Bond Index; Deutschland: Generischer zehnjähriger deutscher Staatsanleihenindex; Großbritannien: Generischer zehnjähriger Index für britische Staatsanleihen; Kanada: Kanadischer generischer zehnjähriger Staatsanleihenindex; Australien: Australischer generischer zehnjähriger Staatsanleihenindex; Japan: Japanischer generischer zehnjähriger Staatsanleihenindex; Brasilien: Brasilianischer generischer zehnjähriger Staatsanleihenindex; Mexiko: Mexikanischer generischer zehnjähriger Staatsanleihenindex; Indonesien: Indonesischer generischer zehnjähriger Staatsanleihenindex; Südafrika: Südafrikanischer generischer zehnjähriger Staatsanleihenindex.

der aktuellen Haushaltsdebatte in den USA besteht das Potenzial für eine weitere Versteilierung der Kurve.

Aktives Management kann die Rolle von Anleihen als Absicherung durch eine entsprechende Positionierung auf der Zinsstrukturkurve stärken. Wir gehen davon aus, dass wir im fünf- bis zehnjährigen Teil der globalen Renditekurven übergewichtet bleiben und im Lauf der Zeit am langen Ende untergewichtet sein werden. Angesichts der steigenden Realrenditen am langen Ende sehen wir jedoch auch eine Grenze, was den Anstieg der Laufzeitprämien angeht.

Im Fall eines starken Anstiegs der längerfristigen Renditen würden wir nämlich mit erheblichen Turbulenzen an den Aktien- und Anleihenmärkten rechnen – und das wiederum könnte die Basis für eine Abwärtskorrektur der Realrenditen legen. Wir gehen auch davon aus, dass die Zentralbanken eingreifen und ihre Bilanzen nutzen werden, falls sich abrupte Marktbewegungen zu einer umfassenden Störung der Finanzmärkte aufschaukeln sollten.

ROBUSTE CHANCEN JENSEITS VON UNTERNEHMENSANLEIHEN

Die Kreditmärkte bieten eine Fülle von Chancen, aber sie bergen auch spezifische Risiken, was eine sorgfältige Auswahl von Sektoren und Einzeltiteln sowie einen Value-orientierten Investmentansatz erfordert.

Die Zeit seit der globalen Finanzkrise war außergewöhnlich: eine lange Expansion, die durch massive staatliche Unterstützung im Zuge der globalen Finanzkrise und der Pandemie angeheizt wurde und eine aggressive Kreditvergabe belohnte. Dies steht in krassem Gegensatz zu den Jahrzehnten unmittelbar vor der globalen Finanzkrise, in denen es in konjunkturell sensiblen Kreditbereichen weniger Unterstützung, größere Volatilität und ungleichmäßige Erträge gab.

Die Credit Spreads sind im Vergleich zu den historischen Durchschnittswerten trotz des langfristig größeren Rezessionspotenzials nach wie vor eng. Das deutet darauf hin, dass es an den Märkten für öffentlich gehandelte und privat platzierte Unternehmensanleihen eine gewisse Selbstzufriedenheit gibt. Die Fortschritte bei der KI könnten die Volatilität anheizen, da die Märkte für gehebelte Darlehen und private Direktkredite große Allokationen in Technologie und anderen Branchen aufweisen, die von KI-Disruptoren ins

Visier genommen werden. Eine Korrektur der überzogenen Bewertungen von US-Aktien könnte auch eine umfassendere Neubewertung von Risikoanlagen auslösen. Angesichts des begrenzten fiskalpolitischen Spielraums könnte sich zum ersten Mal seit Jahren ein echter Kreditausfallzyklus entfalten – anders als in der jüngsten „Buy the Dip“-Ära – und viele Investoren unvorbereitet treffen.

In einem schwächeren Wachstumsumfeld sind qualitativ nicht so hochwertige und konjunktursensible Unternehmen Risiken ausgesetzt. Höhere kurzfristige Zinssätze könnten mittelständische Unternehmen, die sich an den Märkten für variabel verzinsten Anleihen verschulden, zunehmend vor eine Herausforderung stellen. Wir bleiben vorsichtig in Bereichen der privaten Unternehmenskredite, in denen das eingesammelte Kapital die Investitionsmöglichkeiten übertroffen hat, was möglicherweise zu Enttäuschungen führen kann. Die Spannungen im Bereich Private Equity und Private Credit sind offensichtlich und könnten sich in einer Rezession noch deutlich verschärfen.

Eine weitere Konvergenz zwischen öffentlichen und privaten Märkten scheint über den langfristigen Horizont hinaus wahrscheinlich. Es gibt jedoch auch erhebliche Hindernisse für eine stärkere Konvergenz, was auf Liquidität, Transparenz, Kreditqualität und strukturelle Erwägungen zurückzuführen ist. Aktive Investmentmanager mit Zugriff auf einen breit aufgestellten, globalen „Werkzeugkasten“, der sich über öffentliche und private Märkte erstreckt, können auf Value-Verwerfungen in verschiedenen Segmenten der öffentlichen und privaten Kreditmärkte reagieren und gleichzeitig unvoreingenommene Lösungen anbieten, die die Liquidität, die tatsächliche Kreditqualität und die relativen Bewertungen berücksichtigen, um den Anlegern den besten Service zu bieten.

Strenge Eigenkapital- und Liquiditätsvorschriften für Banken dürften auch künftig dazu führen, dass viele Kreditvergaben in den USA auf den privaten Kreditmarkt verlagert werden, insbesondere bei vermögensbasierten Finanzierungen. Dies eröffnet Anlegern die Möglichkeit, als vorrangige Kreditgeber in Bereichen zu agieren, die einst von Regionalbanken dominiert wurden. Wir sehen weiterhin attraktive Chancen in qualitativ hochwertigen Kreditbereichen wie Konsumgüter, Wohnbaufinanzierungen, Immobilien und Sachanlagen, wo die Ausgangsbedingungen und Bewertungen im Vergleich zu Unternehmensanleihen günstig erscheinen.

Über unsere Foren

PIMCO ist ein weltweit führender Anbieter von aktiv gemanagten festverzinslichen Wertpapieren mit umfassender Expertise an den öffentlichen und privaten Märkten. Unser [Anlageprozess](#) wird durch unsere Secular und Cyclical Economic Forums verankert. Unsere Anlageexperten aus aller Welt kommen viermal im Jahr zusammen, um über die Verfassung der globalen Märkte und der Weltwirtschaft zu diskutieren und die Trends zu identifizieren, die wesentliche Auswirkungen auf das Anlagegeschäft haben dürften. In diesen weitreichenden Diskussionen wenden wir verhaltenswissenschaftliche Praktiken an, um den Austausch von Ideen zu maximieren, unsere Annahmen zu hinterfragen, kognitiven Vorurteilen entgegenzuwirken und integrative Erkenntnisse zu generieren.

Beim Secular Forum, das jährlich stattfindet, konzentrieren wir uns auf den Ausblick für die nächsten fünf Jahre, um die Portfolios auf strukturelle Veränderungen und Trends in der Weltwirtschaft auszurichten. Da wir der Auffassung sind, dass eine Vielfalt von Ideen bessere Anlageergebnisse liefert, laden wir namhafte Gastreferenten – Nobelpreisträger für Wirtschaftswissenschaften, politische Entscheidungsträger, Anleger und Historiker – ein, die wertvolle und vielfältige Perspektiven zu unseren Diskussionen beisteuern. Zudem begrüßen wir die aktive Teilnahme des PIMCO Global Advisory Board, eines Beratergremiums aus renommierten Fachleuten für Wirtschaft und Politik.

Beim Cyclical Forum, das dreimal im Jahr abgehalten wird, gilt unser Augenmerk den Perspektiven für die nächsten sechs bis zwölf Monate. Hier analysieren wir die Entwicklung von Geschäftszyklen in den maßgeblichen Volkswirtschaften der Industrie- und Schwellenländer. Unser besonderes Augenmerk gilt dabei potenziellen Veränderungen in der Geld- und Fiskalpolitik, den Marktrisikoprämien und den relativen Bewertungen, die Einfluss auf die Portfoliopositionierung haben.



Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie und kein zuverlässiger Indikator für künftige Ergebnisse.

Anlagen am **Anleihenmarkt** unterliegen Risiken wie zum Beispiel Markt-, Zins-, Emittenten-, Kredit-, Inflations- und Liquiditätsrisiken. Der Wert der meisten Anleihen und Anleihenstrategien wird durch Zinsänderungen beeinflusst. Anleihen und Anleihenstrategien mit längerer Duration sind häufig sensitiver und volatiler als Papiere mit kürzerer Duration. Die Kurse von Anleihen sinken in der Regel, wenn die Zinsen steigen. Ein Umfeld niedriger Zinsen erhöht dieses Risiko. Eine Verschlechterung der Bonität des Anleihenkontrahenten kann zu einer niedrigeren Marktliquidität und einer höheren Kursvolatilität beitragen. Der Wert von Anleihen kann bei der Rücknahme über oder unter dem ursprünglichen Kaufpreis liegen. **Anlagen in Wertpapieren, die auf Fremdwährungen lauten und/oder im Ausland begeben wurden**, können mit höheren Risiken aufgrund von Wechselkursschwankungen sowie wirtschaftlichen und politischen Risiken behaftet sein. Dies gilt vor allem für Schwellenländer. **Hypothen- undforderungsbesicherte Wertpapiere** können aufgrund des Risikos einer vorzeitigen Rückzahlung empfindlich auf Zinsveränderungen reagieren, und obgleich sie im Allgemeinen durch einen staatlichen, staatsnahen oder privaten Bürgen besichert werden, gibt es keine Garantie, dass der Bürg seine Verpflichtungen erfüllt. Bei Agency und Non-Agency MBS (staatlichen und nicht staatlichen forderungsbesicherten Hypothekenanleihen) handelt es sich um in den USA emittierte Papiere. **Inflationsindexierte Anleihen (Inflation-linked Bonds, ILBs)**, die von einem Staat begeben werden, sind Rentenpapiere, deren Nennwert regelmäßig an die Inflationsrate angepasst wird; der Wert von ILBs sinkt, wenn die Realzinsen steigen. **Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS)** sind ILBs, die von der US-Regierung ausgegeben werden. **Aktien** können sowohl wegen der tatsächlichen als auch der empfundenen allgemeinen Markt-, Konjunktur- und Branchenbedingungen an Wert verlieren. **Managementrisiko** bezeichnet das Risiko, dass von PIMCO verwendete Anlagetechniken und Risikoanalysen nicht die gewünschten Ergebnisse bringen und sich bestimmte Richtlinien oder Entwicklungen auf die Anlagetechniken auswirken, die PIMCO im Zusammenhang mit dem Management der Strategie zur Verfügung stehen. Die **Kreditqualität** eines bestimmten Wertpapiers oder einer Wertpapiergruppe garantiert nicht die Stabilität oder die Sicherheit eines gesamten Portfolios. **Diversifizierung** schützt nicht vor Verlusten. Hierin enthaltene Prognosen, Schätzungen und bestimmte Angaben basieren auf eigenen Analysen und stellen weder eine Anlageberatung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments dar. Prognosen und Schätzungen sind naturgemäß bestimmten Beschränkungen unterworfen und spiegeln – anders als ein tatsächlicher Performance-Nachweis – nicht die tatsächlichen Handels- und Liquiditätsbeschränkungen, Gebühren und/oder sonstigen Kosten wider. Darüber hinaus verstehen sich Verweise auf künftige Ergebnisse nicht als Schätzung oder Versprechen bezüglich der Ergebnisse, die ein Kundenportfolio möglicherweise erzielen kann.

Aussagen zu Trends an den Finanzmärkten oder Portfolio-Strategien basieren auf den aktuellen Marktbedingungen, die Schwankungen unterliegen. Es wird keinerlei Gewähr dafür übernommen, dass die angegebenen Anlagestrategien in jedem Marktumfeld erfolgreich durchsetzbar und für alle Anleger angemessen sind. Anleger sollten daher ihre Möglichkeiten eines langfristigen Engagements insbesondere in Phasen rückläufiger Märkte überprüfen. Anleger sollten vor einer Anlageentscheidung ihren Anlageexperten konsultieren. Ausblick und Strategien können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden.

Korrelation ist ein statistisches Maß für die Entwicklung zweier Wertpapiere im Verhältnis zueinander. Die Korrelation verschiedener Indizes oder Wertpapiere untereinander oder gegenüber der Inflation basiert auf Daten über einen bestimmten Zeitraum. Diese Korrelationen können in der Zukunft oder über bestimmte Zeiträume stark schwanken, was zu größerer Volatilität führen kann.

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung für ein bestimmtes Wertpapier, eine Strategie oder ein Anlageprodukt dar. Die hier enthaltenen Informationen stammen aus Quellen, die wir für zuverlässig halten; es wird jedoch keine Gewähr übernommen.

PIMCO erbringt Dienstleistungen für qualifizierte Institutionen, Finanzintermediäre und institutionelle Anleger. Privatanleger sollten sich an ihren eigenen Finanzberater wenden, um die für ihre finanzielle Lage am besten geeigneten Anlageoptionen zu ermitteln. Dies ist kein Angebot an Personen in Rechtsgebieten, in denen dies ungesetzlich oder unzulässig ist. | **PIMCO Europe Ltd (Handelsregister-Nr. 2604517; 11 Baker Street, London W1U 3AH, Vereinigtes Königreich)** ist von der Financial Conduct Authority (FCA, 12 Endeavour Square, London E20 1JN) im Vereinigten Königreich zugelassen und unterliegt deren Aufsicht. Die von PIMCO Europe Ltd angebotenen Dienstleistungen sind nicht für Privatanleger erhältlich. Diese sollten sich nicht auf die vorliegende Mitteilung verlassen, sondern sich mit ihrem Finanzberater in Verbindung setzen. Da die Dienstleistungen und Produkte von PIMCO Europe GmbH ausschließlich professionellen Kunden angeboten werden, ist ihre Angemessenheit stets gewährleistet.

PIMCO Europe GmbH (Handelsregister-Nr. 192083; Seidlstr. 24-24a, 80335 München) ist in Deutschland von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin, Marie-Curie-Str. 24–28, 60439 Frankfurt am Main) gemäß § 15 des Wertpapierinstitutsgesetzes (WpIG) zugelassen und wird von ihr reguliert. **PIMCO Europe GmbH Italian Branch (Handelsregister-Nr. 10005170963; Via Turati nn. 25/27 (angolo via Cavalieri n. 4), 20121 Milano, Italien)**, **PIMCO Europe GmbH Irish Branch (Handelsregister-Nr. 909462; 57B Harcourt Street, Dublin D02 F721, Irland)**, **PIMCO Europe GmbH UK Branch (Handelsregister-Nr. FC037712; 11 Baker Street, London W1U 3AH, Vereinigtes Königreich)**, **PIMCO Europe GmbH Spanish Branch (N.I.F. W2765338E; Paseo de la Castellana 43, Oficina 05-111, 28046 Madrid, Spanien)**, **PIMCO Europe GmbH French Branch (Handelsregister-Nr. 918745621 R.C.S. Paris; 50–52 Boulevard Haussmann, 75009 Paris, Frankreich)** und **PIMCO Europe GmbH (DIFC Branch, Handelsregister-Nr. 9613; Unit GD-GB-00-15-BC-05-0, Level 15, Gate Building, Dubai International Financial Centre, Dubai, Vereinigte Arabische Emirate)** werden zusätzlich beaufsichtigt durch: (1) **italienische Zweigstelle: die Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB)**, Giovanni Battista Martini, 3 - 00198 Rom) gemäß Artikel 27 des italienischen Finanzgesetzes; (2) **irische Zweigstelle: die Central Bank of Ireland** (New Wapping Street, North Wall Quay, Dublin 1 D01 F7X3) gemäß Verordnung 43 der Europäischen Union (über Märkte für Finanzinstrumente) Regulations 2017 in der jeweils geltenden Fassung; (3)

britische Zweigstelle: die Financial Conduct Authority (FCA), 12 Endeavour Square, London E20 1JN); (4) **spanische Zweigstelle: die Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)**, Edison, 4, 28006 Madrid) in Übereinstimmung mit den in den Artikeln 168 und 203 bis 224 festgelegten Verpflichtungen sowie den in Teil V, Abschnitt I des Gesetzes über den Wertpapiermarkt (LSM) und in den Artikeln 111, 114 und 117 des Königlichen Dekrets 217/2008 enthaltenen Verpflichtungen; (5) **französische Zweigstelle: die ACPR/Banque de France** (4 Place de Budapest, CS 92459, 75436 Paris Cedex 09) in Übereinstimmung mit Artikel 35 der Richtlinie 2014/65/EU über Märkte für Finanzinstrumente sowie durch die ACPR und AMF; und (6) **DIFC-Zweigstelle: die Dubai Financial Services Authority (DFSA)**, Level 13, West Wing, The Gate, DIFC) in Übereinstimmung mit Artikel 48 des Regulatory Law 2004. Die von PIMCO Europe GmbH erbrachten Dienstleistungen stehen nur professionellen Kunden, im Sinne von § 67 Abs. 2 WpHG definiert, zur Verfügung. Sie stehen Privatanlegern nicht zur Verfügung, und diese sollten sich nicht auf die vorliegende Mitteilung verlassen. Gemäß Art. 56 der Verordnung (EU) 565/2017 darf eine Investmentgesellschaft davon ausgehen, dass professionelle Kunden über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die mit den jeweiligen Wertpapierdienstleistungen oder -transaktionen verbundenen Risiken zu verstehen. Da die Dienstleistungen und Produkte von PIMCO Europe GmbH ausschließlich professionellen Kunden angeboten werden, ist ihre Angemessenheit stets bestätigt. **PIMCO (Schweiz) GmbH (registriert in der Schweiz, Handelsregister-Nr. CH-020.4.038.582-2, Brandschenkestrasse 41, 8002 Zürich, Schweiz)**. Gemäß dem Schweizer Kollektivanlagengesetz (KAG) vom 23. Juni 2006 darf eine Investmentgesellschaft davon ausgehen, dass professionelle Kunden über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die mit den jeweiligen Wertpapierdienstleistungen oder -transaktionen verbundenen Risiken zu verstehen. Da die Dienstleistungen und Produkte von PIMCO (Schweiz) GmbH ausschließlich professionellen Kunden angeboten werden, ist ihre Angemessenheit stets bestätigt. Die von PIMCO (Schweiz) GmbH angebotenen Dienstleistungen sind nicht für Privatanleger erhältlich. Diese sollten sich nicht auf die vorliegende Mitteilung verlassen, sondern ihren Finanzberater kontaktieren. | Ohne ausdrückliche schriftliche Erlaubnis darf kein Teil dieser Publikation in irgendeiner Form vervielfältigt oder in anderen Publikationen zitiert werden. PIMCO ist in den Vereinigten Staaten von Amerika und weltweit eine Marke von Allianz Asset Management of America LLC. ©2025, PIMCO.