

Raus aus dem Risiko, rein in die Rendite

AUTOREN



Erin Browne
Portfoliomanager
Asset-Allokation



Geraldine Sundstrom
Portfoliomanager
Asset-Allokation



Emmanuel Sharef
Portfoliomanager
Schwerpunkten Asset-Allokation
und Multi Real Asset

Angesichts der höheren Zinssätze in einem herausfordernden makroökonomischen Umfeld sehen wir überzeugende Argumente für Anleihen-Investments, jedoch sind wir vorsichtig bei Anlagen mit höherem Risiko.

WICHTIGSTE SCHLUSSFOLGERUNGEN

- Wir sind der Auffassung, dass in einer Periode mit hoher Inflation und einer gleichzeitigen konjunkturellen Abkühlung Vorsicht geboten ist. Dennoch hat die Volatilität an den Finanzmärkten im Lauf des Jahres 2022 aus unserer Sicht attraktive Anlagemöglichkeiten geschaffen.
- Wir sehen aktuell überzeugende Argumente für Anleihen. Abgesehen von dem attraktiven Renditepotenzial, das wir erkennen können: Festverzinsliche Papiere sehen auch aus makroökonomischer Perspektive gut aus – Anleihen neigten nämlich in der Vergangenheit dazu, in einer Rezession resilient zu sein.
- Wir denken, dass Investoren bei Anlagen in Aktien, Sachwerten und an anderen Märkten mit höherem Risiko vorsichtig und selektiv vorgehen sollten. Wir bewerten eine Reihe von Markt- und Makrofaktoren, um darüber im Bilde zu sein, wann und wie wir uns wieder auf breiterer Basis mit Risikoanlagen auseinandersetzen können und wollen.

Eine extreme Veränderung des makroökonomischen Umfelds im Lauf des Jahres 2022 und die entsprechenden Auswirkungen auf die Finanzmärkte haben die relative Attraktivität der Anlageklassen erheblich durcheinandergewirbelt.

Die Märkte verlagern sich von einer „TINA“-Welt (in der es keine Alternative zu Aktien gibt) zu einer, in der festverzinsliche Anlagen zunehmend attraktiv sind.

Und dennoch: Weil wir uns in einer Phase hoher Inflation und einer Konjunkturabkühlung bewegen, ist unser Ausgangspunkt von Vorsicht geprägt. Die Konjunkturmodelle von PIMCO prognostizieren für das nächste Jahr eine Rezession in ganz Europa, Großbritannien und den USA. Derweil forcieren die großen Zentralbanken trotz der zunehmenden Belastungen für die Finanzmärkte die geldpolitische Straffung. Die Konjunktur in den Industrieländern steht auch deshalb unter

wachsendem Druck, weil die Geldpolitik der Falken erst mit einer Verzögerung wirksam wird. Wir gehen davon aus, dass dies die Unternehmensgewinne unter Druck setzen wird.

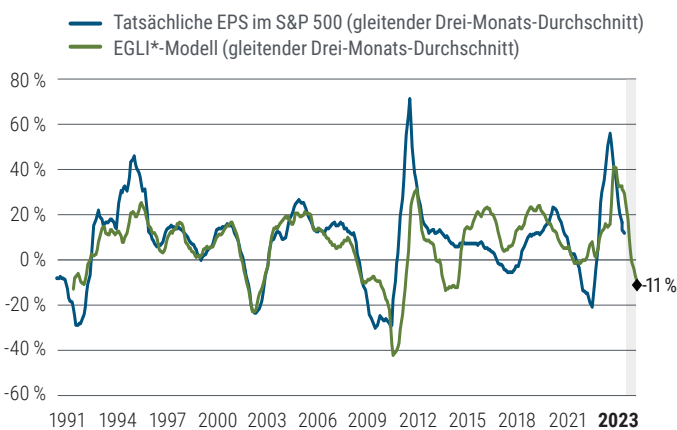
Wir bleiben daher weiterhin untergewichtet bei Aktien. Wir machen auch einen Bogen um zyklische Sektoren und bevorzugen stattdessen Qualität in unseren Asset-Allocation-Portfolios. Das Ertragspotenzial an den Anleihenmärkten erscheint angesichts höherer Renditen über alle Laufzeiten hinweg überzeugend zu sein. Mit Blick auf die kommenden zwölf Monate und den eventuellen Aufschwung nach der Rezession in einem frühen Stadium eines neuen Konjunkturzyklus bewerten wir eine Reihe von Markt- und makroökonomischen Faktoren, um darüber im Bilde zu sein, wann und wie wir uns wieder auf breiterer Basis mit Risikoanlagen auseinandersetzen können und wollen.

WICHTIGE MARKTSIGNALE

Erst wenn sich bestimmte Kennzahlen, die wir beobachten, zu drehen beginnen, werden wir Risikoanlagen wieder als attraktives Investment betrachten. Erstens: Um wieder Vertrauen aufzubauen, benötigen Schätzungen für den fairen Wert von Assets überzeugende Beweise dafür, dass die Inflation ihren Höhepunkt erreicht und sich der „risikofreie“ Zinssatz stabilisiert hat. Während sich die US-Notenbank weiterhin auf die Eindämmung der Inflation konzentriert, dürften auch die Marktzinsen steigen – und das impliziert das Risiko, dass es zu einer harten Landung kommt, wenn die Fed zu entschlossen vorgeht. Es ist deshalb nicht ausgemacht, dass die Fed an ihrem Zinskurs festhält.

Der nächste Punkt: Wir glauben, dass die Schätzungen für die Unternehmensgewinne weltweit nach wie vor zu hoch sind und nach unten revidiert werden – immer mehr Firmen müssen die sich verschlechternden Fundamentaldaten zur Kenntnis nehmen. Zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Artikels liegt die Konsensschätzung von Bloomberg für das Gewinnwachstum 2023 im S&P 500 bei sechs Prozent (acht Prozent ohne den Energiesektor). Darüber hinaus geht mit den Konsensschätzungen die Erwartung einer Ausweitung der Gewinnmargen einher, obwohl sich Umsatz und Nachfrage wahrscheinlich abkühlen werden, während die Kosten hoch bleiben. Bloombergs Konsensschätzungen für das Gewinnwachstum stehen im Gegensatz zu dem Negativwachstum von minus elf Prozent, das der Earnings Growth Leading Indicator (EGLI) von PIMCO vorschlägt – siehe Abbildung 1. In der Vergangenheit sind die Schätzungen für den Gewinn pro Aktie (EPS) während einer Rezession durchschnittlich um 15 Prozent zurückgegangen. Dies würde darauf hindeuten, dass eine nur leichte Rezession einen geringeren Rückgang verursachen könnte – ungefähr im

Abbildung 1: Der firmeneigene Frühindikator von PIMCO für die Gewinne pro Aktie (EPS) signalisiert ein rückläufiges Wachstum bei den Unternehmensgewinnen



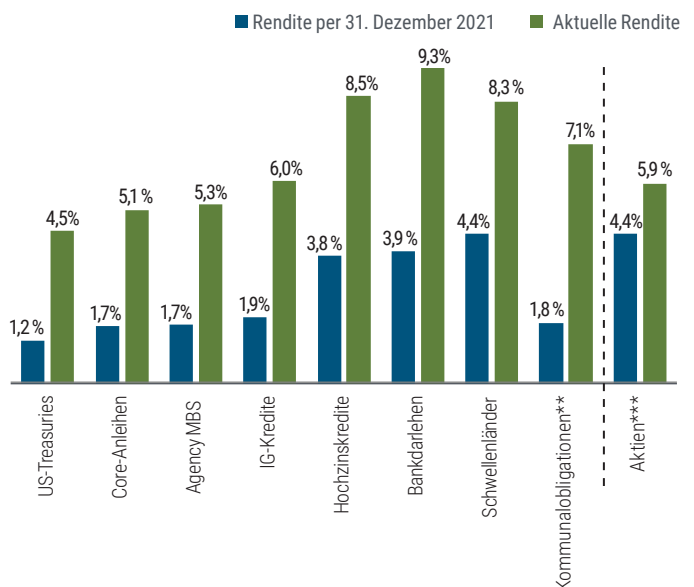
Quelle: Bloomberg, Berechnungen von PIMCO, Stand: 14. Oktober 2022. EPS = Gewinne pro Aktie. * EGLI = PIMCOs Earnings Growth Leading Indicator, eine firmeneigene Kennzahl, die verschiedene Wirtschaftsindikatoren und Marktdaten verwendet, um das jährliche Gewinnwachstum im S&P 500 vorherzusagen.

mittleren einstelligen Prozentbereich. Zusammenfassend lässt sich sagen: Wir würden uns erst dann für ein Frühzyklus-Umfeld über Anlageklassen hinweg positionieren, wenn sicher ist, dass sich die Zinsen stabilisieren und die Gewinne der Unternehmen wieder steigen. Nur dann würden wir bei risikoreicheren Assets einsteigen.

ÜBERLEGUNGEN ZUR BEWERTUNG ÜBER VERSCHIEDENE ANLAGEKLASSEN HINWEG

Bei Asset-Allokation-Portfolios führen die höheren Zinsen zu dieser Konsequenz: Der Rückenwind für „TINA“ (there is no alternative = es gibt keine Alternative zu Aktien) ist abgeebbt. Stattdessen gilt nun „TARA“ (there are reasonable alternatives = es gibt angemessene Alternativen). Die Ära der unkonventionellen Geldpolitik nach der globalen Finanzkrise erreichte ihren Zenit während der Covid-19-Pandemie. Der

Abbildung 2: Der Anstieg der Renditen* bei festverzinslichen Anlagen hat attraktivere Alternativen zu Aktien geschaffen



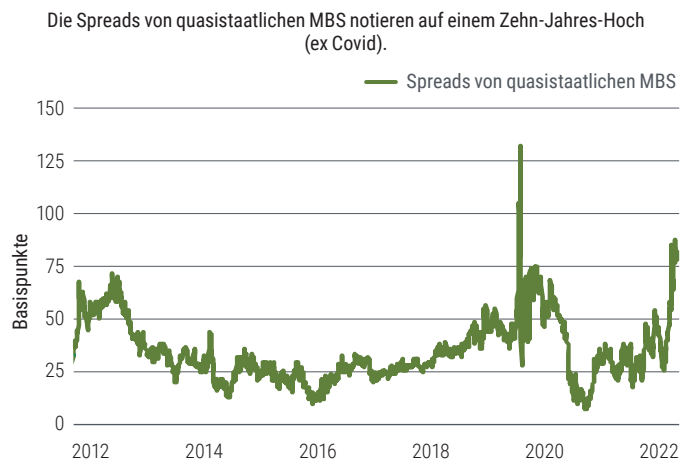
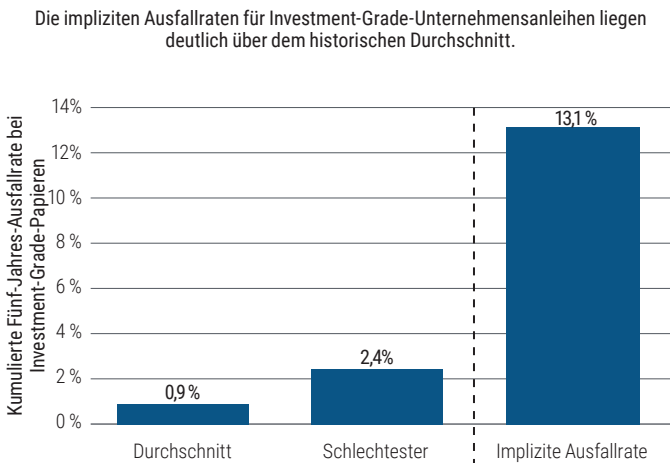
Quelle: PIMCO, Bloomberg; Stand 24. Oktober 2022. Die Index-Proxys für die angezeigten Anlageklassen lauten wie folgt: US-Staatsanleihen: Bloomberg U.S. Treasury Index, Core-Anleihen: Bloomberg U.S. Aggregate Index, Quasistaatliche MBS (Mortgage-Backed Securities): Bloomberg MBS Fixed Rate Index, Investment-Grade-Anleihen (IG): Bloomberg Global Aggregate Credit Index (in USD abgesichert), Hochzinsanleihen (HY): ICE BofAML US HY BB-B Rated Index, Bankdarlehen: JP Morgan Liquid Loan Index, Schwellenländer: J.P. Morgan EMBI Global, Kommunalobligationen (Munis): Bloomberg Municipal Bond Index, Aktien: S&P 500 Index.

*"Yield to worst": Rendite, die dann erzielt wird, wenn man die aus Sicht des Anlegers widrigsten Umstände und Faktoren an den Märkten addiert. Es ist die niedrigste aller möglichen Renditen.

**Kommunale Renditen sind (in den USA) die steuerpflichtigen Äquivalenzrenditen, oder die "yield to worst", bereinigt um den höchsten Grenzsteuersatz (40,8 Prozent). Die Steuer-äquivalente Rendite ist für in den USA ansässige Anleger bestimmt. Das ist die Rendite, die eine steuerpflichtige Anleihe benötigen würde, um der Rendite einer vergleichbaren steuerbefreiten Kommunalanleihe des Bundes zu entsprechen. Die "yield to worst" der Kommunalpapiere (Obligationen) lag zum 31. Dezember 2021 bei 1,1 Prozent und zum 24. Oktober 2022 bei 4,2 Prozent.

*** Die „Aktienrendite“ ist die für das laufende Jahr erwartete Gewinnrendite für den S&P-500-Index.

Abbildung 3: Die Fundamentaldaten und attraktive Bewertungen schaffen in diesem konjunkturellen Umfeld Chancen für festverzinsliche Wertpapiere



Quelle: PIMCO, Bloomberg; Stand 25. Oktober 2022. Quasistaatliche MBS werden durch den Bloomberg U.S. MBS Index abgebildet, Investment-Grade-Anleihen durch den ICE BofA U.S. Corporate Index. Die implizite Ausfallrate wird unter der Annahme einer Rückzahlungsquote von 40 Prozent berechnet.

*Option-adjusted spread (OAS).

Marktwert globaler Schuldtitel mit negativer Rendite betrug damals laut Bloomberg in der Spitze mehr als 19 Billionen US-Dollar. Noch Ende 2021 musste sich ein US-Investor in auf US-Dollar lautende Schwellenländer-Anleihen wagen, um eine Anlageklasse zu finden, die der Gewinnrendite des S&P entsprach. Nur elf Monate später können Anleger eine höhere absolute Rendite mit globalen Investment-Grade-Anleihen erzielen, ohne auch nur ein Auge auf das riskantere Profil von Aktien werfen zu müssen. Die Gewinnrendite von Aktien ist hinter dem Anstieg der Zinssätze zurückgeblieben, was unserer Ansicht nach ein weiteres Zeichen dafür ist, dass Aktien teuer sind, was wiederum andere Vermögenswerte relativ attraktiver macht – siehe Abbildung 2.

Neben dem höheren Renditepotenzial erscheinen festverzinsliche Wertpapiere auch im Kontext unseres makroökonomischen Ausblicks attraktiver. Abbildung 3 zeigt, dass die Bilanzen der privaten Haushalte und Unternehmen in den USA relativ gesund sind, insbesondere dann, wenn man die großen Spreads zwischen Investment-Grade-Anleihen und US-Staatsanleihen heranzieht. Diese Spreads implizieren eine Fünf-Jahres-Ausfallrate von 13 Prozent (unter Annahme einer Rückzahlungsquote von 40 Prozent), was deutlich über der schlechtesten realisierten Fünf-Jahres-Ausfallrate von 2,4 Prozent liegt. Die Spreads für quasistaatliche Mortgage-Backed Securities (MBS) aus den USA, die allgemein mit AAA bewertete Assets sind, weisen die höchsten Niveaus in den vergangenen zehn Jahren aus, wenn man einmal von der Liquiditätskrise im Jahr 2020 infolge der Pandemie absieht. Im Gegensatz dazu haben die Gewinnschätzungen bei Aktien das Risiko einer Rezession immer noch nicht eingepreist. Mit Blick in die Zukunft glauben wir, dass Investments in festverzinsliche Anlagen in einer Rezession tendenziell widerstandsfähig sind, weil die Zentralbanken in der Regel die Leitzinsen senken.

DER LANGFRISTIG STATTFINDENDE WANDEL HIN ZU MEHR RESILIENZ

Unserer Ansicht nach sind festverzinsliche Wertpapiere im Vergleich zu Aktien auch dann attraktiver geworden, wenn man den längerfristigen Horizont betrachtet. Die Weltwirtschaft wandelt sich nach Jahrzehnten der Globalisierung zu einer stärker fragmentierten Welt, in der sich Regierungen und Unternehmen auf den Aufbau von Resilienz konzentrieren. Deshalb erwarten wir, dass sich ein Teil des Rückenwinds, der die Aktienhausse früherer Zeiten getragen hat, sich ins Gegenteil verkehren oder zumindest wegfallen wird. Wie im jüngsten *Langfrist-Ausblick von PIMCO* („Resilienz stärken“) hervorgehoben, glauben wir, dass Unternehmen durch geografische Diversifizierung und die Rückverlagerung von Industriearbeitsplätzen robustere Lieferketten aufbauen müssen. Sowohl Investitionen als auch Lagerbestände werden steigen, wenn die Unternehmen von „Just in Time“ zu „Just in Case“ übergehen. Der Vorrang von Resilienz gegenüber Effizienz wird tendenziell die Margen der Unternehmen unter Druck setzen und den lange Jahre zu beobachtenden Anstieg der Eigenkapitalrenditen umkehren, die sich aus Kostensenkungen ergaben, die durch globalisierte Lieferketten möglich wurden. Parallel dazu glauben wir, dass nach einer 20-jährigen Phase mit sinkenden effektiven Steuersätzen die Steuerbelastung in vielen Ländern wieder steigen wird, wenn höhere Körperschaftsteuern eingeführt werden, Übergewinnsteuern in den Mainstream gelangen und die Regierungen sich auf eine globale Mindeststeuer zubewegen.

Angesichts der Unsicherheiten für den längerfristigen globalen Makroausblick dürften Anleger höhere Risikoprämien für Aktien einfordern, was Druck auf die Aktien-Multiples erzeugen wird. Im Gegensatz dazu sind die Renditen von Staatsanleihen, die tendenziell ein guter Indikator für künftige Erträge

sind, deutlich gestiegen, was ein attraktives langfristiges Renditepotenzial impliziert. Daher dürften festverzinsliche Wertpapiere über den langfristigen Horizont strukturell attraktiver werden als Aktien, die in den vergangenen zwei Jahrzehnten von einem Niedrigzinsumfeld profitiert hatten.

DIE PORTFOLIOSTRUKTUR FÜR DIE REZSSION UND DIE DARAUFGOLGENDE KONJUNKTURERHOLUNG

Nach einem Jahr anhaltender, durch die Zentralbank verursachter Kurskorrekturen in den meisten Anlageklassen waren viele Anleger gezwungen, das Risiko in ihren Portfolios sowohl bei der Duration als auch bei Aktien auf breiter Basis zu reduzieren. Die kommenden Monaten könnten jedoch entscheidende Ereignisse mit sich bringen, die diesen Trend durchbrechen.

Unser Basisszenario einer Konjunkturabschwächung oder Rezession würde zu einer deutlichen Störung der Nachfrage führen und den Inflationsdruck verringern, was auch bedeuten würde, dass der Leitzins der US-Zentralbank Anfang 2023 seinen Höhepunkt erreichen könnte. Wenn die Fed in der Lage ist, die Zinserhöhungen in einem Umfeld nachlassender Inflation auszusetzen oder die Leitzinsen sogar zu senken,

könnte dies die Schwere einer US-Rezession abschwächen und einen Weg in Richtung eines normaleren wirtschaftlichen Umfelds aufzeigen, in dem verschiedene Anlageklassen in den einzelnen Phasen des Konjunkturzyklus auch tendenziell unterschiedlich reagieren (anstatt gleich – schlecht – zu laufen, wie es aktuell zu beobachten ist). Anleger sollten daher nicht nur überlegen, wie sie sich für den Eintritt in eine Rezession positionieren können, sondern auch, wie sie im Verlauf der Rezession investieren möchten und welche Indikatoren zu beachten sind, wenn sie erwägen, ihr Engagement in Risikoanlagen zu erhöhen. Der typische Konjunkturzyklus und das Drehbuch für den Zyklus der Leitzinserhöhungen können ein nützlicher Leitfaden sein. Es ist jedoch auch wichtig, die Unterschiede und Besonderheiten in diesem Zyklus zu berücksichtigen.

Abbildung 4 zeigt, wie sich die wichtigsten Anlageklassen (seit 1975) während eines typischen Konjunktur- und Leitzinszyklus entwickelt haben: Während der wirtschaftlichen Expansion stiegen die Unternehmensgewinne tendenziell, getrieben von Konsumausgaben und Investitionen, sodass Aktien und Kreditpapiere die stärkste Performance zeigten. Während der Rezessionen wechselten die Anleger in defensivere Anlageklassen wie Staatsanleihen oder liquide Mittel. Die Aufteilung des Zyklus in Sechstel bietet eine noch größere

Abbildung 4: Historische Sharpe Ratios der Anlageklassen entsprechend der Phasen des Konjunkturzyklus und des Zinszyklus

Sharpe Ratios der Anlageklassen in verschiedenen Phasen des Konjunkturzyklus

Phase	Aktien	Kreditmarkt	10-jährige Staatsanleihen (Treasuries)	Öl	Gold	US-Dollar
Konjunkturaufschwung – Erstes Drittel	0,63	0,76	0,46	0,27	(0,07)	0,01
Konjunkturaufschwung – Zweites Drittel	0,58	0,26	0,19	(0,01)	(0,20)	(0,15)
Konjunkturaufschwung – Finales Drittel	0,42	(0,21)	(0,06)	0,35	0,32	0,09
Rezession – Erstes Drittel	(1,78)	(0,77)	0,04	0,27	(0,56)	(0,14)
Rezession – Zweites Drittel	(0,68)	1,03	1,98	(2,55)	(0,27)	0,34
Rezession – Finales Drittel	1,72	2,15	0,59	(0,18)	0,99	0,88

Sharpe Ratios der Anlageklassen für verschiedene Phasen des Zinszyklus der Fed

Phase	Aktien	Kreditmarkt	10-jährige Staatsanleihen (Treasuries)	Öl	Gold	US-Dollar
Zinssenkungen	0,41	1,28	1,70	(0,27)	0,19	0,01
Zinserhöhungen	0,38	(0,22)	(0,20)	0,56	0,24	0,28
Neutral	0,74	0,62	0,41	0,18	0,04	(0,11)
Durchschnitt während des Konjunkturzyklus	0,55	0,49	0,61	0,13	0,16	0,03

Quelle: PIMCO, Bloomberg, NBER (U.S. National Bureau of Economic Research); Stand 17. Oktober 2022. Sharpe Ratios werden anhand von Daten seit 1975 berechnet. Aktien werden vom S&P 500 Index, Kreditpapiere und Anleihen vom Bloomberg U.S. Corporate Total Return Index und der USD (US-Dollar) durch den DXY Index repräsentiert. Die Definitionen für Rezession und Konjunkturaufschwung stammen vom NBER.

Detailgenauigkeit für das richtige Timing der Anlageklassen, da der Markt häufig die nächste Phase des Zyklus bereits vor dessen Beginn einpreist.

Abbildung 4 zeigt, dass Kreditpapiere/Anleihen beim Übergang von der Expansion in der Spätphase zur Rezession in der Regel die ersten Risiko-Assets waren, die eine Underperformance aufwiesen, gefolgt von Aktien und Rohstoffen. Kreditpapiere/Anleihen waren auch die ersten Risiko-Assets, die sich wieder erholten. Dieser Prozess setzte etwa in der Mitte der Rezession ein und hielt während der Frühphase einer Expansion an. Durations-Papiere (also Investments in zinnsensitive Anlageklassen wie Staatsanleihen, wie sie in Abbildung 4 durch zehnjährige US-Treasuries dargestellt werden) haben einem Portfolio in den frühen Stadien einer Rezession normalerweise nicht viel Puffer geboten und erst dann eine Outperformance erzielt, wenn sich die Rezession verschärfte. Das Verständnis dieses Verhaltens von bestimmten Anlageklassen ist der Schlüssel zur Neupositionierung von Portfolios während des gesamten Konjunkturzyklus. Im Gegensatz dazu zeigten die Zinszyklen der US-Notenbank in der Vergangenheit eine geringere Korrelation zur Aktien-Performance, hatten aber direktere und deutlichere Auswirkungen auf die (Markt-)Zinsen und den US-Dollar.

Wir erkennen an, dass die Geschichte niemals ein perfekter Leitfaden ist. Dennoch glauben wir, dass wir auch im kommenden Zyklus typische Muster sehen werden, obwohl der aktuelle Zyklus 2020–2022 ungewöhnlich schnell verlief. Wenn eine Rezession beginnt und sich die Inflation verlangsamt, ist die Duration wahrscheinlich die erste Anlageklasse, die vor einer Outperformance steht, insbesondere in zinnsensiblen Ländern wie Australien und Kanada sowie in ausgewählten

Schwellenländern, die im Zinszyklus vorn liegen. In den USA erwarten wir im Gegensatz zu früheren Zyklen keinen schnellen Übergang von Zinserhöhungen zu Zinssenkungen durch die US-Notenbank, was den Markt in der Folge stützen würde. Aber auch ohne eine signifikante Zins-Rally sind die Renditen von US-Staatsanleihen bereits hoch genug, um allein mit den Erträgen der Kupons eine überzeugende Rendite zu erzielen. Darüber hinaus könnte eine Stabilisierung der Leitzinsen mehr Investoren in diese Anlageklasse zurückbringen.

Sobald eine Rezession im Gange ist und der anfängliche Schuldenabbau größtenteils abgeschlossen ist, rechnen wir damit, dass sich auch die Spreads hochwertiger Investment-Grade-Papiere verengen werden. Im laufenden Jahr ist der anfängliche Zustand der Unternehmensbilanzen im Allgemeinen als gesund zu bezeichnen. Wir erwarten daher keine Welle an Ausfällen bei Kreditpapieren, zumal sich die Fed auf finanzielle Stabilität und funktionierende Kreditmärkte konzentriert.

Schlussendlich: Hochzinsanleihen und Aktien legen in der Regel erst spät in einer Rezession und in der Frühphase einer Expansion eine Rally hin, wenn sich die Kreditmärkte ausreichend stabilisiert haben, sodass Unternehmen wieder auf schuldenfinanziertes Wachstum setzen können, während steigende Beschäftigungszahlen das Verbrauchervertrauen stärken. Um diesen Rally-Punkt zu erreichen, müssen die Aktienbewertungen auf ein Niveau sinken, das dem Leitzins der US-Zentralbank, den realen Renditen und den allgemeineren Gewinnaussichten angepasst ist. Nur dann können sie eine Risikoprämie bieten, die mit einem rezessiven Umfeld konsistent ist.

SCHLUSSFOLGERUNGEN

Die rasche Veränderung der makroökonomischen Bedingungen im Lauf des Jahres 2022 macht Vorsicht zur wichtigsten Anlegertugend. Gleichzeitige Kursrutsche an den Aktien- und Anleihenmärkten, wie sie seit Jahrzehnten nicht mehr zu sehen waren, lassen viele Anleger abwarten, bis es mehr Sicherheit über den Zinspfad und die Schwere einer drohenden Rezession gibt.

Wir bei PIMCO glauben, dass in Zeiten hoher Inflation und eines Konjunkturabschwungs Vorsicht geboten ist. Dennoch hat die Volatilität an den Finanzmärkten im Lauf des Jahres 2022 mehrere überzeugende Anlagechancen geschaffen. Vor allem sehen wir zahlreiche Belege dafür, dass sowohl die kurz- als auch die langfristigen Argumente für festverzinsliche Wertpapiere heute überzeugend sind. Höhere Anfangsrenditen haben das langfristige Renditepotenzial verbessert, während Anleihen höherer Qualität im Fall einer Rezession ihre Rolle als zuverlässige Diversifikationsquelle gegenüber Aktien wieder aufnehmen sollten. Wir glauben, dass Anleger vorsichtig und selektiv vorgehen sollten, wenn sie sich an Anlagen in Aktien, Sachwerte und andere Märkte mit höherem Risiko wagen und dabei die besten relativen Chancen sowohl innerhalb als auch zwischen den Anlageklassen suchen. Darüber hinaus wird es von entscheidender Bedeutung sein, Portfolios so zu positionieren, dass sie zusätzlicher Volatilität standhalten und im nächsten Konjunkturzyklus von Verwerfungen profitieren können.

Mit dem Verlassen des „TINA“-Umfelds, das einen Großteil des vergangenen Jahrzehnts prägte, sind die Auswahlmöglichkeiten umfangreicher geworden. Investoren sollten sich über die Chancen freuen, die sich am Horizont abzeichnen.

Als „risikofreier“ Zins kann die Rendite einer Anlage verstanden werden, die in der Theorie keinerlei Risiko aufweist. Dies impliziert, dass jedes zusätzliche Risiko mit einer zusätzlichen Rendite belohnt werden muss. Alle Investments enthalten Risiken und können an Wert verlieren.

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

Investments am **Rentenmarkt** unterliegen Risiken wie dem Markt-, Zins-, Emittenten-, Kredit-, Inflations- und Liquiditätsrisiko. Der Wert der meisten Anleihen und Anleihenstrategien wird durch Änderungen der Zinssätze beeinflusst. Anleihen und Anleihenstrategien mit längerer Laufzeit sind tendenziell sensibler und volatil als solche mit kürzerer Laufzeit; Anleihen fallen im Allgemeinen bei steigenden Zinsen – ein Niedrigzinsumfeld erhöht dieses Risiko. Eine Zurückstufung der Bonität des Anleihenkontrahenten kann zu einer verringerten Marktliquidität und einer erhöhten Preisvolatilität beitragen. Anleiheninvestments können bei Rückzahlung mehr oder weniger wert sein als das ursprünglich eingesetzte Kapital. Erträge aus **Kommunalobligationen** sind von der US-Einkommensteuer befreit, sie können jedoch staatlichen und lokalen Steuern sowie zeitweise der alternativen Mindeststeuer unterliegen. Investments **in im Ausland emittierte oder auf ausländische Währungen lautende Wertpapiere** können aufgrund von Währungsschwankungen ein erhöhtes Risiko sowie wirtschaftliche und politische Risiken mit sich bringen, die in Schwellenländern noch verstärkt werden können. **Hypothekarisch und mit Forderungen besicherte Wertpapiere (MBS und ABS)** können empfindlich auf Änderungen der Zinssätze reagieren und dem Risiko einer vorzeitigen Rückzahlung unterliegen. Ihr Wert kann folglich als Reaktion auf die vom Markt wahrgenommene Kreditwürdigkeit der Emittenten schwanken. Zwar existiert für solche Papiere im Allgemeinen irgendeine Form staatlicher oder privater Garantien, jedoch gibt es keine Garantie dafür, dass private Garanten ihren Verpflichtungen auch nachkommen. **Hochverzinsliche Wertpapiere mit niedrigerem Rating** bergen ein höheres Risiko als Wertpapiere mit höherem Rating; Portfolios, die in solche Titel investieren, können einem höheren Kredit- und Liquiditätsrisiko ausgesetzt sein als Portfolios, die dies nicht tun. **Bankdarlehens** sind oft weniger liquide als andere Arten von Schuldtiteln, und die allgemeinen Markt- und Finanzierungsbedingungen können die Vorauszahlung von Bankdarlehen beeinflussen, da solche Vorauszahlungen nicht genau vorhergesagt werden können. Es gibt keine Garantie dafür, dass die Liquidation von Sicherheiten aus einem besicherten Bankdarlehen die Verpflichtung des Kreditnehmers erfüllen würde, oder dass solche Sicherheiten liquidiert werden könnten. **Rohstoffe** bergen ein erhöhtes Risiko, einschließlich marktbezogener, politischer, regulatorischer und naturbezogener Bedingungen; sie sind deshalb möglicherweise nicht für alle Anleger geeignet. **Aktien** können sowohl aufgrund der realen als auch aufgrund der wahrgenommenen allgemeinen Markt-, Wirtschafts- und Branchenbedingungen an Wert verlieren. **Diversifikation** schützt nicht vor Verlusten.

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 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.

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.

Der „Option Adjusted Spread“ (OAS) misst den Spread über eine Vielzahl möglicher Zinspfade. Der OAS eines Wertpapiers ist der Durchschnitt, der für die Renditen von Staatsanleihen erzielt wird, wobei mehrere zukünftige Zinsszenarien berücksichtigt werden. Die „Sharpe Ratio“ misst die risikobereinigte Performance. Der risikofreie Zinssatz wird von der Rendite eines Portfolios abgezogen, und das Ergebnis wird durch die Standardabweichung der Portfolio-Renditen dividiert.

Hierin enthaltene Prognosen, Schätzungen und spezifische Informationen basieren auf eigener Recherche und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung für ein bestimmtes Wertpapier, eine Strategie oder ein Anlageprodukt dar. Es wird nicht garantiert, dass bestimmte Rendite-Ergebnisse erzielt werden.

PIMCO erteilt keine rechtliche oder steuerliche Beratung. Bei speziellen steuerlichen oder rechtlichen Fragen und Bedenken ziehen Sie bitte Ihren Steuer- und/oder Rechtsberater hinzu.

Diese Veröffentlichung gibt die Meinungen des Verfassers 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. Eine Direktanlage in einen nicht verwalteten Index ist nicht möglich. Die hier enthaltenen Informationen stammen aus Quellen, die wir für zuverlässig halten; es wird jedoch keine Gewähr übernommen.

PIMCO bietet die eigenen Dienstleistungen ausschließlich qualifizierten Institutionen und Anlegern an.

Hierin enthaltene Prognosen, Schätzungen und Informationen basieren auf eigenen Analysen und stellen weder eine Anlageberatung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments dar. 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 durchsetzbar und für alle Anleger angemessen sind. Anleger sollten vor einer Anlageentscheidung ihren Anlageexperten konsultieren. Ausblick und Strategien können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung für ein bestimmtes Wertpapier, eine Strategie oder ein Anlageprodukt dar.

PIMCO Europe Ltd (Unternehmensnr. 2604517) ist von der FCA (Financial Conduct Authority, 12 Endeavour Square, London E20 1JN) in UK zugelassen und beaufsichtigt. Die Dienstleistungen von PIMCO Europe Ltd sind nicht für individuelle Investoren verfügbar. Diese sollten sich nicht auf diese Kommunikation stützen, sondern ihren Finanzberater kontaktieren. PIMCO Europe GmbH (HRB 192083, Seidlstr. 24-24a, 80335 München, Deutschland), **PIMCO Europe GmbH Italian Branch (Gesellschaftsregister Nr. 10005170963)**, **PIMCO Europe GmbH Irish Branch (Unternehmensnr. 909462)**, **PIMCO Europe GmbH UK Branch (Unternehmensnr. BR022803)** und **PIMCO Europe GmbH Spanish Branch (N.I.F.W2765338E)** sind in Deutschland von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) (Marie-Curie-Str. 24–28, 60439 Frankfurt am Main) gemäß §15 des Gesetzes über das Wertpapierinstitutsgesetz (WpIG) zugelassen. Die italienische Niederlassung, die irische Niederlassung, die britische Niederlassung und die spanische Niederlassung werden zusätzlich beaufsichtigt durch: (1) Italienische Zweigstelle: die Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) gemäß Artikel 27 des italienischen Finanzgesetzes; (2) Irische Zweigstelle: die Central Bank of Ireland gemäß Verordnung 43 der European Union (Markets in Financial Instruments) Regulations 2017 in der jeweils gültigen Fassung; (3) Britische Zweigstelle: die Financial Conduct Authority; und (4) die spanische Zweigstelle: die Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) in Übereinstimmung mit den in den Artikeln 168 und 203 bis 224 festgelegten Verpflichtungen sowie den in Title V, Abschnitt I des Gesetzes über den Wertpapiermarkt (LSM) und in den Artikeln 111, 114 und 117 des Königlichen Dekrets 217/2008 enthaltenen Verpflichtungen. **PIMCO (Schweiz) GmbH (registriert in der Schweiz, Unternehmensnr. CH-020.4.038.582-2)**. Die bereitgestellten Leistungen von PIMCO (Schweiz) GmbH stehen Privatanlegern nicht zur Verfügung, und diese sollten sich nicht auf die vorliegende Mitteilung verlassen, sondern ihren Finanzberater kontaktieren. Ohne ausdrückliche schriftliche Erlaubnis darf kein Teil dieser Materialien 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 L.P. ©2022, PIMCO