



LANGFRISTIGER
AUSBLICK

Juni 2024

Anleihenrenditen im Vorteil

Der Inflationsschock nach der Pandemie und der Zyklus aus Zinserhöhungen führten zu einem Anstieg der Anleihenrenditen, wie er in jeder Generation wohl nur einmal auftritt. Diese Faktoren schufen so einen überzeugenden mehrjährigen Ausblick für festverzinsliche Wertpapiere, da die Inflation zurückgeht und sich auf anderen Märkten Risiken aufbauen.



von:

Richard Clarida

Global Economic Advisor

Andrew Balls

Chief Investment Officer
Global Fixed Income

Dan Ivascyn

Group Chief Investment Officer

Die Weltwirtschaft erholt sich weiterhin von den Nachbeben der Pandemie, zu denen Verwerfungen im Handel, übermäßige geld- und fiskalpolitische Interventionen, ein lang anhaltender Inflationsschub und Phasen hoher Volatilität an den Finanzmärkten gehören. Beim Secular Forum 2024 von PIMCO haben wir untersucht, wie die Nachwirkungen dieser Störungen einige unerwartet positive Entwicklungen hervorrufen, aber auch längerfristige Risiken mit sich bringen.

Zu den positiven Aspekten zählt, dass der Inflationsabbau in den meisten Volkswirtschaften der Industrieländer schneller eingesetzt hat als erwartet. Darüber hinaus erscheinen die makroökonomischen Risiken und die Inflationsrisiken ausgeglichener als bei unserem Secular Forum vor einem Jahr. Auch die Zentralbanken stehen kurz vor Zinssenkungen, obwohl dies zeitversetzt geschehen dürfte.

Wir sehen jedoch auch drei wichtige Bereiche, in denen die Anleger zwar profitiert haben, möglicherweise aber Risiken übersehen, die sich über unseren Fünf-Jahres-Horizont entwickeln könnten:

- 1) Umfangreiche fiskalische Anreize haben in den USA in jüngster Zeit zu einem außergewöhnlichen Wachstum geführt. Doch diese Ausnahmestellung hat ihren Preis: Die USA befinden sich auf einem unhaltbaren Schuldenkurs, den die Regierung schlussendlich adressieren muss. Gleichzeitig müssen sich die Finanzmärkte darauf einstellen, künftig möglicherweise ohne staatliche Unterstützung zurechtzukommen.
- 2) Künstliche Intelligenz (KI) wird die Arbeitsmärkte neu ausrichten und die Produktivität steigern. Bis sich spürbare realwirtschaftliche Auswirkungen einstellen, kann es jedoch noch Jahre dauern. Massive Kapitalinvestitionen gingen mit rasanten Kursanstiegen an den Aktienmärkten einher, die an frühere Boomzeiten im Technologiesektor erinnern.
- 3) Die Bewertungen bestimmter Assets in manchen Märkten bieten den Anlegern offenkundig kaum noch einen Puffer. Hierzu zählen Aktien, deren Bewertungen überzogen erscheinen, sowie die Märkte für direkte Kreditgewährungen an Unternehmen mit niedrigerem Rating, die weniger liquide sind und stärker von variablen Zinssätzen beeinflusst werden.

Für Anleger führten der Inflationsschock Anfang der 2020er-Jahre und die deutlichen Leitzinserhöhungen zu einem Anstieg der Anleihenrenditen, wie er in jeder Generation meist nur einmal zu beobachten ist. Diese Situation bietet nun einen erheblichen inflationsbereinigten Puffer. Die Anfangsrenditen korrelieren stark mit den erwarteten Renditen der kommenden fünf Jahre. Dies unterstützt die langfristigen Aussichten für die Renditen von festverzinslichen Papieren bei gleichzeitig zurückgehender Inflation, insbesondere auf risikobereinigter Basis und im Vergleich zu anderen Anlageklassen. Auch die Chancen auf den weltweiten Anleihenmärkten erscheinen ungewöhnlich attraktiv und vielfältig, wobei eine aktive Länder- und Wertpapierauswahl von entscheidender Bedeutung ist.

Vor diesem langfristigen Hintergrund ist unserer Ansicht nach ein Umdenken – oder sogar eine Umkehr – hinsichtlich des traditionellen Schemas der Vermögensallokation (60 Prozent Aktien, 40 Prozent Anleihen) erforderlich.

Da sich die Banken aus bestimmten Märkten zurückziehen, sehen wir auch attraktive Gelegenheiten im Bereich der mit Vermögen besicherten Ausleihungen, insbesondere in verbraucherbezogenen Segmenten und vor dem Hintergrund der Stärke der US-Verbraucherdaten. Wir gehen davon aus, dass durch den Einlagenabzug bei den Banken und den Kapitalbedarf neue Chancen im Bereich der gewerblichen Immobilienfinanzierung entstehen.

In unseren Sitzungen beim Secular Forum haben wir untersucht, wie die USA und China einen Wandel hin zu einer multipolaren Weltordnung anführen, der vermutlich auch Veränderungen an den Märkten und in der Politik mit sich bringen wird. Die Friedensdividende, die die Länder in den vergangenen Jahrzehnten genossen haben, verwandelt sich in Konfliktkosten, die zerstörerische Wirkung haben könnten.



Gastreferenten beim Secular Forum 2024

Tobias Adrian

Finanzberater und Direktor der Abteilung für Währungs- und Kapitalmärkte, Internationaler Währungsfonds

Anima Anandkumar

Bren-Professorin für Informatik und Mathematik, Caltech

David Autor

Ford-Professor für Wirtschaftswissenschaften, MIT

Jason Furman

Aetna-Professor für die Praxis der Wirtschaftspolitik an der Harvard Kennedy School und am Department of Economics der Harvard University

Kevin Hassett

Brent R. Nicklas, Distinguished Fellow in Economics, Hoover Institution; ehemaliger Vorsitzender des Rats der Wirtschaftsberater des Weißen Hauses

John H. Cochrane

Rose-Marie und Jack Anderson, Senior Fellow, Hoover Institution

Carmen Reinhart

Minos A. Zombanakis Professorin für das Internationale Finanzsystem an der Harvard Kennedy School

Brad Setser

Whitney Shepardson Senior Fellow beim Council on Foreign Relations

Wendy R. Sherman

Ehemalige stellvertretende US-Außenministerin

PIMCOs Global Advisory Board

Weltweit anerkannte Experten für Themen aus Wirtschaft und Politik

Langfristthema: Ausgewogene Risiken, aber Vorsicht vor goldenen Zeitaltern

In unserem Langfristausblick 2023 mit dem Titel „Die Nachbeben-Wirtschaft“ gingen wir davon aus, dass die Verwerfungen zu Beginn der 2020er-Jahre eine dauerhafte neue Realität schaffen würden. Wir erlebten eine Welt mit hoher makroökonomischer Volatilität und schleppendem Wachstum. Wir sagten voraus, dass die Zentralbanken alles Notwendige tun würden, um die Inflation wieder auf „2,x Prozent“ zu drücken.

Auch wenn diese These im Großen und Ganzen weiterhin Bestand hat, muss unser Ausblick für die kommenden fünf Jahre doch eine Reihe wichtiger Entwicklungen berücksichtigen und bewerten, die seit unserem Forum im Mai 2023 virulent geworden sind. Dazu zählen:

- Im Nahen Osten bricht ein Krieg aus und in Europa geht der Krieg ins dritte Jahr.
- Rascher und – bislang schmerzloser – Inflationsabbau auf „2,x Prozent“ in den meisten Industrieländern.
- Wesentliche Unterschiede bei den Inflations- und Wachstumskurven zwischen den USA und anderen Industrieländern.
- Eine unvorhergesehene Verdoppelung des US-Haushaltsdefizits in einer Volkswirtschaft mit einer Arbeitslosigkeit nahe dem Rekordtief.
- Ein „Wutanfall“ im Finanzministerium im Oktober, ausgelöst durch die Sorge, dass sich die unhaltbare Entwicklung der US-Fiskalpolitik in den kommenden Jahren weiter beschleunigen könnte.
- Fortgesetzter Spar- und Schrumpfkurs im Bankensektor angesichts verschärfter Kapital- und Liquiditätsvorschriften.

Unsere langfristigen Ansichten basieren auch auf unserem jüngsten mittelfristigen *Konjunkturausblick* mit dem Titel „Divergierende Märkte, diversifizierte Portfolios“. Dieser Ausblick hält fest, dass die Notenbanken aus ihrer gewohnten Phalanx ausscheren und unterschiedliche Strategien beim Thema Zinssenkungen verfolgen werden. Die relative Stärke der US-Wirtschaft wird anhalten, während sich die Konjunktur in vielen großen Industrieländern abkühlt. Dies hat abermals zu einer höheren Risikoneigung an den US-Finanzmärkten geführt und die Frage aufgeworfen, ob es sich dabei um kurzfristige oder eher dauerhafte Trends handelt.

DIE ZENTRALBANKEN HABEN IHRE FLEXIBILITÄT BEWAHRT, ...

Die scharfen konjunkturellen Anpassungen, die nach der Pandemie die Weltwirtschaft erschüttert haben, werden nun durch nachhaltigere langfristige Trends mit erheblichen Auswirkungen abgelöst. Zwar rechnen wir langfristig weiterhin mit einem schleppenden globalen Wachstum und volatileren Konjunkturzyklen. Doch scheinen die damit verbundenen Risiken ausgewogener zu sein als noch vor einem Jahr.

Dies ist teilweise auf das schnelle Sinken der Inflation in den meisten Industrieländern auf ein Niveau von „2,x Prozent“ zurückzuführen. Durch eine

rasche Straffung der Geldpolitik konnte der Inflationsschub unter Kontrolle gebracht werden, ohne dass die mittelfristigen Inflationserwartungen anstiegen.

Die bessere Risikoverteilung ist auch darauf zurückzuführen, dass die Notenbanken stillschweigend eine Strategie des „opportunistischen Inflationsabbaus“ verfolgt haben, um den verbleibenden Weg zu den Zielwerten zu bewältigen. Diese Strategie verschafft den politischen Entscheidungsträgern einen gewissen Spielraum, die Zinsen in Zeiten geringer Inflation zu senken und so das Wachstum anzukurbeln.

Die im vergangenen Jahr geäußerten Befürchtungen, dass eine restriktive Geldpolitik zu Instabilität an den Finanzmärkten führen könnte, haben sich nicht bewahrheitet. Die systemischen Risiken für die globalen Banken- und Nichtbanken-Finanzmärkte scheinen eingedämmt.

Allerdings geht der regulatorische Trend eindeutig in Richtung strengerer Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen für die Bankenbranche. Die Unfähigkeit der Banken, in bestimmten Märkten Bilanzkapazitäten bereitzustellen, wird wahrscheinlich dazu führen, dass sich viele Kreditvergaben künftig stärker auf privates Kapital konzentrieren.

Wir sehen für Investoren immer mehr Möglichkeiten, als vorrangige Kreditgeber in Bereichen einzusteigen, die einst von Regionalbanken besetzt waren, wie etwa Konsumentenkredite, Hypothekendarlehen und Ausrüstungsfinanzierungen. Gewerbeimmobilien bieten ebenfalls Chancen für flexibles Kapital, da der Spar- und Schrumpfkurs der Banken die Herausforderungen, die sich durch sinkende Immobilienpreise und eine Welle aus fälligen Krediten im Volumen von mehr als zwei Billionen US-Dollar ergeben, in den kommenden Jahren verschärfen werden.

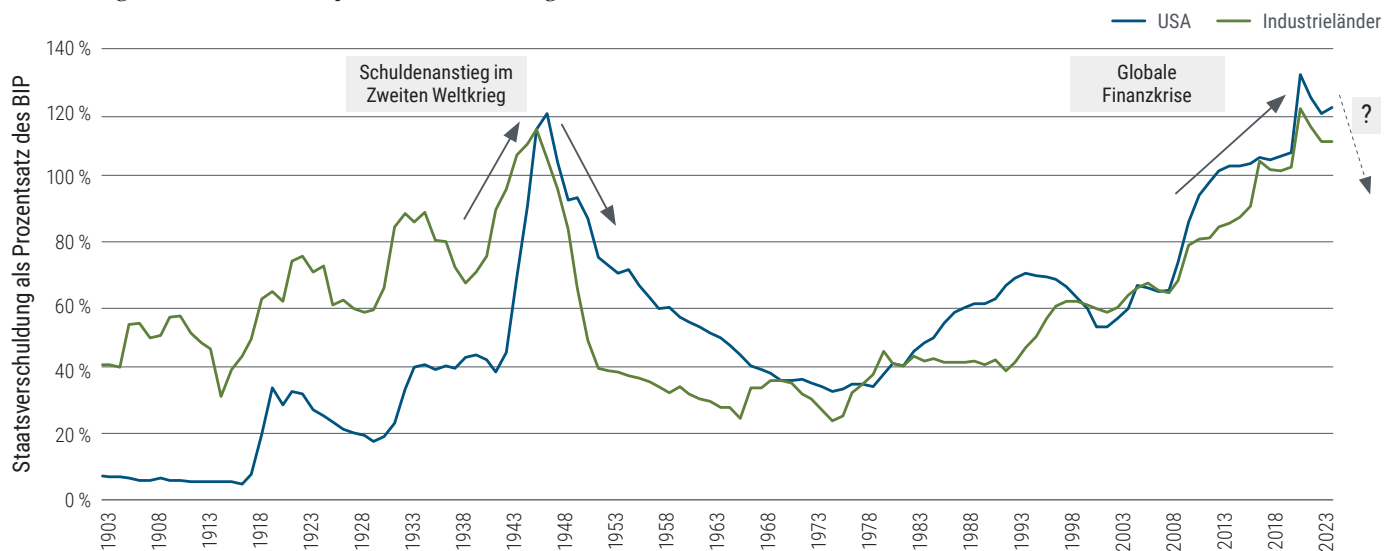
... DOCH DER FISKALISCHE SPIELRAUM IST BEGRENZT

Während sich das geldpolitische Umfeld vergrößert hat, ist dies beim fiskalpolitischen Ausblick nicht der Fall. Ein Schwerpunkt des diesjährigen Secular Forum waren globale fiskalische Trends und dabei insbesondere die Entwicklung der US-Schulden auf Bundesebene.

Es bleibt abzuwarten, ob die mittelfristige Stärke der US-Wirtschaft von Dauer ist oder lediglich durch die staatlichen Unterstützungsprogramme während der Pandemie und eine steigende Schuldenquote befeuert wird. Sollte es in den USA irgendwann zu einer fiskalischen Abrechnung kommen, ist eine Schuldenkonsolidierung durch Reformen bei den Sozialausgaben und höhere Steuern wahrscheinlich. So unwahrscheinlich es im aktuellen politischen Umfeld auch erscheinen mag, selbst solche vermeintlichen Tabuthemen müssen sich möglicherweise eben erst allmählich entwickeln und emanzipieren.

Die im Verhältnis zum BIP enorm hohen Staatsschulden, die über den Industrieländern schweben (siehe Abbildung 1), werden auf lange Sicht wahrscheinlich zu steileren Renditekurven führen, da die Anleger für längerfristig laufende Anleihen weiterhin eine höhere Vergütung verlangen. Es gibt Hinweise – beispielsweise inflationsbereinigte Terminrenditen oder Schätzungen der Laufzeitprämien für US-Staatsanleihen –, die darauf schließen lassen, dass die Märkte einen Teil dieser Anpassung bereits eingepreist haben, noch bevor die Notenbanken mit Zinssenkungen beginnen (weitere Informationen finden Sie in unserem aktuellen Artikel „[Will the True Treasury Term Premium Please Stand Up?](#)“).

Abbildung 1: Der fiskalische Spielraum dürfte begrenzt sein



Quelle: Internationaler Währungsfonds (IWF), Carmen Reinhart, Kenneth Rogoff, PIMCO; Jahresdaten bis Dezember 2023. „Advanced economies“ bezieht sich auf die hoch entwickelten Volkswirtschaften der G20 (Australien, Kanada, Frankreich, Deutschland, Italien, Japan, Südkorea, Großbritannien und die USA) bis 2015 und alle vom IWF definierten hoch entwickelten Volkswirtschaften bis 2023.

Wenn es darum geht, den Schaden künftiger Konjunkturabschwünge durch eine uneingeschränkte Fiskalpolitik zu begrenzen, werden die Behörden mit ziemlicher Sicherheit auf größere Widerstände stoßen. Unser Basisszenario ist jedoch keine plötzliche Finanzkrise, sondern wiederkehrende Phasen der Marktvolatilität, wenn sich der Fokus auf haushaltspolitische Fragen verlagert.

Trotz dieses fiskalischen Drucks gehen wir davon aus, dass der US-Dollar die dominierende Weltwährung bleiben wird, was nicht zuletzt daran liegt, dass es keinen ernst zu nehmenden Herausforderer gibt. Irgendwann könnte es tatsächlich zu einer Abrechnung mit der US-Schuldenkrise kommen. Dass so ein Szenario unmittelbar bevorsteht, ist jedoch nicht wahrscheinlich angesichts der Vorteile der USA in den Bereichen Einwanderung, Produktivität und Innovation sowie der Tatsache, dass US-Staatsanleihen eine globale Reservewährung darstellen. Ein Pluspunkt ist ferner die generelle Dynamik der US-Wirtschaft. Eine erhöhte Nachfrage nach US-Staatsanleihen als „sicherer Hafen“ und liquides Wertebewahrungsinstrument hat die Sorgen des Anleihenmarkts mit Blick auf die fiskalpolitische Nachhaltigkeit bislang in Zaum gehalten. Dies lässt darauf schließen, dass der Zeitplan für Haushaltsreformen extrem langfristiger Natur sein könnte.

Im Vergleich mit anderen Volkswirtschaften haben die USA möglicherweise noch immer das „sauberste schmutzige Hemd“. Die Aussichten Chinas werden durch die Rezession im Immobiliensektor, eine alternde Bevölkerung und weniger offene Exportmärkte getrübt. In Europa dürfte es aufgrund der fragmentierten Politik schwierig sein, eine umfassende Wachstumsstrategie zu entwickeln angesichts regionaler Konflikte, Energieunsicherheit und einer stärkeren direkten Konkurrenz aus China bei höherwertigen Industrieerzeugnissen.

AUF DEM WEG ZU EINER MULTIPOLAREN WELT

Die geopolitische Landschaft wird zunehmend durch Spannungen zwischen einer dominanten Supermacht (den USA) und ihrem aufstrebenden Rivalen (China) bestimmt. Sowohl China als auch Russland haben klare langfristige Visionen, die im Widerspruch zu westlichen Werten stehen. Die Friedensdividende der vergangenen drei Jahrzehnte verwandelt sich in Ausgaben für Konflikte.

Dies unterstreicht den Übergang zu einer multipolaren Weltordnung, in der die Kooperation begrenzt scheint und neue Mittelmächte auf die Bühne treten könnten. Dieser Wandel wird wahrscheinlich auch zu veränderten Korrelationen zwischen den Märkten und einer größeren Divergenz beim potenziellen Wachstum und den politischen Antworten führen. Auch die Konjunkturzyklen werden wahrscheinlich weniger synchron verlaufen. Wir gehen davon aus, dass die grundlegenden

Kräfte zu einer größeren Volatilität bei makroökonomischen Entwicklungen und an den Finanzmärkten als vor der Pandemie führen werden.

Auch die Risiken für die Stabilität des Finanzsystems haben zugenommen. Sie könnten problematisch werden, wenn diese Konflikte die grenzübergreifenden Finanzströme wesentlich verändern oder die Voraussetzungen für Wertminderungen bei (investiertem) Kapital schaffen. Wir sind der Ansicht, dass die Risikoprämie für Anleihen- und Kreditinvestments in China zu niedrig ist, um angesichts der potenziellen Risiken attraktiv zu sein.

Wir gehen davon aus, dass sich das Wachstum in China weiter verlangsamen wird, ohne jedoch zum Stillstand zu kommen. Insbesondere China befindet sich im Prozess einer Reglobalisierung. Chinas neues Wachstumsmodell, das sich auf Produktion und Infrastruktur konzentriert, um den Zusammenbruch des Immobiliensektors auszugleichen, führt zu einem Anstieg der Exporte bei Gütern der verarbeitenden Industrie. Dieser Kurswechsel erfordert eine Neubewertung der Rolle Chinas in der Weltwirtschaft, insbesondere seines Einflusses auf die Rohstoffmärkte und die Inflation sowie seiner Integration in die globale Finanzordnung.

Die wichtigsten Schwellenländermärkte haben in diesem Zyklus eine bemerkenswerte Widerstandsfähigkeit gezeigt. Die typische Kombination von Faktoren, die oft Krisen in den Schwellenländern auslösen – Kapitalflucht, verschärfte Finanzierungsbedingungen und ein Einbruch der Rohstoffpreise –, ist derzeit nicht erkennbar und dürfte auch auf lange Sicht nicht auftreten. Die Verschuldung der Schwellenländer nimmt zu, bleibt im Vergleich zu den Industrieländern bislang jedoch auf einem tragbaren Niveau.

Etwa 60 Prozent der Weltbevölkerung (gemessen am BIP) werden dieses Jahr an wichtigen Wahlen teilnehmen. Es gibt erste Anzeichen dafür, dass populistische Parteien – vor allem in Europa – an Zulauf gewinnen werden. Ganz grundsätzlich haben die Wahlen rund um den Globus das Potenzial, sowohl die ökonomischen als auch die geopolitischen Prioritäten zu verändern. Wir sehen das Risiko, dass durch die Wahlen die Tendenzen zu Fragmentierung, Multipolarität sowie protektionistischen Maßnahmen verstärkt und Friend-Shoring-Investitionen begünstigt werden. Länder wie Indien, Indonesien und Mexiko dürften davon profitieren.

Was die US-Präsidentenwahlen betrifft, glauben wir, dass in den Bereichen Handel, Steuerpolitik, Einwanderung, Regulierung und Umweltpolitik das größte Störpotenzial existiert. Unabhängig vom Wahlausgang dürften die US-Haushaltsdefizite in der Nähe ihres historischen Hochs bleiben. Beide politischen Parteien legen zudem Wert darauf, gegenüber China hart zu bleiben.

KI-EFFEKTE RÜCKEN IN DEN FOKUS

Generative KI hat das Potenzial, die Arbeitsmärkte zu verändern und den Zugang zu Aufgaben mit Entscheidungsbefugnissen zu demokratisieren, sodass ein größerer Teil der Arbeitnehmer in die Lage versetzt wird, fundierte Entscheidungen zu treffen.

Viele Unternehmen stehen jedoch vor Herausforderungen, wenn sie KI wirksam einsetzen wollen. Dramatische Fortschritte bei Produktivität und Effizienz lassen sich in den Makrodaten der kommenden fünf Jahre möglicherweise nicht erkennen. Der Grund hierfür: Zur Maximierung des Nutzens von KI auf der Makroebene ist nicht nur die Einführung der Technologie selbst erforderlich, sondern auch die Neukonfiguration von Arbeitsabläufen und ein Umdenken in den Produktionsprozessen auf der Mikroebene einzelner Organisationen.

Ähnlich wie bei den Erfahrungen mit anderen neuen Technologien in den vergangenen Jahrzehnten ist es auch hier möglich, dass bescheidene Verbesserungen bestehender Arbeitspraktiken keine nennenswerten zusätzlichen Auswirkungen auf die Produktivität haben. Es besteht jedoch die Chance auf bahnbrechende Veränderungen, die in bestimmten Bereichen wie dem Gesundheitswesen und der Wissenschaft größere Auswirkungen auf das Produktivitätswachstum haben könnten.

Unser Basisszenario geht zwar davon aus, dass sich die vollen Auswirkungen neuer großer KI-Sprachmodelle langfristig und erst allmählich manifestieren. Es ist jedoch möglich, dass das auch schneller vonstatten geht und es dabei zu disruptiven Prozessen kommt. Der Boom bei Kapitalinvestitionen in den Bereichen Computertechnik, Datenzentren und grüne Energien macht diese Ressourcen in größerem Umfang für Anwendungen jenseits der KI verfügbar, während KI-Investitionen KI-gestützte Durchbrüche in anderen Bereichen zunehmend plausibel und wahrscheinlich machen. Auch negative Überraschungen sind möglich, insbesondere dann, wenn der Missbrauch von KI-Modellen für Überwachung, Manipulation oder als Sicherheitsbedrohung zu Einschränkungen führt, die Innovationen ausbremsen.

Aktuell könnten die Kapitalausgaben zu einem kurzfristigen „Zuckerflash“ führen. Um längerfristig nachhaltiges Wachstum zu erzielen, sind letztlich Effizienzsteigerungen erforderlich.

Die Nachfrage nach Chips, Rechenzentren und der Stromleistung zu deren Betrieb dürfte explosionsartig steigen. Diese Trends werden unmittelbare Folgen für die gesamte Branche haben.

NEUTRALE LEITZINSEN BLEIBEN NIEDRIG

Die aktuell hohen Leitzinsen sind das Ergebnis mittelfristig wirkender Kräfte, genauer gesagt einer sprunghaft angestiegenen Inflation. Sobald sich die Inflation in der Nähe der Zielvorgaben der Notenbanken stabilisiert, rechnen wir damit, dass sich die neutralen Leitzinsen in den Industrieländern wahrscheinlich auf einem Niveau einpendeln werden, das unter demjenigen liegt, das wir vor der globalen Finanzkrise gesehen haben.

Wir gehen davon aus, dass der neutrale nominale Leitzins in den USA über unseren langfristigen Betrachtungshorizont hinweg wahrscheinlich im Bereich von zwei bis drei Prozent bleiben wird (was einen langfristigen neutralen Realzins von null bis ein Prozent impliziert). Im Gegensatz dazu deuten die aktuellen Kurse darauf hin, dass die Märkte davon ausgehen, dass der neutrale Zinssatz nicht weit unter vier Prozent fallen dürfte. Das kann für Anleiheninvestoren weitere Chancen eröffnen, da die Renditen bereits heute über einen Puffer in Form positiver Realzinsen und Laufzeitprämien verfügen.

Wir gehen davon aus, dass die Bilanzen der Zentralbanken, die sich derzeit im Zuge der Programme zur quantitativen Straffung (Quantitative Tightening, QT) verkleinern, weiterhin wesentlich größer sein werden als vor der Ära der quantitativen Lockerung (Quantitative Easing, QE). Die Zentralbanken der Industrieländer werden voraussichtlich auch weiterhin auf Kaufprogramme für Vermögenswerte zurückgreifen, um das reibungslose Funktionieren der Märkte für Staatsanleihen und Repos zu gewährleisten und als Kreditgeber letzter Instanz zu fungieren. Beispiele hierfür sind das „Bank Term Funding Program 2023“ der US-Notenbank und die 2022 durchgeführte Operation der englischen Notenbank zur Stützung des britischen Markts für Staatsanleihen.

Allerdings halten wir es für weniger wahrscheinlich, dass die Notenbanken als Reaktion auf einen künftigen Konjunkturabschwung wieder unbefristete QE-Programme zum Ankauf von Vermögenswerten einführen werden. Die finanzielle Belastung, die mit der Aufrechterhaltung großer Wertpapierportfolios verbunden ist, wenn die Finanzierungskosten die Erträge aus diesen Vermögenswerten übersteigen, ist zunehmend deutlich geworden.

Geld- und fiskalpolitische Puts – oder die Erwartung staatlicher Hilfen im Fall eines Konjunkturabschwungs – sind heute noch weniger im Geld. Dies schränkt die Fähigkeit der Regierung ein, schwächelnde Volkswirtschaften anzukurbeln und Unterstützung zur Abfederung von Schocks zu gewähren. Wir erwarten zusätzliche Volatilität, da die Märkte stärker auf Fundamentaldaten und weniger auf Basis der Erwartung handeln, dass die Regierungen schon zur Rettung eilen werden.

Anlagekonsequenzen: Die Wiederauferstehung festverzinslicher Wertpapiere

Unser langfristiger *Ausblick* 2024 favorisiert einen nochmaligen Fokus auf die öffentlichen Rentenmärkte, die unserer Ansicht nach im Vergleich zu anderen Anlageklassen konkurrenzfähige Renditen und ein geringeres Risiko bieten dürften. Angesichts der aktuellen Renditen und der sich stabilisierenden Inflationsaussichten können Anleihen ihre grundsätzlichen Vorteile in Portfolios wieder ausspielen: Sie bieten das Potenzial für attraktive Erträge, Resilienz gegenüber Abwärtsrisiken und Stabilität aufgrund einer niedrigeren Korrelation mit Aktien.

Viele erfahrene Vermögensmanager haben sich deutlich vom traditionellen Schema „60 Prozent Aktien, 40 Prozent Anleihen“ verabschiedet. Dennoch bleibt dies eine oft zitierte Faustregel, die vielen Gesprächen über Kapitalanlagen als Grundlage dient. Wir sind davon überzeugt, dass wir in eine Ära eintreten, in der ein Umdenken, vielleicht sogar eine Umkehr dieses Konzepts, erforderlich ist.

Der Inflationsschock nach der Pandemie und der darauf folgende Zyklus aus Zinserhöhungen der Zentralbanken führte zu einem deutlichen Anstieg der Anleihenrenditen. Historisch betrachtet, bieten die Einstiegsrenditen eine hohe Prognose-Treffsicherheit für die Anleihenrenditen über einen mehrjährigen Horizont (siehe Abbildung 2). Die Renditen der Indizes Bloomberg US Aggregate und Global Aggregate (abgesichert gegenüber dem US-Dollar), zwei gängigen Benchmarks für qualitativ hochwertige Anleihen, liegen zum 30. April 2024 bei etwa 5,31 beziehungsweise 5,41 Prozent.

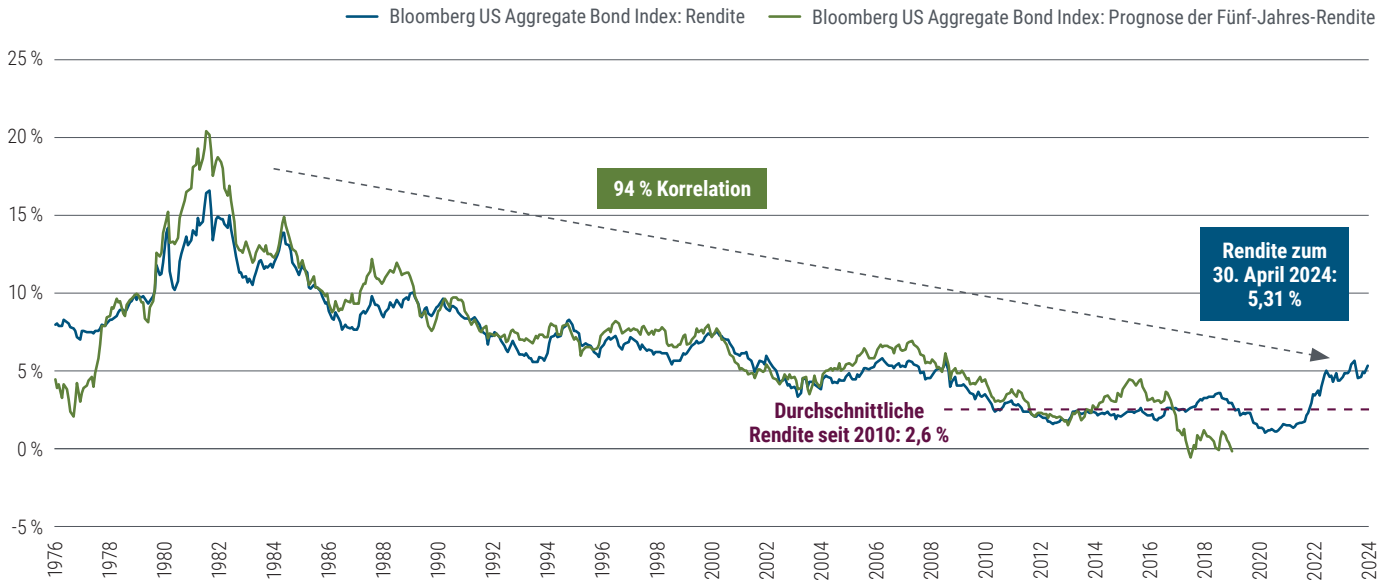
Auf dieser Grundlage können aktive Investmentmanager versuchen, die Rendite der Anleger zu steigern. Durch das Herausfiltern attraktiver Investmentchancen in qualitativ hochwertigen Bereichen – wie etwa mit Hypotheken besicherten quasistaatlichen Wertpapieren – können aktive Manager derzeit Portfolios mit einer Rendite von rund sechs bis sieben Prozent zusammenstellen, ohne dabei erhebliche Zins-, Kredit- oder Illiquiditätsrisiken einzugehen.



Eine diversifizierte Anleihenallokation bietet daher das Potenzial für langfristige aktienähnliche Renditen mit einem günstigeren risikoadjustierten Profil, insbesondere angesichts der möglicherweise überzogenen Bewertungen an den

Aktienmärkten (siehe Abbildung 3). Die Märkte scheinen kein nennenswertes Rezessionsrisiko einzupreisen, was bedeutet, dass Anleihen ein kostengünstiges Instrument zur Absicherung gegen dieses Risiko darstellen können.

Abbildung 2: Die Einstiegsrenditen an den Anleihenmärkten korrelieren historisch mit den Fünf-Jahres-Erträgen



Stand: 30. April 2024; Quelle: Bloomberg, PIMCO. **Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie und auch kein zuverlässiger Indikator für die künftige Wertentwicklung.** Diese Grafik dient nur zur Veranschaulichung und gibt keinen Hinweis auf die frühere oder künftige Wertentwicklung eines PIMCO-Produkts. Rendite und Ertrag beziehen sich auf den U.S. Aggregate Bond Index. Eine Direktanlage in einen nicht gemanagten Index ist nicht möglich.

Abbildung 3: Aktien sind absolut und auch im Vergleich zu US-Staatsanleihen teuer

Stand: 30. April 2024	Wert	Perzentil
CAPE	33,38	93,50 %
Reale Aktienrendite (1/CAPE)	3,00 %	6,50 %
Reale Anleihenrendite für 30-jährige Anleihen	2,41 %	36,60 %
Aktienrisikoprämie (Aktienrendite – reale Anleihenrendite)	0,59 %	12,50 %



Stand: 30. April 2024; Quelle: Bloomberg, Online-Daten von Robert Shiller, Global Financial Data, PIMCO. Alle Wertkennzahlen beziehen sich auf den S&P 500 Index. CAPE ist das zyklisch bereinigte Kurs-Gewinn-Verhältnis. Die reale Aktienrendite bezieht sich auf die durchschnittlichen realen Gewinne der vergangenen zehn Jahre, geteilt durch den letzten Kurs. Die reale Rendite 30-jähriger Anleihen entspricht der Rendite 30-jähriger inflationsgeschützter US-Staatsanleihen (TIPS), ergänzt um die Nominalrendite 30-jähriger US-Staatsanleihen, abzüglich der erwarteten Inflation. Um die Inflationserwartungen zu berechnen, schätzen wir die Trendinflation gemäß der Kalibrierung von Cieslak und Povala (2015) und prognostizieren die Inflation für die kommenden 30 Jahre.

Anleihen enthalten aktuell zudem eine Laufzeitprämie, die als Puffer dient. Wir erwarten, dass die Renditekurven steiler werden, wenn die Leitzinsen sinken und die Laufzeitprämie steigt (weitere Informationen dazu finden Sie in unseren „PIMCO-Perspektiven“ von Februar mit dem Titel „Zurück in die Zukunft: Erneuter Anstieg der Laufzeitprämie mit weitreichenden Auswirkungen auf die Vermögenspreise“). Wir halten deshalb einen sogenannten Curve Steepener als strukturellen Trade.

Im Gefolge ihrer längsten Inversion aller Zeiten bleibt die US-Zinskurve relativ flach. Das bedeutet, dass Anleger kein großes Zinsrisiko eingehen müssen. Wir sehen derzeit Wertpotenzial im Fünf-Jahres-Teil der Renditekurve und behalten im Auge, dass es aufgrund fiskalischer Sorgen am langen Ende zu einer Underperformance kommen könnte. Aktiv gemanagte festverzinsliche Wertpapiere dürften sich gut entwickeln, wenn es in unserem langfristigen Horizont zu keinen Rezessionen kommt. Und falls es sie doch geben sollte, dürften Anleihen sogar noch besser abschneiden. Bei fallenden Renditen wiederum besteht Potenzial für Kurssteigerungen, was sie aus unserer Sicht im Vergleich zu geldmarktnahen Anlagen attraktiv macht.

Die globalen Anleihenmärkte bieten besonders attraktive und vielfältige Chancen, die Anleger möglicherweise übersehen, da sie eine Möglichkeit darstellen, die Rendite zu steigern, ohne das Risiko wesentlich zu erhöhen. Die weltweiten Renditen – in den Industrie- und in den Schwellenländern – sind auf ein attraktives Niveau zurückgekehrt. Viele Volkswirtschaften außerhalb der USA sind fragiler, erfreuen sich jedoch günstigerer fiskalpolitischer Ausgangsbedingungen, was sich positiv auf Anleihen auswirkt.

Wir erwarten, dass die Konjunkturzyklen weniger synchron verlaufen werden, was zu geringeren Korrelationen zwischen den weltweiten Finanzmärkten und -plätzen führen wird. Die Unterschiede in der Notenbankpolitik und den Marktbedingungen der einzelnen Regionen bieten aktiven globalen Investmentplattformen einzigartige Chancen, aus diesen Diskrepanzen Kapital zu schlagen und durch die Länder- und Wertpapierauswahl die Renditen potenziell weiter zu steigern. Industriesubventionen und handelspolitische Praktiken, die Onshoring, Friend-Shoring und die Energiewende fördern, werden wahrscheinlich sowohl auf Branchen- als auch auf Länderebene Gewinner und Verlierer hervorbringen und so weitere Möglichkeiten für aktive Investoren bieten.

Angesichts der potenziellen Volatilität rund um die Inflation bieten inflationsgeschützte US-Staatsanleihen (TIPS), Rohstoffe und Sachwerte einen Inflationsschutz und höhere Realzinsen als vor der Pandemie.

PRIORISIEREN SIE TITELAUSWAHL UND LIQUIDITÄT

Auch wenn die Credit-Spreads insgesamt weitgehend fair erscheinen, dürfte die Titel- und Sektorauswahl auf lange Sicht an Bedeutung gewinnen. Das Wachstum sowohl der öffentlichen als auch der privaten Kreditmärkte sollte aktiven Anlegern mit flexiblem Kapital in volatilen Zeiten mehr Möglichkeiten bieten.

Viele stärkere widerstandsfähigere Unternehmen erwirtschaften erhebliche Barmittel und sind nicht wirklich auf Finanzierungen angewiesen. Viele schwächere Unternehmen benötigen dagegen tendenziell einen umfassenderen Zugang zu Krediten. Je produktiver KI-Technologien sind, desto disruptiver werden sie wahrscheinlich in Unternehmen und Branchen wirken und mehr Gewinner und Verlierer hervorbringen. In der Vergangenheit folgten auf das Aufkommen neuer Technologien häufig Schweine-Zyklen („Boom-Bust“), die für Volatilität gesorgt, aber auch aktive Investmentchancen im Bereich Bottom-up geboten haben.

Wir erwarten eine stärkere Regulierung der Banken, was bei diesen zu Einlagenabzug, einer weiteren Erosion ihrer Mittlerrolle und zu einem Anstieg der Geldflüsse über private Märkte führen dürfte. Unser Schwerpunkt liegt weiterhin auf Liquiditätslücken, die dadurch entstehen, dass Banken unter Druck stehen, ihr Kapital zu managen und regulatorische Anforderungen zu erfüllen. Beispielsweise dürfte dieser Rückzug der Banken Gelegenheiten für flexibles Kapital im Bereich der Gewerbeimmobilienkredite schaffen, da wir mit einem enormen Kapitalbedarf der Immobilieneigentümer rechnen, die mit einer regelrechten Welle an fällig werdenden Hypotheken konfrontiert sind.

Mit Vermögen gesicherte Kredite sind ein Paradebeispiel für eine unserer Ansicht nach attraktive und noch weniger ausgeschöpfte Anlagechance. Auf den privaten Märkten erfreuen sich Kredite an Unternehmen des mittleren Marktsegments offenbar großer Beliebtheit. Wir sind jedoch davon überzeugt, dass Bereiche wie Verbraucherkredite langfristig hervorragende Fundamentaldaten und Werthaltigkeit bieten, da die Verschuldung der US-Haushalte zurückgegangen ist (siehe Abbildung 4) und die Immobilienmärkte weiterhin gut unterstützt werden.

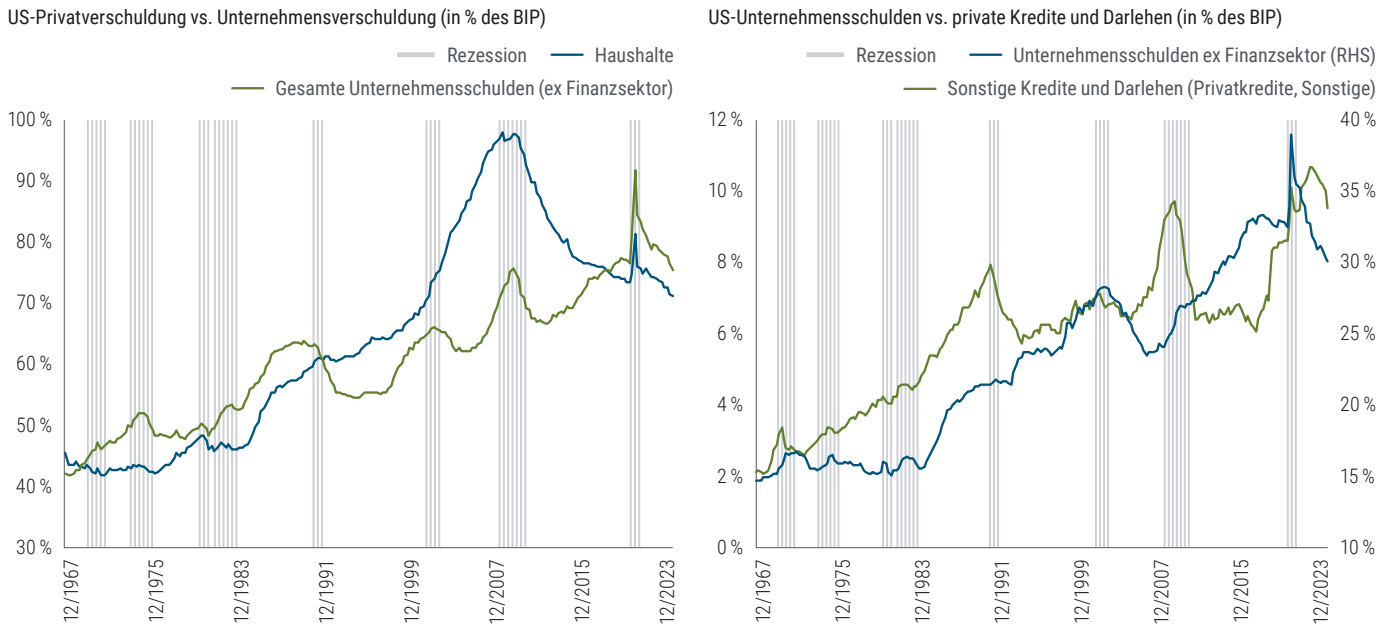
Dem stellen wir die Kapitalvolumina gegenüber, die derzeit in Unternehmenskrediten konzentriert sind. Wir sind sehr besorgt über das schnelle Wachstum an den privaten Märkten mit variablen Zinssätzen, die möglicherweise noch nicht durch frühere Zahlungsausfallzyklen auf die Probe gestellt worden sind. Diese Bedingungen erhöhen das Risiko, dass es in Bereichen wie Technologie und direkten

Kreditgewährungen an Unternehmen mit hoher Verschuldung und niedrigerer Kreditwürdigkeit zu Exzessen kommt. Innerhalb unseres langfristigen Prognosehorizonts könnten solche Herausforderungen durchaus auftreten.

Angesichts des hohen Renditepotenzials in den liquideren Segmenten des Anleihenmarkts und solider Kreditvereinbarungen der Geldgeber dürften für Anleger

die Hürden für den Verzicht auf Liquidität hier recht hoch sein. Auf dem heutigen Renditeniveau kann sich das risikobereinigte Renditepotenzial eines erweiterten Engagements an den öffentlichen Rentenmärkten – etwa durch einen Ausbau der Allokation bei qualitativ hochwertigen Industrie- und Schwellenländeranleihen – auch im Vergleich mit einer Ausweitung des Engagements auf weniger liquide Bereiche der Kreditmärkte durchaus sehen lassen.

Abbildung 4: Die Verschuldung der privaten Haushalte ist zurückgegangen, während die Vergabe privater Firmenkredite zugenommen hat



Quelle: Daten zu den Kapitalflussraten der Federal Reserve, Haver Analytics, Berechnungen von PIMCO mit Stand vom 31. Dezember 2023. Hinweis: Die Kategorie „Sonstige Kredite und Vorschüsse aus Unternehmensgeschäften im Nicht-Banken-Sektor“ wird stellvertretend für Vermögenswerte wie Privatkredite und Bankdarlehen verwendet.

Über unsere Foren

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

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

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

1 Laut Berechnungen von Newmark Research, Stand: 12. Februar 2024.

Als „sicherer Hafen“ werden Anlagen bezeichnet, deren Wert auch in volatilen Märkten erhalten bleibt oder steigt. Anleger nutzen solche „sicheren Häfen“, um ihr Verlustrisiko bei Marktturbulenzen zu begrenzen. Alle Investments enthalten Risiken und können an Wert verlieren.

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

Anlagen am Anleihenmarkt unterliegen Risiken wie zum Beispiel Markt-, Zins-, Emittenten-, Kredit-, Inflations- und Liquiditätsrisiken. Der Wert der meisten Anleihen und Anleihenstrategien wird durch Zinsänderungen beeinflusst. Anleihen und Anleihenstrategien mit längerer Duration sind häufig sensitiver und volatil als Papiere mit kürzerer Duration. Die Kurse von Anleihen sinken in der Regel, wenn die Zinsen steigen. Ein Umfeld niedriger Zinsen erhöht dieses Risiko. Eine Verschlechterung der Bonität des Anleihenkontrahenten kann zu einer niedrigeren Marktliquidität und einer höheren Kursvolatilität beitragen. Der Wert von Anleihen kann bei der Rücknahme über oder unter dem ursprünglichen Kaufpreis liegen. Anlagen in Wertpapieren, die auf Fremdwährungen lauten und/oder im Ausland begeben wurden, können mit höheren Risiken aufgrund von Wechselkurschwankungen sowie ökonomischen und politischen Unsicherheiten behaftet sein. Dies gilt vor allem für Schwellenländer. Mit Hypotheken und Forderungen besicherte Wertpapiere können aufgrund des Risikos einer vorzeitigen Rückzahlung empfindlich auf Zinsänderungen 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 quasistaatlichen und nicht staatlichen mit Forderungen besicherten Hypothekendarlehen handelt es sich um in den USA emittierte Papiere. Gewerbliche Immobilienkredite unterliegen Risiken wie vorzeitige Rückzahlung, Zahlungsverzug, Zwangsvollstreckung, Ausfall und Minderung, Risiken aufseiten der Dienstleister sowie nachteilige regulatorische Entwicklungen, die bei notleidenden Krediten noch höher ausfallen können. Inflationsgebundene Anleihen (ILBs), die von einem Staat ausgegeben werden, sind festverzinsliche Wertpapiere, deren Nennwert regelmäßig entsprechend der Inflationsrate angepasst wird; ILBs verlieren an Wert, wenn die Realzinsen steigen. Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS) sind ILBs, die von der US-Regierung begeben werden. Rohstoffe sind mit erhöhten Anlagerisiken verbunden, darunter marktspezifischen und politischen Risiken, dem Regulierungsrisiko sowie Risiken hinsichtlich Witterung, Abbaubedingungen usw., sodass sie unter Umständen nicht für alle Anleger geeignet sind. Aktien können sowohl wegen der tatsächlichen als auch der subjektiven allgemeinen Markt-, Konjunktur- und Branchenbedingungen an Wert verlieren. Managementrisiko bezeichnet das Risiko, dass von PIMCO verwendete Investmenttechniken und Risikoanalysen nicht die gewünschten Ergebnisse erbringen und sich bestimmte Richtlinien oder Entwicklungen auf die Investmenttechniken 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 Informationen basieren auf eigenen Analysen und stellen weder eine Anlageberatung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments dar. Prognosen und Schätzungen sind naturgemäß bestimmten Beschränkungen unterworfen und spiegeln – anders als ein tatsächlicher Performance-Nachweis – nicht die tatsächlichen Handels- und Liquiditätsbeschränkungen, Gebühren und/oder sonstigen Kosten wider. Darüber hinaus verstehen sich Verweise auf künftige Ergebnisse nicht als Schätzung oder Versprechen bezüglich der Ergebnisse, die ein Kundenportfolio möglicherweise erzielen kann.

Aussagen zu Trends an den Finanzmärkten oder 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.

Der CAPE-Quotient ist ein Bewertungsmaß, das den realen Gewinn je Aktie (EPS) über einen Zeitraum von zehn Jahren verwendet, um Schwankungen bei den Unternehmensgewinnen auszugleichen, die über verschiedene Perioden eines Konjunkturzyklus hinweg auftreten können. Die Korrelation ist ein statistisches Maß dafür, wie sich zwei Wertpapiere im Verhältnis zueinander entwickeln. Die Korrelation verschiedener Indizes oder Wertpapiere untereinander oder gegenüber der Inflationsrate basiert auf Daten über einen bestimmten Zeitraum hinweg. Diese Korrelationen können in der Zukunft oder über bestimmte Zeiträume erheblich schwanken, was zu einer höheren Volatilität führen kann. Bei realen Vermögenswerten handelt es sich um konkrete, greifbare Ressourcen wie Immobilien, Infrastruktureinrichtungen und Rohstoffe, deren innerer Wert an ihren Nutzen gebunden ist.

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. |

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. | **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 Cavalieri n. 4) 20121 Milano, Italien), PIMCO Europe GmbH Irish Branch (Handelsregister-Nr. 909462; 57B Harcourt Street Dublin D02 F721, Irland), PIMCO Europe GmbH UK Branch (Handelsregister-Nr. FC037712; 11 Baker Street, London W1U 3AH, Vereinigtes Königreich), PIMCO Europe GmbH Spanish Branch (N.I.F. W2765338E; Paseo de la Castellana 43, Oficina 05-111, 28046 Madrid, Spanien) 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 erbrachten Dienstleistungen stehen Privatanlegern nicht zur Verfügung, und diese sollten sich nicht auf die vorliegende Mitteilung verlassen, sondern ihren Finanzberater kontaktieren.