



LANGFRISTIGER
AUSBLICK

JUNI 2022

Resilienz stärken

Volatilität, Inflation und geopolitische Spannungen haben dazu geführt, dass sich Länder und Unternehmen auf die Defensive konzentrieren. Wir plädieren dafür, die Portfolios in dieser fragmentierten Welt möglichst widerstandsfähig zu gestalten und sich eingehend mit den Risiken und Chancen zu befassen, die wir in den nächsten fünf Jahren sehen.



von:

Joachim Fels
PIMCO-Chefvolkswirt

Andrew Balls
Chief Investment Officer
Global Fixed Income

Dan Ivascyn
Group Chief Investment Officer

ZUSAMMENFASSUNG

- Der Krieg in der Ukraine hat die globalen geopolitischen Brüche vergrößert. Wir sehen langfristig die Gefahr einer Deglobalisierung und stärker fragmentierter Kapitalmärkte.
- Diese Trends können ökonomische Ineffizienzen verstärken und den Inflationsdruck erhöhen. Wir sehen ferner ein erhöhtes Rezessionsrisiko in den nächsten zwei Jahren.
- Wir erwarten auf lange Sicht kürzere Konjunkturzyklen und angesichts des sich wandelnden Inflationsumfelds nur noch zaghafte (geld-)politische Reaktionen darauf. Für die Portfolios heißt das: Widerstandsfähigkeit geht vor Renditemaximierung. Anleihen-Investments – auf höheren Renditeniveaus – werden eine wichtige Rolle beim Aufbau von Resilienz in diversifizierten Portfolios spielen.
- Private-Credit-Strategien können eine attraktive Ergänzung zu öffentlich gehandelten Kreditpapieren sein, obwohl wir in einigen Teilen dieser Märkte unangemessene Preise sehen. Wir gehen davon aus, dass wir qualitativ hochwertigeren Unternehmensanleihen den Vorzug geben werden. Und wir werden versuchen, in Stressphasen an den Kreditmärkten Liquidität bereitzustellen anstatt diese einzufordern.
- Angesichts des höheren Inflationsdrucks sehen wir inflationsgeschützte US-Staatsanleihen (TIPS), Rohstoffe und ausgewählte globale inflationsgebundene Investments als vernünftig bewertete Absicherung.



Gastreferenten beim Secular Forum 2021

Dan Gallagher

Chief Legal, Compliance und Corporate Affairs Officer bei Robinhood

Matteo Maggiori

Professor für Finanzwissenschaften an der Graduate School of Business der Stanford-Universität

Katherine Molnar

Chief Investment Officer des Fairfax County Police Officers Retirement System

Neha Narula

Direktorin der Digital Currency Initiative am MIT

Randal Quarles

Ehemaliger Gouverneur und Vize-Vorsitzender der Aufsicht des U.S. Federal Reserve Board

Yuval Rooz

Chief Executive Officer und Mitgründer von Digital Asset

Alex C. Ruane

Wissenschafts-Physiker und Co-Direktor der Climate Impacts Group am Goddard Institute for Space Studies der NASA

Angela Stent

Emeritierte Professorin und Direktorin des Center for Eurasian, Russian, and East European Studies der Georgetown University sowie Autorin von „*Putins World: Russia Against the West and With the Rest*“

Barbara F. Walter

Professorin für Politikwissenschaften an der University of California, San Diego, und Autorin von „*How Civil Wars Start*“

Das globale makroökonomische Umfeld bleibt alles andere als normal. Anleger werden in den kommenden fünf Jahren einen volatilen und herausfordernden Weg vor sich haben. Disruption und Unsicherheit dürften andauern – und die Deglobalisierung wird die Kluft in der Weltwirtschaft vergrößern. Ein umsichtiger, langfristiger Fokus kann Anlegern auf diesem herausfordernden Weg jedoch helfen. Dies sind einige der wichtigsten Erkenntnisse aus dem aktuellen jährlichen Secular Forum von PIMCO, bei dem sich unsere Investmentexperten, Gastredner (siehe Seitenleiste) und das Global Advisory Board drei Tage lang persönlich getroffen und intensiv ausgetauscht haben.

REALITÄTSPRÜFUNG

Am Anfang stand wie immer eine sorgfältige Überprüfung unserer früheren Thesen. Dabei hatten wir das Gefühl, dass die Themen, die wir in unserem Secular Outlook 2021 mit dem Titel „Ära der Transformation“ diskutiert hatten, auch heute noch sehr aktuell sind. Wir prognostizierten damals ein unsichereres und volatileres Makro-Umfeld. Und wir identifizierten grüne, digitale und soziale Transformationen als Haupttreiber von Disruptionsprozessen. Wir sagten ferner kürzere Wachstums- und Inflationszyklen mit größeren Amplituden und höheren Divergenzen zwischen einzelnen Ländern voraus. All diese Themen klingen immer noch richtig.

Die offensichtliche Aufgabe bestand jedoch darin, die massive Disruption zu berücksichtigen, die wir im vergangenen Jahr nicht antizipiert hatten: Russlands Invasion der Ukraine im Februar, der schreckliche Krieg, der noch immer andauert, und die weitreichenden Wirtschafts- und Finanzsanktionen sowie andere politische Reaktionen der meisten westlichen Demokratien. Bei der Betrachtung der Folgen dieser Ereignisse für unsere Investment-Thesen fanden wir es nützlich, zwischen unserem kurzfristigen zyklischen Horizont (sechs bis zwölf Monate), dem mittelfristigen Horizont (ein bis zwei Jahre) und unserem längerfristigen Horizont von fünf Jahren (und möglicherweise darüber hinaus) zu unterscheiden.

KONJUNKTURAUSBLICK: ANTI-GOLDILOCKS

Wir haben unsere zyklischen Thesen, die wir im März 2022 in unserem Konjunkturasubblick mit dem Titel „Anti-Goldilocks“ veröffentlicht hatten, kurz diskutiert und bestätigt. Aktuelle makroökonomische Daten unterstreichen unsere Einschätzung, dass der Krieg und der Sanktionsschock zusammen mit den Covid-Lockdowns in China stagflationär wirken: die Inflation kurzfristig also noch höher ausfallen und sich das Wachstum in den großen Volkswirtschaften über den zyklischen Horizont deutlich verlangsamen wird. Hinzu kommt, dass die Gesamtinflation in den USA und Europa aktuell bei acht Prozent liegt. Die großen Zentralbanken scheinen entschlossen zu sein, zuerst diese rasante Teuerung einzudämmen – und sich erst dann Sorgen um das Wachstum zu machen. Das bringt uns zu unserem mittelfristigen Ausblick.

MITTELFRTIG: HÖHERE REZESSIONSRISIKEN

Wir sehen für die kommenden zwei Jahren ein höheres Rezessionsrisiko. Die Hauptgründe für diese Annahme sind das größere Potenzial für geopolitische Spannungen, eine hartnäckig hohe Inflation, die das reale Einkommen

der Haushalte mindert, sowie den deutlichen Fokus der Zentralbanken auf die Bekämpfung der Inflation. Dieser letzte Punkt vergrößert das Risiko für „finanzielle Unfälle“ und verschärft zusätzlich die bereits beobachtete Verschlechterung der (Re-)Finanzbedingungen.

Darüber hinaus erwarten wir, dass die geld- und fiskalpolitischen Antworten auf die nächste Rezession zurückhaltender ausfallen und später kommen werden als in den jüngsten Rezessionen. Damals stellte die Inflation kein Problem dar – und die Staatsverschuldung und die Bilanzen der Zentralbanken waren weniger aufgebläht. Die geld- und fiskalpolitischen Entscheider hatten aus der verhaltenen wirtschaftlichen Erholung nach der globalen Finanzkrise gelernt und auf die Pandemie-Rezession entsprechend stark reagiert. Nun aber könnte die aktuell hohe Inflation die politischen Entscheidungsträger zögern lassen,

In den kommenden zwei Jahren sehen wir ein erhöhtes Rezessionsrisiko. Hauptgründe hierfür sind das größere Potenzial für geopolitische Spannungen, eine hartnäckig hohe Inflation sowie der deutliche Fokus der Zentralbanken auf die Bekämpfung der Inflation.

diese Instrumente erneut einzusetzen, insbesondere in den USA.

Wir sind aus vielen Gründen der Ansicht, dass die nächste Rezession wahrscheinlich nicht so tief sein wird wie die Rezession von 2008 oder der plötzliche Covid-Absturz von 2020. Dennoch könnte sie durchaus länger andauern und/oder die folgende Erholung aufgrund einer weniger entschlossenen Reaktion der Zentralbanken und Regierungen durchaus schleppender ausfallen.

LANGFRISTIGES THEMA: RESILIENZ STÄRKEN

Eine wichtige längerfristige Konsequenz des Kriegs in der Ukraine und der Reaktionen darauf ist die Vertiefung der geopolitischen Risse. Diese könnten die Transformation von einer unipolaren zu einer bipolaren oder multipolaren Welt beschleunigen. Dieser Bruch begann bereits mit Chinas Aufstieg zu einem wichtigen ökonomischen und geopolitischen Akteur, begleitet von der Skepsis westlicher Regierungen gegenüber China.

In einer stärker von Brüchen charakterisierten Welt glauben wir, dass sich Regierungen und Unternehmensführer zunehmend auf die Suche nach Sicherheit und den Aufbau von Widerstandsfähigkeit konzentrieren werden:

- Da das Risiko militärischer Konflikte nach der russischen Aggression gegen die Ukraine realer geworden ist, haben viele Regierungen – insbesondere in Europa, aber auch anderswo – Pläne für eine Erhöhung der Verteidigungsausgaben angekündigt. Ferner wollen sie vermehrt in Energie- und Ernährungssicherheit investieren.
- Viele Entscheidungsträger in Unternehmen konzentrieren sich auf den Aufbau widerstandsfähigerer Lieferketten durch globale Diversifizierung, sogenanntes „Near-Shoring“ und „Friend-Shoring“. Solche Bemühungen ließen sich bereits als Reaktion auf die Handelskonflikte zwischen den USA und China beobachten. Die Pandemie hatte dann die Fragilität ausgeklügelter Wertschöpfungsketten weiter akzentuiert. Dieser Trend dürfte sich angesichts des unsicheren geopolitischen Umfelds wahrscheinlich noch verstärken.
- Darüber hinaus haben die meisten Regierungen und viele Unternehmen als Reaktion auf die Klimakrise und die Pandemie bereits vermehrt Anstrengungen unternommen, die globale Erwärmung zu bremsen und sich an sie anzupassen. Sie investieren ferner in die Gesundheit ihrer Bürger und Mitarbeiter.

Dieses Streben nach Resilienz und die Suche nach Sicherheit können kurzfristig oft zulasten der Wirtschaftlichkeit gehen. Wir sehen fünf große makroökonomische Implikationen dieses langfristigen Trends:

Erstens: Höhere Ausgaben in vielen Bereichen – darunter Verteidigung, Gesundheitswesen, Energie- und Ernährungssicherheit, widerstandsfähigere Lieferketten sowie Minderung der und Anpassung an Klimarisiken – können, soweit sie nicht mit Kürzungen in anderen Bereichen einhergehen, die Gesamtnachfrage über den langfristigen Horizont durchaus stützen. Ein Großteil dieser zusätzlichen Ausgaben trägt jedoch möglicherweise nicht zum langfristigen Produktivitätswachstum bei – es sei denn, Firmen unternehmen zusätzliche Anstrengungen zur Steigerung des Produktivitätswachstums durch beschleunigte Investitionen in Technologie. Außerdem wird das Stärken der Resilienz wahrscheinlich von mehr Regulierung und Protektionismus begleitet sein, was das langfristige Wachstum belasten könnte. Insgesamt erscheint es uns daher unwahrscheinlich, dass das Produktionswachstum langfristig wesentlich höher ausfallen wird als in der Dekade vor der Pandemie.

Zweitens: Resilienz stärken und nach Sicherheit streben führt zu einem gewissen inflationären Rückenwind, da Unternehmen Redundanzen in ihre Lieferketten einbauen und sie näher an ihren Heimatstandort bringen. Falls die Regierungen bei der Einwanderung restriktiver vorgehen, könnten die Arbeitsmärkte weniger wettbewerbsfähig werden. Das könnte in der Folge zu einem höheren Lohndruck führen. Auch der „grüne“ Wandel, der letztendlich zu niedrigeren Energiepreisen aus billigeren erneuerbaren Energien führen sollte, könnte die Energiepreise für eine Weile in die Höhe treiben, da das Angebot an „brauner“ Energie schneller schrumpfen könnte, als das Angebot an erneuerbaren Energien zunimmt. Ob diese Faktoren jedoch langfristig zu einer dauerhaft höheren Inflation führen, wird unserer Ansicht von den politischen Weichenstellungen der fiskalpolitischen und geldpolitischen Entscheider abhängen.

Drittens: Die Zentralbanken stehen angesichts dieses inflationären Rückenwinds vor einem Dilemma. Die Stützung der Gesamtnachfrage und der Aufbau von Widerstandsfähigkeit haben einen Preis: mehr Inflationsdruck. Umgekehrt wäre es mit Blick auf Nachfrage und Beschäftigung genauso kostspielig, die Inflation auf den Zielkorridor zu drücken. Weil die Inflation aktuell die Zielmarken der Zentralbanken deutlich übersteigt, konzentrieren sich die meisten Notenbanken fürs Erste auf den Kampf gegen die Inflation. Das letzte Wort ist jedoch noch nicht gesprochen: Werden die Notenbanken auch dann noch der Inflationsbekämpfung Priorität einräumen, wenn sie wieder näher an die Zielmarke herangekommen ist? Oder werden die Zentralbanken ein moderates Überschießen tolerieren? Generell glauben wir: Die Inflationsrisiken sind langfristig größer geworden.

der Lage sind, private Schuldner zu unterstützen. Auch Regierungen sind angesichts weiter steigender Schulden während der Pandemie möglicherweise weniger gewillt, helfend einzugreifen. Und: Sie müssen angesichts einer alternden Bevölkerung die steigenden Ausgaben für die Altersvorsorge und das Gesundheitswesen finanzieren.

Fünftens: Nicht zuletzt sehen wir auf lange Sicht das Risiko einer finanziellen Deglobalisierung und stärker fragmentierter Kapitalmärkte – einer unserer Forums-Teilnehmer sprach sogar von einem „Kapitalkrieg“. Finanzsanktionen und Währungsreserven werden als politische Waffe eingesetzt. Das kann bei öffentlichen und privaten Gläubigern in Ländern mit Leistungsbilanzüberschüssen die „Heimatmarkt-Neigung“ verstärken und mit der Zeit zu einem Abebben von Finanzflüssen in den US-Dollar führen. Allerdings: Weil es an adäquaten Alternativwährungen zum US-Dollar mit profunden und liquiden Kapitalmärkten fehlt, dürften solche Verschiebungen eher sehr langsam als abrupt vonstattengehen und wahrscheinlich außerhalb unseres langfristigen Horizonts liegen.

Die Zentralbanken stehen vor einem Dilemma: Bekämpfung der Inflation oder Unterstützung des Wachstums

Viertens: Wir sehen langfristig eine höhere Wahrscheinlichkeit für Bonitätsherabstufungen und Kreditausfälle im privaten Sektor. Die Bilanzen des öffentlichen Sektors und der Unternehmen werden wahrscheinlich durch den steigenden Ausgabenbedarf für Sicherheit und Widerstandsfähigkeit unter Druck geraten. Die Kosten für den Schuldendienst dürften deshalb steigen. Das Risiko einer Rezession ist durchaus real. Eine erhöhte Inflation bedeutet, dass die Zentralbanken möglicherweise weniger bereit oder in

Anlagekonsequenzen

Wir glauben, dass wir jene Welt, die wir einst als die „Neue Normalität“ charakterisiert hatten – mit unterdurchschnittlichem, aber stabilem Wachstum und einer Inflationsrate, die hartnäckig unter den Zielkorridoren der Zentralbanken liegt –, eindeutig verlassen haben. Während dieser Periode wurden viele Anleger dafür belohnt, „nach Rendite zu streben“ und in Schwächephasen der Märkte nachzukaufen, weil sie entsprechende Maßnahmen der Zentralbanken und – während der Pandemie – auch fiskalpolitische Unterstützung für Risikoanlagen erwarteten. Auf lange Sicht glauben wir jedoch, dass die Zentralbanken möglicherweise weniger in der Lage sein werden, die Marktvolatilität zu unterdrücken und die an den Finanzmärkten erzielbaren Renditen zu unterstützen.

WIDERSTANDSFÄHIGKEIT AUFBAUEN

Mit Blick auf die Zukunft heißt das: Anstatt nach höheren Renditen zu streben, sollten Anleger bei ihrer Portfoliozusammenstellung auf Widerstandsfähigkeit achten. Ziel sollte es sein, angesichts eines unsichereren Umfelds mit mehr Makro- und Marktvolatilität und weniger Unterstützung durch die Zentralbanken ein möglichst robustes Portfolio aufzubauen. Wir werden unsererseits versuchen, die Portfolios, die wir im Namen unserer Kunden managen, widerstandsfähiger zu machen und in Phasen volatiler Märkte von diesen Schwankungen zu profitieren.

Diversifikation ist wichtiger denn je. Genauso wie Manager ihre Lieferketten diversifizieren möchten, sollten Anleger versuchen, ihre Portfolios angesichts geopolitischer Besonderheiten und Risiken zu diversifizieren. Potenzial für Überraschungen ist fraglos vorhanden. Wir haben eben erst erlebt, wie schnell Russland vom globalen Finanzsystem ausgeschlossen wurde. Es ist durchaus möglich, dass Regierungen und Unternehmen unter Druck geraten zu klären, auf wessen Seite sie bei geopolitischen Spannungen und Spaltungen stehen. Eventuell riskieren sie dadurch Sanktionen, Kapitalkontrollen und sogar die Beschlagnahmung von Vermögenswerten. Neben der Diversifikation über Anlageklassen hinweg können diese geopolitischen Überlegungen Auswirkungen auf Anlageentscheidungen und die erforderlichen Risikoprämien haben.

EINE WELT NIEDRIGER RENDITEN

Die Ausgangsbewertungen – selbst nach der Schwächephase, die wir in den vergangenen Monaten an den Kapitalmärkten gesehen haben – und unsere Antizipation eines volatileren makroökonomischen und marktspezifischen Umfelds erfordern langfristig niedrige und realistische Erwartungen an die Renditen von Vermögenswerten. Wir erwarten auf lange Sicht ja kürzere Konjunkturzyklen und angesichts des sich wandelnden



Inflationsumfelds nur noch zaghafte politische Reaktionen darauf. Für die Portfolios heißt das: Widerstandsfähigkeit geht vor Renditemaximierung. Wir sehen in den nächsten zwei Jahren eine höhere Wahrscheinlichkeit für eine Rezession in den USA und anderen Industrieländern. Dies erfordert ebenfalls eine scharfsichtige Einschätzung der potenziellen Renditen auf den Vermögensmärkten und einen Fokus auf Kapitalerhalt.

Nichtsdestotrotz haben sich die Benchmark-Renditen bei Kernanleihen von den Tiefständen während der Pandemie erholt. Und wir glauben, dass die Terminmärkte die Höchststände für die Leitzinsen gemäß unserem Basisszenario bereits teilweise oder gar vollständig einpreisen. Die Zentralbanken könnten dann mehr Spielraum für konventionelle geldpolitische Schritte (vulgo: Leitzinssenkungen) haben, falls der Inflationsdruck wieder überschaubar ist und die Marktzinsen nach wie vor über den unteren Grenzen der vergangenen Jahre liegen. Ein solches Szenario böte durchaus Potenzial für eine attraktive Performance auf den Anleihenmärkten in einem rezessiven Umfeld.

Anleihen sollten eine wichtige Rolle beim Aufbau von Resilienz in diversifizierten Portfolios spielen.

Wir gehen davon aus, dass die Renditen für die meisten Anleihen-Benchmarks auf lange Sicht positiv ausfallen werden. Festverzinsliche Wertpapiere werden dann bei höheren Renditeniveaus eine wichtige Rolle spielen, wenn es darum geht, diversifizierte Portfolios widerstandsfähiger zu machen.

EINGEFRORENE LEITZINSEN UND HÖHERE RISIKOPRÄMIEN BEI ANLEIHEN

Wir haben die Ära der „Neuen Normalität“ aus den Anfangsjahren dieses Jahrhunderts zwar hinter uns gelassen. Dennoch glauben wir, dass die niedrigen Realzinsen aus dieser Zeit wahrscheinlich Bestand haben werden – und zwar auch während des langfristigen Kampfs gegen die Inflation. Die Langfristfaktoren, die dazu geführt haben, dass die neutralen Leitzinssätze zurückgingen – einschließlich der Demografie, der globalen Schwemme an Ersparnissen und des hohen Schuldenstands –, werden die Leitzinsen wahrscheinlich weiterhin auf niedrigem Niveau halten, obwohl wir am Rand der Zinskurve möglicherweise einen Aufwärtsdruck sehen infolge inflationärer Faktoren wie der Deglobalisierung und der Konzentration auf die Widerstandsfähigkeit der Lieferketten.

Die sogenannte finanzielle Dominanz – also die direkten Auswirkungen einer strafferen Geldpolitik auf die Finanzmärkte, zusätzlich zu den Auswirkungen durch makroökonomische Variablen – wird wahrscheinlich das Ausmaß begrenzen, zu dem die Leitzinsen deutlich über das an den Terminmärkten eingepreiste Niveau steigen werden. Davon ausgenommen ist freilich unser Risikoszenario mit hartnäckig überschießender Inflation und weiter steigenden Inflationserwartungen, was die Zentralbanken dazu zwingen würde, hohe Leitzinsen festzusetzen. Eine Rezession wäre dann das erklärte Ziel und nicht nur ein Nebenprodukt.

In einer Welt größerer Unsicherheit hinsichtlich der makroökonomischen Aussichten und der künftigen Inflationsentwicklung erwarten wir, dass die Finanzmärkte eine höhere Prämie – das heißt einen Ausgleich für das Anleihenrisiko – für das Halten länger laufender Anleihen verlangen werden. Wir lassen wahrscheinlich die Phase niedriger Risikoaufschläge hinter uns, in der die Nachfrage nach dem Schutz vor konjunkturellen Abwärtsrisiken die Inflationsbedenken überwog. Insgesamt erwarten wir somit höhere Laufzeitprämien.

Eine Abflachung der Zinskurve ist kurzfristig durchaus möglich, da die Märkte die aktuellen Inflationsdaten verarbeiten und das Gleichgewicht zwischen Inflations- und Rezessionsrisiken möglicherweise neu bewerten. Auf lange Sicht erwarten wir jedoch die Wiederkehr steilerer Kurven in einem Umfeld, in dem das Inflationsrisiko in beide Richtungen um die Ziele der Zentralbanken geht und das Potenzial für einen dauerhaften Inflationsanstieg im Vergleich zur Welt der „Neuen Normalität“ größer geworden ist.

In Bezug auf die Marktzinsen gehen wir davon aus, dass die niedrigen Zinssätze der Zentralbank („niedrig“ zumindest im Vergleich zu Anfang der 2000er-Jahre) ein wichtiger Anker bleiben werden. In unserem Basisausblick, bei dem wir die Rendite für zehnjährige US-Staatsanleihen als Benchmark verwenden, erwarten wir eine ähnliche bis leicht höhere Spanne als in der vergangenen Dekade – mit Ausnahme der Covid-Periode im Jahr 2020. Dies entspricht einer Bandbreiten-Prognose von etwa 1,5 bis 4,0 Prozent. Das obere Ende der Spanne zeigt das Potenzial nach oben im Vergleich zu den Erfahrungen des vergangenen Jahrzehnts, in dem die zehnjährige Rendite für US-Staatsanleihen nur kurzzeitig die Drei-Prozent-Marke überschritten hat. Dies spiegelt unsere Prognose für eine Inflationsrate wider, die höher ist als in den vergangenen zehn Jahren, als die Zentralbanken ihre Zielkorridore unterschritten hatten. Das heißt, es bestehen größere Aufwärtsrisiken für die Inflation – sowohl kurz- als auch langfristig. Und natürlich gibt es Risikoszenarien, in denen die

Renditen höher oder niedriger ausfallen könnten, als es unser Basisszenario vorhersagt.

HÖHERE RISIKOPRÄMIEN FÜR AKTIEN

Kürzere Konjunkturzyklen und eine höhere makroökonomische Volatilität könnten auch die Risikoprämien für Aktien verteuern (d. h. Anleger könnten höhere Prämien für das Halten von Aktien verlangen im Vergleich zum Halten von Anleihen). Ein Umfeld mit höherer Inflation würde außerdem das nominale Gewinnwachstum tendenziell ausbremsen, die Margen reduzieren und Aktien volatil machen.

Neben einer langen Liste von Inflationstreibern – höhere Lagerbestände, weniger effiziente Lieferketten, teurere Arbeitskräfte und höherer Investitionsbedarf – könnten die Margen auch durch höhere Zinsen und Steuern unter Druck geraten. In den vergangenen zehn Jahren war ein erheblicher Teil der höheren Eigenkapitalrentabilität auf gesunkene Aufwendungen (z. B. Betriebskosten, Steuern und Zinszahlungen) zurückzuführen. Es ist unwahrscheinlich, dass sich diese Abwärtstrends auf der Ausgabenseite der Unternehmen langfristig fortsetzen werden.

Daher erwarten wir, dass die Aktienmärkte geringere Renditen erzielen werden, als es die Anleger seit der globalen Finanzkrise erlebt haben. Weil bei Wachstum und Rentabilität kein klarer Trend erkennbar ist, dürften Anleger höhere Risikoprämien für Aktien verlangen und zuverlässigeren Ertragsquellen den Vorzug geben. Dieser Ausblick bekräftigt daher unseren Fokus auf Qualität und die Bedeutung einer sorgfältigen Titelselektion. Langfristige Themen und Trends zu erkennen und die Gewinner dieses neuen Umfelds zu identifizieren, wird beim Anzapfen von Alpha-Quellen daher entscheidend sein – vor allem in einer Welt mit weniger lohnendem Beta.

SCHUTZ VOR INFLATION

Angesichts des potenziell höheren Inflationsdrucks auf Sicht von fünf Jahren halten wir inflationsgeschützte US-Staatsanleihen (TIPS) und ausgewählte globale Inflationsmärkte für eine angemessene Absicherung gegen Aufwärtsüberraschungen bei der Inflation. US-TIPS sind derzeit so gepreist, dass die Inflation in zwölf bis 18 Monaten zum Zwei-Prozent-Ziel der Fed zurückkehren wird. Dies entspricht unserer Basisprognose, jedoch ist das Ergebnis keineswegs garantiert.

Die Rohstoffmärkte können ebenfalls eine wertvolle Inflationsabsicherung bieten, insbesondere bei Inflationsüberraschungen. Das historische Beta für Rohstoffe weist eine hohe Sensitivität für Inflationsüberraschungen auf und übersteigt jenes von TIPS bei Weitem. Zu Beginn des

Jahres 2022 befanden sich die Rohstoffmärkte weitgehend auf einem Pfad der Erholung. Die Gründe hierfür: eine anziehende Nachfrage, gepaart mit mehreren Jahren nur unzureichender Investitionen, insbesondere im Energiesektor. Die Ereignisse in der Ukraine haben diesen Trend nur noch beschleunigt und aufgedeckt, dass dieser Markt einen signifikanten Investitionszyklus einleiten muss, um den zukünftigen Energiebedarf zu decken und die Themen Klimawandel und Energiesicherheit adäquat zu adressieren. Daher erwarten wir, dass anhaltend höhere Preise erforderlich sind, um Kapital aus der Reserve zu locken und ausreichende Investitionen in die Energiemärkte zu generieren – dies zumindest langfristig.

Immobilien können ebenfalls als Inflationsabsicherung dienen, insbesondere in Bereichen wie Mehrfamilienhäuser und „Self Storage“, in denen die Mietverträge in der Regel kürzer als ein Jahr laufen. In Europa sind sogar Büro- und Industrie-Leasingverträge oft mit Inflationsindizes verknüpft. Darüber hinaus sind die Fundamentaldaten in den meisten Immobiliensektoren nach wie vor gesund, da die Auslastung weiterhin hoch ist und das Neuangebot wahrscheinlich weiterhin durch höhere Baukosten limitiert wird.

VORSICHT BEI UNTERNEHMENSKREDITEN: FOKUS AUF QUALITÄT

Die allgemein geringe Liquidität an den öffentlichen Kreditmärkten, unsere Erwartung einer höheren makroökonomischen Volatilität, das Rezessionsrisiko auf mittlere Sicht und die weniger gewisse Unterstützung durch die Zentralbanken und die Fiskalpolitik – all das macht es plausibel, dass wir unseren Fokus auf Qualität bei Unternehmensanleihen beibehalten. In einer Rezession, in der es im Vergleich zur „Buy-the-Dip“-Erfahrung des vergangenen Jahrzehnts weniger geldpolitische und fiskalische Unterstützung gibt, besteht die Gefahr für mehr Ausfälle und höhere Verluste bei Krediten. Wir glauben nicht, dass die umfassende politische Unterstützung, die Unternehmen als Emittenten während des Covid-Ausnahmestands zuteil wurde, einen neuen Maßstab darstellt. Vielmehr werden die Zentralbanken, die sich auf die Inflation konzentrieren, und Regierungen, die sich auf nationale Sicherheit und Umweltsicherheit konzentrieren, wahrscheinlich viel weniger geneigt sein, Unternehmen außerhalb von Branchen zu unterstützen, die für die angestrebte Widerstandsfähigkeit als wichtig erachtet werden.

Wie immer werden wir uns auf die Erkenntnisse unseres globalen Teams aus Credit-Portfoliomanagern und Credit-Research-Analysten verlassen, wenn es darum geht, bei ausgewählten Unternehmensanleihen Übergewichtungen und Untergewichtungen vorzunehmen. Wir gehen davon



aus, dass wir besicherten Anlagen den Vorzug geben – und dass wir attraktive Konditionen und glasklare Dokumentationen und Prospekte erhalten, wenn wir in unbesicherte Kreditpapiere investieren. Wir werden versuchen, Positionen zu vermeiden, die uns einem erheblichen Risiko in einem anhaltenden Kreditausfallzyklus aussetzen würden. Und wir werden uns so positionieren, dass wir Liquidität anbieten können anstelle sie einfordern zu müssen, sollten die Kreditmärkte unter Druck geraten.

CHANCEN UND RISIKEN AN DEN MÄRKTEN FÜR PRIVATKREDITE

Privatkredit-Strategien können Investments in öffentlich gehandelte Papiere ergänzen. In einem schwierigeren Umfeld für Staatsanleihen rechnen wir mit attraktiven Chancen für Portfolios, die langfristig ausgerichtet sind und eine hohe Risikotoleranz erlauben.

Allerdings waren einige der Exzesse, die wir bei öffentlichen Kredittiteln gesehen haben, in den vergangenen Jahren auch auf den privaten Kreditmärkten zu beobachten – insbesondere bei den stärker gehebelten Geschäften mit Unternehmenskrediten, wie sie in den vergangenen Jahren üblich geworden sind. Diese Exzesse sollten zahlreiche Chancen für selektive Investmentlösungen im Bereich der privaten Finanzierungen eröffnen, da sich überschuldete Bilanzen an die neue Realität wirklichkeitsnäherer Bewertungen und Wachstumsprognosen anpassen müssen. Wir erwarten zwar schwierigere Zeiten für ältere Risikopositionen bei privaten Unternehmenskrediten. Jedoch rechnen wir mit einem besseren relativen Performance-Potenzial in einigen der weniger bedrängten Bereiche der privaten Kreditvergabe. So sollten beispielsweise private Verbraucherkredite und Immobilienfinanzierungen besonders gut positioniert sein, um in den kommenden Jahren eine attraktive Performance zu erzielen. Hauptgrund sind die Bilanzen der privaten Haushalte, die seit mehr als einem Jahrzehnt Schulden abbauen (während Unternehmen wieder vermehrt Kredite aufnehmen). Investmentchancen in anderen diversifizierten Segmenten des privaten Kredituniversums wie etwa Flugzeugfinanzierungen, Immobilienkredite, Ausrüstungs-Leasing und Lizenzgeschäfte haben unserer Ansicht nach angesichts allgemein gesünderer Ausgangsbedingungen und Bewertungen allesamt das Potenzial, den breiteren Sektor der privaten Unternehmenskredite mit Blick auf die Rendite-Erwartungen zu übertreffen.

SCHWELLENLÄNDER: GEWINNER UND VERLIERER

Wir erwarten, dass die Schwellenländer attraktive Chancen bieten. Dabei ist jedoch das aktive Anlegen entscheidend, um in einem schwierigen Investment-Umfeld zwischen vermeintlichen Gewinnern und Verlierern zu unterscheiden. Einige Länder sollten von der Nachfrage nach Kapitalgütern profitieren und

Eine stärker fragmentierte Welt wird Gewinner und Verlierer in den Schwellenländern schaffen, was die Notwendigkeit eines aktiven Risikomanagements und einer genauen Analyse unterstreicht.

Rohstoffexporteuren von den besseren Geschäftsbedingungen. Gleichzeitig könnten andere Schwellenländer mit schwachen Fundamentaldaten und fragilen politischen Rahmenbedingungen in einer Welt kürzerer Konjunkturzyklen und höherer makroökonomischer Volatilität stärker exponiert sein. Auch Rohstoffimporteure könnten vor erheblichen Herausforderungen stehen.

Wie bereits erwähnt: In einer fragmentierten Welt, in der wir militärische und strategische Trennlinien genau beachten müssen, wird der Fokus auf angemessene Diversifikation und Risikoprämien bei Investments in Schwellenländern besonders wichtig sein. Dies unterstreicht die Argumente für ein aktives Management und eine aktive Entscheidungsfindung angesichts des Risikos von Sanktionen und Beschlagnahmungen sowie des Potenzials für Überraschungen, die nicht nur durch innenpolitische Volatilität, sondern auch durch regionale und globale politische Faktoren verursacht werden.

WÄHRUNGEN: DER US-DOLLAR ALS SICHERER HAFEN IM STURM

Der US-Dollar mag nach herkömmlichen Bewertungsmaßstäben überbewertet erscheinen. Angesichts des mittelfristigen Rezessionsrisikos und der erwarteten höheren makroökonomischen Volatilität rechnen wir jedoch damit, dass der Dollar weiterhin von seiner Rolle als sicherer Hafen im Sturm profitieren wird: Er wird als Quelle relativer Sicherheit in Zeiten von Makro- und Marktvolatilität wahrgenommen. Das wiederum hat verschiedene Implikationen: Bei der Suche nach werthaltigen Anlagen, beispielsweise über relativ günstige Schwellenländer-Währungen oder G-10-Rohstoff-Währungen, kann es sinnvoll sein, einen Finanzierungskorb in Betracht zu ziehen, der länderübergreifend diversifiziert ist, anstatt nur auf US-Dollar-Wechselkurse zu setzen.

GLOBALE CHANCEN

Neben niedrigeren Renditen bei allen Anlageklassen und einer höheren Volatilität dieser Renditen über den langfristigen Horizont hinweg erwarten wir eine stärkere Differenzierung zwischen den Ländern in einem Umfeld geopolitischer Instabilität und eine stärker akzentuierte „Fat Tail“-Verteilung. Eine höhere Volatilität und eine stärkere Differenzierung der Makro- und Marktrenditen werden sowohl Risiken als auch Chancen mit sich bringen. Wir werden versuchen, unsere Portfolios widerstandsfähig zu halten. Gleichzeitig verfolgen wir einen globalen Ansatz – mit dem Ziel, die sich bietenden Chancen zu maximieren, die besten Gelegenheiten zu nutzen und dabei die Risiken schwächerer Bausteine zu minimieren. Eine Welt, in der sich Anleger auf ihre Heimatmärkte konzentrieren, die die Globalisierung ein Stück weit zurückdreht, und in der die Fragmentierung der Kapitalmärkte zunimmt, kann für Anleger mit einer globalen Denkweise sehr wohl reich an Chancen sein – wenn sie dabei von Investmentteams unterstützt werden, die aktiv nach Chancen suchen und diese nutzen.

Über unsere Foren

PIMCOs Anlageprozess, der über einen Zeitraum von nahezu 50 Jahren entwickelt und in praktisch jedem Marktumfeld erprobt wurde, wird durch unsere Secular und Cyclical Economic Forums verankert. Unsere Anlageexperten aus aller Welt kommen vier Mal pro 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.

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.

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

Alle Anlagen bergen Risiken und können an Wert verlieren. Investments in den Rentenmarkt unterliegen Markt-, Zins-, Emittenten-, Kredit-, Inflations- und Liquiditätsrisiken. Der Wert der meisten Anleihen und Anleihen-Strategien wird durch Änderungen der Zinssätze beeinflusst. Anleihen und Anleihen-Strategien mit längerer Laufzeit sind tendenziell empfindlicher und volatiler als Anleihen mit kürzerer Laufzeit. Die Anleihen-Kurse fallen im Allgemeinen mit steigenden Zinssätzen. Ein Umfeld niedriger Zinsen erhöht dieses Risiko. Eine Herabstufung der Bonität des Anleihen-Kontrahenten kann zu einer verringerten Marktliquidität und einer erhöhten Preisvolatilität führen. Anleihen-Investments können bei Fälligkeit mehr oder weniger wert sein als das ursprünglich eingesetzte Kapital. Von einem Staat ausgegebene inflationsgebundene Anleihen (ILBs) sind festverzinsliche Wertpapiere, deren Nennwert regelmäßig an die Inflationsrate angepasst wird; ILBs verlieren an Wert, wenn die Realzinsen steigen. Inflation-Protected Securities (TIPS) sind ILBs, die von der US-Regierung ausgegeben werden. Rohstoffe bergen ein erhöhtes Risiko, einschließlich marktbezogener, politischer, regulatorischer und von der Natur vorgegebener Risiken. Sie sind möglicherweise nicht für alle Anleger geeignet. Aktien können sowohl aufgrund der realen als auch aufgrund der wahrgenommenen allgemeinen Markt-, Konjunktur- und Branchenbedingungen an Wert verlieren. Der Wert von Immobilien und Portfolios, die in Immobilien investieren, kann schwanken aufgrund von: Verlusten durch Unfall oder Verurteilung, Änderungen der lokalen und allgemeinen wirtschaftlichen Bedingungen, Angebot und Nachfrage, Zinssätze, Grundsteuersätze, regulatorische Mietbeschränkungen, Gesetze zur Bebauung bestimmter Areale sowie laufende Kosten. Investments in im Ausland denominierte und/oder beheimatete Wertpapiere können aufgrund von Währungsschwankungen sowie wirtschaftlichen und politischen Risiken, die in Schwellenländern vermehrt auftreten können, ein erhöhtes Risiko bergen. Die Kurse von Währungen können in kurzen Zeiträumen erheblich schwanken und die Rendite eines Portfolios schmälern. Private Kredite sind Investments in nicht öffentlich gehandelte Wertpapiere, die dem Risiko der Illiquidität unterliegen können. Portfolios, die in private Kredite investieren, können gehebelt werden und spekulative Anlagepraktiken anwenden, die das Risiko von Verlusten erhöhen. Diversifikation schützt nicht vor Verlusten. Das "Management-Risiko" ist zum einen das Risiko, dass die von einem Investment-Manager angewandten Anlagetechniken und Risikoanalysen nicht zu den gewünschten Ergebnissen führen. Zum anderen ist es das Risiko, dass bestimmte Richtlinien oder Entwicklungen die Anlagetechniken einschränken können, die dem Manager beim Steuern der Strategie zur Verfügung stehen.

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.

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

Alpha ist ein Maß für die Performance auf Risiko-bereinigter Basis, das berechnet wird, indem die Volatilität (Preisrisiko) eines Portfolios mit der Risiko-bereinigten Performance eines Benchmark-Index verglichen wird; die Überschussrendite im Vergleich zur Benchmark ist Alpha. Beta ist ein Maß für die Kursempfindlichkeit gegenüber Marktbewegungen. Das Markt-Beta ist 1. Korrelation ist ein statistisches Maß dafür, wie sich zwei Wertpapiere im Vergleich zueinander entwickeln.

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.

Diese Veröffentlichung gibt die Meinungen des Managers 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) die spanische Zweigstelle: die Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) in Übereinstimmung mit den in den Artikeln 168 und 203 bis 224 festgelegten Verpflichtungen sowie den in Title V, Abschnitt I des Gesetzes über den Wertpapiermarkt (LSM) und in den Artikeln 111, 114 und 117 des Königlichen Dekrets 217/2008 enthaltenen Verpflichtungen. **PIMCO (Schweiz) GmbH (registriert in der Schweiz, Unternehmensnr. CH-020.4.038.582-2)**. Die bereitgestellten Leistungen von PIMCO (Schweiz) GmbH stehen Privatanlegern nicht zur Verfügung, und diese sollten sich nicht auf die vorliegende Mitteilung verlassen, sondern ihren Finanzberater kontaktieren. Ohne ausdrückliche schriftliche Erlaubnis darf kein Teil dieser Materialien in irgendeiner Form vervielfältigt oder in anderen Publikationen zitiert werden. PIMCO ist in den Vereinigten Staaten von Amerika und weltweit eine Marke von Allianz Asset Management of America L.P. ©2022, PIMCO