

Beste Zeit für Anleihen

Unser Ausblick 2024 stellt Anleihen als überragende Anlageklasse heraus, die im Vergleich zu Aktien gute Aussichten, Resilienz, Diversifikation und attraktive Bewertungen bieten.

AUTOREN



Erin Browne
Portfoliomanagerin
Asset-Allokation



Geraldine Sundstrom
Portfoliomanagerin
Asset-Allokation



Emmanuel Sharef
Portfoliomanager
Asset-Allokation und
Multi-Real-Assets

WICHTIGSTE SCHLUSSFOLGERUNGEN

- In Multi-Asset-Portfolios geben wir festverzinslichen Wertpapieren klar den Vorzug. In Anbetracht der aktuellen Bewertungen und der Aussicht auf ein herausforderndes konjunkturelles Umfeld und eine rückläufige Inflation glauben wir, dass Anleihen selten attraktiver erschienen als Aktien. Außerdem sind wir bestrebt, die Portfolios angesichts der gesamtwirtschaftlichen und der Marktrisiken flexibel zu halten.
- Die Duration bietet zu den aktuellen Renditen attraktives Wertpotenzial, und wir sind in den USA sowie in Australien, Kanada, Großbritannien und Europa übergewichtet. Im Segment der Kreditpapiere bevorzugen wir hypothekenbesicherte Vermögenswerte und ausgewählte verbriefte Anleihen.
- Gegenüber Aktien behalten wir grundsätzlich eine neutrale Haltung bei; diese erscheinen mit Blick auf mehrere Kennzahlen überbewertet, sollten im Lauf der Zeit aber auf angemessenere Niveaus zurückkehren. Ein aktiver Ansatz kann uns helfen, Chancen in einem differenzierten Aktienmarkt zu lokalisieren; unser Fokus ist auf Qualität und längerfristige Widerstandskraft gerichtet.

Die globalen Konjunkturaussichten, die Marktbewertungen und die Fundamentaldaten der einzelnen Anlagekategorien veranlassen uns allesamt zu einer Präferenz für festverzinsliche Wertpapiere. Aus unserer Sicht sahen Anleihen im Vergleich zu Aktien selten so attraktiv aus wie heute. Nach einigen turbulenten Jahren mit hoher Inflation und steigenden Zinsen, die den Portfolios zu schaffen machten, könnten Anleger im Jahr 2024 sowohl an den Aktien- als auch an den Anleihenmärkten eine Rückkehr zu konventionelleren Verhaltensmustern erleben – auch wenn das Wachstum in vielen Regionen gehemmt ist.

In diesem Umfeld scheint Anleihen eine überragende Wertentwicklung bevorzuzustehen, während Aktien geringere – wenn auch weiterhin positive – risikobereinigte Renditen auf einem allgemein überbewerteten Markt einbringen dürften. Da die makroökonomischen und die geopolitischen Aussichten noch immer mit Risiken behaftet sind, liegt der Schlüssel nach wie vor in der Portfolioflexibilität.

DER GESAMTWIRTSCHAFTLICHE AUSBLICK DEUTET AUF EINE RÜCKKEHR DES INVERSEN AKTIEN-ANLEIHEN-VERHÄLTNISSSES HIN

In PIMCOs aktuellem *Konjunkturausblick* „Nach dem Zenit“ teilen wir unsere Basiseinschätzung, die eine Konjunkturschwäche in den entwickelten Märkten sowie in gewissen Regionen das Potenzial für einen Abschwung im kommenden Jahr enthält, wenn die finanzpolitischen Unterstützungsmaßnahmen auslaufen und die Geldpolitik (mit der für sie typischen Verzögerung) Wirkung zeigt. Unser Konjunkturzyklusmodell weist auf eine 77-prozentige Wahrscheinlichkeit hin, dass sich die USA derzeit in der „Zyklusspätphase“ befinden, und signalisiert eine etwa 50-prozentige Wahrscheinlichkeit dafür, dass die USA binnen eines Jahres in eine Rezession abgleiten.

Das Wachstum dürfte seinen Höhepunkt hinter sich haben, was in unseren Augen auch für die Inflation gilt. Wenn sich die Preisniveaus im Jahr 2024 weiter auf die Ziele der Zentralbanken zubewegen, sollten Anleihen und Aktien wieder zu ihrem typischeren inversen Verhältnis (also zu einer negativen Korrelation) zurückkehren – was bedeutet, dass sich Anleihen tendenziell gut schlagen, wenn Aktien kämpfen, und umgekehrt. Bei dieser Wechselbeziehung tendiert die derzeitige makroökonomische Prognose zugunsten von Anleihen: Aus historischer Sicht erzielten US-Staatsanleihen in solch einem Umfeld „nach dem Zenit“ üblicherweise attraktive risikobereinigte Renditen, während sich Aktien eher schwertaten.

DIE BEWERTUNGEN UND DIE AKTUELLEN RENDITENIVEAUS KÖNNTEN FESTVERZINSLICHEN WERTPAPIEREN DEN RÜCKEN STÄRKEN

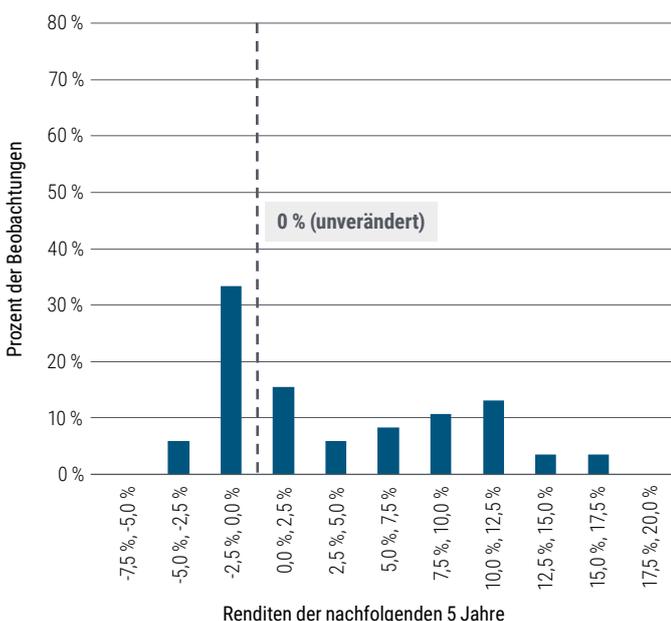
Auch wenn die Anfangsniveaus der Anleihenrenditen bzw. der Aktienmultiplikatoren nicht immer einen perfekten Indikator abgegeben haben, ließen sie doch in der Vergangenheit tendenziell auf die künftige Renditeentwicklung schließen. Wie Abbildung 1 zeigt, folgte auf die heutigen Renditeniveaus von erstklassigen Anleihen zumeist eine langfristige Outperformance (üblicherweise attraktive 5,0 bis 7,5 Prozent über die darauffolgenden fünf Jahre), während das gegenwärtige Niveau des konjunkturbereinigten Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV) tendenziell mit einer langfristigen Underperformance von Aktien in Zusammenhang stand. Darüber hinaus gelang es Anleihen in der Vergangenheit eher als Aktien, diese Renditeniveaus stabil zu halten – wie die engere („normalere“) Renditeverteilung veranschaulicht. Das ist ein überzeugendes Argument für festverzinsliche Wertpapiere.

Bei einem genaueren Blick auf die historischen Daten stellen wir fest, dass es im vergangenen Jahrhundert nur eine Handvoll Situationen gab, in denen US-Aktien teurer waren als Anleihen – etwa während der Großen Depression oder beim Platzen der Dotcom-Blase. Eine gängige Methode zur Messung der relativen Bewertung von Anleihen im Verhältnis zu Aktien ist die Ermittlung der Aktienrisikoprämie (ERP), für deren Berechnung es mehrere Möglichkeiten gibt. Wir verwenden hier

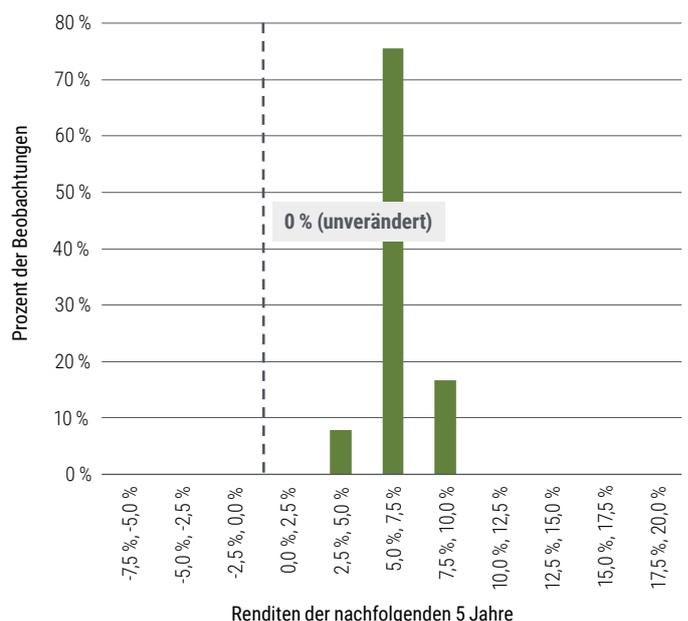
Abbildung 1: Mit Blick auf die Zukunft sehen die Ausgangsniveaus für Anleihen günstiger aus als die für Aktien

Historische Forward-Return-Verteilung nach Anlageklasse für ähnliche Bedingungen wie jetzt

US-Aktien: Shiller-KGV anfänglich > 28



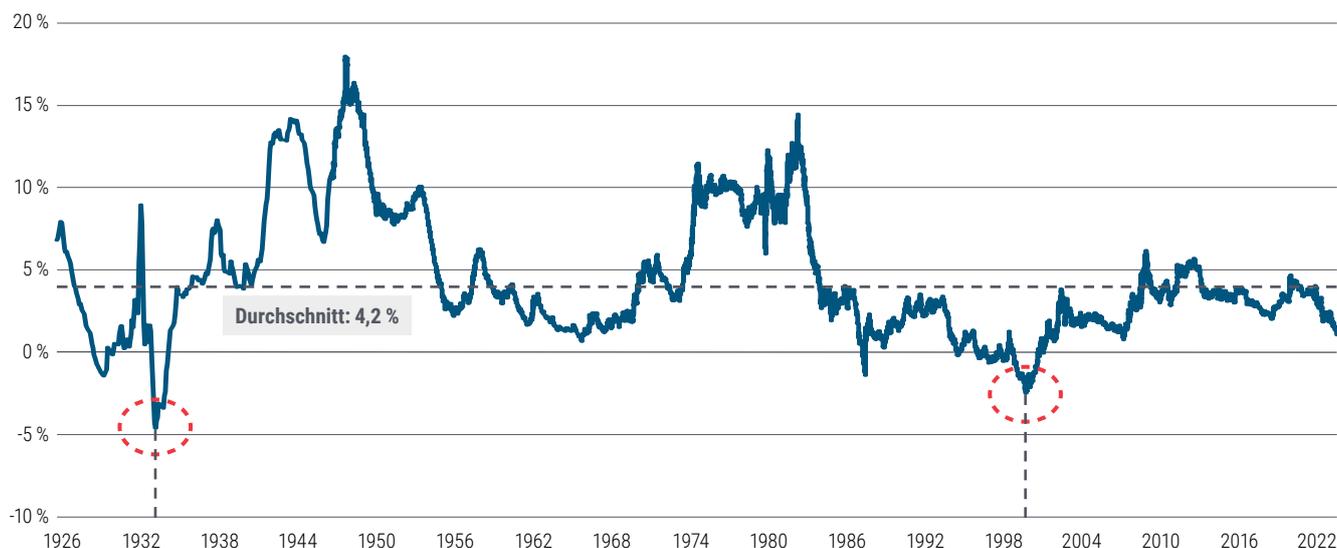
Erstklassige US-Anleihen: Anfangsrendite 5-7 %



Quelle: Bloomberg, Daten von Barclays Live (Januar 1976 – September 2023), Berechnungen von PIMCO. „Ähnliche Ausgangsbedingungen“ sind definiert als ein konjunkturbereinigtes Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von mindestens 28 für den US-Aktienindex S&P 500 und eine Yield-to-Worst zwischen 5,0 und 7,0 Prozent für den Bloomberg U.S. Aggregate Index.

Abbildung 2: US-Aktien scheinen teuer im Vergleich zu Anleihen

Aktienrisikoprämie (ERP) des S&P 500, 1926–2023



Quelle: Bloomberg, Berechnungen von PIMCO; Stand: 13. Oktober 2023. Die Aktienrisikoprämie (ERP) wird berechnet als die konjunkturbereinigte Gewinnrendite des S&P 500 (bzw. S&P 90 bis 1957) über zehn Jahre, abzüglich der zehnjährigen Realrendite von US-Staatsanleihen.

den Kehrwert des Kurs-Gewinn-Verhältnisses im S&P 500 abzüglich der zehnjährigen Rendite von US-Staatsanleihen. Zurzeit liegt die ERP bei knapp über einem Prozent – und damit so niedrig wie seit 2007 nicht mehr (siehe Abbildung 2). Die Historie lässt jedoch vermuten, dass Aktien in Relation zu Anleihen vermutlich nicht so teuer bleiben werden, und wir glauben, dass dies ein idealer Zeitpunkt sein könnte, eine Übergewichtung festverzinslicher Wertpapiere in Asset-Allokation-Portfolios zu erwägen.

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) ist eine weitere Kennzahl, gemäß der uns Aktien, insbesondere in den USA, teuer erscheinen – nicht nur im Verhältnis zu Anleihen, sondern auch absolut betrachtet.

In den vergangenen 20 Jahren war der S&P 500 mit einem durchschnittlichen KGV von 15,4 über die nächsten zwölf Monate (NTM) bewertet. Heute liegt diese Bewertungskennzahl mit 18,1 deutlich höher. Darin ist die Einschätzung enthalten, dass der Gewinn je Aktie (EPS) im Lauf des kommenden Jahres um zwölf Prozent zunimmt – eine Schätzung, die wir in einer vor einem potenziellen Abschwung stehenden Wirtschaft für ungewöhnlich hoch halten. Wenn wir hypothetisch von einem „normaleren“ EPS-Wachstum von sieben Prozent im Jahr 2024 ausgehen, wäre

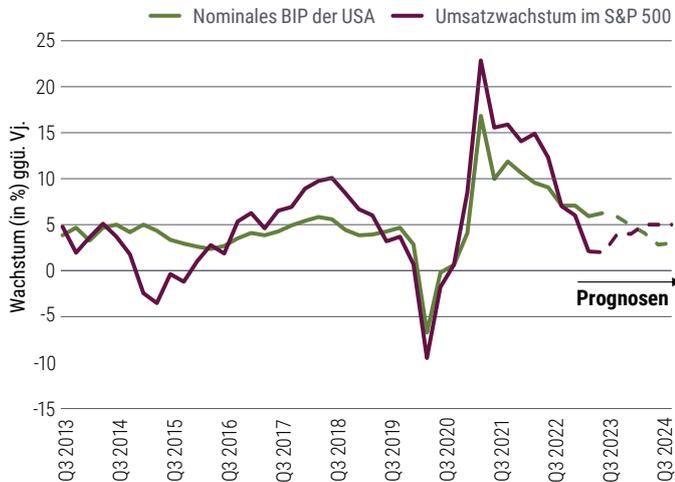
der S&P derzeit mit einem KGV von 18,6 NTM noch stärker überbewertet; bei einer noch konservativeren Annahme eines EPS-Wachstums von null Prozent im Jahr 2024 würde das heutige KGV sogar auf 19,2 NTM steigen. Ein derart extremes Niveau sollte die Bewertungskennzahl aus unserer Sicht sinken lassen (also die Aktienkurse selbst bei unveränderten Gewinnzahlen in die Knie zwingen), wenn der Gewinn je Aktie auf der Stelle tritt.

Hierzu sei jedoch angemerkt, dass es große Unterschiede innerhalb des Aktienmarkts gibt: Wenn man die sieben größten Technologieunternehmen bei der Berechnung außen vor lässt, werden die übrigen Unternehmen im S&P mit einem KGV gehandelt, das mit 15,6 NTM nahe dem langfristigen Durchschnitt liegt. Eine entsprechende Differenzierung könnte attraktive Gelegenheiten schaffen, Alpha über ein aktives Management zu generieren.

Alles in allem denken wir, dass die hohen Gewinnerwartungen bei einer konjunkturellen Abkühlung enttäuschen könnten. Das spricht in Verbindung mit den erhöhten Bewertungen in weiten Teilen der Märkte für eine vorsichtige neutrale Haltung gegenüber Aktien und eine Präferenz für Qualität und Relative-Value-Chancen.

Abbildung 3: Konsens-Umsatzprognosen deuten auf rosige Aussichten für US-Aktien hin

Nominales BIP-Wachstum der USA vs. Umsatzwachstum im S&P 500 (tatsächlich und prognostiziert)



Quelle: US Bureau of Economic Analysis, Haver Analytics, Goldman Sachs, PIMCO. Die Daten zum tatsächlichen und (gemäß Bottom-up-Konsens) prognostizierten Umsatzwachstum im S&P 500 stammen von Goldman Sachs mit Stand Oktober 2023. Die Daten zum tatsächlichen nominalen BIP-Wachstum in den USA stammen von BEA und Haver Analytics. Die Prognose ist eine Schätzung von PIMCO; diese wurde mithilfe der internen Prognose für das reale US-BIP und des vom Markt implizierten US-Verbraucherpreisindex (CPI) auf der Basis der Märkte für inflationsindizierte US-Staatsanleihen (TIPS) berechnet. BIP-Daten und Prognosen mit Stand vom 3. November 2023. Prognosen werden durch gestrichelte Linien angezeigt.

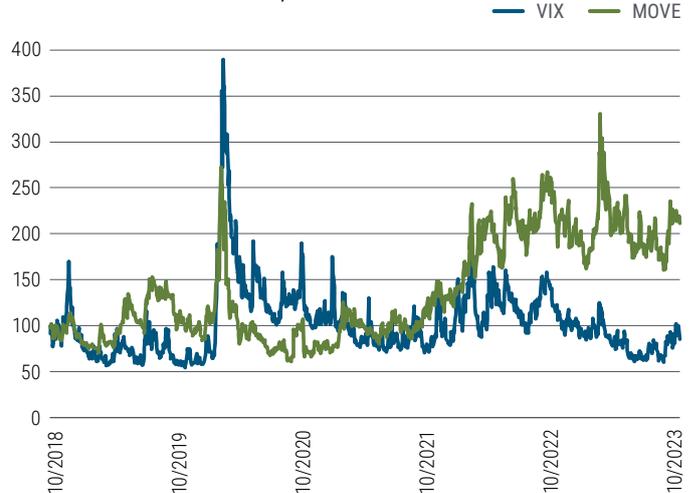
DIE FUNDAMENTALDATEN VON AKTIEN MAHNEN ZUR VORSICHT

Wie unsere Modelle nahelegen, scheinen Aktieninvestoren die konjunkturelle Entwicklung optimistischer zu bewerten als Anleiheninvestoren. Zur Berechnung der von verschiedenen Anlageklassen implizierten Rezessionswahrscheinlichkeit haben wir die Aktienrisikoprämie (ERP), den Gewinn je Aktie (EPS) sowie die Risikoprämien im Credit Default Swap Index (CDX) herangezogen und deren aktuelle Niveaus mit einem typischen rezessionären Umfeld verglichen. Derzeit spiegelt der S&P 500 (gemessen an ERP und EPS) eine Rezessionswahrscheinlichkeit von 14 Prozent wider, die deutlich unter dem von Hochzinsanleihen (gemessen am CDX) implizierten Wert von 42 Prozent liegt.

Dieser Optimismus wird durch die allgemeinen Gewinn- und Umsatzprognosen für die Unternehmen im S&P 500 untermauert, die eher von einem Wiederaufschwung als von einem Abschwung ausgehen (siehe Abbildung 3). Wir sind besorgt, dass unser makroökonomischer Ausblick von diesen Gewinnschätzungen und den Bewertungen von Aktien abweichen könnte, was uns in unserer Vorsicht gegenüber der Anlageklasse bestärkt.

Abbildung 4: Die relativ geringe Volatilität von Aktien gegenüber Anleihen ermöglicht eine Absicherung zu attraktiven Preisen

Volatilität von Aktien und Anleihen, indiziert auf 100



Quelle: Daten von Bloomberg mit Stand Oktober 2018 bis Oktober 2023. VIX ist der Volatility Index der Chicago Board Options Exchange (CBOE) – ein Maß für die Volatilität im S&P 500. MOVE ist der MOVE Index der ICE Bank of America – ein Maß für die Volatilität an den Anleihenmärkten. Beide Kennzahlen sind per Oktober 2018 auf 100 indiziert.

MANAGEMENT DER RISIKEN UNSERER GESAMTWIRTSCHAFTLICHEN EINSCHÄTZUNG

Uns ist bewusst, dass unser Ausblick einer konjunkturellen Abkühlung und einer nachlassenden Inflation mit Risiken behaftet ist. So könnte es der robusten US-Wirtschaft gelingen, eine Rezession abzuwenden, was möglicherweise eine Überhitzung des Wachstums und eine beschleunigte Inflation anstößt, die zu einer deutlich restriktiveren Geldpolitik führt. Außerdem ist eine harte Landung denkbar, im Zuge derer Wachstum und Inflation rasch zurückgehen.

In Anbetracht dieser Risikoszenarien halten wir es für ratsam, sich abzusichern und mehrere Optionen offen zu halten – zumal es recht günstig ist, die Volatilität, insbesondere bei Aktien, zu managen (siehe Abbildung 4). Eine von uns favorisierte Strategie wird als „Reverse Seagull“ bezeichnet – bei der ein Put-Spread über den Verkauf einer Call-Option finanziert wird.

ANLAGETHEMEN ANGESICHTS DER ERHÖHTEN UNSICHERHEIT

In Multi-Asset-Portfolios spricht unseres Erachtens vieles für festverzinsliche Wertpapiere; nichtsdestotrotz nehmen wir ein breites Spektrum von Anlagemöglichkeiten unter die Lupe. Wir sind für diverse makroökonomische und marktspezifische Entwicklungen positioniert und legen Wert auf Diversifikation, Qualität und Flexibilität.

Duration: erstklassige Gelegenheiten

Mit Blick auf die heutigen Anfangsrenditen würden wir festverzinsliche Wertpapiere bevorzugen; worin uns der Vergleich mit den Aktienbewertungen nur bestärkt. Anleihen bergen Potenzial für attraktive Renditen und können dazu beitragen, Portfolios bei einem Abschwung abzufedern. Angesichts der makroökonomischen Unsicherheiten verwalten und diversifizieren wir unsere Durationspositionen aktiv, wobei hohe Qualität und stabile Renditen im Vordergrund stehen.

Besonders attraktiv ist die mittelfristige US-Duration. Des Weiteren sehen wir hochinteressante Chancen in Australien, Kanada, Großbritannien und Europa. Während die ersten beiden Nationen tendenziell anfälliger für Zinsänderungen sind, da ein großer Teil der dortigen Eigenheimbesitzer variabel verzinsliche Hypothekendarlehen bedient, steht den beiden Letzteren angesichts der aktuellen makroökonomischen Daten vermutlich unmittelbarer eine Rezession bevor als den USA. In diesen Regionen könnten die Zentralbanken verschiedene Richtungen einschlagen, und wir werden die Anleihenbestände in ihren Bilanzen auf potenzielle Auswirkungen auf Zinspapiere und damit verbundene Positionen prüfen.

An den Schwellenmärkten sind wir in Durationspositionen von Ländern mit hoher Bonität, hohen Realzinsen, attraktiven Bewertungen und Renditepotenzial übergewichtet. Hier stechen Brasilien und Mexiko hervor, wo der Prozess der Desinflation weiter fortgeschritten ist und die Realzinsen ausgesprochen hoch sind.

Im Gegensatz dazu sind wir in Japan untergewichtet, wo die Notenbank im Zuge der anziehenden Inflation einen deutlich restriktiveren Ton anschlagen könnten.

Während uns bewusst ist, dass die Zinsen auf liquide Mittel derzeit so attraktiv sind wie schon lange nicht mehr, wagen wir uns lieber weiter in den langen Laufzeitbereich vor, um uns Renditen zu sichern und die Portfolios mittelfristig zu verankern. Wenn man die Historie als Maßstab nimmt, haben Durationspositionen erhebliches Potenzial, den Geldmarkt zu übertrumpfen, insbesondere in der aktuellen Phase des geldpolitischen Zyklus.

Aktien: Der relative Wert ist entscheidend

Obwohl der S&P 500 unter dem Strich teuer bewertet scheint, sehen wir Potenzial für eine Differenzierung und Chancen bei thematischen Engagements. Aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive wäre es auch denkbar, dass eine robuste konjunkturelle Entwicklung (etwa ein positives Konsumklima in den USA) die Aktienmärkte stärker stützt, als wir es derzeit vorhersehen. Dementsprechend sind wir in Aktien innerhalb unserer Multi-Asset-Portfolios neutral positioniert. Ein aktiver Ansatz kann helfen, potenzielle Gewinner ins Visier zu nehmen.

In unsicheren Zeiten geben wir Qualitätsaktien den Vorzug. Aus historischer Sicht bietet der Faktor Qualität eine attraktive Option für den Spätzyklus (siehe Abbildung 5). Innerhalb unserer insgesamt neutralen Position sind wir in US-Aktien (S&P 500) übergewichtet, da diese mehr

Abbildung 5: Qualitätsaktien bieten attraktives risikobereinigtes Renditepotenzial in der späten Phase des Konjunkturzyklus

Sharpe-Ratios der Aktienfaktoren in verschiedenen Phasen des Konjunkturzyklus seit 1984

Phase	Wert	Qualität	Momentum	Umfang	Niedrige Volatilität	Niedriges Beta
Aufschwung – erstes Drittel	0,80	(0,05)	(0,04)	0,69	(0,22)	(0,39)
Aufschwung – zweites Drittel	0,16	0,52	(0,02)	(0,02)	0,16	0,15
Aufschwung – letztes Drittel	(0,06)	0,82	0,51	0,35	(0,07)	(0,05)
Rezession – erstes Drittel	(1,68)	2,17	1,70	(1,02)	1,69	1,45
Rezession – zweites Drittel	1,43	1,40	(0,36)	0,76	1,76	0,86
Rezession – letztes Drittel	0,59	0,04	(1,85)	2,43	(1,56)	(1,91)
Durchschnitt während des Konjunkturzyklus	0,28	0,53	0,11	0,19	0,04	(0,07)

Quelle: PIMCO, Compustat, NBER (U.S. National Bureau of Economic Research); Stand: 24. Oktober 2023. Die Sharpe-Ratio, eine gängige Kennzahl für die risikobereinigte Rendite, wird anhand von Daten seit 1984 berechnet und basiert auf den Fama-French-Definitionen von Value, Qualität, Größe und Momentum im S&P 500. Die Definitionen für Rezession und Konjunkturaufschwung stammen vom NBER.

Qualitätsmerkmale aufweisen als Aktien aus anderen Regionen, insbesondere jene aus Schwellenländern. Außerdem könnte das Wachstum in Europa vor größeren Herausforderungen stehen als in den USA, weshalb wir im europäischen Aktienmarkt trotz der attraktiveren Bewertungen untergewichtet sind.

Ferner bevorzugen wir Teilsektoren, die Unterstützung durch fiskalpolitische Maßnahmen erhalten und möglicherweise von langzyklischen Projekten und starkem langfristigem Rückenwind profitieren. Ein Beispiel hierfür ist der US Inflation Reduction Act, der zahlreiche Sektoren für saubere Energie (Wasserstoff, Solar, Wind) mit beträchtlichen Steuergutschriften fördert.

Auf der Short-Seite unserer Aktienallokation konzentrieren wir uns primär auf zinsempfindliche Branchen, insbesondere auf zyklische Konsumgütersektoren wie den Wohnungsbau. Auch die Automobilbranche könnte durch längerfristig erhöhte Zinssätze in Mitleidenschaft gezogen werden. Denn wenn sich das Angebot wieder normalisiert, dürfte es der Nachfrage in unseren Augen schwerfallen, Schritt zu halten.

Kreditpapiere und verbriefte Werte

Im Bereich der Kreditpapiere setzen wir auf Widerstandskraft mit einem Schwerpunkt auf Relative-Value-Chancen. Bei Unternehmensanleihen bleiben wir vorsichtig, obschon ein aktiver Fokus auf einzelne Sektoren dazu beitragen kann, die Risiken im Fall eines Abschwungs zu mindern. In bonitätsschwachen, variabel verzinslichen Unternehmensanleihen, darunter Bankdarlehen und bestimmte private Vermögenswerte, sind wir untergewichtet, da diese nach wie vor am anfälligsten auf hohe Zinsen reagieren und bereits erste Belastungsanzeichen zeigen.

Im Gegensatz zu den Unternehmensanleihen sind bei Hypotheken und verbrieften Werten attraktive Spreads zu finden. Wir sind umfangreich in hypothekenbesicherten Wertpapieren (MBS) der US-Agencies investiert, die mit hoher Qualität und Liquidität aufwarten und zu sehr attraktiven Bewertungen gehandelt werden – siehe Abbildung 6. Des Weiteren sehen wir Wertpotenzial in vorrangigen Positionen gewisser verbriefteter Vermögenswerte, darunter Collateralized Loan Obligations (CLOs) und Collateralized Mortgage Obligations (CMOs).

Abbildung 6: MBS-Investments bieten attraktive Spreads

Volatilitätsbereinigte Spreads von US-Agency MBS



Quelle: Bloomberg, PIMCO; Stand: 30. September 2023. „1x teuer“ und „1x günstig“ sind definiert als eine Standardabweichung vom durchschnittlichen optionsbereinigten Spread (OAS). „2x teuer“ und „2x günstig“ sind definiert als zwei Standardabweichungen vom durchschnittlichen OAS. Die hier angewandten Begriffe „günstig“ und „teuer“ beziehen sich in der Regel auf Wertpapiere oder Anlageklassen, die, verglichen mit dem historischen Durchschnitt und den künftigen Erwartungen des Fondsmanagers, signifikant über- oder unterbewertet sind.

WICHTIGSTE SCHLUSSFOLGERUNG

Mit Blick auf alle Anlageklassen stechen Anleihen in unseren Augen durch ihre guten Aussichten in unserem gesamtwirtschaftlichen Basisszenario sowie durch ihre Widerstandsfähigkeit, ihr Diversifikationspotenzial und insbesondere ihre Bewertungen hervor. Wenn man die Risiken eines teuren Aktienmarkts bedenkt, gibt es überzeugende Argumente, die für eine Allokation in hochwertige Festzinspapiere sprechen.

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

Alle Investments sind mit Risiken verbunden 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 Zinsänderungen beeinflusst. Anleihen und Anleihenstrategien mit längerer Duration sind häufig sensitiver und volatil als Papiere mit kürzerer Duration. Die Anleihenpreise 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.

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. 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. **Hochrentierliche, niedriger bewertete Wertpapiere** bergen ein höheres Risiko als höher bewertete Wertpapiere. Portfolios, die darin anlegen, können einem höheren Kredit- und Liquiditätsrisiko unterliegen als andere Portfolios. **Hypotheken- und forderungsbesicherte 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.

US-Agency MBS, die von Ginnie Mae (GNMA) begeben wurden, sind durch die volle Vertrauenswürdigkeit und Kreditwürdigkeit der US-Regierung besichert. Von Freddie Mac (FHLMC) und Fannie Mae (FNMA) emittierte Wertpapiere bieten eine behördliche Garantie für die fristgerechte Rückzahlung von Kapital und Zinsen, sind jedoch nicht durch die volle Vertrauenswürdigkeit und Kreditwürdigkeit der US-Regierung besichert. Bei Agency und Non-Agency MBS (staatlichen und nicht staatlichen forderungsbesicherten Hypothekenanleihen) handelt es sich um in den USA emittierte Papiere. Der Wert von **Immobilien** und Portfolios, die in Immobilien investieren, kann aus folgenden Gründen Schwankungen unterliegen: Verluste durch Unglücksfälle oder Enteignung, Veränderungen der lokalen und allgemeinen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, Angebot und Nachfrage, Zinsniveaus, Immobiliensteuersätze, gesetzliche Mietobergrenzen, Flächennutzungsgesetze und Betriebskosten. **Bankdarlehen** sind oftmals weniger liquide als andere Arten von Schuldinstrumenten. Zudem kann sich das allgemeine Markt- und Finanzumfeld auf die vorzeitige Rückzahlung von Bankkrediten auswirken, sodass sich diese nicht exakt voraussagen lassen. Es besteht keine Gewähr, dass die Liquidation von Sicherheiten eines besicherten Bankdarlehens die Verbindlichkeiten eines Darlehensnehmers abdeckt oder zugrunde liegenden Sicherheiten liquidiert werden können. **Diversifizierung** schützt nicht vor Verlusten.

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.

Die Begriffe „**günstig**“ und „**hoch**“, die in diesem Dokument verwendet werden, beziehen sich in diesem Zusammenhang auf Wertpapiere oder Anlageklassen, die verglichen mit dem historischen Durchschnitt und den künftigen Erwartungen des Fondsmanagers, signifikant über- oder unterbewertet sind. Es gibt keine Garantie für künftige Ergebnisse oder dafür, dass die Bewertung einer Anlage einen Gewinn sichert oder gegen einen Verlust schützt.

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.

Die Kreditqualität eines bestimmten Wertpapiers oder einer Wertpapiergruppe garantiert nicht die Stabilität oder die Sicherheit eines gesamten Portfolios. Die Qualitätseinstufungen einzelner Emissionen/Emittenten werden angegeben, um die Kreditwürdigkeit dieser Emissionen/Emittenten anzuzeigen. Sie reichen generell von AAA, Aaa oder AAA (höchste Einstufung) bis D, C oder D (niedrigste Einstufung), jeweils für S&P, Moody's bzw. Fitch.

PIMCO erbringt keine Rechts- oder Steuerberatung. Bei speziellen steuerlichen oder rechtlichen Fragen und Anliegen ziehen Sie bitte Ihren Steuer- und/oder Rechtsberater hinzu.

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

Die genannten Emittenten sind Beispiele für Emittenten, die nach dem Verständnis von PIMCO allgemein bekannt sind und in die aufgeführten Sektoren fallen könnten. Verweise auf bestimmte Emittenten sind nicht als Empfehlungen zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dieser Emittenten beziehungsweise einer Anlage darin bestimmt und sollten nicht so ausgelegt werden. Die Produkte und Strategien von PIMCO können die Wertpapiere der genannten Emittenten enthalten oder nicht. Sind diese Wertpapiere enthalten, kann nicht zugesichert werden, dass diese Wertpapiere auch weiterhin enthalten sein werden.

Diese Veröffentlichung gibt die Meinungen des Verfassers 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.

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. | **Pacific Investment Management Company LLC** (650 Newport Center Drive, Newport Beach, CA 92660) wird von der United States Securities and Exchange Commission beaufsichtigt. | **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 stützen, sondern ihren Finanzberater kontaktieren. | **PIMCO Europe GmbH (HRB 192083; Seidlstr. 24–24a, 80335 München), PIMCO Europe GmbH Italian Branch (Handelsregister-Nr. 10005170963; Via Turati nn. 25/27, 20121 Milan, 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. | **PIMCO (Schweiz) GmbH (registriert in der Schweiz, Handelsregister-Nr. CH-020.4.038.582-2; Brandschenkestrasse 41, 8002 Zürich, Schweiz).** 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. | **PIMCO Asia Pte Ltd** (Handelsregister-Nr. 199804652K; 8 Marina View, #30-01, Asia Square Tower 1, Singapore 018960) untersteht als Inhaber einer Lizenz für Kapitalmarktgeschäfte und als „exempt financial adviser“ der Aufsicht durch die Monetary Authority of Singapore. Die Vermögensverwaltungsdienstleistungen und Anlageprodukte sind für Personen nicht verfügbar, bei denen die Bereitstellung dieser Dienstleistungen und Produkte unzulässig ist. | **PIMCO Asia Limited** (Suite 2201, 22nd Floor, Two International Finance Centre, No. 8 Finance Street, Central, Hong Kong) ist von der Securities and Futures Commission für regulierte Aktivitäten der Kategorien 1, 4 und 9 gemäß der Securities and Futures Ordinance (SFO) zugelassen. PIMCO Asia Limited ist bei der koreanischen Finanzdienstleistungsaufsicht (FSS) als grenzüberschreitender treuhänderischer Anlageverwalter registriert (Registrierungs-Nr. 08-02-307). Die Vermögensverwaltungsdienstleistungen und Anlageprodukte sind für Personen nicht verfügbar, bei denen die Bereitstellung dieser Dienstleistungen und Produkte unzulässig ist. | **PIMCO Investment Management (Shanghai) Limited** (Firmensitz: Suite 7204, Shanghai Tower, 479 Lujiazui Ring Road, Pudong, Shanghai 200120, China; Einheitlicher Sozialkreditcode: 91310115MA1K41MU72) ist bei der Asset Management Association of China als privater Fondsmanager registriert (Registrierungs-Nr. P1071502, Typ: Andere). | **PIMCO Australia Pty Ltd** ABN 54 084 280 508, AFSL 246862. Diese Publikation wurde erstellt, ohne die Ziele, die finanzielle Lage oder die Bedürfnisse von Anlegern zu berücksichtigen. Vor einer Anlageentscheidung sollten Anleger professionellen Rat einholen und prüfen, ob die hierin enthaltenen Informationen angesichts ihrer Ziele, finanziellen Lage und Bedürfnisse angemessen sind. | **PIMCO Japan Ltd** ist als Unternehmen für Finanzinstrumente unter der Registrierungsnummer 382 vom Direktor der örtlichen Finanzbehörde Kanto (Firma für Finanzinstrumente) zugelassen. PIMCO Japan Ltd ist Mitglied der Japan Investment Advisers Association, der The Investment Trusts Association, Japan, und der Type II Financial Instruments Firms Association. Alle Investments enthalten Risiken. Es wird nicht garantiert, dass der Kapitalbetrag der Anlage erhalten bleibt oder ein bestimmter Ertrag erzielt wird. Die Anlage könnte Verluste erleiden. Alle Gewinne und Verluste gehen zulasten des Anlegers. Die Beträge, Höchstbeträge und Berechnungsmethoden der einzelnen Arten von Gebühren und Ausgaben und deren Gesamtbeträge variieren je nach Anlagestrategie, Status der Anlage-Performance, Anlagedauer und ausstehendem Vermögenssaldo, weshalb solche Gebühren und Aufwendungen hier nicht festgelegt werden können. | **PIMCO Taiwan Limited** wird unabhängig verwaltet und betrieben. Die von der zuständigen Behörde genehmigte Referenznummer der Geschäftslizenz des Unternehmens lautet (112) Jin Guan Tou Gu Xin Zi No. 015. Der Sitz der Gesellschaft lautet 40F., No. 68, Sec. 5, Zhongxiao East Rd., Xinyi Dist., Taipei City 110, Taiwan (R.O.C.) und die Telefonnummer +886 2 8729-5500. | Die von **PIMCO Canada Corp.** (199 Bay Street, Suite 2050, Commerce Court Station, P.O. Box 363, Toronto, ON, M5L 1G2) angebotenen Produkte und Dienstleistungen sind unter Umständen nur in bestimmten kanadischen Provinzen und Territorien und nur bei dafür zugelassenen Händlern erhältlich. | 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. ©2023, PIMCO.