



KONJUNKTUR-
AUSBLICK
JANUAR 2025

Unsicherheit ist sicher

Angesichts der unsicheren globalen Konjunkturaussichten und der hohen Aktienbewertungen bieten die Anleihenmärkte attraktive Renditen und wichtige Vorteile bei der Diversifizierung.



VON:

Tiffany Wilding
Managing Director
Ökonomin

Andrew Balls
CIO
Global Fixed Income

WICHTIGSTE SCHLUSSFOLGERUNGEN

Der Wechsel in der politischen Führungsetage der USA erhöht die globale wirtschaftliche Unsicherheit im Jahr 2025. Die protektionistischen Vorschläge der neuen Regierung haben das Potenzial, die Handelsbeziehungen neu zu gestalten und die wirtschaftliche Dynamik weltweit zu verändern. Da die tatsächlichen politischen Maßnahmen und ihre Auswirkungen noch ungewiss sind, sehen wir eine breite Palette möglicher Ergebnisse. Hier sind unsere kurzfristigen Einschätzungen zu Wirtschaft und Konjunktur:

- **Unsicherheit ist sicher:** Die vorgeschlagenen politischen Weichenstellungen in den USA haben das Spektrum potenzieller Wachstumsszenarien erweitert. Die Inflationsrisiken in den USA und die Rezessionsrisiken in vielen anderen Volkswirtschaften haben zugenommen. Unser Basisszenario: Wir gehen von ökonomisch verkraftbaren US-Zollerhöhungen gegen China und andere Handelspartner aus. Energischere Anstrengungen zur Beseitigung der seit Langem bestehenden Handelsungleichgewichte könnten jedoch die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte stören. In den Industrieländern gehen wir davon aus, dass sich die Inflation weiter in Richtung der Zielniveaus bewegen wird, was es den Zentralbanken der Industrieländer ermöglichen sollte, die Leitzinsen weiter zu senken. Anpassungen des Preisniveaus aufgrund höherer Zölle könnten jedoch weitere diesbezügliche Fortschritte verzögern, insbesondere in den USA. Eine größere politische Unsicherheit inmitten einer insgesamt starken US-Wirtschaft spricht für einen schrittweisen, datengestützten Ansatz.

Während sich die Bandbreite der potenziellen Ergebnisse in beide Richtungen erweitert hat – von positiveren Aufwärtsbewegungen bis hin zu düsteren Abwärtsbewegungen –, basieren risikoreiche US-Assets zunehmend auf optimistischen Szenarien. Getragen von der Erwartung niedrigerer Steuern und gelockerter regulatorischer Vorschriften, haben US-Aktien neue Höhen erklommen, während die Kredit-Spreads in der Nähe der Rekordtiefs liegen. Obwohl sich diese Dynamik fortsetzen könnte, zeigt die Geschichte, dass der Spielraum für weitere nachhaltige Gewinne bei den aktuellen Bewertungen begrenzt ist. Im Gegensatz dazu bieten Anleihen sowohl kurzfristig als auch längerfristig attraktive Chancen. Hier ist unser Fazit für Investments:

- **Anleihen sind besser positioniert:** Anleihen werden im Jahr 2025 eine entscheidende Rolle in den Portfolios spielen. Wir glauben, dass die Anleihenrenditen in einer Zeit, in der Aktienbewertungen und Kredit-Spreads nicht überzeugen können, attraktiv sind, was qualitativ hochwertigen festverzinslichen Wertpapieren eine günstige Ausgangsbasis bietet. Im Gegensatz zu Cash und Geldmarktinstrumenten dürften Anleihen von einem Kapitalzuwachs profitieren, wenn die Leitzinsen fallen, was die Rolle von Anleihen als Quelle zur Diversifizierung und als Stabilisator für das Aktienengagement in Portfolios stärkt.
- **Verwenden Sie den Relative Value als Richtlinie:** Das Ausloten von Investments in verschiedenen Märkten bietet breitere Handlungsperspektiven. Hohe US-Defizite und unterschiedliche globale Konjunkturpfade verbessern die bereits attraktiven globalen Optionen zur Diversifizierung. Das Aufdecken innovativer, struktureller Renditequellen kann auch die Abhängigkeit von gebündelten Wetten im Zusammenhang mit Wirtschaftswachstum oder Zinssätzen verringern.

Vor diesem Hintergrund sehen wir vielversprechende Chancen für festverzinsliche Wertpapiere in den USA und anderen Industrieländern, insbesondere in Großbritannien und Australien, sowie in ausgewählten Schwellenländern. Darüber hinaus bevorzugen wir mit Hypotheken besicherte Wertpapiere und vermögensbasierte Anlagen gegenüber anderen Kreditsektoren sowohl an den öffentlichen als auch an den privaten Märkten.



Konjunkturausblick: Unsicherheit ist sicher

In unserem Ausblick vom Oktober 2024 mit dem Titel „Sanfte Landung voraus“ sagten wir, dass die US-Wirtschaft, wie auch andere Volkswirtschaften, auf eine seltene sanfte Landung vorbereitet zu sein scheint – also auf eine Abschwächung des Wachstums und der Inflation ohne Rezession zusteuert. Wir sagten, dass die Volkswirtschaften der Industrieländer auf dem besten Weg seien, im Jahr 2025 wieder das angestrebte Inflationsniveau zu erreichen. Wir sahen Risiken im Zusammenhang mit den US-Wahlen und einer anhaltend hohen Staatsverschuldung.

Die Grundzüge dieser Prognose bleiben bestehen. Wir gehen davon aus, dass sich das Wachstum des globalen realen BIP leicht verlangsamen wird. Weniger Einwanderung und höhere Zölle dürften das US-Wachstum trotz einer ansonsten robusten Wirtschaft dämpfen. Unterdessen hinkt Europa mit einer unterdurchschnittlichen Entwicklung der Wirtschaftsleistung weiterhin hinterher.

Chinas Wirtschaftsaussichten sind nach wie vor prekär, da die Wachstums- und Inflationsrisiken aufgrund der nach wie vor vorsichtigen fiskalischen Unterstützung, des Schuldenabbaus im Immobiliensektor, der zu einer anämischen Kreditnachfrage des privaten Sektors, hohen Realzinsen und überschüssigen Produktionskapazitäten beigetragen hat, größer geworden sind. Trotz eines anhaltenden Abschwungs im Immobiliensektor hielt China an seinem Wachstumsziel von fünf Prozent im Jahr 2024 fest, das durch eine Expansion im produzierenden Gewerbe – insbesondere in den Bereichen

Halbleiter und Technologie – sowie durch Investitionen in Infrastruktur und ein Exportwachstum unterstützt wurde.

Dieses Wachstumsmodell gerät jedoch unter dem Gewicht der eskalierenden Handelsspannungen, eines nur schleppenden privaten Verbrauchs und eines längerfristigen Rückgangs des Bevölkerungs- und Produktivitätswachstums ins Wanken. Die Zentralregierung dürfte das Wachstumsziel für 2025 auf rund 4,5 Prozent senken, wobei die Kerninflation wahrscheinlich gedämpft bleiben dürfte. Diese Erwartung beinhaltet bereits, dass ein Konjunkturpaket in Höhe von rund 1,5 Billionen chinesischen Yuan (1,0 bis 1,5 % des BIP) erforderlich sein wird, um den Konsum im kommenden Jahr anzukurbeln.

Die Aussichten für eine allmähliche Annäherung der Inflation an die Ziele der Zentralbanken in den Industrieländern sind nach wie vor intakt, auch wenn höhere US-Zölle diesen Prozess verzögern könnten. Weniger angespannte Arbeitsmärkte und eine rückläufige Inflation dürften es den Zentralbanken der Industrieländer ermöglichen, die Zinsen weiter zu senken. Wir rechnen je nach Region mit Zinssenkungen der Industrieländer-Zentralbanken um 50 bis 150 Basispunkte im Jahr 2025.

Die Bank of Japan (BOJ) bleibt die Ausnahme. Wir gehen davon aus, dass die BOJ die Zinsen um 50 Basispunkte anheben wird, da höhere Inflationserwartungen die Kerninflation trotz der Währungsvolatilität stützen.

RISIKEN UND MÖGLICHE ERGEBNISSE

Die US-Wahlen haben das Spektrum der möglichen konjunkturellen Szenarien erweitert. Unser Basisszenario geht von ökonomisch überschaubaren US-Zollerhöhungen gegenüber China und anderen Handelspartnern aus, während die Steuer-, Ausgaben- und Handelspolitik die Netto-Haushaltsdefizite der USA bis 2025 und 2026 unverändert bei etwa sechs bis sieben Prozent belassen – einem Wert mit stärker limitierten ökonomischen Auswirkungen.

Es besteht jedoch das Risiko, dass die neue Regierung eine aggressivere Politik verfolgt (siehe Abbildung 1), um die anhaltenden Handels- und Haushaltsdefizite anzugehen – eine Politik, die nach Ansicht der Regierung im Lauf der Zeit zu einem nachhaltigeren und gerechteren US-Wachstum führen wird. Um eine bedeutende Veränderung der globalen Handelsungleichgewichte zu erreichen, müssten sich schon die globalen Spar- und Investitionsmuster ändern, wodurch der Anteil des Konsums am BIP der USA und der Anteil des verarbeitenden Gewerbes in anderen Ländern (zum Beispiel China) reduziert würde.



Ohne Reformen in China oder in anderen Ländern mit Handelsüberschuss, die dazu führen, dass implizite Produktionssubventionen gekürzt werden und der Konsum in Schwung kommt, könnten die USA versucht sein, eine interventionistische Handelspolitik umzusetzen (etwa ein System universeller Zölle oder ausländischer Direktinvestitionssteuern), um solche Veränderungen zu erzwingen. Allerdings ist zu bedenken: Eine Verteilung der Lasten, die aus dem globalen Reservestatus der US-Währung resultiert, etwa durch eine Verteuerung des Haltens von US-Assets, würde jedoch wahrscheinlich die Kapitalkosten erhöhen und – wenn das Haushaltsdefizit nicht aggressiver abgebaut wird – auch die Kreditkosten der US-Regierung.

Solche aggressiven kurzfristigen Maßnahmen zur Umkehrung langfristiger Trends würden wahrscheinlich zu ökonomischen Verwerfungen, kurzfristiger Währungsvolatilität und einer Underperformance der US-Aktienmärkte beitragen, selbst wenn es mithilfe dieser Maßnahmen gelingen sollte, langfristig ein stärkeres, ausgewogeneres globales Wachstum zu schaffen. Daher ist die Toleranz des designierten US-Präsidenten Donald Trump für mehr oder weniger Volatilität an den US-Aktienmärkten eine Schlüsselfrage für diesen Ausblick.

Diese vorgeschlagenen politischen Kurswechsel verstärken sowohl Aufwärts- als auch Abwärtsrisiken für das US-Wachstum – zumal die genaue Kombination, das Timing und der Umfang solcher Maßnahmen unklar bleiben. Wir sind jedoch der Ansicht, dass der Mix der potenziellen politischen Ergebnisse die kurzfristigen Inflationsrisiken in den USA erhöht und gleichzeitig größere Abwärtsrisiken für das Wachstum außerhalb der USA mit sich bringt, insbesondere in Ländern

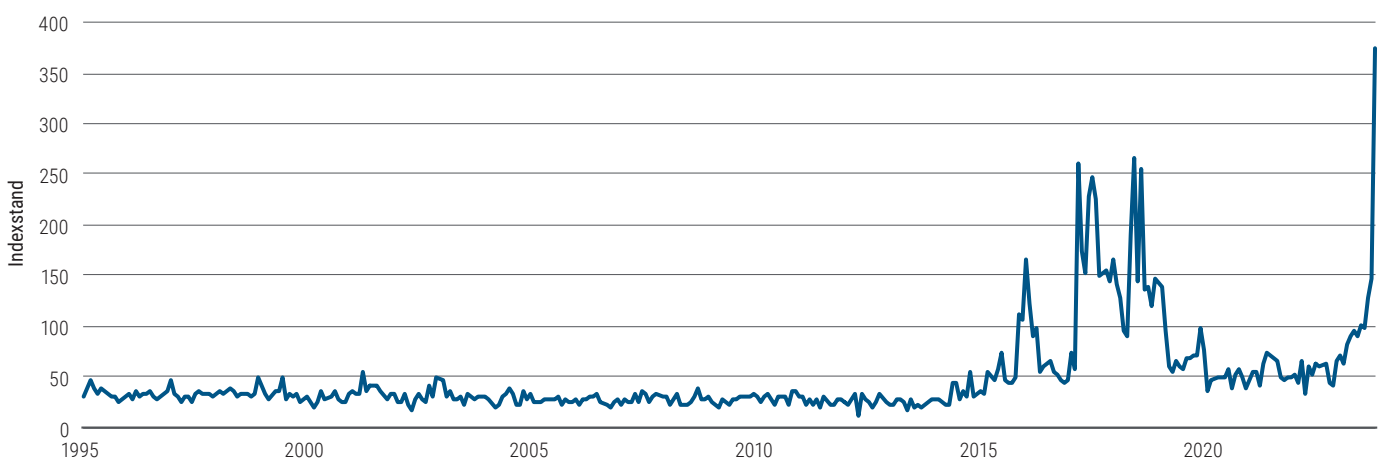
mit einem großen Anteil am Welthandel und anhaltenden Überschüssen im bilateralen Handel mit den USA.

So könnten beispielsweise unerwartet hohe Ausgabenkürzungen der US-Regierung, eine aggressive Handelspolitik oder die Abschiebung von Einwanderern mittelfristig Abwärtsrisiken sowohl für das US-amerikanische als auch für das globale Wachstum nach sich ziehen. Umgekehrt könnten umfangreichere US-Steuersenkungen und Deregulierung die Wachstumsaussichten in den USA verbessern, was das Vertrauen der Verbraucher und Unternehmen sowie die Performance von Risikoanlagen stärken könnte. Ein Fokus auf einen faireren Welthandel, effizientere Märkte und eine nachhaltige Entwicklung der US-Verschuldung könnte dazu beitragen, den steigenden Lebensstandard in den USA aufrechtzuerhalten. Durchdachte Einwanderungsreformen, die den Anteil der produktiven Erwerbsbevölkerung erhöhen, weniger Regulierung bei Investitionen und die Öffnung von Exportmärkten für US-Projekte könnten ebenfalls Vorteile für US-Unternehmen und deren Arbeitnehmer bringen.

Auf sehr kurze Sicht könnte eine höhere handelspolitische Unsicherheit jedoch eine Belastung für die globale Industrieproduktion, die Investitionen und den Handel darstellen, unabhängig von den tatsächlichen politischen Ergebnissen. Diese isolationistische und für das Binnenwachstum freundliche Politik der USA birgt zwar verschiedene Risiken für das US-Wachstum. Sie wirkt aber im Allgemeinen eher inflationär, zumal die US-Wirtschaft derzeit ihr Potenzial voll ausschöpft oder zumindest annähernd erreicht.

Abbildung 1: Die handelspolitische Unsicherheit hat zugenommen

Index für Unsicherheit in der Handelspolitik



Quelle: US-Notenbank; Stand: 30. November 2024. Der Trade Policy Uncertainty (TPU) Index wird von Mitarbeitern der Abteilung für internationale Finanzen des Federal Reserve Board erstellt und misst den Fokus der Medien auf Nachrichten im Zusammenhang mit handelspolitischen Unsicherheiten. Der Index spiegelt die Ergebnisse der automatisierten Textsuche in den elektronischen Archiven von sieben führenden Zeitungen wider: „Boston Globe“, „Chicago Tribune“, „Guardian“, „Los Angeles Times“, „New York Times“, „Wall Street Journal“ und „Washington Post“ (Zugriff über ProQuest Historical Newspapers und ProQuest Newsstream). Der Index wird so skaliert, dass die Zahl 100 angibt, dass ein Prozent aller Nachrichtenbeiträge Verweise auf TPU enthalten. Für Einzelheiten zum TPU-Index siehe „The economic effects of trade policy uncertainty“ von Dario Caldara, Matteo Iacoviello, Patrick Molligo, Andrea Prestipino und Andrea Raffo, „Journal of Monetary Economics“, Elsevier, Bd. 109(C), 2020.

Die US-Notenbank (Fed) hat diese sich verändernden Risiken zur Kenntnis genommen. Im Dezember, als die Fed ihren Leitzins um 25 Basispunkte senkte, revidierten die Notenbanker ihre Prognosen, um darauf hinzuweisen, dass im Jahr 2025 weniger Zinssenkungen zu erwarten sind, da die Unsicherheit über den weiteren Fortschritt beim Thema Inflation größer ist. Fed-Präsident Jerome Powell sagte, dass einige seiner Notenbanker die mögliche Politik der Trump-Regierung in ihre revidierten Prognosen miteinbezogen hätten.

Obwohl die gängige Meinung nahelegt, dass Zentralbanken über einmalige Preisanpassungen, etwa in Form von Zöllen, nachdenken sollten, könnten Zölle, die von anderen wachstumsfördernden Maßnahmen in den USA begleitet werden, einen stärker anhaltenden Inflationsdruck nach sich ziehen. In gleich mehreren Szenarien könnten die Notenbanker der Fed weiterhin besorgt sein über die Auswirkungen steigender Inflationserwartungen und erhöhten Lohnwachstums. Eine mögliche Folge könnte sein: Sie reagieren darauf, indem sie zumindest zunächst weniger Kürzungen vornehmen als erwartet.

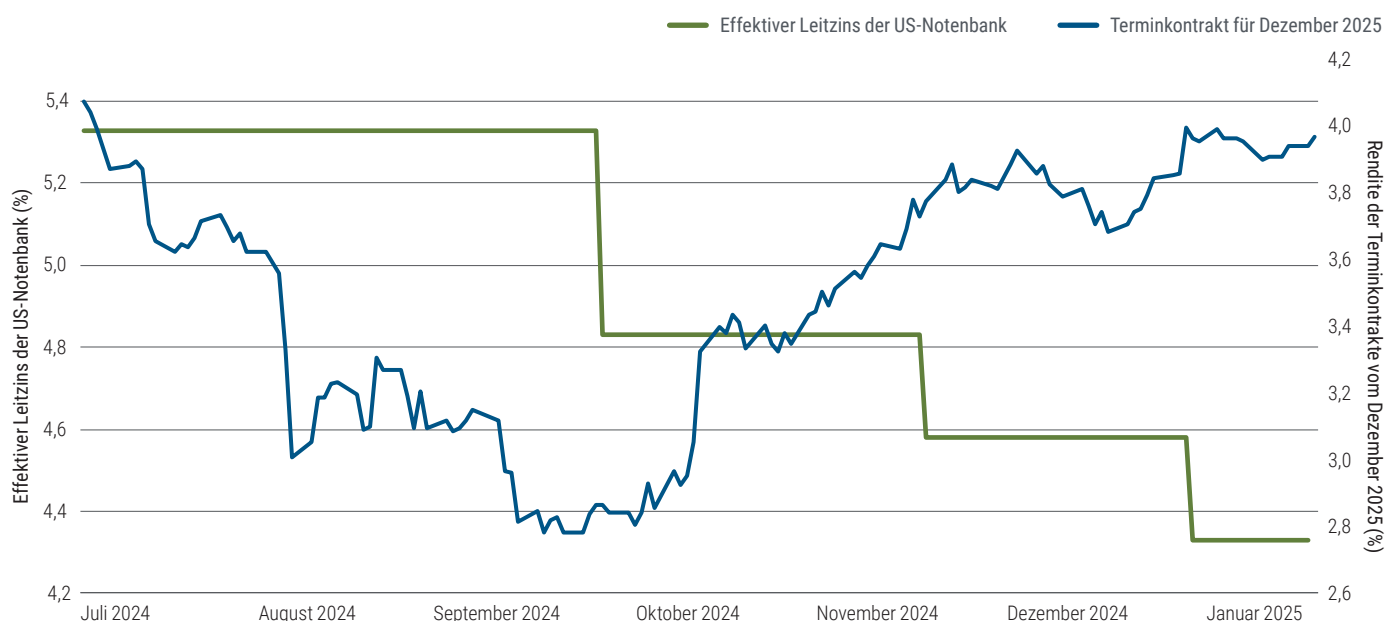
Nach Leitzinssenkungen um 100 Basispunkte im Jahr 2024 ist der Zeitpunkt weiterer Zinssenkungen der Fed somit ungewisser geworden, was auf ein allmählicheres, datengestütztes Vorgehen im Jahr 2025 hindeutet. Der Terminmarkt hat diese Unsicherheit in den vergangenen Monaten widergespiegelt (siehe Abbildung 2). Obwohl die Fed ihren Leitzins in diesem Zeitraum um 100 Basispunkte gesenkt hat, zeigten die

Marktpreise, dass keine zusätzliche Lockerung um 100 Basispunkte im kommenden Jahr mehr erwartet wurde.

Die langfristigen Aussichten für die US-Staatsverschuldung dürften weiterhin Anlass zur Sorge geben. Dennoch besteht die Möglichkeit, das Defizit schrittweise zu reduzieren. Potenzial böten etwa die Rücknahme bestimmter Maßnahmen der Biden-Regierung – wie Investitionskredite für erneuerbare Energien und andere Elemente des Inflation Reduction Act von 2022 – sowie Kürzungen bei Medicaid. Höhere Zölle könnten auch zu höheren staatlichen Einnahmen und somit zur Reduzierung des Defizits führen.

Dennoch wird ein signifikanter Abbau des Defizits schwierig sein, da der Tax Cuts and Jobs Act – Trumps Gesetzesentwurf aus seiner ersten Amtszeit – voraussichtlich verlängert wird und einige zusätzliche Steuersenkungen auf der Agenda stehen, darunter beispielsweise Dekrete zur Anhebung der Obergrenzen für staatliche und lokale Steuern (SALT). Einige Ausgabenkürzungen könnten durch Maßnahmen zur Verbesserung der Effizienz der Regierung und zur Bekämpfung von Verschwendung erreicht werden. Größere Kürzungen, einschließlich Reformen der Sozialversicherungs- und Medicare-Programme, erfordern jedoch einen Beschluss des US-Kongresses. Angesichts der knappen republikanischen Mehrheiten, insbesondere im Repräsentantenhaus, dürften solche Reformen deshalb wahrscheinlich schwer durchzusetzen sein.

Abbildung 2: Der Futures-Markt hat mehr Unsicherheit über die Politik der Fed eingepreist



Quelle: Bloomberg; Stand: 7. Januar 2025.

Konsequenzen für Investments: Anleihen sind besser positioniert

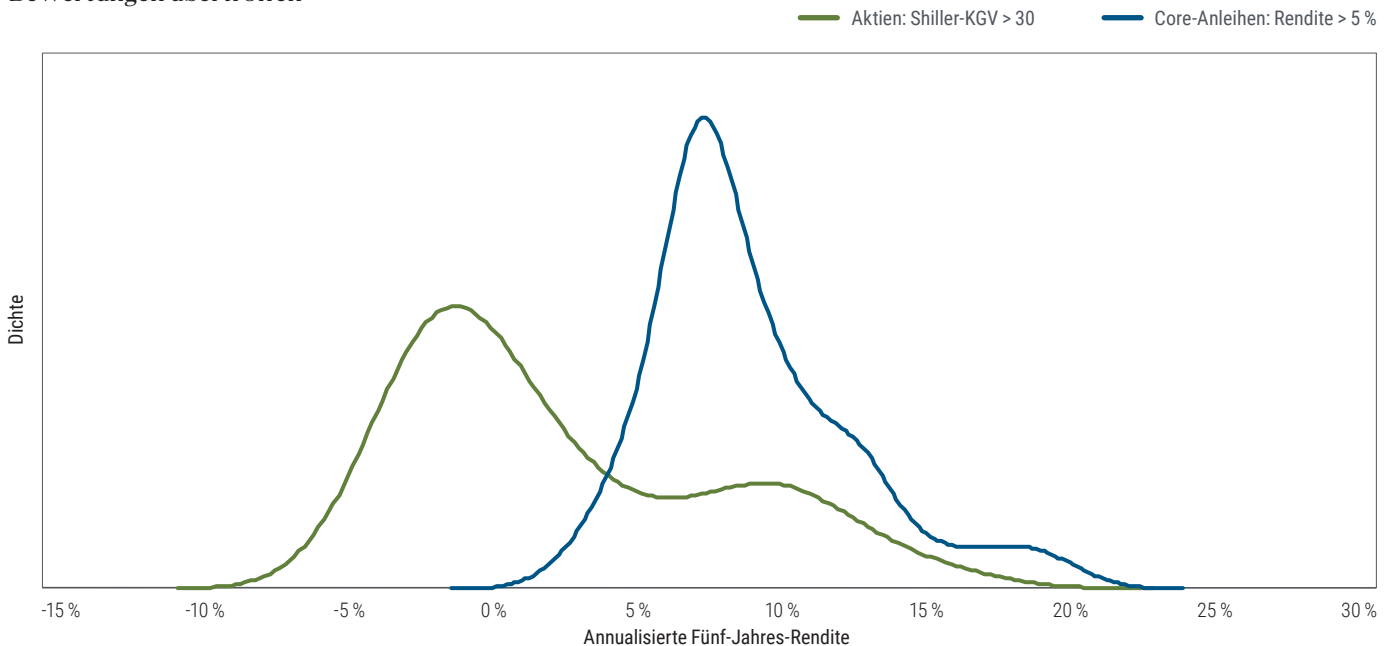
Die Finanzmärkte scheinen in einer Zeit erhöhter geopolitischer Unsicherheit ein sehr positives Basisszenario einzupreisen, was sich in der Stärke der US- und anderer Aktienmärkte in den vergangenen Monaten widerspiegelt. Historisch hohe Aktienbewertungen und US-Defizite sowie das Potenzial für eine Eskalation handelspolitischer Spannungen werfen Fragen über die Nachhaltigkeit der Gewinne an den Aktienmärkten auf. Die Risiken scheinen nach unten zu zeigen (Abwärtsrisiken) mit wenig Spielraum für ein Sicherheitsnetz. Dieses Umfeld ist ein überzeugendes Argument dafür, einige Chips vom Tisch zu nehmen.

Wir glauben, dass die Anleihenrenditen im Vergleich zu Aktienbewertungen und Kredit-Spreads immer attraktiver werden. Die Anfangsrenditen qualitativ hochwertiger festverzinslicher Wertpapiere, die stark mit den Fünf-Jahres-Terminmarkt-Renditen korrelieren, lagen per 7. Januar 2025 bei fünf Prozent, bezogen auf den Bloomberg US Aggregate Index, und bei 4,8 Prozent, bezogen auf den Global Aggregate Index (in US-Dollar abgesichert). Während anhaltende Aktiengewinne

es erfordern würden, dass die Bewertungen weit über der langfristigen Norm liegen, müssen Anleihen lediglich historische Trends halten, um attraktive Erträge zu erzielen, die den Anfangsrenditen entsprechen.

Die Renditen am Anleihenmarkt lassen sich durch Kapitalgewinne in ungünstigen makroökonomischen oder marktspezifischen Szenarien möglicherweise weiter steigern. Auch historische Trends unterstützen Anleihen als attraktive Risikoabsicherung und zur Portfolio-Diversifikation (siehe Abbildung 3). Betrachtet man die Anleihen- und Aktienmärkte im Durchschnitt seit 1973, so haben Anleihen in ähnlichen Zeiträumen, in denen US-amerikanische Core-Anleihen eine Rendite von rund fünf Prozent oder mehr erzielten und die Kurs-Gewinn-Verhältnisse von US-Aktien bei etwa 30 oder höher lagen, in den nächsten fünf Jahren höhere Renditen erzielt bei potenziell geringerer Volatilität (weitere Informationen finden Sie in unserem Kommentar von Dezember 2024 [„Von Cash zu Anleihen: Ein strategischer Wandel bei Investments nach der Pandemie“](#)).

Abbildung 3: Historisch betrachtet, haben Anleihen bei den heutigen Renditen Aktien bei den aktuellen Bewertungen übertroffen



Quelle: Bloomberg-Daten, PIMCO-Berechnungen zum 31. Dezember 2024. Nur zur Veranschaulichung. Das Diagramm verwendet Daten, die bis Januar 1973 zurückreichen. Core-Anleihen beziehen sich auf den Bloomberg US Aggregate Index. CAPE ist das periodisch bereinigte Kurs-Gewinn-Verhältnis für den S&P 500. Es kann nicht garantiert werden, dass sich die oben genannten Trends fortsetzen. Aussagen über die Entwicklung der Finanzmärkte basieren auf den aktuellen Marktbedingungen, die variieren können. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist weder eine Garantie noch ein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse. Eine Direktanlage in einen nicht verwalteten Index ist nicht möglich.

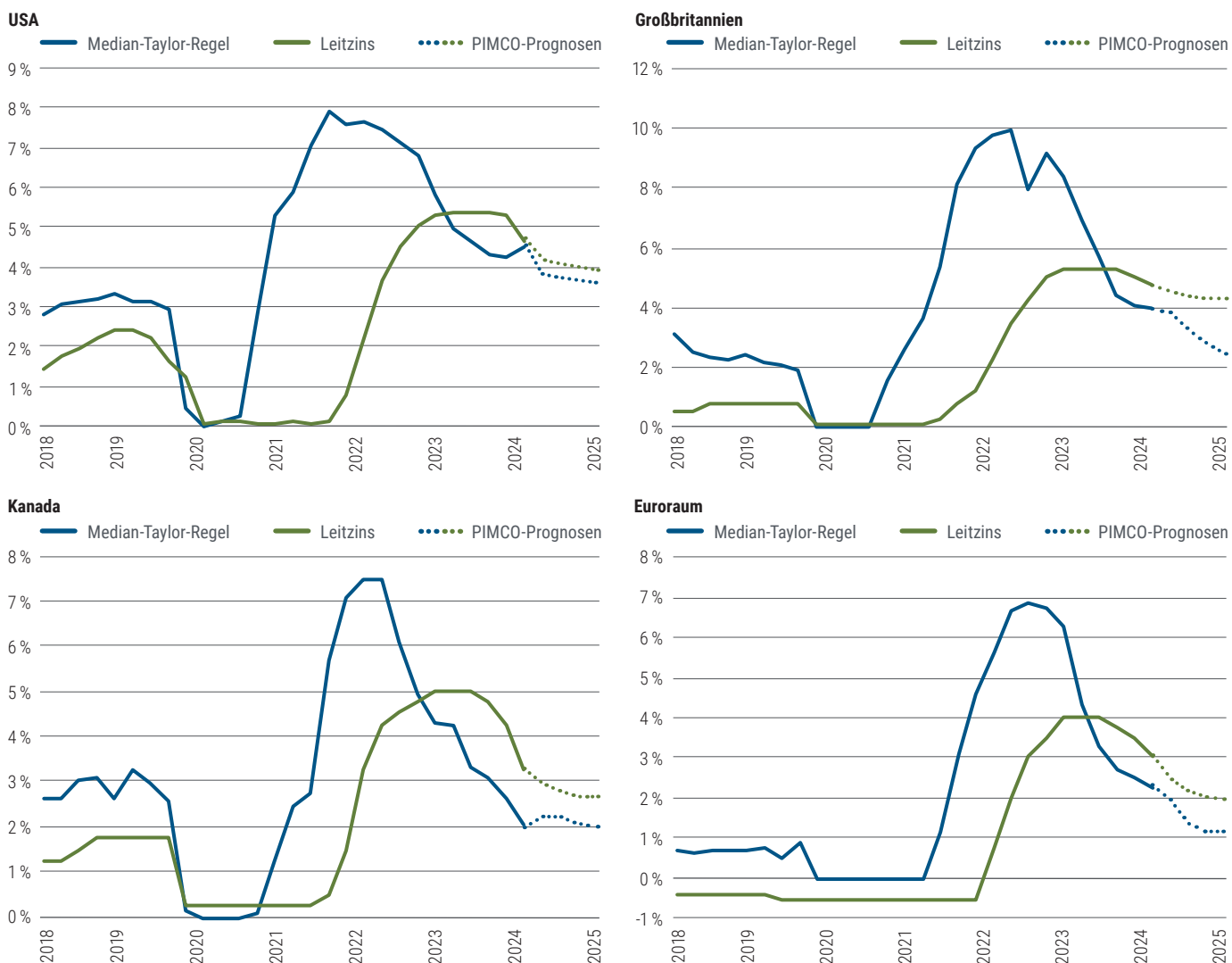
ZINSSÄTZE UND ZINSKURVE

Die Märkte preisen finale Leitzinsen für die Lockerungszyklen der globalen Zentralbanken ein, die im Vergleich zu unserem Basisausblick etwas hoch erscheinen. Kurzfristig besteht ein erhebliches Potenzial für niedrigere Leitzinsen außerhalb der USA, falls eine aggressivere US-Handelspolitik das globale Wachstum schwächt und die Rohstoffpreise belastet (siehe Abbildung 4). Auch wenn die höhere geldpolitische Unsicherheit in den USA zu einer längeren Pause im Zinssenkungszyklus der Fed führen könnte, erscheinen die Renditen mittlerer Laufzeiten im Vergleich zu unserem langfristigen Szenario für den neutralen realen Basiszins von 0 bis 1 Prozent attraktiv.

Vor diesem Hintergrund gehen wir davon aus, dass die Duration, ein Gradmesser für das Zinsrisiko, übergewichtet sein wird, insbesondere nach dem jüngsten Anstieg der Renditen.

Auf lange Sicht gehen wir nach wie vor davon aus, dass die Renditekurven allmählich steiler werden, was auf die Lockerung der Zentralbanken und eine Fortsetzung des jüngsten Anstiegs der Laufzeitprämie angesichts der Besorgnis über eine erhöhte Staatsverschuldung zurückzuführen ist (weitere Informationen finden Sie in unseren PIMCO-Perspektiven vom Dezember mit dem Titel „Gedanken der „Anleihen-Vigilanten““). Wir sehen mittelfristig jedoch Spielraum für eine gewisse Abflachung in den USA, da die Möglichkeit besteht, dass weitere Zinssenkungen der Fed angesichts des potenziellen kurzfristigen Inflationsdrucks und einer geringfügigen Verbesserung des Defizits verzögert werden.

Abbildung 4: Geldpolitische Faustregeln lassen Spielraum für weitere Zinssenkungen



Quelle: Berechnungen von Bloomberg, Haver Analytics und PIMCO; Stand: 31. Dezember 2024. Wir definieren die Taylor-Regel wie folgt: $\text{Leitzins} = \max(\text{neutraler Realzins} + \text{Inflationsziel} + a * (\text{Kerninflation} - \text{Inflationsziel}) + b * \text{Produktionslücke}, 0)$. Wir berücksichtigen sechs neutrale Zinsschätzungen: zwei aus internen PIMCO-Modellen und sodann addieren wir jeweils $\pm 0,5$ Prozent. Wir definieren wie folgt: $a = 1,25$ und $1,5$; und $b = 0,5$ und $1,0$. Das ergibt insgesamt 24 Schätzungen der Taylor-Regel. Die Produktionslücke entspricht den jährlichen WEO-Schätzungen (WEO = World Economic Output) des IWF bis 2023; für das Jahr 2024 verwenden wir vierteljährliche Daten. Die oben gezeigten Schätzungen stellen den Median dieser verschiedenen Wiederholungen dar.

Unter Berücksichtigung dieser langfristigen und mittelfristigen Einschätzungen sind wir im 30-jährigen Bereich der US-Renditekurve untergewichtet und im Laufzeitbereich von fünf bis zehn Jahren übergewichtet. Inflationsgebundene US-Staatsanleihen (TIPS) sehen wir nach wie vor als preisgünstige Absicherung gegen einen möglichen Inflationsanstieg.

KREDITMARKTAUSBLICK

Die Spreads von Unternehmensanleihen sind historisch eng. Wir gehen zwar davon aus, dass Unternehmensanleihen in unserem Basisszenario weiterhin gut abschneiden können. Aber die Bandbreite dieser Resultate scheint angesichts der Balance der globalen Risiken in Richtung breiterer und engerer Spreads verzerrt zu sein. Insgesamt favorisieren wir qualitativ höherwertige Anleihen und das Vorhalten von Liquidität.

Wir bevorzugen weiterhin strukturierte Produkte, den Investment Grade Credit Default Swap Index (CDX) und qualitativ hochwertige Investment-Grade-Unternehmensanleihen gegenüber Anlagen geringerer Qualität. Angesichts der allgemein angespannten Bedingungen bei der Vergabe von Krediten verlagern wir unseren Fokus über die Allokation der globalen Marktgewichtung hinaus auf qualitativ hochwertige Spreads in Bereichen des Markts, die schwieriger anzupapfen sind. Hypothekenbesicherte Wertpapiere (MBS) aus den USA sind nach wie vor eine attraktiv bewertete, qualitativ hochwertige und stärker liquide Alternative zu Unternehmensanleihen.

Im Bereich Private Credit bevorzugen wir auch weiterhin vermögensbasierte Kredite, insbesondere qualitativ höherwertige Assets aus den Bereichen Konsumentenkredite und Hypothekendarlehen für Wohnimmobilien aus den Industriestaaten. Wir sehen auch Werthaltigkeit in vielen Formen von vermögensbasierten Risiken, die keine Konsumgüter sind, und konzentrieren uns dabei auf Sektoren mit langfristigem Rückenwind wie Luftfahrt und Dateninfrastruktur. Wir bleiben vorsichtig bei den Beständen an variabel verzinslichen Schuldtiteln geringerer Qualität, insbesondere an den Märkten für Unternehmensanleihen.

Wir haben auch einen Trend zu aggressiverem „Financial Engineering“ in einigen Bereichen von Unternehmenskrediten beobachtet. Dies schafft Chancen, unabhängige Kreditanalysen zu nutzen, um potenzielle Bewertungslücken in Bezug auf subjektiv oder vom Markt so wahrgenommene Kreditfundamentaldaten und Kreditratings zu identifizieren.

GLOBALE ANSICHTEN

Wir erachten die Duration in den USA zwar als attraktiv. Gleichzeitig aber halten sich Aufwärts- und Abwärtsrisiken aufgrund der Handels-, Fiskal- und Regulierungspolitik die Waage. Im Rest der Welt tendiert die Risikobilanz nach unten. Dieses Umfeld unterstützt die globale Diversifizierung über die gesamten Anleihenmärkte hinweg, insbesondere die Duration von hoher Qualität. Wir bevorzugen Großbritannien und Australien im Vergleich zu den USA aufgrund der Bewertungen und der konjunkturellen Risiken. Zölle können die Argumente für eine globale Diversifizierung weiter stärken, da viele der größten Verwerfungen wahrscheinlich außerhalb der USA auftreten werden.

Schwellenländer-Lokalwährungsanleihen, Auslandsanleihen und Devisenpositionen bieten ein angemessenes Renditepotenzial und verringern die Abhängigkeit von US-Krediten, da diese Märkte ein höheres Abwärtsrisiko einzupreisen scheinen als US-Aktien oder Unternehmensanleihen. Wir betrachten Devisen-Carry-Strategien als eine attraktive und relativ liquide Möglichkeit, Erträge aus Schwellenländer-Engagements zu erzielen, wenn sie mit einem sorgfältigen Management des Währungskorbs kombiniert werden, um eine übermäßige Korrelation mit dem US-Dollar zu vermeiden. Da der US-Dollar aufgrund der steigenden Zölle wahrscheinlich an Wert gewinnen wird, bevorzugen wir Long-Positionen in US-Dollar gegenüber dem Euro, dem kanadischen Dollar und dem chinesischen Yuan, die im Basisszenario ein angemessenes Renditepotenzial und Schutz vor ungünstigeren Ergebnissen im Handelskonflikt bieten könnten.

STRUKTURELLE SCHIEFLAGEN UND AKTIVES MANAGEMENT

Da die am leichtesten zugänglichen Märkte immer teurer werden, können erfahrene Anleger durch stärker strukturell geprägte Strategien Werte freisetzen. Das Konzept des strukturellen Alpha beinhaltet die Identifizierung wiederholbarer struktureller Ineffizienzen an den Märkten – zum Beispiel mit Blick auf Entscheidungen, die nicht von ökonomischen Zwängen tangierten Anlegern wie etwa Zentralbanken getroffen werden – und die Strukturierung eines diversifizierten Portfolios aus diesen Ineffizienzen, um die Abhängigkeit von einer gebündelten makroökonomischen Sichtweise zu verringern.

Ein Beispiel für strukturelle Ineffizienz ist die Ausrichtung auf das Heimatland, weil Anleger sich wohler fühlen, wenn sie in ihrem eigenen Land investieren als anderswo. Wir sehen darin größer werdende Chancen, da die Kapitalmärkte außerhalb der USA weiter expandieren.

Ein weiteres Beispiel ist der Aufstieg passiver Exchange Traded Funds (ETFs). Die obligatorische tägliche Offenlegung von Daten durch ETFs hat einen Informationsvorsprung für aktive Vermögensmanager geschaffen, die nun Handelsverschiebungen und -verwerfungen in weniger liquiden Marktbereichen verfolgen können. Da ETFs auch in Mainstream-Sektoren wie Unternehmensanleihen an Bedeutung gewinnen, ermöglichen sie Trades mit höheren Volumina. In jüngster Zeit sind synthetische Indizes diversifizierter Kreditinstrumente liquider geworden als die zugrunde liegenden Anleihen und haben diese aufgrund technischer Faktoren oft übertroffen, was weitere Chancen zur Steigerung der Erträge eröffnet.

SCHLUSSFOLGERUNG

Die günstigen globalen ökonomischen Bedingungen, die Qualitäten festverzinslicher Wertpapiere beim Thema Kapitalerhalt und das Potenzial für Kapitalzuwächse positionieren Anleihen als entscheidendes Element der Portfolios im Jahr 2025 und als Quelle zur Diversifizierung, um das Engagement in risikoreicheren Anlagen zu ergänzen. Kurzfristige Volatilität bietet Chancen für aktive Anleihenmanager, während die aktuellen Renditen und historischen Bewertungstrends auf besser vorhersehbare längerfristige Renditen hindeuten, die sowohl im Vergleich zu Cash als auch zu Aktien attraktiv sein dürften.

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 Teams 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.

Alle Investments enthalten Risiken und können an Wert verlieren. Anlagen am **Anleihenmarkt** unterliegen Risiken wie zum Beispiel Markt-, Zins-, Emittenten-, Kredit-, Inflations- und Liquiditätsrisiken. Der Wert der meisten Anleihen und Anleihenstrategien wird durch sinkende oder steigende Zinsen beeinflusst. Anleihen und Anleihenstrategien mit längerer Duration sind häufig sensibler und volatiler als **Papiere mit kürzerer Duration**. Die Kurse von Anleihen sinken in der Regel, wenn die Zinsen steigen. Ein Niedrigzinsumfeld erhöht dieses Risiko noch. 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. **Inflationsgebundene 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. Mit Hypotheken und Forderungen besicherte 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 Bürge seine Verpflichtungen erfüllt. Bei staatlichen und nicht staatlichen mit Forderungen besicherten **Hypothekendarlehen (MBS)** handelt es sich um **inden USA emittierte Papiere. Strukturierte Produkte** wie Collateralized Debt Obligation[®] (CDOs), Constant Proportion Portfolio Insurance (CPPI) und Constant Proportion Debt Obligations (CPDOs) sind komplexe Instrumente, die typischerweise mit einem hohen Risiko verbunden und nur für qualifizierte Anleger gedacht sind. Die Verwendung dieser Instrumente kann mit dem Einsatz derivativer Instrumente einhergehen, bei denen der Verlust den Wert des eingesetzten Kapitals übersteigen kann. Der Marktwert kann auch durch Veränderungen des wirtschaftlichen, finanziellen und politischen Umfelds (einschließlich der Kassa- und Terminzinsen und Wechselkurse), der Laufzeit, des Markts und der Kreditqualität eines Emittenten beeinflusst werden. Private Credit beinhaltet die Anlage in nicht öffentlich gehandelten Wertpapieren, die dem Illiquiditätsrisiko unterliegen können. Portfolios, die in solche privaten Kredite investieren, können Fremdkapital aufnehmen und spekulative Anlagen tätigen, die das Risiko eines Verlusts der Anlage erhöhen. 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. Wechselkurse können innerhalb kurzer Zeit erheblich schwanken und die Rendite eines Portfolios schmälern. 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 des 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 Performancenachweis 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 dafür, wie sich zwei Wertpapiere im Verhältnis zueinander bewegen. **Duration** ist ein Maß für die Kurssensitivität einer Anleihe gegenüber Zinsänderungen und wird in Jahren ausgedrückt.

Nur für professionelle Anleger.

Nach den uns vorliegenden Informationen erfüllen Sie die Voraussetzungen für die Einstufung als professionelle Kunden, wie im Anhang II der MiFID-II-Richtlinie 2014/65/EU definiert. Bitte informieren Sie uns, wenn dies nicht zutrifft. Die in dieser Publikation beschriebenen Dienstleistungen und Produkte stehen nur professionellen Kunden zur Verfügung, wie sie im Anhang II der MiFID-II-Richtlinie 2014/65/EU und ihrer Umsetzung lokaler Vorschriften sowie im Handbuch der Financial Conduct Authority definiert sind. Diese Mitteilung ist kein öffentliches Angebot, und Privatanleger sollten sich nicht auf dieses Dokument verlassen. Die vorliegenden Meinungen und Schätzungen stellen unser eigenes Urteil dar und können jederzeit ohne Ankündigung geändert werden, ebenso wie Aussagen zu Trends an den Finanzmärkten, die auf den aktuellen Marktbedingungen basieren. Unseres Erachtens sind die hier zur Verfügung gestellten Informationen verlässlich, die Richtigkeit oder Vollständigkeit wird jedoch nicht gewährleistet.

Diese Veröffentlichung gibt die Meinungen des Managers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung wieder, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können. 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. Ohne ausdrückliche schriftliche Erlaubnis darf kein Teil dieser Veröffentlichung 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.

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. erbrachten Dienstleistungen stehen Kleinanlegern nicht zur Verfügung. Diese sollten sich nicht auf die vorliegende Mitteilung stützen, sondern ihren Finanzberater kontaktieren. Da die Dienstleistungen und Produkte von PIMCO Europe Ltd ausschließlich professionellen Investoren angeboten werden, wird deren Angemessenheit stets bestätigt. | **PIMCO Europe GmbH (HRB 192083, Seidlstr. 24-24a, 80335 München), PIMCO Europe GmbH Italian Branch (Handelsregister-Nr. 10005170963; Via Turati nn. 25/27 (angolo via Cavallieri 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) und PIMCO Europe GmbH French Branch (Handelsregister-Nr. 918745621 R.C.S. Paris; 50-52 Boulevard Haussmann, 75009 Paris, Frankreich)** sind in Deutschland von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) (Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt am Main) gemäß § 15 des Wertpapierinstitutsgesetzes (WpIG) zugelassen und werden von ihr reguliert. Die italienische, die irische, die britische, die spanische und die französische Niederlassung werden zusätzlich beaufsichtigt durch: (1) italienische Zweigstelle: die Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) (Giovanni Battista Martini, 3-00198 Roma) 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; und (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 die AMF. 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 ist eine Investmentgesellschaft berechtigt anzunehmen, dass professionelle Investoren über das notwendige Wissen und die Erfahrung verfügen, um die mit den entsprechenden Anlagendienstleistungen oder Transaktionen verbundenen Risiken zu verstehen. Da die Dienstleistungen und Produkte von PIMCO Europe GmbH ausschließlich professionellen Investoren angeboten werden, wird deren 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 vom 23. Juni 2006 („KAG“) ist eine Investmentgesellschaft berechtigt anzunehmen, dass qualifizierte Investoren über das notwendige Wissen und die Erfahrung verfügen, um die mit den entsprechenden Anlagendienstleistungen oder Transaktionen verbundenen Risiken zu verstehen. Da die Dienstleistungen und Produkte von PIMCO (Schweiz) GmbH ausschließlich qualifizierte Investoren angeboten werden, wird deren Angemessenheit stets bestätigt.