



LANGFRISTIGER
AUSBLICK

JUNI 2023

Wirtschaftliche Nachbeben

Die Märkte dürften mit höherer Volatilität konfrontiert sein, da die Weltwirtschaft eine Phase massiver fiskalischer und geldpolitischer Unterstützung hinter sich lässt. In dieser Zeit, die nicht mehr durch ein Primat der Politik geprägt ist, animieren die attraktiven Renditen qualitativ hochwertige Anleihen zu einem Investmentansatz, der auf Resilienz basiert.



von:

Richard Clarida
PIMCO-Chefvolkswirt

Andrew Balls
Chief Investment Officer
Global Fixed Income

Dan Ivascyn
Group Chief Investment Officer

WICHTIGSTE SCHLUSSEFOLGERUNGEN

In den ersten Jahren der 2020er kam es in den Bereichen Wirtschaft, Geopolitik und Finanzen weltweit zu einer Reihe akuter Störungen, und es wird einige Zeit dauern, bis die endgültigen Folgen dieser Schocks vollständig spürbar sind. Beim jüngsten Secular Forum von PIMCO diskutierten wir darüber, welche Folgen die zuletzt zu beobachtende kurzfristige konjunkturelle Dynamik auf lange Sicht haben könnte.

Die Weltwirtschaft lässt gerade eine Phase massiver fiskalpolitischer und geldpolitischer Interventionen hinter sich, die sich so auch auf lange Sicht wahrscheinlich nicht wiederholen wird. Der rasante Anstieg der Inflationsraten rund um den Globus nach der Pandemie ließ die Zentralbanker erkennen, dass unkonventionelle Geldpolitik nicht nur Vorteile bringt, sondern auch Kosten verursacht. Auch dürfte die steigende Staatsverschuldung wahrscheinlich die Möglichkeiten einschränken, mithilfe der Finanz- und Geldpolitik künftige Konjunkturerinbrüche abzufedern.

Die Ära, in der mithilfe der Politik Volatilität an den Märkten unterdrückt wurde, dürfte somit zu Ende gehen. Den Märkten steht damit wahrscheinlich eine Phase größerer Schwankungen bevor, mit ungewöhnlich viel Potenzial für Nachbeben aller Art. Wir glauben, dass es mit Blick auf das globale Wachstum über unseren langfristigen Fünfjahreshorizont Abwärtsrisiken zu beachten gilt. Die Renditen aller Anlageklassen dürften in dieser neuen Ära wahrscheinlich differenzierter ausfallen.

Wir erwarten, dass die Zentralbanken an ihren bestehenden Inflationszielen festhalten werden. Ihr Fokus wird darauf liegen, die längerfristigen Inflationserwartungen auf diese Zielniveaus zu bringen und dort zu verankern. Wir gehen davon aus, dass sich die neutralen langfristigen realen Leitzinsen in den Volkswirtschaften der Industriestaaten weiterhin in einer Spanne von null bis ein Prozent bewegen werden. Angesichts der steigenden Staatsverschuldung und der möglichen Rückkehr einer Inflationsrisikoprämie gehen wir davon aus, dass die Renditekurve steiler wird. Der Grund hierfür: Anleger fordern auf lange Sicht eine höhere „Entschädigung“ für Anleihen mit langer Laufzeit.

Wir erwarten also niedrige neutrale Zinssätze und eine Rückkehr zu einer Inflation in der Nähe des Notenbank-Zielwerts. Das wiederum bestätigt unseren positiven Ausblick für Kernanleihen und andere Schuldverschreibungen hoher Qualität. Nach einem starken Anstieg im vergangenen Jahr liegen die Anfangsrenditen – die historisch hoch mit den künftigen Renditen korrelierten – für Anleihen hoher Qualität nahe an den längerfristigen Durchschnittswerten für Aktienrenditen, möglicherweise aber mit deutlich geringerer Volatilität und mehr Schutz vor Abwärtsbewegungen als bei Aktien. Dies kann Anlegern dabei helfen, klug konstruierte, belastbare Portfolios aufzubauen, ohne auf Aufwärtspotenzial verzichten zu müssen. Wir bevorzugen liquide Anlagen hoher Qualität und bleiben in stärker konjunktursensiblen Bereichen vorsichtig. Wir gehen davon aus, dass die Anlagechancen auf den Privatmärkten im Lauf der Zeit immer attraktiver werden, insbesondere angesichts der sich verändernden Bankenlandschaft.

Eine neue Ära geopolitischer Spannungen zwischen einer etablierten Supermacht und einem aufstrebenden Rivalen wird wahrscheinlich globale ökonomische Auswirkungen haben. Wir glauben weiterhin daran, dass der US-Dollar seinen Status als marktbeherrschende Weltwährung behalten wird, trotz eines größer werdenden Haushaltsdefizits in den USA und einer wachsenden Verschuldung. Allerdings gibt es auch anderswo Anlagechancen.



Gastreferenten beim Secular Forum 2023

Tim Adams

Präsident und CEO, Institute of International Finance

Alejandro Díaz de León

Ehemaliger Gouverneur der Notenbank Mexikos

Elizabeth Economy

Senior Fellow, Hoover Institution, Stanford University; beurlaubt für ihre Aufgabe als Senior Advisor für China im US-Handelsministerium

Niall Ferguson

Autor; Milbank Family Senior Fellow, Hoover Institution, Stanford University; Senior Faculty Fellow, Belfer Center for Science and International Affairs, Harvard University

Kathryn Judge

Harvey J. Goldschmid Professorin für Rechtswissenschaften, Columbia Law School

Adi Kumar

Senior Partner und weltweiter Leiter des Bereichs Reinvesting in Economies, McKinsey & Company

Nancy Lazar

Chefvolkswirtin, Piper Sandler

Michael Pettis

Professor für Finanzwissenschaften, Guanghua School of Management, Universität Peking; Senior Fellow, Carnegie Endowment for International Peace

Hélène Rey

Lord Bagri Professorin für Wirtschaftswissenschaften, London Business School

PIMCOs Global Advisory

Board

Weltweit anerkannte Experten für Themen aus Wirtschaft und Politik

Langfristleitthema: Die Nachbeben-Wirtschaft

Anhaltende Störungen der globalen Wirtschafts- und Finanzordnung, des geopolitischen Gleichgewichts sowie bei Ausmaß und Umfang der fiskalischen und geldpolitischen Interventionen der Regierungen haben die ersten drei Jahre dieses Jahrzehnts geprägt. Sie werden unserer Meinung nach eine neue Realität bleiben, die Anleger in den kommenden fünf Jahren annehmen müssen. Diesen Trend haben wir bereits in den früheren *Langfristausblicken* von PIMCO erwähnt und auf unserem jüngsten jährlichen Secular Forum im Mai dieses Jahres noch einmal aufgegriffen.

In unserem letztjährigen Langfristleitthema mit dem Titel „Resilienz stärken“ hatten wir argumentiert, dass Regierungen und Unternehmen in einer stärker fragmentierten Welt der Sicherheit zunehmend Vorrang vor kurzfristiger ökonomischer Effizienz einräumen würden. Wir hatten vor potenziellem Inflationsdruck gewarnt, der entstehen kann, wenn Unternehmen ihre Lieferketten nur noch mit ihnen freundlich gesinnten Geschäftspartnern teilen („Friend-Shoring“), und Regierungen ihre Ausgaben für energiepolitische Initiativen und Landesverteidigung erhöhen.

Auch wenn diese These im Großen und Ganzen weiterhin Bestand hat, muss unser Ausblick für die kommenden fünf Jahre doch eine Reihe wichtiger Entwicklungen berücksichtigen und bewerten, die seit unserem Forum im Mai 2022 virulent geworden sind. Dazu zählen:

- Als Reaktion auf den stärksten und nachhaltigsten Anstieg der globalen Inflation seit 40 Jahren kehrte sich die Geldpolitik um 180 Grad. Aktuell haben die Falken das Sagen.
- Die Debatte über die Zielmarke für neutrale Leitzinssätze, sobald (oder wenn) die Zentralbanken die Inflation wieder zurück auf das Zielniveau bringen.
- Drei der größten Bankenpleiten in der US-Geschichte und der Zusammenbruch der Credit Suisse in Europa.
- Die Verabschiedung gleich drei sehr ehrgeiziger fiskalpolitischer Initiativen in den USA – des Infrastructure Investment and Jobs Act, des Inflation Reduction Act und des CHIPS and Science Act. Sie sollen die US-amerikanische Industrie unterstützen und durchsetzungsfähiger machen. Diese neue, entschiedene Industriepolitik dürfte mittel- und langfristig Rückenwind für die Konjunktur bedeuten, wenn über die Zeit Mittel für die oben genannten Initiativen freigegeben werden.
- Widersprüchliche Signale zur wirtschafts- und geopolitischen Ausrichtung Chinas angesichts der „dritten Amtszeit“ von Präsident Xi Jinping.

Unsere langfristigen Prognosen basieren auch auf unserem jüngsten *mittelfristigen Ausblick* mit dem Titel „Angespannte Märkte, aussichtsreiche Anleihen“. Dieser sagte leichte Rezessionen in allen Industrieländer-Märkten vorher – einhergehend mit restriktiveren Kreditbedingungen, die die Abwärtsrisiken erhöhen. Wir konstatierten, dass sich die großen Zentralbanken dem Ende ihrer Zyklen von Zinserhöhungen nähern – obschon das noch keine Normalisierung oder Lockerung ihrer Geldpolitik bedeutet. Gleichzeitig betonten wir, dass künftige fiskalpolitische Reaktionen und Antworten aufgrund der hohen Verschuldung und der Rolle der Konjunkturpakete beim Anheizen der Inflation nach der Pandemie schwächer ausfallen würden.

In diesem Umfeld anhaltender und multipler Störfeuer haben kurzfristige konjunkturelle Dynamiken längerfristige Konsequenzen – sie leiten das ein, was wir „Wirtschaftliche Nachbeben“ nennen. Im Folgenden erklären wir einige wichtige Auswirkungen auf Konjunktur und Anlageumfeld, die wir bei unserem Secular Forum 2023 herausgearbeitet haben.

Makroökonomische Volatilität und geopolitische Spannungen dürften andauern

Es lohnt sich, daran zu erinnern, wie ungewöhnlich die ersten drei Jahre dieses Jahrzehnts im Vergleich zu den 2010er-Jahren verlaufen sind.

Die Welt war mit einer Jahrhundertpandemie konfrontiert, der die Regierungen mit der Abriegelung großer Teile der Weltwirtschaft und massiven geld- und fiskalpolitischen Anreizen entgegentraten. Im Lauf der Zeit führten diese Anreize zusammen mit den Kosten für die Wiederöffnung der Weltwirtschaft und die Wiederherstellung der Lieferketten zum stärksten und nachhaltigsten Anstieg der globalen Inflation seit 40 Jahren. Die Zentralbanken reagierten schließlich mit dem aggressivsten globalen Zyklus aus Zinserhöhungen seit Jahrzehnten. Die Folgen waren beträchtlich und beinhalteten: massive Kapitalabflüsse an den Finanzmärkten im Jahr 2022, eine Bankenkrise, restriktivere Kreditbedingungen und nach Meinung der meisten Analysten die Aussicht auf eine Rezession in diesem oder im nächsten Jahr (siehe Abbildung 1).

Diese Ereignisse werden wahrscheinlich noch viele Jahre nachwirken. Wir rechnen mit kürzeren und volatileren Konjunkturzyklen, mit weniger Spielraum für Regierungen, eine antizyklische Fiskalpolitik umzusetzen, sowie mit einer geringeren Bereitschaft der Zentralbanken, eine Politik der quantitativen Lockerung (Quantitative Easing, QE) praktisch ohne Obergrenzen zu implementieren, wie wir es in der jüngeren Vergangenheit beobachten konnten.

Wir rechnen mit einer Ära, in der Angebotsengpässe – und nicht nur Nachfragedefizite – sowie anhaltende postpandemische Verwerfungen auf dem Arbeitsmarkt erhebliche konjunkturelle Volatilität produzieren und weiterhin Inflationsdruck auf das globale Preisniveau ausüben.

Abbildung 1: Beim letztjährigen Secular Forum im Mai 2022 gab es einige Entwicklungen, die wir schon lange nicht mehr gesehen hatten.

Wenn Sie im Mai 2022 die Märkte beobachtet hätten seit ...	Dann hätten Sie Folgendes nie gesehen ...
13 Jahren	Einen „MOVE“-Index der Anleihenmarkt-Volatilität bei 180
15 Jahren	Einen US-Leitzins von mehr als fünf Prozent
34 Jahren	Zweistellige durchschnittliche Inflationsraten in den OECD-Ländern
42 Jahren	US-Zinserhöhungen um 475 Basispunkte in nur zwölf Monaten

Quelle: ICE BAML, US Federal Reserve, OECD; Stand: Mai 2022.

Im Großen und Ganzen teilen wir die vorherrschende Ansicht, dass das durchschnittliche globale Wachstum über unseren langfristigen Horizont im Vergleich zu den Zahlen vor der Pandemie enttäuschen wird. Darüber hinaus glauben wir aber, dass es zusätzliche Gefahren für das Wachstum gibt. Wir begründen das mit dem Risiko einer stärkeren und länger andauernden Verknappung der globalen Kreditvergabe aufgrund der jüngsten Turbulenzen im Bankensystem und der politischen Reaktion darauf. Weitere Gründe sind stärkere kontraktive Effekte infolge der synchron erfolgten Zinserhöhungen der Zentralbanken, eine mögliche Eskalation des Kriegs in der Ukraine, ein mögliches Stocken der konjunkturellen Erholung Chinas und das steigende Risiko eines Konflikts zwischen den USA und China wegen der Taiwan-Frage.

Unser Forum beinhaltete Präsentationen zur möglichen Entwicklung der realen und nominalen neutralen Zinssätze und zu den Inflationszielen der Zentralbanken in den kommenden fünf Jahren.

Wir gehen davon aus, dass die neutralen langfristigen realen Leitzinsen in den Volkswirtschaften der Industrieländer langfristig im neuen neutralen Bereich („New Neutral“) von null bis ein Prozent verharren. Die Gründe hierfür sind die starken und langfristig wirkenden Implikationen einer alternden Bevölkerung und das nur schwache Produktivitätswachstum.

Es wird allgemein erwartet, dass die Beziehungen zwischen den USA und China weiterhin die geopolitische Dynamik dominieren werden. Möglicherweise sind wir bereits in den „Kalten Krieg II“ eingetreten, wie der Historiker Niall Ferguson – einer der Gastredner des Forums – andeutete. Das hätte Auswirkungen auf zahlreiche Länder weltweit, weil die Karten bei Allianzen und Handelsbeziehungen neu gemischt werden. Angesichts dieser Trends gehen wir davon aus, dass Muster im globalen Handel und im Investmentverhalten viel stärker durch „Risikoabbau“ als durch „Entkopplung“ bestimmt werden. Lieferketten werden nicht grundsätzlich entkoppelt. Sie befinden sich vielmehr größtenteils in einem Prozess der globalen Neuausrichtung in Richtung „Friend-Shoring“ – ein Trend, der zumindest in den USA bereits im Gang ist.

Die politischen Entscheidungsträger sind mit Zwängen und Erschöpfung konfrontiert

Ungeachtet des Anstiegs der globalen Inflation nach der Pandemie glauben wir, dass die Zentralbanken alles Notwendige tun werden, um die längerfristigen Inflationserwartungen auf die definierten Inflationsziele zurückzuführen. Wir gehen nicht davon aus, dass die Zentralbanken der Industrieländer ihre Ziele formell ändern. Wir rechnen jedoch damit, dass diejenigen, die ein Ziel von zwei Prozent anstreben, bereit sein werden, eine „Zwei-Komma-Plus“-Inflation als Teil einer opportunistischen Strategie zum Zweck des Inflationsabbaus zu tolerieren. In diesem Szenario würden sie den erwarteten Rückgang der Gesamtnachfrage während einer künftigen Rezession nutzen, um die Inflation wieder auf den obigen Zielwert zurückzuführen. Im Vergleich zu unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass es beim Thema Inflation eher ein Aufwärtsrisiko gibt.

Was das politische Instrumentarium angeht, glauben wir, dass der fiskalische Spielraum in den kommenden fünf Jahren angesichts der aktuell astronomischen Höhe der Staatsverschuldung im Verhältnis zum BIP (siehe Abbildung 2) begrenzter sein wird als in der Vergangenheit – das gilt sowohl für die Politik als auch für die Finanzmärkte. Dies wird die Optionen der Fiskalpolitik einschränken, künftige Konjunkturabschwünge abzumildern.

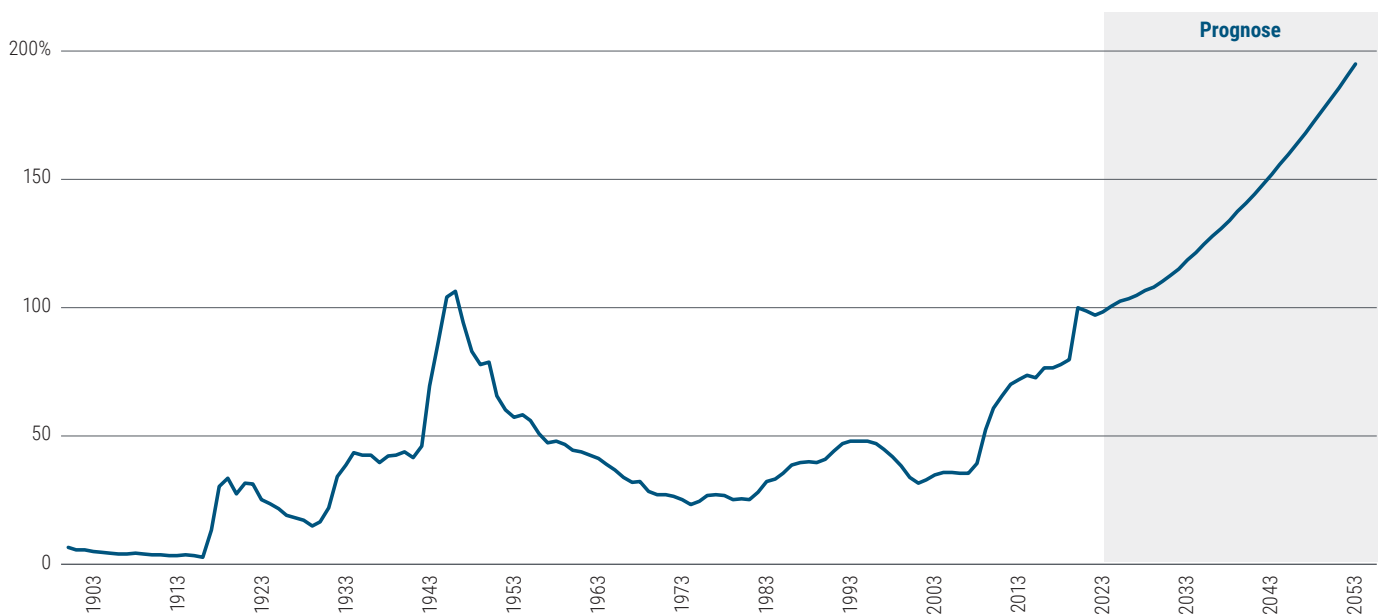
Wir rechnen auch mit der Möglichkeit, dass die Notenbanker rund um den Globus beginnen werden, unter einer gewissen „QE-Müdigkeit“ zu leiden – also nicht mehr bereit oder willens sind, mit einer lockeren Geldpolitik gegenzusteuern. Zum ersten Mal seit Jahrzehnten akzentuiert die hohe und hartnäckige Inflation die Tatsache, dass QE und fiskalische Großzügigkeit – wie jede ökonomische Entscheidung – sowohl Kosten als auch Vorteile haben können.

Dies kann durchaus Auswirkungen auf die künftige Politik haben, da Handlungsanweisungen, die in den vergangenen 15 Jahren funktioniert haben, möglicherweise an Relevanz verlieren. In einer Welt der „QE-Müdigkeit“ und der eingeschränkten fiskalischen Optionen könnte ein Konjunkturerinbruch dann durchaus zu einem langfristigen Thema werden.

Und wenn der Spielraum für die Umsetzung der traditionellen Fiskalpolitik kleiner ist, könnten Regierungen im Lauf der Zeit mehr auf regulatorische Eingriffe setzen. Das wird Gewinner und Verlierer in allen betroffenen Branchen hervorbringen und gleichzeitig Chancen für aktive Vermögensmanager bieten.

Abbildung 2: Der Quotient aus US-Schulden und BIP dürfte langfristig erheblich größer werden.

Öffentlich gehaltene US-Bundesschulden als Prozentsatz des BIP



Quelle: Daten und Prognosen des US Congressional Budget Office (CBO); Stand: Februar 2023.

Angesichts des Zusammenbruchs der Credit Suisse sowie der Misserfolge und der mühsam ausgehandelten Lösungen für die Silicon Valley Bank, die Signature Bank und die First Republic Bank glauben wir, dass die erneuten Forderungen nach einem Umdenken und einer Neugestaltung der Finanzarchitektur, in der Banken operieren, endlich Erfolg haben und an Momentum gewinnen könnten.

Dies wird zumindest in den USA eine strengere Regulierung nach sich ziehen. Die Banken wären gezwungen, mehr Kapital und mehr Liquidität vorzuhalten. Die Mittlertätigkeit der Banken in Sachen Liquiditätsbeschaffung wird wahrscheinlich weiter schrumpfen. In der Folge werden einige traditionelle Aktivitäten der Institute wahrscheinlich auf private Märkte und die Kreditvergabe zu Nicht-Banken abwandern. Wir sehen eine Chance, als führender Kreditgeber in Bereichen einzuspringen, die einst von Regionalbanken besetzt waren, wie etwa Verbraucherkredite, Hypothekenkredite und verschiedene Formen vermögensbasierter Finanzierungen.



Mögliche Störfeuer und Nachbeben gibt es zuhauf

Die Forumsdebatten prägten unseren oben beschriebenen allgemeinen Ausblick. Sie akzentuierten jedoch auch die bemerkenswerte Vielfalt an „Nachbeben“, die über unseren langfristigen Prognosehorizont hinweg auftreten könnten.

Die Ergebnisse der Präsidentschafts- und Kongresswahlen in den USA im Jahr 2024 könnten erhebliche Auswirkungen auf die amerikanische Finanz- und Geldpolitik sowie auf die Außenpolitik haben. Der politische Tenor deutet darauf hin, dass der Druck, „hart gegenüber China“ vorzugehen, wahrscheinlich noch größer sein wird, unabhängig davon, wer im Jahr 2025 im Weißen Haus Einzug hält.

In ähnlicher Weise könnten sich die Präsidentschaftswahlen in Taiwan im Januar 2024 als entscheidend für die Beziehungen zwischen den USA und China erweisen. Beide Nationen steuern immer mehr auf eine strukturelle Rivalität zu, und China tritt in Asien zunehmend selbstbewusst und durchsetzungsstark auf. Falls die Kuomintang (KMT) die amtierende Demokratische Fortschrittspartei (DPP), die sich stärker für die Unabhängigkeit einsetzt, besiegt, könnte dies das langfristige Risiko einer Konfrontation um Taiwan jedoch verringern.

Allerdings besteht selbst ohne eine Verschärfung des militärischen Konfliktpotenzials die Gefahr einer erheblichen Eskalation der sino-amerikanischen Rivalität an anderen Frontlinien. Zu den ökonomischen Auswirkungen könnten Nachfrageschübe und Angebotsschocks gehören, weitere Verwerfungen im globalen Handel durch „Nearshoring“ und „Friend-Shoring“ sowie die Verdopplung von Lieferketten. China könnte möglicherweise sogar seine Bestände an US-Staatsanleihen überdenken. In der Zwischenzeit dürfte eine erwartete US-Durchführungsverordnung zu Kapitalabflüssen in Kraft treten. Dies markiert den Anfang und nicht etwa das Ende einer auf Dauer angelegten Phase der Verschärfung der Kapitalflussbeschränkungen zusätzlich zu den bereits beobachtbaren Exportkontrollen.

Der Ausblick für die Inflation ist sowohl in den USA als auch weltweit mit Risiken behaftet. Obwohl dies nicht unser Basisszenario ist, besteht die Möglichkeit, dass die US-Inflation hartnäckiger ist als erwartet und mittelfristig nicht unter vier Prozent fällt, oder sie über unseren langfristigen Prognosehorizont nahe an der Drei-Prozent-Marke kleben bleibt.

Es besteht Unsicherheit darüber, wie sich die Reaktionen auf den Inflationsdruck in den Märkten der Schwellenländer im Vergleich zu den Industrieländer-Märkten auswirken werden. Ebenso besteht Unsicherheit über die längerfristigen Auswirkungen der hohen realen Inflationsraten auf die Inflationserwartungen angesichts des anhaltenden Anstiegs der Inflation auf ein seit Jahrzehnten nicht mehr gesehenes Niveau.

Die Zentralbanken könnten weiterhin mit der Herausforderung konfrontiert sein, die widersprüchlichen politischen Ziele – Stärkung des Wachstums, Reduzierung der Inflation und Minimierung der finanziellen Instabilität – miteinander in Einklang zu bringen und gleichzeitig zu zeigen, dass sie aus der „galoppierenden Inflation“ der 2020er-Jahre ihre politischen Lehren gezogen haben. Das Potenzial für eine weitverbreitete Einführung digitaler Zentralbankwährungen (CBDC) oder privat bereitgestellter Stablecoins zeichnet sich ebenfalls als möglicher Störfaktor für die globale Finanzordnung ab. Das könnte – auch wenn es in unserem langfristigen Ausblick nicht wahrscheinlich ist – eine mögliche Herausforderung für den dominierenden globalen Status des US-Dollars bedeuten.

Seit dem Einmarsch Russlands in die Ukraine war insbesondere Europa mit Erschütterungen bei Energieangebot und -nachfrage konfrontiert. Energiesicherheit und -unabhängigkeit wurden zu vorrangigen Zielen. Dies könnte bestimmte Länder dazu zwingen, weiter in Energiequellen zu investieren und den „grünen Wandel“ zu beschleunigen, was möglicherweise zum Inflationsdruck beiträgt.

Die weitverbreitete Einführung umfassender KI-basierter Sprachmodelle ist fraglos ein Joker.

Die beschleunigte Einführung umfassender Sprachmodelle (LLM) auf Basis künstlicher Intelligenz (KI) ist fraglos ein „Wild Card“-Faktor. Über unseren langfristigen Prognosehorizont hinweg könnte dies einen deutlich positiven Einfluss auf das Produktivitätswachstum haben, was den Inflationsdruck abschwächen und zu einem Aufwärtsdruck bei den realen Zinssätzen führen könnte. Dieser Einfluss ließe sich dann in Bereichen wie autonomem Fahren, geringeren Umstellungs- und Wechselkosten für Verbraucher sowie einem verbesserten Informationsfluss beobachten. KI könnte auch die Lebenserwartung des Menschen erhöhen, indem sie beispielsweise medizinische Durchbrüche wie die Immuntherapie bei der Krebsbehandlung mithilfe von Nanotechnologie beschleunigt.

Mit den jüngsten rasanten Fortschritten bei der KI sind jedoch auch erhebliche Risiken verbunden. Dazu zählen die zunehmende Verbreitung von Falschinformationen über soziale Medien und das Risiko von Cyberangriffen. Darüber hinaus hat KI auch über unseren Prognosehorizont hinweg das Potenzial, Trends bei der Einkommensungleichheit zu verschärfen und zu weiterer politischer Polarisierung und mehr Populismus beizutragen.

Anlagekonsequenzen: Es lohnt sich, resilient zu sein

Die Ära der quantitativen Lockerung, der Zinssätze nahe der Nullmarke und der Unterdrückung von Volatilität durch die Zentralbanken scheint endgültig vorbei zu sein. Angesichts dessen tendieren wir über unseren langfristigen Horizont zu qualitativ hochwertigen, stärker liquiden Anlagen und bleiben in konjunktursensiblen Bereichen vorsichtig. Wir glauben, dass die Renditen aller Anlageklassen in dieser neuen ökonomischen „Nachbeben“-Ära wahrscheinlich differenzierter ausfallen werden.

ANLEIHEN

Basierend auf den heutigen Anfangsrenditeniveaus – die historisch eine große Korrelation mit zukünftigen Renditen aufweisen – können qualitativ hochwertige Anleihen ein langfristiges, aktienähnliches Renditepotenzial bieten, jedoch mit deutlich geringerer Volatilität und mehr Schutz vor Abwärtsbewegungen. Wir glauben, dass die Rentenmärkte die erwartete Volatilität auf eine Art und Weise einpreisen, wie es an den Aktienmärkten nicht der Fall ist. Darüber hinaus stützt unsere Erwartung, dass die Zentralbanken ihre Glaubwürdigkeit in Bezug auf Preisstabilität bewahren, unsere Ansicht, dass in einem diversifizierten Portfolio Anleihen eine Absicherung gegen Aktienrisiken bieten.

Da die Staatsverschuldung der USA auf mehr als 100 Prozent des BIP ansteigt, und wir möglicherweise auch die Rückkehr einer Inflationsrisikoprämie sehen werden, wird die

Laufzeitprämie für US-Staatsanleihen wahrscheinlich steigen – das könnte langfristig ein Treiber sein, der die Renditekurve steiler gestaltet (siehe Abbildung 3). Diese Kurve ist heute invers. Aber wir gehen davon aus, dass Anleger aufgrund der größeren Unsicherheit mit Blick auf die Inflation irgendwann mehr Rendite für Anleihen mit mittleren und langen Laufzeiten verlangen werden. Das würde den Reiz von Anleihen weiter erhöhen.

Die britische LDI-Krise (LDI = Liability-Driven Investment) im vergangenen Jahr hat uns vor Augen geführt, dass die Sorgen um die Haushaltsstabilität sowohl in großen Industrieländern mit eigenen Währungen als auch in der Eurozone und den Schwellenländern schwerwiegend sein können. Die Marktpreise lassen aktuell nicht darauf schließen, dass große Bedenken hinsichtlich der langfristigen Finanzstabilität bestehen. Jedoch könnte das Vereinigte Königreich mit Blick auf langfristige Finanzierungsprobleme der berühmte Kanarienvogel im Kohlebergwerk sein (der als Frühwarnsystem fungiert).

Unterdessen hat die Eurozone – gemessen an der Stabilität ihrer Märkte für Staatsschulden im Vergleich zu den Dauerkrisen vor einem Jahrzehnt – eine Reihe von Marktstörungen und Stresstests relativ erfolgreich überstanden. Dies spiegelt zum Teil das Handeln der Europäischen Zentralbank wider sowie das Vorhandensein eines stimmigen Satzes finanzpolitischer Instrumente zur Bewältigung makroökonomischer Schocks.

Abbildung 3: Die Laufzeitprämie für zehnjährige US-Staatsanleihen bleibt hoch und wird wahrscheinlich noch steigen.



Quelle: Umfrage der New Yorker Notenbank unter Primärhändlern. Stand: März 2023. Die Laufzeitprämie ist definiert als die Entschädigung, die Anleger für das Risiko einfordern, dass sich die Zinssätze während der Laufzeit der Anleihe ändern können.



Angesichts der anhaltenden Unsicherheit im Bankensektor wird es jedoch wichtig sein, sich weiterhin auf das Identifizieren von Gewinnern und Verlierern zu konzentrieren. Wir sehen bei Finanztiteln einen Trend zu höherer Qualität, sowohl bei den einzelnen Titeln als auch bei den Kapitalstrukturen. Das Bankensystem des Euroraums hat die Auswirkungen der regionalen Bankenturbulenzen in den USA und die Nachbeben der „Credit-Suisse“-Krise ziemlich gut gemeistert. Angesichts nach wie vor bestehender regulatorischer Defizite auf der Abwicklungs- und Einlagensicherungsseite scheint der Euroraum jedoch immer noch schlecht für eine ausgewachsene Bankenkrise gerüstet zu sein.

ÖFFENTLICHE UND PRIVATE MÄRKTE

Wir warnen vor jeglicher Form von Selbstgefälligkeit, die man aus der geringen Volatilität vieler privater Kredittitel im Vergleich zu an öffentlichen Märkten gehandelten Papieren in den vergangenen Jahren ableiten könnte. Da die Neubewertung an den öffentlichen Märkten schneller erfolgt, erwarten wir eine bessere Risikokompensation bei Anleihen hoher Qualität im Vergleich zu verschiedenen Formen konjunktursensibler Privatkredite.

Vor diesem Hintergrund dürften Privatkredite von den jüngsten richtungsweisenden Veränderungen im Bankensektor profitieren. Wir erwarten auf lange Sicht ein an Investmentoptionen reiches Umfeld sowohl für erfolgreiche Privatkreditstrategien als auch für stärker opportunistische Investmentstile.

Auf die globale Finanzkrise 2008/2009 folgte eine lange Phase niedriger Zinsen, in der alle Investoren nach Renditequellen suchten. Das Segment der Privatkredite verzeichnete ein aggressives Wachstum und erlebte eine Lockerung der Zeichnungsstandards. Eine der Nachwirkungen dieser Entwicklungen wird wahrscheinlich sein, dass es zu höheren Kreditausfallraten in diesem Sektor kommen wird, was tendenziell zu Herausforderungen bei bestehenden Investments führen, gleichzeitig aber auch längerfristige Chancen schaffen wird.

Ein Großteil des Wachstums bei den privaten Krediten entfiel auf private Unternehmenskredite. Daraus ziehen wir zwei wesentliche Schlussfolgerungen. Erstens glauben wir, dass der bestehende Bestand an privaten Unternehmenskrediten die Anleger in einem schwierigeren konjunkturellen Umfeld wahrscheinlich enttäuschen wird. Zweitens glauben wir, dass Anleger von der Diversifizierung ihrer Privatkredit-Portfolios profitieren könnten, indem sie verschiedene Formen gut performender Privatkredite, einschließlich Immobilien- und Spezialfinanzierungskredite, mit einbeziehen.

Die Herausforderungen, vor denen Unternehmenskredite und der Markt für Gewerbeimmobilien stehen, werden wahrscheinlich Investment-Chancen für flexibles privates Kapital schaffen, das über die gesamte Kapitalstruktur hinweg investieren kann. Obwohl Geduld gefragt ist, gehen wir davon aus, dass sich auf lange Sicht überzeugende Anlagechancen ergeben werden, da eine Verlagerung stattfindet – weg von robusten, aber auch selbstgefälligen Investments hin zu einer Periode, in der Kapital vor dem Hintergrund schwächelnder Fundamentaldaten schwieriger verfügbar sein wird.

WÄHRUNGEN UND SCHWELLENLÄNDER

Wir glauben weiterhin daran, dass der US-Dollar seinen Status als marktbeherrschende Weltwährung behalten wird, trotz eines größer werdenden Haushaltsdefizits in den USA und einer wachsenden Verschuldung. Allerdings gibt es auch anderswo Investment-Chancen. Die Verwendung des US-Dollars im internationalen Handel könnte, wenn auch langsam, weiter zurückgehen, wenn das Welthandelssystem immer mehr in konkurrierende regionale Blöcke zersplittert. Dies könnte ein Zeichen für eine Erosion der US-amerikanischen Ausnahmestellung sein – und möglicherweise der Auftakt für eine längere Phase, in der Investments außerhalb der USA eine Outperformance erzielen.

Wir glauben, dass der US-Dollar seinen Status als marktbeherrschende Weltwährung behalten wird. Allerdings gibt es auch anderswo Investmentchancen.

Eine der Aufgaben oder Verpflichtungen einer globalen Reservewährung ist es ja, bereitzustehen, wenn Menschen in Krisenzeiten US-Dollar kaufen wollen. Das kann aber dazu führen, dass er überbewertet wird. Der Dollar wird weiterhin durch zyklische Kapitalströme nach oben und unten gedrückt. Im Lauf der Zeit könnte er gegenüber bestimmten Schwellenländerwährungen schwächer werden, insbesondere gegenüber Währungen, die von „Onshoring“- und „Friend-Shoring“-Trends profitieren.

Es wird erwartet, dass der Anteil der Schwellenländer am BIP der Weltwirtschaft in den kommenden fünf Jahren vor dem Hintergrund eines stärker multipolaren Umfelds steigen wird. Die wichtigsten Treiber dieser Entwicklung wirken bereits. Dazu zählen die Globalisierung von Dienstleistungen, „Nearshoring“ und „Friend-Shoring“, ein Wettlauf um wichtige Rohstoffe wie Lithium, Kobalt und seltene Erden, aber auch der Übergang in eine grüne (emissionsfreie) Wirtschaft. Dadurch wird das Universum der Schwellenländer vielfältiger und kann in globalen Portfolios dazu dienen, das Risiko zu diversifizieren.

Wir rechnen mit einer längeren Phase anhaltender Verwerfungen und Anpassungen. Die globale Expertise und die weltweiten Ressourcen von PIMCO werden von großem Vorteil sein, wenn es darum geht, ein Gleichgewicht zwischen robusten, stärker liquiden Beständen und zeitgerechten privaten Investments zu finden – und das sowohl in den Schwellenländern als auch in den Industriestaaten. Unser Ziel ist es, Chancen für Diversifizierung, „Relative Value“ und risikobereinigte Renditen in einem möglichst breiten Anlageuniversum zu identifizieren und dabei übergroße Allokationen in risikoreicheren Bereichen zu vermeiden.

Über unsere Foren

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

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

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

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

Alle Investments sind mit Risiken verbunden und können an Wert verlieren. Anlagen am **Anleihenmarkt** unterliegen Risiken wie zum Beispiel Markt-, Zins-, Emittenten-, Kredit-, Inflations- und Liquiditätsrisiken. Der Wert der meisten Anleihen und Anleihenstrategien wird durch Zinsänderungen beeinflusst. Anleihen und Anleihenstrategien mit längerer Duration sind häufig sensitiver und volatil als Papiere mit kürzerer Duration. Die Anleihenpreise sinken in der Regel, wenn die Zinsen steigen. Ein Umfeld niedriger Zinsen erhöht dieses Risiko. Eine Verschlechterung der Bonität des Anleihenkontrahenten kann zu einer niedrigeren Marktliquidität und einer höheren Kursvolatilität beitragen. Der Wert von Anleihen kann bei der Rücknahme über oder unter dem ursprünglichen Kaufpreis liegen. Anlagen in **Wertpapieren, die auf Fremdwährungen lauten und/oder im Ausland begeben wurden**, können mit höheren Risiken aufgrund von Wechselkursschwankungen sowie wirtschaftlichen und politischen Risiken behaftet sein. Dies gilt vor allem für Schwellenländer. **Wechselkurse** können innerhalb kurzer Zeit erheblich schwanken und die Rendite eines Portfolios schmälern. **Private Kredite** sind Anlagen in nicht öffentlich gehandelte Wertpapiere, die unter Umständen mit einem Illiquiditätsrisiko behaftet sind. Portfolios, die in private Kredite investieren, können Fremdkapital aufnehmen und spekulative Anlagen tätigen, die das Risiko eines Verlusts der Anlage erhöhen. Der **Wert von Immobilien** und Portfolios, die in Immobilien investieren, kann aus folgenden Gründen Schwankungen unterliegen: Verluste durch Unglücksfälle oder Enteignung, Veränderungen der lokalen und allgemeinen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, Angebot und Nachfrage, Zinsniveaus, Immobiliensteuersätze, gesetzliche Mietobergrenzen, Flächennutzungsgesetze und Betriebskosten. **Managementrisiko** bezeichnet das Risiko, dass von PIMCO verwendete Anlagentechniken und Risikoanalysen nicht die gewünschten Ergebnisse erbringen und sich bestimmte Richtlinien oder Entwicklungen auf die Anlagentechniken auswirken, die PIMCO im Zusammenhang mit dem Management der Strategie zur Verfügung stehen. Die **Kreditqualität** eines bestimmten Wertpapiers oder einer Wertpapiergruppe garantiert nicht die Stabilität oder die Sicherheit eines gesamten Portfolios. **Diversifizierung** schützt nicht vor Verlusten.

Hierin enthaltene Prognosen, Schätzungen und Informationen basieren auf eigenen Analysen und stellen weder eine Anlageberatung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments dar. Prognosen und Schätzungen sind naturgemäß bestimmten Beschränkungen unterworfen und spiegeln – anders als ein tatsächlicher Performance-Nachweis – nicht die tatsächlichen Handels- und Liquiditätsbeschränkungen, Gebühren und/oder sonstigen Kosten wider. Darüber hinaus verstehen sich Verweise auf künftige Ergebnisse nicht als Schätzung oder Versprechen bezüglich der Ergebnisse, die ein Kundenportfolio möglicherweise erzielen kann.

Aussagen zu Trends an den Finanzmärkten oder Portfoliostrategien basieren auf den aktuellen Marktbedingungen, die Schwankungen unterliegen. Es wird keinerlei Gewähr dafür übernommen, dass die angegebenen Anlagestrategien in jedem Marktumfeld erfolgreich durchsetzbar und für alle Anleger angemessen sind. Anleger sollten daher ihre Möglichkeiten eines langfristigen Engagements insbesondere in Phasen rückläufiger Märkte überprüfen. Anleger sollten vor einer Anlageentscheidung ihren Anlageexperten konsultieren. Ausblick und Strategien können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden.

Verweise auf bestimmte Wertpapiere und ihre Emittenten sind nicht als Empfehlungen zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dieser Emittenten beziehungsweise einer Anlage darin bestimmt und sollten nicht so ausgelegt werden. Die Produkte und Strategien von PIMCO können die Wertpapiere der genannten Emittenten enthalten oder nicht. Sind diese Wertpapiere enthalten, kann nicht zugesichert werden, dass diese Wertpapiere auch weiterhin enthalten sind.

Diese Veröffentlichung gibt die Meinungen des Verfassers wieder, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können. Das vorliegende Dokument dient ausschließlich 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 Europe Ltd (Handelsregister-Nr. 2604517; 11 Baker Street, London W1U 3AH, Vereinigtes Königreich) ist von der Financial Conduct Authority (FCA) (12 Endeavour Square, London E20 1JN) im Vereinigten Königreich zugelassen und unterliegt deren Aufsicht. Die von PIMCO Europe Ltd. erbrachten Dienstleistungen stehen Kleinanlegern nicht zur Verfügung. Diese sollten sich nicht auf die vorliegende Mitteilung stützen, sondern ihren Finanzberater kontaktieren. | **PIMCO Europe GmbH (HRB 192083, Seidlstr. 24–24a, 80335 München), PIMCO Europe GmbH Italian Branch (Handelsregister-Nr. 10005170963; Corso Vittorio Emanuele II, 37/Piano 5, 20122 Milano, Italien), PIMCO Europe GmbH Irish Branch (Handelsregister-Nr. 909462; 57B Harcourt Street Dublin D02 F721, Irland), PIMCO Europe GmbH UK Branch (Handelsregister-Nr. FC037712; 11 Baker Street, London W1U 3AH, Vereinigtes Königreich), PIMCO Europe GmbH Spanish Branch (N.I.F. W2765338E; Paseo de la Castellana 43, Oficina 05-111, 28046 Madrid, Spanien) und PIMCO Europe GmbH French Branch (Handelsregister-Nr. 918745621 R.C.S. Paris; 50–52 Boulevard Haussmann, 75009 Paris, Frankreich)** sind in Deutschland von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) (Marie-Curie-Str. 24–28, 60439 Frankfurt am Main) gemäß § 15 des Wertpapierinstitutsgesetzes (WpIG) zugelassen und werden von ihr reguliert. Die italienische, die irische, die britische, die spanische und die französische Niederlassung werden zusätzlich beaufsichtigt durch: (1) italienische Zweigstelle: die Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) (Giovanni Battista Martini, 3-00198 Roma) gemäß Artikel 27 des italienischen Finanzgesetzes; (2) irische Zweigstelle: die Central Bank of Ireland (New Wapping Street, North Wall Quay, Dublin 1 D01 F7X3) gemäß Verordnung 43 der Europäischen Union (über Märkte für Finanzinstrumente) Regulations 2017 in der jeweils geltenden Fassung; (3) britische Zweigstelle: die Financial Conduct Authority (FCA) (12 Endeavour Square, London E20 1JN); (4) spanische Zweigstelle: die Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) (Edison, 4, 28006 Madrid) in Übereinstimmung mit den in den Artikeln 168 und 203 bis 224 festgelegten Verpflichtungen sowie den in Teil V, Abschnitt I des Gesetzes über den Wertpapiermarkt (LSM) und in den Artikeln 111, 114 und 117 des Königlichen Dekrets 217/2008 enthaltenen Verpflichtungen; und (5) französische Zweigstelle: die ACPR/Banque de France (4 Place de Budapest, CS 92459, 75436 Paris Cedex 09) in Übereinstimmung mit Artikel 35 der Richtlinie 2014/65/EU über Märkte für Finanzinstrumente sowie durch die ACPR und die AMF. Die von PIMCO Europe GmbH erbrachten Dienstleistungen stehen nur professionellen Kunden, im Sinne von § 67 Abs. 2 WpHG definiert, zur Verfügung. Sie stehen Privatanlegern nicht zur Verfügung, und diese sollten sich nicht auf die vorliegende Mitteilung verlassen. | **PIMCO (Schweiz) GmbH (registriert in der Schweiz, Handelsregister-Nr. CH-020.4.038.582-2; Brandschenkestrasse 41, 8002 Zürich, Schweiz).** Die von PIMCO (Schweiz) GmbH erbrachten Dienstleistungen stehen Privatanlegern nicht zur Verfügung, und diese sollten sich nicht auf die vorliegende Mitteilung verlassen, sondern ihren Finanzberater kontaktieren. | 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 LLC ©2023, PIMCO