



KONJUNKTURAUSBLICK
OKTOBER 2022

Markt- turbulenzen beherrschen

Da die Renditen jetzt steigen, glauben wir, dass Anleihen in diesem herausfordernden makroökonomischen Umfeld einen überzeugenden Wert bieten.





von:

Tiffany Wilding
Managing Director
Economist

Andrew Balls
Chief Investment Officer
Global Fixed Income

ZUSAMMENFASSUNG

- Unsere zyklische Basisprognose beinhaltet flache Rezessionen und steigende Arbeitslosigkeit in großen Industrieländern, wobei sich das Wachstum wahrscheinlich nicht schnell erholen wird. Die Zentralbanker scheinen voll und ganz darauf konzentriert zu sein, die Inflationsrate zu senken.
- Das Renditepotenzial an den Anleihemärkten erscheint angesichts höherer Renditen über Laufzeiten hinweg überzeugend. Wir sind bestrebt, die Portfolios auf verschiedenste konjunkturelle, geopolitische und marktspezifische Szenarien vorzubereiten und widerstandsfähig zu machen. Die Portfolios sollen auch in Zeiten größerer Spannungen an den Märkten Liquidität bereitstellen.
- An den Kreditmärkten werden wir angesichts der Unsicherheit- und Rezessionsrisiken eine Balance zwischen kurzfristiger Vorsicht und langfristiger Konzentration auf hochwertige, stabile Vermögenswerte erreichen. Die Kluft zwischen der Bewertung privater und öffentlich gehandelter Vermögenswerte ist nach wie vor groß. An den privaten Märkten kommt es jedoch zu einer Anpassung. Zudem werden Herausforderungen im gesamten Segment für Unternehmenskredite und im Immobilienbereich sichtbar. Deshalb erwarten wir, eine Reihe attraktiver Chancen ins Visier nehmen zu können.
- Wir sehen ein Abwärtsrisiko für die globalen Aktienmärkte angesichts der Startbewertungen und Gewinnerwartungen, die möglicherweise nicht für die anhaltende Straffung der Zentralbank und das erhöhte Rezessionsrisiko verantwortlich sind. Wir gehen auch davon aus, dass die typischeren negativen Korrelationen zwischen qualitativ hochwertigen Anleihen und Aktien wieder deutlicher sichtbar werden. Das macht es einfacher, Allokationen in Kernanleihen zur Diversifizierung und zur Absicherung einzusetzen.



Sowohl für Investoren als auch für politische Entscheidungsträger ist das eine kritische Zeit.

Geopolitische Spannungen, sehr volatile Märkte und die rasantesten Leitzinserhöhungen der Zentralbanken seit Jahrzehnten sorgen für erheblichen Gegenwind für die Konjunkturentwicklung, was zu einem ungewöhnlich unsicheren Umfeld beiträgt. Wir haben diese und andere Faktoren bei unserem Cyclical Forum im September in Newport Beach ausführlich diskutiert.

Wir sind zu dem Ergebnis gelangt, dass es in allen entwickelten Märkten sehr wahrscheinlich zu einer Rezession kommen wird und die hohen Inflationsraten Bestand haben werden. Die Zentralbanken befinden sich in einer misslichen Lage. Sie müssen die Inflation in den Griff bekommen zu einer Zeit, da das Wachstum bereits gefährdet ist.

Wir sehen dies als eine Zeit, in der Vorsicht und Flexibilität bei der Portfolio-Zusammensetzung Vorrang haben. Gleichzeitig machen höhere Renditen Anleihen noch attraktiver. Anleger können potenziell höhere Erträge erzielen und gleichzeitig mit hoher Resilienz durch volatile Märkte navigieren. Wir erörtern die Argumente, die für Anleihen sprechen, und unterziehen auch andere Vermögenswerte einer Überprüfung in dem Absatz „Anlagekonsequenzen“ weiter unten.

Während wir an diesen und anderen Schlussfolgerungen gearbeitet haben, haben wir uns an das Konzept der radikalen Unsicherheit erinnert, bei dem Unsicherheit nicht durch statistische Verteilungen oder wahrscheinlichkeitsgewichtete durchschnittliche Ergebnisse quantifiziert werden kann, sondern eher unmessbar ist und unkenntliche Unbekannte darstellt (siehe zum Beispiel "[King, Keynes and Knight: Insights into an Uncertain Economy](#)," Juli 2016). Obwohl wir Punktprognosen für Wachstum und Inflation besprochen haben, stimmten wir zu, dass die Bandbreite möglicher Ergebnisse besonders breit war.

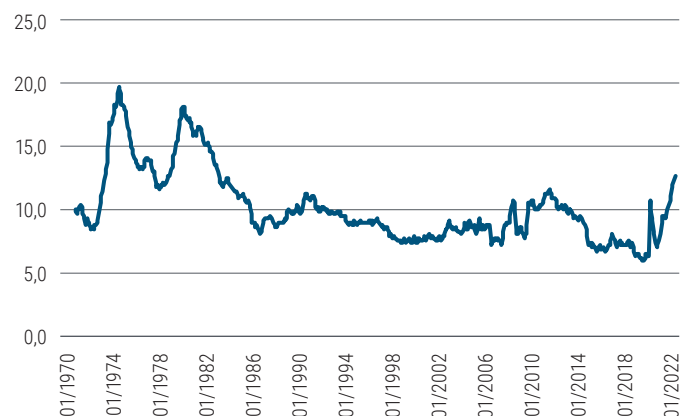
Eines sind wir uns jedoch sicher: In Anlehnung an Arthur Okuns Elendindex (erstellt in den 1960er Jahren), der Inflation und Arbeitslosenquoten addiert, um die Wirtschaftsleistung zu charakterisieren, nimmt das Elend für Zentralbanken und politische Entscheidungsträger zu (siehe Abbildung 1).

AUSGANGSSITUATION

Um zu verstehen, was diese „Misere“ für Volkswirtschaften, Märkte und Investoren bedeuten könnte, ist es nützlich, uns an die Ausgangsbedingungen und die jüngsten Entwicklungen seit unserem letzten Cyclical Forum im März zu erinnern. Der Krieg in der Ukraine hatte gerade erst begonnen, und obwohl die Aussichten höchst ungewiss waren, hatten wir fünf wichtige und zukunftsweisende Erkenntnisse herausgearbeitet. Erstens: Der Krieg verursacht einen ökonomischen „Anti-Goldilocks“-Schock – eine sich beschleunigende Inflation geht mit einem langsameren (oder sogar negativen) realen BIP-Wachstum einher. Zweitens: Die Auswirkungen auf die Lieferketten machen nicht lineare Wachstums- und Inflationsreaktionen wahrscheinlich. Drittens: Die relative Abhängigkeit der EU von russischer Energie wird vielleicht zu einer größeren wirtschaftlichen Divergenz zwischen den Regionen führen. Viertens: Die Finanzierungsbedingungen dürften sich verschärfen, da sich die Zentralbanken vermutlich auf die Bekämpfung der Inflation statt auf die Unterstützung des Wachstums konzentrieren. Und fünftens würde die fiskalische Reaktion auf den Schock wahrscheinlich eingeschränkt sein, da Inflation und Staatsverschuldung infolge der Pandemie bereits gestiegen sind. (Siehe unseren [Konjunkturausblick vom März 2022: „Anti-Goldilocks“](#).)

Abbildung 1: Makro-Misere“ (Summe aus Inflation und Arbeitslosenquote) in Industrieländern – Höchststände seit den 1980er-Jahren

„Misery Index“ - Industrieländer



Quelle: Haver Analytics, Arthur Okun, Berechnungen von PIMCO per 30. September 2022. Der „Misery Index“ zeigt die Summe aus Inflations- und Arbeitslosenquoten. Die Daten des entwickelten Marktes umfassen die Gebiete USA, Großbritannien, Japan, Kanada und Euro.

Seitdem haben sich die makroökonomischen Trends generell auch in diese Richtungen entwickelt. Allerdings waren die Schocks in mehrfacher Hinsicht viel ausgeprägter: Die durch den Krieg verursachten wirtschaftlichen Störungen haben sich verschärft. Die westlichen Sanktionen und die russischen Reaktionen darauf – also die Unterbrechung und zuletzt sogar der Stopp der Gaslieferungen durch verschiedene Pipelines in Europa – werden erhebliche wirtschaftliche Auswirkungen haben. Der Inflationsdruck scheint sich nicht nur in den USA, sondern in allen Regionen zu verschärfen. Zudem hat der Fokus der Zentralbanken auf die Bekämpfung der Inflation zu deutlich schlechteren Finanzierungsbedingungen geführt, die in den USA aufgrund der Dollarstärke am stärksten ausgeprägt sind.

Seit März gab es auch einige unerwartete Ereignisse. Das chinesische Wachstum kam unerwartet ins Stocken, da Stop-Start-COVID-19-Lockdowns und ein schrittweiser Ansatz zur Lockerung der Politik die Aktivitäten belasteten. Und die Finanzpolitik zwischen den Regionen ist jetzt unterschiedlicher, da das Vereinigte Königreich und der Euroraum eine stärkere nachfragesteigernde Unterstützung implementieren. In der Tat sind Bemühungen, die Auswirkungen höherer Energiepreise auf Verbraucher und Unternehmen abzufedern, für diese Regierungen zur obersten politischen Priorität geworden. In Großbritannien wurde Ende September ein großes Fiskalpaket angekündigt, das unter anderem die Steuern allgemein senken und die Energiekosten für Haushalte begrenzen würde, die sich allein im ersten Jahr auf etwa 4% bis 5% des BIP belaufen würden. In der Zwischenzeit haben verschiedene Länder innerhalb des Euroraums auch versucht, die Staatsausgaben in Form von Energieobergrenzen, fiskalischen Transfers und Subventionen zu erhöhen, um die negativen Auswirkungen höherer Energiekosten auf die Ermessenseinkommen abzuschwächen. Vor kurzem hat die deutsche Regierung einen Mechanismus zur Deckelung der Energiepreise vorgeschlagen, der schätzungsweise 5 % des BIP kosten wird. Natürlich scheinen die gesamten Ausgabenbeträge für das gesamte Euro-Währungsgebiet immer noch nicht annähernd so groß zu sein, wie sie in Großbritannien vorgeschlagen werden.

AUSBLICK: DIE MAKRO-„MISERE“ WIRD GRÖßER

Diese Entwicklungen werden mit einiger Verzögerung auf die Weltwirtschaft durchschlagen. Wir sehen drei für den Ausblick entscheidende Auswirkungen in den kommenden sechs bis zwölf Monaten:

1) Rezession ist wahrscheinlicher als nicht; Arbeitslosigkeit wird voraussichtlich steigen

Eine Rezession und steigende Arbeitslosenquoten in großen Industrieländern, insbesondere in der

Eurozone und in Großbritannien, scheinen trotz weiterer Maßnahmen der Regierungen zur Unterstützung ihrer Volkswirtschaften sehr wahrscheinlich.

Der geopolitische Tumult hat Russland veranlasst, den Gasfluss durch verschiedene Pipelines nach Europa – die Hauptquelle für europäische Energieimporte – erheblich zu reduzieren oder ganz zu stoppen. Die Eurozone hat zwar mit freiwilligen Plänen zur Rationierung, höheren Gasimporten aus dem Rest der Welt und fiskalischen Maßnahmen zur besseren Verteilung der Lasten reagiert. Aber trotzdem sehen sich die Europäer noch immer mit rekordverdächtigen Gaspreisen konfrontiert (und der Gefahr einer verpflichtenden Rationierung im Fall eines überdurchschnittlich kalten Winters). Das wiederum würde die frei verfügbaren Einkommen schmälern, die Fertigung vielerorts unwirtschaftlich machen und so sämtliche globalen Lieferketten verteuern.

Obwohl die direkten Handelsverbindungen Russlands mit anderen großen nicht europäischen Märkten eher begrenzt sind, dürften die disruptiven Prozesse wahrscheinlich auf Großbritannien, die USA und andere Industrieländer übergreifen, da Industrieproduktion und Handelsströme in Europa Schaden nehmen. Großbritannien scheint besonders anfällig zu sein, obwohl fiskalische Anreize darauf abzielen, die Haushalte vor höheren Energiekosten zu schützen. Grund sind die engen Handelsbeziehungen mit Europa und eine generell hohe Abhängigkeit von Energie- und Stromimporten.

Währenddessen wird das reale BIP in den USA wahrscheinlich ebenfalls leicht schrumpfen. Das dürfte die Arbeitslosenquote stärker steigen lassen, als es einige Schätzungen für die NAIRU (die inflationsneutrale Arbeitslosigkeit, die laut dem Schatzamt des US-Kongresses etwa vier Prozent beträgt) derzeit erwarten lassen. Eine robuste inländische Energieerzeugung hilft dabei, die USA vor der Energiekrise in Europa und Großbritannien abzuschirmen. Dennoch bewirken unterbrochene Handelsströme in Europa und Störungen der Lieferkette einen stagflationären Schock. Dieser wird die US-Wirtschaft wahrscheinlich in einer Zeit treffen, in der sie selbst mit einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen zurechtkommen muss, wie wir sie seit der Finanzkrise 2008 nicht mehr gesehen haben. Hinzu kommt eine allgemein schlechte Stimmung bei Verbrauchern und Unternehmern. All das erhöht die Unsicherheit und das Risiko einer härteren Landung für die US-Wirtschaft. Zwar stammen nur drei Prozent der Komponenten für Waren und Dienstleistungen, die in den USA insgesamt konsumiert werden, aus Europa (gemäß der Gebrauchs-Mehrwert-Definition der OECD und ihrer Handelsstatistiken). Doch hat die Pandemie gezeigt, dass ein Engpass bei kleinen Wertschöpfungsbestandteilen große Auswirkungen auf die

Lieferketten haben kann. Besonders besorgniserregend ist die Anfälligkeit der deutschen Chemieindustrie, die einen wichtigen Beitrag bei der Herstellung einer Reihe von Produkten wie Düngemittel, Industrieteile und Automobile leistet. Die Kombination dieser Schocks dürfte die Profitabilität der Unternehmen belasten, Investitionen reduzieren und letztendlich zu einer höheren Arbeitslosenquote in den USA führen.

Schlussendlich erwarten wir zwar keine Rezession in China, sehen aber Risiken für das reale Wachstum, die aus der Null-Covid-Politik des Landes und der Rezession im Immobiliensektor resultieren. Sinkende Exporte in die USA, Europa und andere Industrieländer werden Chinas politischen Entscheidungsträgern vermutlich ebenfalls zu schaffen machen – trotz des leicht zunehmenden Handels mit Russland. Die politische Führung wird trotzdem versuchen, ihre Wachstumsziele aufrechtzuerhalten.

Trotz dieses herausfordernden Ausblicks sind unsere Basisszenarien für relativ flache Rezessionen in den wichtigsten Direktoren angesichts der Tatsache, dass 1) Bilanzen im Haushalt und im privaten Sektor weiterhin stark bleiben, was im Durchschnitt zu einer geringeren Bindung in inflationären Umgebungen führt, und 2) bis heute führt die schnelle Straffung der Finanzbedingungen noch nicht zu weitreichenden Belastungen der Bankfinanzierungsmärkte. Dennoch hat die jüngste Verschärfung der globalen Finanzierungsbedingungen vor dem Hintergrund der fiskalpolitischen Ankündigungen in Großbritannien an die Verbindungen zwischen Realwirtschaft und Finanzmärkten sowie an die Risiken eines „Unfalls“ an den Finanzmärkten erinnert, was zu einer härteren Landung führen würde.

2. Die Inflation bleibt uns erhalten

Die Kerninflationen, die über den Zielen der Zentralbank liegen, scheinen sich jetzt stärker festgesetzt zu haben. Und obwohl sich die Gesamtinflation über unseren Prognosezeitraum hinweg wahrscheinlich immer noch deutlich abschwächen wird, dürfte dieser Prozess jetzt länger dauern.

Die Verbraucher werden wahrscheinlich den Stachel erhöhter Energie- und Strompreise in der Eurozone und im Vereinigten Königreich in unterschiedlichem Maß spüren, da die Regierungen versuchen, die Weitergabe der Großhandelspreise an die Endverbraucher abzumildern und sogar zu begrenzen. Nachgebende Rohölpreise an den Weltmärkten dürften dazu beitragen, dass die Gesamtinflation in anderen Regionen, einschließlich der USA, Kanada und Australien, zurückgeht. Tatsächlich gehen wir davon aus, dass sich die Gesamtinflation in den meisten Regionen über unseren zyklischen Horizont deutlich abschwächt. Ein Teil dieser erwarteten Abschwächung

ist jedoch auf eine technische Annahme zurückzuführen: Wir verwenden Kurven von Energie-Futures, um die Energie-Inflation vorherzusagen. Wie die meisten anderen Dinge scheint auch der Ausblick für die globalen Energiepreise unsicherer als üblich zu sein. Der Grund hierfür: Die (erwarteten) Rezessionen in den Industrieländern müssen mit den Lieferkettenengpässen verrechnet werden. Diese Engpässe sind nicht nur auf den Krieg in der Ukraine zurückzuführen. Sie resultieren auch aus der weltweit stattfindenden Umstellung von braunen auf grüne Energiequellen.

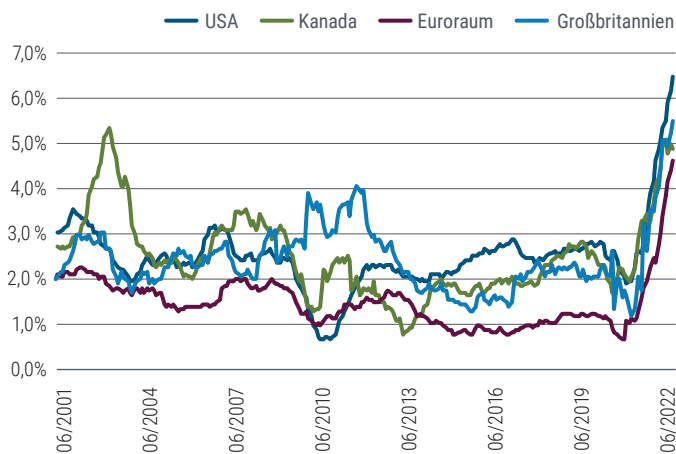
Unserer Ansicht nach noch wichtiger ist, dass sich die Kerninflation zunehmend auf ihrem hohen Niveau festgesetzt hat. Die steigende Inflation hat sich über jene Bereiche ausgeweitet, die von pandemiebedingten Störungen der globalen Warenproduktion betroffen waren. Inzwischen sind auch tendenziell stärker zyklische Komponenten des Verbraucherpreisindex, darunter die Hotellerie und ganz allgemein Dienstleistungen, tangiert. In der Tat lässt sich diese „hartnäckige“ und sich beschleunigende Inflation generell in allen großen Industrieländern messen, wobei die Beschleunigung in den USA am deutlichsten spürbar ist (siehe Abbildung 2). Darüber hinaus sind die Maße für die längerfristigen Inflationserwartungen in den letzten zwei Jahren allgemein gestiegen (siehe Abbildung 3), während angespannte Arbeitsmärkte die Löhne in die Höhe getrieben haben. Dies gilt insbesondere für die USA, wo sich der Lohndruck von den Niedriglohn-Dienstleistungssektoren mit geringen Qualifikationen auf eine Reihe von Branchen, Berufen und Qualifikationsniveaus ausgeweitet hat.

In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass es länger dauern wird, als die Zentralbanken zuletzt gehofft hatten, bis die Kerninflation zurückgeht. Zudem verschärfen Risiken für die realen Wachstumsaussichten die Inflationsunsicherheit. Nicht völlig von der Hand zu weisen ist zudem die Gefahr einer dramatischeren, disinflationär wirkenden Wirtschaftskrise.

Am besorgniserregendsten für die Zentralbanken ist vermutlich, dass die hohe und weiter steigende Inflation vor dem Hintergrund längerfristiger Bemühungen zur Stärkung der Lieferketten-Resilienz und des Übergangs zu grünen Energiequellen abläuft (siehe unseren langfristigen Ausblick vom Juni 2022: „[Resilienz stärken](#)“). Am Ende des Tages dürften höhere Preise zwar Innovationen anschieben. Bevor jedoch diese längerfristigen Entwicklungen durchschlagen, werden die Kosten mittelfristig zunächst erst steigen, was dazu führt, dass die Verbraucherpreisinflation tendenziell nicht so schnell wieder auf ein niedrigeres, vorpandemisches Niveau zurückkehrt.

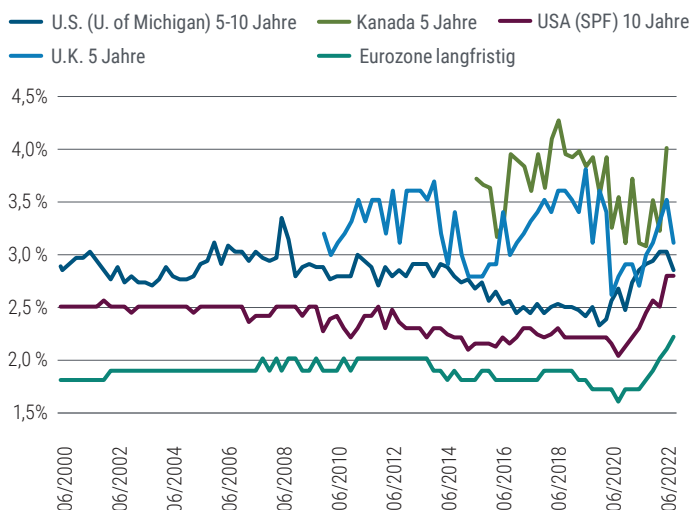
Abbildung 2: Die Kerninflation hat sich in mehreren Industrieländern erheblich stärker festgesetzt

Starre Inflationsraten der Kernpreise



Quelle: Haver Analytics und Berechnungen von PIMCO per 30. September 2022. „Hartnäckige“ Verbraucherpreisindizes werden unter Verwendung der am wenigsten volatilen Kategorien in jedem Land/jeder Region von 2012 bis 2019 erstellt. Die Methodik basiert auf der Studie von Michael F. Bryan und Brent Meyer mit dem Titel: „Are some prices in the CPI more forward looking than others? We think so“, (Federal Reserve Bank of Cleveland, 2010)

Abbildung 3: Die langfristigen Inflationserwartungen sind im Allgemeinen tendenziell gestiegen



Quelle: Haver Analytics, Stand: September 2022. US-Daten (Michigan): University of Michigan, erwartete Inflation der Verbraucherpreise, fünf bis zehn Jahre voraus. Daten für Kanada: Umfrage zu den Konsumentenerwartungen der kanadischen Zentralbank, fünf Jahre voraus. US-Daten (SPF): Umfrage unter professionellen Konjunkturbeobachtern zu den Erwartungen für den Verbraucherpreisindex, zehn Jahre voraus. Daten für Großbritannien: Umfrage der britischen Notenbank zu den Inflationserwartungen der Verbraucher, fünf Jahre voraus. Daten zur Eurozone: EZB-Umfrage unter professionellen Konjunkturbeobachtern zu den langfristigen Inflationserwartungen.

3. Geldpolitik: Straffere Zügel für längere Zeit

Die Kombination aus höherer Arbeitslosigkeit und einer hartnäckig über dem Durchschnitt liegenden Inflation stellt die Notenbanker vor schwierige Entscheidungen. Ihre bisherigen Maßnahmen deuten jedoch darauf hin, dass sie sich voll und ganz auf die Inflationsbekämpfung konzentrieren. Das Risiko, dass eine höhere Inflation wiederum zu steigenden Inflationserwartungen usw. beiträgt, erscheint vor dem Hintergrund inflationärer Trends, die breiter sind als nur pandemiebedingte Angebotschocks, noch akuter zu sein. Und da sich die Inflation jetzt ausweitet, ist es viel weniger klar, ob sich die Teuerung von selbst abschwächen wird, ohne dass eine zusätzliche geldpolitische Straffung erfolgt, um die Realzinsen wieder über ihr neutrales Niveau zu heben. Bis dato sind die Realzinsen trotz der allgemein ungünstigeren Finanzierungsbedingungen niedrig geblieben, was für weitere nominale Zinserhöhungen spricht.

Die Europäische Zentralbank (EZB) wird wahrscheinlich vor dem schwierigsten Zielkonflikt in Sachen Beschäftigung und Inflation stehen, obwohl sie offiziell ein Mandat hat, singular für Preisstabilität zu sorgen. Von den wichtigsten Volkswirtschaften ist die Eurozone am meisten betroffen von den Auswirkungen des Kriegs in der Ukraine und den Sanktionen gegen Russland. Sie dürfte folglich den stärksten BIP-Rückgang erleiden. Da jedoch westliche Sanktionen (und Ausfälle/Unterbrechungen der russischen Energielieferungen) wahrscheinlich nicht so schnell rückgängig gemacht werden, wird die EZB ihre Geldpolitik angesichts dieser neuen Angebotsengpässe vermutlich so ausrichten müssen, dass die Nachfrage darunter leidet. Wir sind von folgender Annahme überzeugt: Die europäischen Schätzungen für den realen neutralen Zinssatz liegen deutlich unter dem anderer Industrieländer. Die EZB hat deshalb weniger Arbeit vor sich, um eine restriktive Geldpolitik umzusetzen.

Die Notenbanken der USA, Kanadas, Großbritanniens und anderer Industriestaaten stehen vor ähnlichen Zielkonflikten. Da die Inflation jedoch deutlich über den langfristigen Zielen liegt, sind weitere Zinserhöhungen wahrscheinlich angemessen. Die geldpolitischen Entscheidungsträger sind bestrebt, eine restriktive Haltung einzunehmen – insbesondere in Großbritannien, wo wir erwarten, dass die Notenbank die Geldpolitik so ausrichtet, dass sie die jüngsten fiskalischen Maßnahmen neutralisiert – und die Leitzinsen sodann auf einem höheren Niveau belässt, bis die Inflation deutlich in Richtung Zielmarke zurückgeht. In den USA erwarten wir, dass die Fed den Leitzins auf eine Spanne von 4,5 bis 5,0 Prozent erhöhen und dann innehalten wird, um die Auswirkungen ihrer straffen Geldpolitik auf die Wirtschaft zu bewerten (wohl

wissend, dass die Geldpolitik erst mit deutlichen und variablen Verzögerungen auf die Realwirtschaft durchschlägt).

Wie hoch die Leitzinsen in den Industriestaaten letztendlich steigen, um für eine hinreichende Verschärfung der Finanzierungsbedingungen zu sorgen, hängt von der Sensitivität der jeweiligen Volkswirtschaften gegenüber den Zinssätzen ab. Gemessen an der jüngsten Entwicklung des Immobilienmarkts, könnten die Zentralbanken Kanadas, Australiens und Neuseelands einen Punkt erreichen, an dem sie die Zinserhöhungen aussetzen – vor den USA und insbesondere vor Großbritannien. In Großbritannien könnte das endgültige Ziel für den Leitzins aufgrund der angekündigten fiskalischen Expansion deutlich über dem anderer Industrieländer-Zentralbanken liegen. Und das, obwohl die britische Notenbank abermals eine Kehrtwende vollzieht: weg von einem Schrumpfen ihrer Bilanz und hin zu einer erneuten Ausweitung, um die systemischen Risiken für das britische Rentensystem abzumildern, die aus dem schnellen Anstieg der längerfristigen Zinssätze resultieren.

Die japanische Notenbank ist die einzige Ausnahme in diesem Ausblick, da die Inflation in Japan bisher überraschend gedämpft geblieben ist. Für den Fall, dass Japans Inflationsdynamik irgendwann der Route seiner internationalen Mitbewerber folgt, erwarten wir, dass die japanische Notenbank ihre Politik entsprechend anpasst. In der aktuellen Situation – mit einem noch immer nur moderaten Lohndruck –

Da die Inflation deutlich über den langfristigen Zielen liegt, sind weitere Zinserhöhungen wahrscheinlich angemessen, da die politischen Entscheidungsträger versuchen, eine restriktive Haltung einzunehmen.

dürfte sich die japanische Notenbank jedoch weiterhin darauf konzentrieren, die Inflationserwartungen festzuschreiben, die sich im Lauf der Jahre an die dauerhaft unter dem Zielwert liegende Inflation des Landes angepasst haben.

Es ist unnötig zu erwähnen, dass dieser geldpolitische Ausblick auch das Risiko einer harten Landung vergrößert. Unser Basisszenario beinhaltet zwar nur eine moderate

Rezession. Dennoch steigt das Risiko von „Unfällen“ an den Finanzmärkten oder plötzlichen Kreditklemmen in einem Umfeld, in dem die Zentralbanken mit Zins- und Bilanzinstrumente die Nachfrage dämpfen müssen. Diese Zweitrunden-Effekte sind ex ante schwierig zu prognostizieren, da systematische Verflechtungen an den Finanzmärkten nur dann und mit Zeitverzug offensichtlich werden, wenn die Märkte bereits unter Stress stehen.

DIE NÄCHSTE REZESSION: MODERAT, ABER LÄNGER ANDAUERND

Auch wenn unser Basisszenario nur moderate Rezessionen für alle Industrieländer vorhersagt, rechnen wir nicht damit, dass das Wachstum schnell und mit einem überdurchschnittlichen Tempo zurückkehren wird. Da die Inflation signifikant über den Zielen der Zentralbanken liegt und die Haushaltsdefizite und Verschuldungsquoten nach der Pandemie jetzt deutlich höher sind, dürfte auch die fiskalpolitische Reaktion auf die lahrende Konjunktur gedämpfter ausfallen. Das führt zu einem Wachstumsausblick, der auch noch einige Zeit nach der Rezession nur im Schnecken tempo vorankommt und unter dem langfristigen Mittel liegen dürfte. Selbst wenn der „Misery Index“ seinen Höhepunkt erreicht hat, kann es einige Zeit dauern, bis er wieder ein erträglicheres Niveau erreicht, da eine niedrigere Inflation mit der höheren Arbeitslosigkeit verrechnet werden muss.

Wir gehen davon aus, dass eine fiskalische Lockerung in Europa und Großbritannien diese Volkswirtschaften während einer Rezession stützen wird. Diese Unterstützung wird angesichts der angenommenen Reaktion der Zentralbanken jedoch höchstwahrscheinlich nicht ausreichen, um eine Rezession komplett zu vermeiden. Genauso wenig ist es wahrscheinlich, dass das Wachstum dank dieser Hilfen danach wieder über das langjährige Mittel zurückkehren wird. In den USA dürfte es kurzfristig bestenfalls geringfügige zusätzliche fiskalpolitische Unterstützung geben angesichts der parteiübergreifenden Sorgen über die hohe Inflation.

Während dieser fiskalpolitische Ausblick in Verbindung mit einer straffen Zentralbankpolitik keine gute Nachrichten für die mittelfristigen Wachstumsaussichten verheißt, ist er wahrscheinlich genau das, was zur Überwindung der Inflation nötig ist. Die pandemische Episode machte deutlich, dass die Inflation nicht nur ein geldpolitisches, sondern auch ein fiskalpolitisches Phänomen ist.

Anlagekonsequenzen

Angesichts der höheren Renditen bei allen Laufzeiten sind wir der Auffassung, dass jetzt die Zeit gekommen ist, in Anleihen zu investieren. Wir glauben, dass qualitativ hochwertige festverzinsliche Märkte jetzt Renditen erzielen werden, die viel besser mit den langfristigen Durchschnittswerten korrespondieren. Und wir glauben auch, dass am vorderen Ende der Renditekurven in den meisten Märkten bereits eine deutliche geldpolitische Straffung eingepreist ist. Wir sehen zahlreiche Möglichkeiten, diese größere Werthaltigkeit an den Anleihenmärkten zu nutzen. Anleger könnten beispielsweise ein Engagement in qualitativ hochwertige Benchmark-Renditen – die im vergangenen Jahr deutlich gestiegen sind – mit einem ausgewählten Engagement in hochwertigen Spread-Sektoren kombinieren und dann noch potenzielle Alpha-Quellen durch aktives Management hinzufügen. Wir glauben, dass das Renditepotenzial angesichts unseres Konjunkturausblicks überzeugend ist und viele Anleger belohnt werden könnten, wenn sie wieder zu Festzinspapieren greifen.

Darüber hinaus sind die Renditen – neben einem besseren Ertragspotenzial – hoch genug, um Spielraum für Kapitalgewinne bei schwächer ausfallenden Wachstums- und Inflationszahlen als erwartet oder bei deutlich schwächelnden Aktienmärkten zu bieten. Wir gehen davon aus, dass sich normalere negative Korrelationen zwischen hochwertigen Anleihen und Aktien wieder durchsetzen

Wir glauben, dass qualitativ hochwertige festverzinsliche Märkte jetzt Renditen erzielen werden, die viel besser mit den langfristigen Durchschnittswerten übereinstimmen.

und so die Absicherungseigenschaften hochwertiger Core-Anleihen verbessern werden, deren Kurs im Allgemeinen steigt, wenn die Aktienkurse fallen. Außerdem tragen die heute an den Anleihenmärkten bezahlten höheren Renditen dazu bei, diejenigen zu entschädigen, die sich dafür entscheiden, diese Phase der Unsicherheit und potenziell höheren Volatilität durchzustehen.



Wenn die Inflation starrer ist als wir erwarten, könnten die Zentralbanken natürlich gezwungen sein, die Zinsen um mehr als derzeit eingepreist anzuheben, und wenn die Rezessionen so flach sind, wie wir erwarten, könnten die politischen Entscheidungsträger angesichts des Ausgangspunkts der hohen Inflation die Leitzinsen nur langsam senken, um das Wachstum anzukurbeln. Der „Put“ der Zentralbank dürfte weiter aus dem Geld sein als in den letzten ein oder zwei Jahrzehnten - was bedeutet, dass es riskanter als gewöhnlich erscheint anzunehmen, dass die Zentralbanken Maßnahmen zur Stärkung der ins Stocken geratenen Märkte verabschieden werden. Ein längerfristiger Fokus sollte den Anlegern helfen, besser durch diese unsicheren Zeiten zu navigieren.

Eine deutliche Verschiebung des Inflationsverlaufs könnte jedoch sicherlich zu einer abrupten Hinwendung zu Bedenken hinsichtlich Wachstum und Marktstabilität führen. Wir erwarten zwar, dass das normalere Muster von Aktien und Anleihen, die sich in verschiedene Richtungen bewegen, wiederhergestellt wird. Wir sehen jedoch das spezielle Risiko, dass es im Fall größerer makroökonomischer/marktspezifischer Verwerfungen zu einer abrupten Normalisierung von Anleihen- und Aktienkorrelationen kommt. Das würde die Risiken für Portfolios erhöhen, denen es an Flexibilität und Resilienz mangelt, um diesem Wandel standzuhalten.

KERNSTRATEGIEN FÜR ANLEIHEN

Bei Portfolios mit Kernanleihen sind wir in diesem Umfeld bereit, uns aktiv und bewusst dafür zu entscheiden, das Risiko für eine Reihe von Faktoren zu verringern und etwas Pulver trocken zu halten. Liquiditätsmanagement ist immer wichtig, aber in einem schwierigen und höchst unsicheren Marktumfeld trifft das besonders zu. Im Einklang mit unserem langfristigen Ausblick sind wir bestrebt, Portfolios so zu gestalten, dass sie in den verschiedensten ökonomischen, geopolitischen und marktspezifischen Szenarien möglichst widerstandsfähig sind.

Wir sehen mehr Werthaltigkeit bei qualitativ hochstehenden Durationen und bei ebensolchen Spread-Assets. Wir gehen davon aus, dass wir mittelfristig gute Chancen erhalten werden, den Portfolios sowohl bei der Duration als auch bei der Spread-Positionierung Risiken hinzuzufügen. Kurzfristig betonen wir jedoch die Notwendigkeit, bei beiden Kategorien sehr vorsichtig zu sein.

In Bezug auf die Duration erwarten wir, dass wir bei Benchmark-fokussierten Portfolios nahezu neutral sein werden. Wir sehen die Duration jetzt als weitgehend fair an – sie liegt in der Mitte unserer erwarteten Bandbreite für die meisten globalen Märkte. Angesichts der kurzfristigen Inflationsrisiken könnten wir in einigen Fällen auf eine geringe

Untergewichtung bei der Duration setzen. Insgesamt sind wir aber von der Duration wenig überzeugt – wir glauben vielmehr, dass wir attraktive Renditen an den Märkten für festverzinsliche Anlagen erzielen können, ohne Portfolios einem übermäßigen Zinsrisiko auszusetzen. Wir sehen Japan als Sonderfall, in dem es in einigen unserer Strategien sinnvoll sein wird, sich für das allmähliche Umdenken der japanischen Notenbank zu positionieren – nämlich weg von der Kontrolle der Zinskurve.

HYPOTHEKEN-BESICHERTE WERTPAPIERE (MBS)

Wir gehen davon aus, dass wir bei Positionen in staatlichen MBS übergewichtet sind. Dabei geben wir höheren Kupons den Vorzug vor Niedrigkupon angesichts der Bewertungen und des großen Bestands an MBS mit Niedrigkupon in der Bilanz der US-Notenbank. Staatliche MBS sind Vermögenswerte mit AAA-Rating, die einen relativ attraktiven Spread, ein hohes Resilienzniveau und eine hohe Liquidität bieten. Zwar besteht das Risiko, dass die Federal Reserve irgendwann im Rahmen ihrer quantitativen Straffung mit dem Verkauf der Niedrigkupon-Hypotheken in ihrer Bilanz beginnen wird (anstatt einfach den Betrag des reinvestierten Kapitals zu begrenzen). Jedoch gehen wir nicht davon aus, dass sich dieses Risiko in dem aktuell schwierigen Konjunkturmateriale materialisieren wird.

ÖFFENTLICHE UND PRIVATE KREDITE SOWIE STRUKTURIERTE PRODUKTE

Bei Spread-Assets werden wir versuchen, ein Gleichgewicht zu finden – zwischen kurzfristiger Vorsicht im aktuellen Umfeld angesichts der Unsicherheit und der Rezessionsrisiken auf der einen Seite und einem langfristigen Fokus auf hochwertige, widerstandsfähige Anlagen andererseits, bei denen sich die Spreads möglicherweise stärker ausweiten könnten. Wir glauben indes nicht, dass es bei diesen Papieren zu Zahlungsausfällen kommen wird. Dazu gehören eine Reihe hochwertiger strukturierter Anlageprodukte, qualitativ hochwertige Investment-Grade-Anleihen, hochwertige Finanztitel und sogar einige hochverzinsliche Kredite, von denen wir glauben, dass ihre Bilanzen genug Widerstandsfähigkeit mitbringen, um den verschiedensten negativen ökonomischen Entwicklungen zu trotzen. Bei herkömmlichen Unternehmensanleihen streben wir eine Untergewichtung an.

Wir sind bemüht, solche Bereiche der Kreditmärkte zu meiden, die sehr empfindlich auf den Konjunkturzyklus reagieren. Dazu zählen Unternehmensanleihen-Engagements in schwächeren Schwellenländern, Bankkredite niedrigerer Bonität und bestimmte Segmente des Markts für private Kredite, in denen

Kreditnehmer mit schwächerer Bonität höchstwahrscheinlich mit den direkten Auswirkungen höherer Leitzinsen und damit höherer Kosten für den Schuldendienst konfrontiert werden, was wiederum zu sinkenden Gewinnen führen wird.

Wir glauben, dass die erwartete Volatilität in der Realwirtschaft und an den Finanzmärkten zu sehr attraktiven Chancen für Anleger mit Geduld und frischem Kapital führen wird. Die Kluft zwischen der Bewertung privater und öffentlich gehandelter Vermögenswerte ist nach wie vor extrem. Wenn sich die privaten Märkte aber anpassen und Herausforderungen im gesamten Segment für Unternehmenskredite und auch im Immobilienbereich sichtbar werden, sollten sich enorme Chancen ergeben, um potenziell überdurchschnittliche Renditen zu erzielen. Dies ist einer der Bereiche, von denen wir am stärksten überzeugt sind.

WÄHRUNGEN UND SCHWELLENLÄNDER

Mit Blick auf Währungen werden wir wahrscheinlich versuchen, große US-Dollar-Positionen zu vermeiden. Wir müssen hier die hohe Bewertung des Dollars – wir erwarten, dass wir in den kommenden Quartalen einen neuen Spitzenwert sehen werden – mit dem andauernden „Flucht in Qualität“-Risiko inmitten einer globalen Wachstumsverlangsamung ausgleichen. Wir erwarten jedoch, dass wir gute Gelegenheiten für Relative-Value-Trades außerhalb des US-Dollars finden.

In dieser Phase des Konjunkturzyklus und angesichts der Unsicherheit über das endgültige Zinsziel der Fed werden wir in Bezug auf Risikopositionen in Schwellenländern tendenziell vorsichtig sein. Anlagen in Schwellenländern bieten jedoch ein sehr breites Spektrum an Chancen. Hohe Realzinsen und eine beträchtliche Spread-Erhöhung im Vergleich zu entsprechenden Krediten aus Industrieländern dürften ein gewisses Polster gegen die anhaltende politische und geopolitische Volatilität bieten. Wir glauben auch, dass in einigen Schwellenländern spezifische Werte geschaffen wurden – dies ermöglicht einen aktiven Managementansatz. Wir versuchen dabei, von den unterschiedlichen Entwicklungen in den Schwellenländern zu profitieren, während diese die von den entwickelten Volkswirtschaften und China ausgehenden Schocks absorbieren.

ROHSTOFFE UND INFLATIONSGEBUNDENE ANLEIHEN

Die Rohstoffmärkte stehen weiterhin im Mittelpunkt der Herausforderungen, mit denen auch die breiteren Märkte kämpfen. Rohstoffe können jedoch eine robuste Absicherung gegen Inflationsrisiken bieten.

Die entgegengesetzten Wirkkräfte einer sich verlangsamenden Wirtschaft und anhaltender Angebotsengpässe führen zu einer erheblichen Unsicherheit beim Ausblick für die Rohstoffpreise. Ein steiler Rückgang der Erdgaslieferungen über Rohrleitungen war nicht nur ein starker Katalysator für die Verbraucherinflation, sondern hat sich auch direkt auf andere Rohstoffmärkte wie Elektrizität, Kohle, Basismetalle, Öl und Düngemittel ausgewirkt. Teure Dünger wiederum haben die Produktionskosten für die Landwirte steigen lassen, es fehlen Anreize für die Erweiterung der Anbauflächen. Russlands Fähigkeit, die Gas- und Strommärkte zu schockieren, ist angesichts des starken Angebotsrückgangs bereits gesunken. Die bevorstehenden Sanktionen gegen den Erdölhandel, einschließlich Beschränkungen bei den Schifffahrtsversicherungen, könnten die russischen Lieferungen noch weiter sinken lassen. Da die Kapazitätsreserven der OPEC+-Mitglieder nahe dem niedrigsten Stand der vergangenen 20 Jahre liegen, würde jeder weitere Rückgang oder Ausfall der russischen Lieferungen die Ölpreise stützen. Rohstoff-Indizes bieten derzeit einen positiven Carry (Rendite) von mehr als zehn Prozent. Angesichts des Beitrags von Rohstoffen zur Gesamtinflation und des Einflusses auf die Zentralbankpolitik waren die Argumente für den Einsatz von Rohstoff-Engagements als Absicherung gegen Inflationsrisiken selten stärker.

Wir glauben darüber hinaus nach wie vor, dass eine bescheidene Allokation in längerfristige inflationsgeschützte US-Staatsanleihen (TIPS) dazu beitragen könnte, die Inflation zu angemessenen Bewertungen abzusichern.

ASSET-ALLOKATION UND AKTIEN

In unseren Asset-Allokation-Portfolios streben wir beim Aktien-Beta-Risiko insgesamt eine Untergewichtung an. Wir sehen Risiken für die globalen Aktienmärkte angesichts der aktuellen Bewertungen und der Konsensprognosen für die Unternehmensgewinne. Wir glauben, dass hier die anhaltende geldpolitische Straffung der Zentralbanken und das erhöhte Rezessionsrisiko noch nicht vollständig berücksichtigt sind. Wir erwarten einen Rückgang sowohl bei den KGVs als auch bei den Gewinnen pro Aktie (EPS). Unternehmen müssen in einem extrem schwierigen Umfeld navigieren, in dem die Nachfrage langsam nachlässt und der Kostendruck anhält, was sinkende Margen bedeuten kann. In diesem Umfeld möchten wir stärker zyklische Sektoren untergewichten und qualitativ hochwertigen Unternehmen mit angemessenen Bewertungen, die über saubere Bilanzen verfügen und zu den defensiveren Sektoren zählen, den Vorzug geben.

Alle Anlagen beinhalten Risiken und können an Wert verlieren. Investitionen in den **Rentenmarkt** unterliegen Risiken wie 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 volatiler als solche mit kürzerer Laufzeit; Anleihekurse fallen im Allgemeinen mit steigenden Zinssätzen, und Niedrigzinsumgebungen erhöhen dieses Risiko. Eine Verringerung der Gegenparteiakapazität von Anleihen kann zu einer verringerten Marktliquidität und einer erhöhten Preisvolatilität beitragen. Anleihenanlagen können bei Rückzahlung mehr oder weniger wert sein als die ursprünglichen Kosten. **Rohstoffe** bergen ein erhöhtes Risiko, einschließlich marktbezogener, politischer, regulatorischer und natürlicher Bedingungen, und sind 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. Investitionen in im **Ausland lautende und/oder im Ausland ansässige Wertpapiere** können aufgrund von Währungsschwankungen ein erhöhtes Risiko sowie wirtschaftliche und politische Risiken mit sich bringen, die in Schwellenländern noch verstärkt werden können. **Währungskurse** können über kurze Zeiträume erheblich schwanken und die Rendite eines Portfolios verringern. **Hypotheken- und Asset-Backed Securities** können empfindlich auf Änderungen der Zinssätze reagieren und einem Risiko einer vorzeitigen Rückzahlung unterliegen. Obwohl sie im Allgemeinen von einer Regierung, einer Regierungsbehörde oder einem privaten Garanten unterstützt werden, gibt es keine Garantie dafür, dass der Garant seine Verpflichtungen. Verweise auf hypothekenbesicherte Wertpapiere der Agentur und nicht behördlicher Art beziehen sich auf in den Vereinigten Staaten ausgegebene Hypotheken. Von einer Regierung ausgegebene **inflationsexponierte Anleihen (ILB) sind festverzinsliche Wertpapiere, deren Nennwert regelmäßig an die Inflationsrate angepasst wird; ILB verlieren an Wert, wenn die Realzinsen steigen. Inflationsgeschützte Staatsanleihen (TIPS) sind ILBs, die von der US-Regierung ausgegeben werden. Bei Privatkrediten** handelt es sich um eine Anlage in nicht börsennotierte Wertpapiere, die einem Illiquiditätsrisiko unterliegen können. Portfolios, die in private Kredite investieren, können gehebelt werden und spekulative Anlagepraktiken anwenden, die das Risiko von Anlageverlusten erhöhen. **Diversifikation** schützt nicht vor Verlusten.

Alpha ist ein Maß für die Performance auf risikobereinigter Basis, der berechnet wird, indem die Volatilität (Preisrisiko) eines Portfolios mit der risikobereinigten Performance eines Benchmark-Index verglichen wird; die Überschussrendite im Vergleich zur Benchmark ist Alpha. **Beta** ist ein Maß für die Kursempfindlichkeit gegenüber Marktbewegungen. Die Markt-Beta-Version ist 1. **Rolldown** ist eine Form der Rendite, die angesichts der Reife einer Anleihe realisiert wird, wobei davon ausgegangen wird, dass eine nach oben gerichtete Renditekurve vorliegt.

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.

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.

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.

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 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) diespanische 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