



Investmentausblick Pensionspläne 2025: Die USA sorgen für Unsicherheit

Dezember 2024



Martin Sanders
Head of Pension Investments
AXA IM Core

Im Überblick

- Die politische Unsicherheit in den USA, das schwache Wachstum in Europa und die chinesische Immobilienmarktkrise dürften den Konjunkturausblick 2025 bestimmen.
- Die Unsicherheit hat Auswirkungen auf die Anlegerstimmung: In Europa lassen höhere Staatsausgaben die Schulden steigen; die Zinsstrukturkurve könnte steiler werden.
- ESG-Anlagen erfahren weiteren Gegenwind. Immer mehr Pensionsfonds interessieren sich aber für Artenvielfalt und Dekarbonisierung.
- Europäische Pensionsfonds könnten ihre strategischen Emerging-Market-Anlagen überdenken. Das gilt für Aktien wie für Anleihen.

Drei Entwicklungen dürften das neue Jahr maßgeblich bestimmen: die Politisierung der amerikanischen Geld- und Fiskalpolitik, die Strukturschwäche und die unsichere politische Lage in Europa und nicht zuletzt die Restrukturierung des krisengeschüttelten chinesischen Immobilienmarktes.

Alles in allem erwarten wir für 2025 3,2% Weltwirtschaftswachstum, also genauso viel wie in diesem Jahr. 2026 dürfte es dann auf 2,9% zurückgehen.

Das Wachstum könnte aber schwächer ausfallen, wenn Donald Trump die für China und Europa angedrohten Zölle wirklich umsetzt. Auch die Emerging Markets könnten darunter leiden.

Die unsichere politische Lage in großen europäischen Ländern wie Deutschland und Frankreich und der wachsende Nationalismus dürften koordinierte Wirtschaftsreformen sowie eine gemeinsame Einwanderungs- und Verteidigungspolitik erschweren.

Diese Unsicherheit hat immer größere Auswirkungen auf die Marktstimmung. Höhere Staatsausgaben bedeuten höhere Schulden und mehr Staatsanleihenemissionen in Europa. Ende November lagen die Renditen deutscher Bundesanleihen erstmals über den Swapsätzen,¹ und in Frankreich ist das schon länger der Fall. Unterdessen hat die Europäische Zentralbank (EZB) weniger Anleihen gekauft und damit nicht mehr so stark in den Markt eingegriffen.

Die hohen Bundesanleihenrenditen sind bemerkenswert, hatte Deutschland in der Fiskalpolitik doch lange auf eine schwarze

Null gesetzt. Auch im bevorstehenden Bundestagswahlkampf könnte das ein wichtiges Thema werden. Die europäischen Staatsanleihenrenditen könnten 2025 durchaus attraktiv sein, zumal die EZB ihren Leitzins wohl weiter senkt. Die Zinsstrukturkurve im Euroraum könnte also steiler werden.

Gegenwind für ESG

Nachhaltige Anlagen dürften 2025 weiter unter Druck stehen, da Trumps Ideen für ESG-Investitionen – Umwelt, Soziales, Governance – nicht gerade hilfreich sind. Das betrifft zunächst die USA. Es könnte aber auch Auswirkungen auf die europäischen Märkte haben, wenn es nicht schon so weit ist. Vielleicht müssen international tätige Assetmanager akzeptieren, dass ihre amerikanischen und europäischen Kunden beim Thema Nachhaltigkeit unterschiedlich denken.

Nachhaltige Anlagen, die gemäß der EU-Offenlegungsverordnung (SFDR) als Artikel-9-Fonds gelten (also ein klares Nachhaltigkeitsziel haben und neben Finanzerträgen auch konkrete Nachhaltigkeitsergebnisse anstreben), führen bei Pensionsfonds noch immer ein Nischendasein. Artikel-6-Fonds (die Nachhaltigkeitsrisiken lediglich beurteilen und „angehen“) sind für die meisten Pensionsfonds allerdings nicht mehr akzeptabel.

Zunehmend gilt die Artenvielfalt als das wichtigste Umweltthema, noch vor dem Klimaschutz – und als ein Thema mit großer sozialer Bedeutung. Europäische Pensionsfonds prüfen mehr und mehr, wie sie das in ihren Portfolios berücksichtigen können.²

Emerging-Market-Anlagen

Vor diesem Hintergrund könnten europäische Pensionsfonds ihre strategischen Investitionen in die Emerging Markets überdenken. Das gilt für Aktien ebenso wie für Lokal- und Fremdwährungsanleihen.

Die Emerging Markets könnten bei einer schwächeren Weltkonjunktur, Handelskonflikten zwischen den USA und anderen Ländern, zunehmenden internationalen Spannungen und ehrgeizigeren Nachhaltigkeitszielen unter Druck geraten.

Lokalwährungsanleihen waren in den letzten zehn Jahren nicht besonders ertragreich, und dollardenominierte Emerging-Market-Anleihen stehen im Wettbewerb mit US-High-Yield. Und das ist nicht alles: Weil Länder wie China und Saudi-Arabien aus Nachhaltigkeitsgründen ausgeschlossen werden, schrumpft das Anleihenuniversum. Ähnliches gilt für Aktien, einmal abgesehen von Taiwan und Südkorea. Wer außer in Industrieländeraktien auch in Emerging-Market-Aktien investieren will, kann sich für ein Mandat auf Basis des All Country World Index entscheiden,

statt separat in Industrieländern und Emerging Markets zu investieren. Bestimmte Länder können dann aus Nachhaltigkeitsgründen ausgeschlossen werden.

US-Aktien weiter attraktiv

In unsicheren Zeiten galten amerikanische Titel oft als sicherer Hafen, und dabei könnte es 2025 bleiben. Schon jetzt hat der US-Dollar gegenüber dem Euro zugelegt. Die Absicherung dollardenominierter Anlagen dürfte im neuen Jahr teurer werden.

Die hohe Rentabilität amerikanischer Unternehmen dürfte den US-Markt stützen. Vor allem hoch kapitalisierten Technologieunternehmen wird ein weltweiter Handelskrieg voraussichtlich eher wenig anhaben – schließlich ist die Dynamik der Künstlichen Intelligenz ungebrochen, und amerikanische Firmen sind bei Technologie grundsätzlich führend. Das dürfte sich in naher Zukunft kaum ändern, sodass US-Unternehmen weiter von KI profitieren dürften und der Markt auch wegen der günstigeren Bewertungen binnenorientierter Firmen attraktiv bleibt. Aber natürlich kann es sein, dass hohe Zölle auf ausländische Waren 2025 auch den Exporten amerikanischer Firmen schaden.

Risiko und Ertrag im Gleichgewicht

Das Interesse von Pensionsfonds an US-High-Yield könnte von ihrem Bedarf am laufenden Ertrag abhängen. Auf der Suche nach Titeln mit laufenden Erträgen könnten Pensionsfonds Hochzinsanleihen als Alternative zu klassischen Anleihen ansehen. Vor allem hoch verzinsliche Kurzläufer stellen höhere Renditen als Investmentgrade-Anleihen in Aussicht. Das kann für einen Pensionsfonds interessant sein, der höhere laufende Erträge bei begrenzten Zinsrisiken anstrebt.

Pensionsfonds werden aber die Kreditqualität, das Ausfallrisiko und das Marktumfeld von US-High-Yield genau prüfen. Die Aussicht auf höhere Renditen ist attraktiv, aber Kreditqualität, Liquidität und Auswirkungen der Konjunktur auf High Yield bleiben zentral. Vor allem wegen der historisch engen Spreads muss man Ausfallquoten und emittentenspezifische Faktoren sorgfältig beobachten.

Wir glauben, dass das Interesse von Pensionsfonds an Emerging-Market-Aktien, Emerging-Market-Staatsanleihen sowie US-High-Yield 2025 sowohl vom Ertragspotenzial als auch von Risiko- und Diversifikationsüberlegungen abhängt. Pensionsfonds dürften attraktive Renditen anstreben, dabei aber Wert auf ein wirksames Risikomanagement legen. Ihre Anlageentscheidungen müssen zu den langfristigen Portfoliozielen und den Risikomanagementgrundsätzen passen. Mit Aktien wird man 2025 vermutlich mehr verdienen können als mit Anleihen.

Im Folgenden skizzieren und erklären wir die aktuelle Lage an den drei größten europäischen Pensionsfondsmärkten:

- **Großbritannien: Absicherung der Deckungsgrade**

In Großbritannien hat die Regulierung große Auswirkungen auf Defined-Contribution-Fonds, kommunale Pensionsfonds und vielleicht auch auf private Defined-Benefit-Fonds. Britische Defined-Benefit-Fonds sind mittlerweile sehr gut finanziert. Das wichtigste Thema könnte die wachsende Zahl von Buy-ins und Buy-outs sein, bei denen ein Teil der Aktiva (oder auch alle) an Versicherungen verkauft wird, die sie dann managen. Schwerpunkte sind dabei Risikomanagement und Liability-Driven Investing. Ziel sind Überschüsse, um die langfristigen Pensionsverpflichtungen erfüllen zu können. Daran dürfte sich zunächst nichts ändern, ebenso wenig wie an den zunehmenden Anlagen in Credits, um ausreichenden Ertrag zu erzielen. 2025 könnten sich auch die Vorschriften zur Verwendung von Überschüssen ändern.

Die britische Regierung plant, kommunale Pensionsfonds bis März 2026 zu Fusionen zu zwingen, damit größere Einheiten mit 25 bis 50 Milliarden Pfund Mindestvolumen entstehen. Ende 2023 verwalteten die 86 kommunalen Fonds zusammen 354 Milliarden Pfund (425 Milliarden Euro) mit Einzelvolumina von 300 Millionen bis 30 Milliarden Pfund. Die Regierung geht davon aus, dass in Großbritannien weitere 20 Milliarden Pfund investiert würden, wenn jeder dieser Fonds 5% seines Kapitals ausschließlich im Inland anlegte.³

- **Niederlande: Artenvielfalt im Fokus**

In den Niederlanden stellen viele Pensionsfonds gerade von Defined Benefit auf Defined Contribution um. Man rechnet damit, dass sich dadurch die Asset-Allokation ändert, mit weniger langlaufenden Swaps und Staatsanleihen und mehr Investment-grade-Credits. Außerdem dürften die Risiken anders verteilt werden und sich die Kommunikation mit den Mitgliedern ändern. Niederländische Pensionsfonds setzen weiterhin auf nachhaltiges Investieren und ESG-Integration; das Thema ist im Land sehr wichtig. Außerdem prüfen sie innovative Ansätze für Governance und die Einbeziehung der Mitglieder als Reaktion auf die neuen Vorschriften ab 2025.

Ab dem 1. Januar 2025 werden drei niederländische Pensionsfonds als Erste die neuen Regeln anwenden. Das betrifft etwa 200.000 Mitglieder und ein Anlagevolumen von 12 Milliarden Euro. Zunächst wollten 25 Fonds schon zu Jahresbeginn so weit sein, doch haben viele die Änderungen aus unterschiedlichen Gründen vertagt.⁴

- **Deutschland: Rentenzahlungen sicherstellen**

Angesichts des derzeitigen Zinsumfelds und der demografischen Herausforderungen – alternde Bevölkerung und schrumpfende Erwerbspersonenzahl – und der entsprechend niedrigeren Beitragseinnahmen könnten deutsche Pensionsfonds stärker auf langfristige Erträge setzen. Das Interesse an cashfloworientierten Anlagelösungen wächst, während Liability-Driven Investing an Bedeutung verliert. Die laufenden Anlageerträge sollen stärker mit den Zahlungsverpflichtungen übereinstimmen, sodass das Risiko von Zwangsverkäufen nachlässt. Pensionsfonds wird es mehr darum gehen, die derzeitigen Aktiva zu sichern und ihren Zahlungsverpflichtungen nachkommen zu können, statt allein die Anlageerträge zu maximieren. Außerdem ist die ESG-Integration ein wichtiges Thema für deutsche Pensionsfonds. Sie setzen daher auf CO₂-arme Strategien auf Basis der Daten von MSCI Low Carbon.

Deutsche Pensionsfonds könnten außerdem Gelegenheiten zur Zusammenarbeit nutzen. Dazu zählen gemeinsame Anlageinitiativen und Maßnahmen zur Kostenteilung. Das soll betriebliche Abläufe und den Investmentbereich effizienter machen.

Die Veränderungen im europäischen Pensionsfondssektor zeigen, wie wichtig Anpassungen der Anlagestrategien, Nachhaltigkeit und innovative Governancemodelle sind. Damit können sich Pensionsfonds in den drei Ländern gut auf das komplexe Anlageumfeld im neuen Jahr und danach vorbereiten.

Wichtige Hinweise

Bildquelle: Getty Images

¹ Implizite Zinsstrukturkurve auf Basis der variablen Zinsen eines Zinsswaps.

² [VBDO Unveils Ambitious New Pension Fund Benchmark for 2024, Ranking Pension Fund Detailhandel as Top Performer in Responsible Investment - Dutch Association of Investors for Sustainable Development](#)

³ Mansion House Speech der britischen Finanzministerin Rachel Reeves, IPE Magazine, 14. November 2024 / [UK government proposes pension reforms to unlock £80bn of investment | News | IPE](#)

⁴ [APG staff fund is the third frontrunner to reach the finish line | Pension Pro](#)