



KONJUNKTUR-
AUSBLICK

OKTOBER 2024

Sanfte Landung voraus

Die Aussichten für festverzinsliche Wertpapiere bleiben über mehreren Konjunkturszenarien hinweg gut, da die US-Notenbank nun ebenfalls gemeinsam mit anderen Zentralbanken die Leitzinsen senkt.





WICHTIGSTE SCHLUSSFOLGERUNGEN

von:

Tiffany Wilding
Managing Director
Ökonomin

Andrew Balls
Chief Investment Officer
Global Fixed Income

Im Gefolge der Pandemieschocks scheinen die Volkswirtschaften so „normal“ zu sein wie seit 2019 nicht mehr. Dennoch bleiben die Leitzinsen hoch. Da die Zentralbanken die Zinssätze auf ein neutraleres Niveau senken, stellt sich die Frage, wie schnell sie dieses Niveau erreichen und wo es liegen wird. Hier sind unsere kurzfristigen Einschätzungen zur Konjunktur:

- Die Faktoren, die die relative Wirtschaftskraft der USA stützten, verlieren an Einfluss. Dies deutet auf eine gewisse Rückkopplung mit dem Rest der Welt und weitere Fortschritte bei der Eindämmung der Inflation hin.
- Die Industrieländer scheinen auf dem besten Weg zu sein, im Jahr 2025 wieder das angestrebte Inflationsniveau zu erreichen, was auf die Normalisierung der Verbrauchernachfrage und den zunehmenden Wettbewerb um begrenzte offene Stellen zurückzuführen ist. In den USA scheinen die Arbeitsmärkte weniger offene Stellen zu bieten als 2019, was das Risiko einer steigenden Arbeitslosigkeit erhöht. Es wird erwartet, dass die Fed, wie auch andere Zentralbanken der Industrieländer, ihre Geldpolitik an diese mittelfristig neue Realität anpassen wird.
- Die US-Wirtschaft scheint wie andere auch vor einer seltenen sanften Landung zu stehen – einer Abschwächung von Wachstum und Inflation ohne Rezession. Es gibt jedoch Risiken wie die bevorstehenden US-Wahlen und ihre Auswirkungen auf Zölle, Handel, Finanzpolitik, Inflation und Wirtschaftswachstum. Die hohen Haushaltsdefizite dürften fortbestehen, was das Potenzial für weitere fiskalische Anreize einschränkt und die konjunkturellen Risiken verstärkt.

Angesichts der Verlangsamung der wirtschaftlichen Dynamik in den Industrieländern sowie potenzieller Handels- und geopolitischer Konflikte sollten Anleger bei der Positionierung ihrer Portfolios Vorsicht walten lassen und flexibel bleiben. Dies sind unsere kurzfristigen Einschätzungen zum Investmentumfeld:

- Wir gehen davon aus, dass die Renditekurven steiler werden, da die Zentralbanken die kurzfristigen Zinsen senken, was ein günstiges Umfeld für festverzinsliche Anlagen schaffen wird. Historisch gesehen entwickeln sich qualitativ hochwertige Anleihen bei sanften Landungen tendenziell gut und in Rezessionen sogar noch besser. In jüngster Zeit haben Anleihen ihr mit Blick auf die Kurse traditionell inverses Verhältnis zu Aktien wieder hergestellt, was wertvolle Vorteile bei der Diversifikation bietet.
- Die Anleihenrenditen sind sowohl nominal als auch inflationsbereinigt attraktiv, wobei der fünfjährige Bereich der Zinsstrukturkurve besonders anziehend erscheint. Die Zinsen für Barbestände und Geldmarktpapiere dürften parallel zu den Leitzinsen sinken, während hohe Staatsdefizite die langfristigen Anleihenrenditen im Lauf der Zeit in die Höhe treiben könnten.
- Wir bleiben bei einer vorsichtigen Haltung, da wir bei Unternehmensanleihen aufgrund engerer Bewertungen eine gewisse Selbstzufriedenheit feststellen. Wir geben deshalb qualitativ höherwertigen Unternehmensanleihen und strukturierten Produkten den Vorzug. Gewisse Segmente der privaten Märkte mit niedrigerer Qualität und variabler Verzinsung scheinen anfälliger für Konjunkturabschwünge und Zinsänderungen zu sein, als es die Preise vermuten lassen, da die Kreditrisiken bei sinkenden Renditen steigen dürften, was zwar den Kreditnehmern zugute kommen könnte, den Anlegern aber schadet. Hypothekarisch besicherte Wertpapiere (MBS) von US-Agenturen bieten eine attraktive und liquide Alternative zu Unternehmenskrediten.¹ Darüber hinaus bieten vermögensbasierte Sektoren sowohl im Konsumgüter- als auch im Nicht-Konsumbereich attraktive Chancen für Investoren an den privaten Märkten, insbesondere im Vergleich zu Firmenkrediten.
- Bei den Devisen sind wir beim US-Dollar etwas untergewichtet, da die Fed die Zinsen senkt. Gleichzeitig diversifizieren wir in Währungen aus Industrie- und Schwellenländern.

1 Liquidität bezieht sich auf normale Marktbedingungen.



Konjunkturausblick: Rückkopplung und Neuausrichtung der Risiken

Die US-Wirtschaft bestach in den Jahren 2023 und 2024 mit Wachstumsraten von 2,5 bis 3,0 Prozent, während die Schwellenländer zumeist bei null bis ein Prozent stagnierten. Auch die Produktivität in den USA hat seit der Pandemie die der anderen Industrieländer übertroffen. In unserem mittelfristigen Ausblick vom April 2024 mit dem Titel „[Divergierende Märkte, diversifizierte Portfolios](#)“ haben wir zwei Haupttreiber identifiziert:

- **Fiskalpolitik:** Ein umfangreicherer kumulativer fiskalischer Stimulus seit 2021 hat zu einer größeren Anhäufung von Privatvermögen in den USA geführt. Und diese Rücklagen sind noch nicht aufgebraucht.
- **Geldpolitik:** Die Weitergabe höherer Zinssätze an die privaten Haushalte verlief in den USA langsamer, was vor allem auf den Bestand an niedrig verzinsten, langfristigen Hypotheken zurückzuführen ist.

Darüber hinaus dürfte die Bedeutung der privaten Kreditmärkte in den USA dafür Sorge getragen haben, dass die Finanzierungsbedingungen lockerer geblieben sind. Der Zufluss von Investorenkapital in Unternehmenskredite geringerer Qualität hat den Wettbewerb um Transaktionen verschärft und gleichzeitig Finanzierungen für schwächere Unternehmen

bereitgestellt, die möglicherweise Schwierigkeiten gehabt hätten, Zugang zu anderen Märkten zu bekommen.

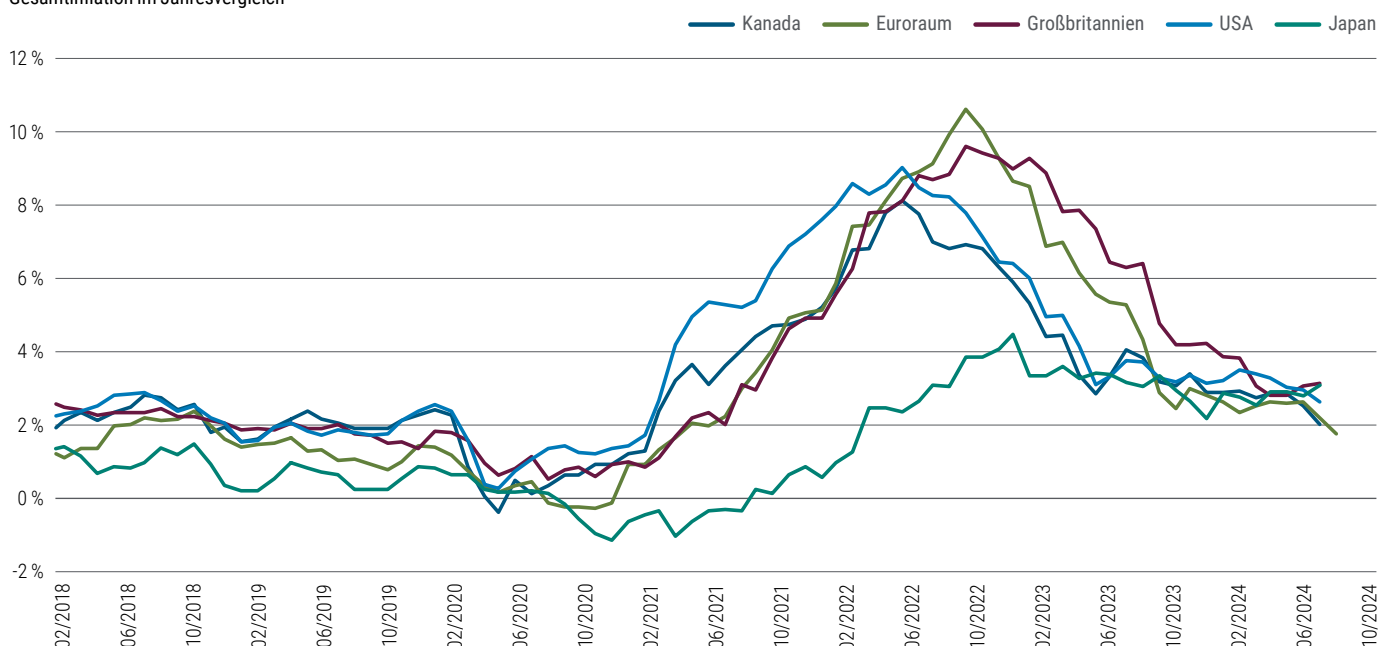
Die USA sind zudem weniger von den internationalen Auswirkungen der Wirtschaftsschwäche Chinas betroffen. Die europäischen Länder und insbesondere Deutschland leiden unter dem schwächeren Handel mit China und der stärkeren Importkonkurrenz durch China. Finanzielle Zuwächse und Kapitalakkumulation durch generative künstliche Intelligenz (KI) haben die US-Konjunktur ebenfalls relativ gut gestützt.

Bei der Inflationsbekämpfung machten die USA im Jahr 2024 bescheidenere Fortschritte als die anderen Industrieländer. Es wird erwartet, dass die Kerninflation der persönlichen Konsumausgaben (PCE), der bevorzugte Maßstab der Fed, dieses Jahr in der Nähe des Jahres 2023 abschließen wird, da harte Basiseffekte die gemeldete Jahresrate in den kommenden Monaten wahrscheinlich anheben werden.

Im Gegensatz dazu dürfte sich die Kerninflation in anderen Industrieländern in diesem Zeitraum um 1,0 bis 1,5 Prozentpunkte verlangsamt haben (siehe Abbildung 1). Europa machte weitere Fortschritte beim Inflationsabbau,

Abbildung 1: Die Gesamtinflation normalisiert sich weiter in Richtung des Niveaus vor der Pandemie

Gesamtinflation im Jahresvergleich



Quelle: Statistikämter aus verschiedenen Weltregionen, Haver Analytics und PIMCO-Berechnungen; Stand: August 2024.

da die schwache Nachfrage und der Rückgang der Margen der Unternehmen die nach wie vor hohe Inflation der Lohnstückkosten ausgleichen konnten.

Die Faktoren, die die Outperformance der USA gestützt haben, schwächen sich nun ab, was auf eine gewisse Rückkopplung – ein Andocken – an die Weltwirtschaft hindeutet. Die Messgrößen für die realen Vermögenssalden in den USA ähneln nun eher denen anderer Industrieländer. Zudem schwächen sich die geldpolitischen Schocks, die das Wachstum in anderen Ländern gebremst haben, ab.

Das Wachstum in Europa dürfte sich nach dem Anstieg der Energiepreise im Jahr 2022 wieder normalisieren, da die Zinsen sinken und sich die handelspolitischen Rahmenbedingungen verbessern. Dies wird dazu beitragen, die Kürzungen bei den Staatsausgaben und das rund um den Globus schwächelnde Umfeld für das produzierende Gewerbe auszugleichen. Die Zuwanderung, die das Wachstum in vielen Industrieländern, insbesondere in den USA, gestützt hat, dürfte sich zu einem Gegenwind für das Wachstum entwickeln. Grund hierfür sind die Mitte 2024 eingeführten Maßnahmen zur Begrenzung der Einwanderung, die nun Wirkung zu zeigen scheinen.

Trotz einer gewissen mittelfristigen Erholung beim Thema Wachstum sind wir der Ansicht, dass die US-Wirtschaft einige deutliche Vorteile erhalten kann. Insbesondere die robusten Investitionsausgaben und die KI-Investmenttrends bieten

ein erhebliches Aufwärtspotenzial, vor allem im Vergleich zu Deutschland und anderen EU-Ländern, die stärker der chinesischen Konkurrenz ausgesetzt und stärker auf Energie-Importe angewiesen sind. Die jüngsten Revisionen der Wirtschaftsdaten haben dazu geführt, dass die US-Sparquote im Bereich vor der Pandemie liegt. Dies dürfte die Sorgen dämpfen, dass sich die US-Verbraucher übernommen haben könnten.

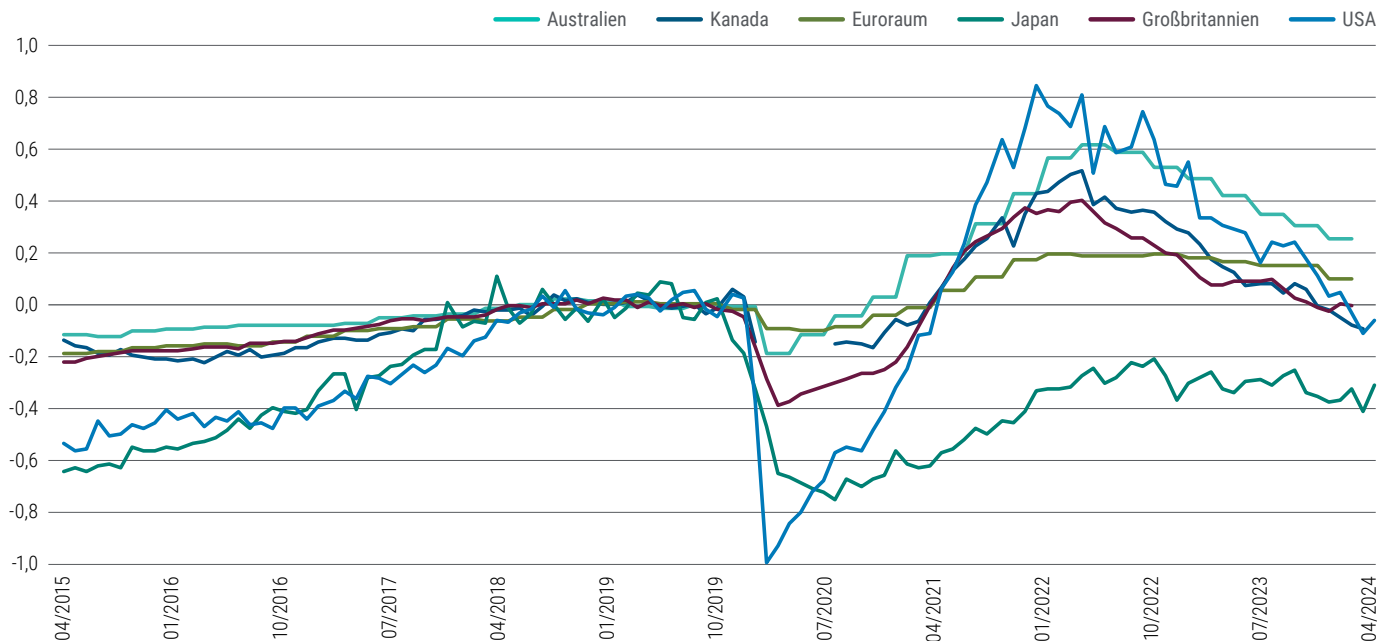
DIE GELDPOLITIK NORMALISIERT SICH ...

Das robustere Wachstum und die hartnäckigere Inflation in den USA verzögerten den Beginn des Zinssenkungszyklus der US-Notenbank. Er begann später als in anderen Industriestaaten. Zukunftsgerichtete Inflationsindikatoren deuten jedoch darauf hin, dass im Jahr 2025 weitere Fortschritte in Richtung des Inflationsziels der Fed von zwei Prozent wahrscheinlich sind. Zu den Faktoren, die diesen Ausblick stützen, gehören eine Inflation der Lohnstückkosten von fast zwei Prozent, ein Verhältnis von offenen Stellen zu Arbeitslosen, das unter dem Niveau von 2019 liegt (siehe Abbildung 2), und eine steigende Arbeitslosenquote, die die „Komfortzone“ der Fed von rund vier Prozent zu überschreiten droht.

In den anderen Industrieländern deuten die schwächere Nachfrage, das Nachlassen des Lohndrucks an den Arbeitsmärkten und die am Markt gehandelten Inflationserwartungen ebenfalls auf eine nahe dem Zielwert

Abbildung 2: Die Arbeitsmärkte und die Inflationsdaten ähneln denen im Jahr 2019

Freie Stellen in Relation zur Zahl der Arbeitslosen (bezogen auf 2019 = 1)



Quelle: Statistikämter aus verschiedenen Weltregionen, Haver Analytics und PIMCO-Berechnungen; Stand: August 2024.

liegende Inflation im Jahr 2025 hin. Bei den Volkswirtschaften der Industrieländer sticht Kanada in gewisser Weise hervor: Hier wird die Inflation am ehesten unter den Zielwerten liegen, während die Arbeitsmarkt-Indikatoren in Australien auf einen etwas langsameren Fortschritt hindeuten.

Folglich konzentrieren sich die Zentralbanken, insbesondere die Fed, darauf, die Leitzinsen wieder auf die als neutral geschätzten Niveaus zu bringen. Wir gehen davon aus, dass die Zentralbanken der Industrieländer die Leitzinsen im Jahr 2025 um 175 bis 225 Basispunkte senken werden.

Die japanische Notenbank (BoJ), deren Leitzins immer noch unter den neutralen Schätzungen liegt, bleibt der bemerkenswerte Ausreißer. Wir erwarten, dass die BoJ trotz der jüngsten Marktvolatilität und der Yen-Stärke die schrittweisen Zinserhöhungen fortsetzen wird. Japan war die einzige Volkswirtschaft, in der die hohe Inflation die Inflationserwartungen weiter nach oben getrieben hat, während die Lohninflation stabil geblieben ist.

... ABER WAS IST SCHON NORMAL?

Da die konjunkturellen und volkswirtschaftlichen Bedingungen in den Industrieländern inzwischen stärker ihrem Ausgangsniveau vor der Pandemie ähneln als zu jedem anderen Zeitpunkt seit 2019, richtet sich der Fokus nun auf die Frage: „Was ist ‚normale‘ Geldpolitik?“

Zu den Faktoren, die für einen etwas höheren neutralen Zinssatz als noch vor einem Jahrzehnt sprechen könnten, gehören eine höhere Staatsverschuldung, potenziell höhere Verteidigungsausgaben, allgemein solidere Bilanzen des privaten Sektors und ein erhöhter Investitionsbedarf im Zusammenhang mit langfristigen globalen Transformationen wie der Neuausrichtung der Handelsbeziehungen und der rasanten Entwicklung von KI.

Angesichts der längerfristigen Trends in Bezug auf die Demografie und das Vermögensgefälle sowie des unsicheren Tempos und Ausmaßes der Investmentzyklen haben wir jedoch an unserer Schätzung von null bis ein Prozent für den langfristigen neutralen Realzins festgehalten, wie wir in unserem jüngsten langfristigen Ausblick mit dem Titel „Renditevorteil“ dargelegt haben. Dies deutet auf einen neutralen nominalen Leitzins im Bereich von zwei bis drei Prozent hin. Als wir den Langfristausblick im Juni veröffentlicht hatten, stellten wir fest, dass die damaligen Marktpreise darauf

hindeuteten, dass es unwahrscheinlich sei, dass der neutrale Leitzins unter vier Prozent fallen würde. Seitdem haben sich die Marktpreise wieder eher unseren Erwartungen angepasst.

Angesichts der Unsicherheit über die Höhe der neutralen Leitzinsen ist es für die Zentralbanken eine Frage der Selbstverständlichkeit, eine Reihe von Zinssenkungen vorzunehmen, um zu sehen, wie ihre Volkswirtschaften darauf reagieren. Wenn sich das Wachstum wieder beschleunigt, und die Aufwärtsrisiken bei der Inflation wieder ein Thema werden, können die Zentralbanken jederzeit eine Pause einlegen oder die geldpolitische Lockerung verlangsamen. Andernfalls besteht im Fall eines Einbruchs des Wachstums oder bei Verwerfungen am Arbeitsmarkt die Möglichkeit, aggressiver zu kürzen. Wir glauben, dass die Zentralbanken Spielraum haben, die Zinsen in einer ganzen Reihe von Szenarien senken zu können.

RISIKEN UND UNSICHERHEITEN

Die Risiken für den globalen Ausblick haben sich verlagert. Die Inflationsrisiken sind zwar nicht verschwunden, haben sich aber abgeschwächt, da Angebot und Nachfrage auf den Arbeitsmärkten und auf anderen Märkten besser ausbalanciert sind. Das Wachstum verlangsamt sich. Rezessionen in den Industrieländern sind zwar nicht unser Basisszenario. Aber wir glauben, dass die Risiken im Vergleich zur historischen Durchschnittshäufigkeit etwas höher sind. Es gibt auch Szenarien, in denen sich das Wirtschaftswachstum als widerstandsfähiger erweist und die Inflation sich wieder beschleunigen könnte.

In den USA besteht das Hauptrisiko darin, dass die rückläufige konjunkturelle Dynamik und das Wachstum des Arbeitsmarkts sich selbst befeuernde Zyklen in Gang setzen, was letztlich zu einem ausgeprägteren Abschwung führt. Andere Industrieländer erscheinen stabiler. Allerdings sind sie aufgrund ihres anhaltend niedrigen Wachstums anfällig für negative Schocks wie „Unfälle“ an den Märkten oder eskalierende geopolitische Situationen.

Eine Rezessionen entspricht zwar nicht unserem Basisszenario. Aber wir glauben, dass die Risiken im Vergleich zur historischen Durchschnittshäufigkeit etwas höher sind.

China steht vor seinen eigenen Herausforderungen. Chinas Wachstumsmodell, das auf Exporten und Investitionen in das verarbeitende Gewerbe beruht, scheint an Grenzen zu stoßen. Das Land sieht sich mit einem erheblichen Überhang beim Wohnungsbestand, einer schwächelnden Nachfrage auf Verbraucherseite und mit zunehmenden handelspolitischen Spannungen konfrontiert. Als Reaktion darauf kündigte die chinesische Regierung kürzlich Maßnahmen an, die die Vermögenspreise in die Höhe treiben und den Rückgang der Immobilienpreise abfedern sollen.

Die Wirksamkeit dieser Maßnahmen dürfte jedoch davon abhängen, dass das Vertrauen zurückkehrt und die Maßnahmen zu einer umfassenderen direkten staatlichen Unterstützung für die Haushalte führen. Eine fiskalpolitische Reaktion ist ebenfalls wahrscheinlich und könnte dazu beitragen, in den kommenden ein bis zwei Quartalen eine gewisse Wachstumsdynamik zu erzeugen.

Wir gehen davon aus, dass sich das Wachstum in China von fünf Prozent in den Jahren 2023 und 2024 auf 4,0 bis 4,5 Prozent im Jahr 2025 verlangsamen wird, während das Land weiterhin weltweit Deflation exportiert. Die Nachfrage nach Rohstoffen, insbesondere nach solchen für das Baugewerbe, könnte durch die kürzlich angekündigte Politik etwas gestützt werden. Sie dürfte aber angesichts der Kontrollen (und Obergrenzen) beim Angebot an neuen Wohnungen nicht so stark steigen wie in früheren Zyklen.

Geopolitische Risiken bleiben nach wie vor eine große Unsicherheitsquelle – von den Konflikten im Nahen Osten und in der Ukraine bis hin zu den Wahlen in vielen Ländern während unseres mittelfristigen Horizonts. Das alles hat Auswirkungen auf die allgemeine Marktstimmung sowie auf bestimmte Länder und Sektoren.

Die bevorstehenden US-Wahlen sind eine dieser Unsicherheitsquellen – mit entscheidenden politischen Implikationen:

- Die Haushaltsdefizite in den USA werden der größte Verlierer sein, egal welche Partei gewinnt. Die Steuerreform wird Washington im kommenden Jahr dominieren, wenn die spezifischen Bestimmungen des „Tax Cuts and Jobs Act“ von 2017 auslaufen. Angesichts der wahrscheinlich

knappen Mehrheiten oder einer gespaltenen Regierung und des fehlenden fiskalpolitischen Spielraums erwarten wir keine großen zusätzlichen fiskalischen Impulse. Eine Haushaltskonsolidierung ist jedoch ebenfalls nicht zu erwarten. Die jährlichen Defizite dürften hoch bleiben (sechs bis sieben Prozent des BIP), ehe weitere politische Richtungswechsel vorgenommen werden. Zum einen fehlt der politische Wille zur Kürzung der Sozialausgaben. Zum anderen stehen nur wenige Mittel zur Verfügung, um die Verlängerung der meisten Steuersenkungen von 2017 auszugleichen. Dies bestärkt uns in unserer Einschätzung, dass die Zinskurve in den USA steiler werden dürfte.

- Auch die Marschrichtung beim Thema Zölle ist klar – unabhängig davon, wer gewinnt. Das Potenzial für eine weltweit disruptive Handelspolitik scheint jedoch in einer zweiten Amtszeit des ehemaligen Präsidenten Donald Trump größer zu sein. Vizepräsidentin Kamala Harris hingegen dürfte eher den aktuell zielgerichteteren Ansatz in der Zollpolitik fortsetzen, sollte sie die Wahl gewinnen. Kurzfristig dürften höhere Zölle inflationäre Wirkung haben und das Wachstum bremsen. Höhere Zölle könnten Investitionen in Sachwerte in den USA verteuern und den exportorientierten Branchen in den USA schaden, weil sie deren Wettbewerbsfähigkeit beeinträchtigen und die Nachfrage belasten. Die Zölle würden wahrscheinlich auch für enge Handelspartner der USA inflationär wirken – in dem Maß, wie ihre Regierungen mit ähnlichen Handelsbarrieren zurückschlagen. Überall sonst auf der Welt könnten höhere Zölle deflationäre Wirkung zeigen, da ein langsames globales Wachstum aufgrund zunehmender Unsicherheit im globalen Handel die Rohstoffpreise verteuern könnte, während Waren, die zuvor auf die US-Märkte geliefert wurden, eventuell umgeleitet würden. Die relativen Auswirkungen der Zölle werden ein schwieriges konjunkturelles Umfeld für die Fed schaffen. Die geldpolitischen Entscheidungsträger werden sich darüber im Klaren sein müssen, dass eine höhere kurzfristige Inflation (da die zusätzlichen Kosten der Zölle an die Verbraucher weitergegeben werden) trotz der Abwärtsrisiken für das Wachstum bei sinkenden Realeinkommen steigende Inflationserwartungen mit sich bringt.

Investmentimplikationen: Günstige Bedingungen für qualitativ hochwertige Anleihen

Unsicherheit, die weltweite Streuung der Investments und potenzielle Volatilität schaffen ein günstiges Umfeld für aktive Anleiheninvestoren, zumal sinkende Zinsen den Anleihenkursen Rückenwind geben. Historisch gesehen schneiden Anleihen bei sanften Landungen tendenziell gut ab – und bei härteren Landungen sogar noch besser. In jüngster Zeit haben Anleihen ihr mit Blick auf die Kurse traditionell inverses Verhältnis zu Aktien wieder aufgenommen. Sie bieten Diversifikations- und Absicherungsvorteile für Portfolios. Darüber hinaus erscheinen uns Anleihen im Vergleich zu anderen Vermögenswerten wie Aktien günstig bewertet.

Wir gehen davon aus, dass die Renditekurven – im Einklang mit der Performance in früheren Zyklen sinkender Leitzinsen – steiler werden, da die Fed und andere Zentralbanken die kurzfristigen Zinsen sukzessive zurückfahren. Auch wenn eine Rezession nicht unser Basisszenario ist, bleiben konjunkturelle Risiken eine Quelle der Unsicherheit, da sich das Wachstum in den USA verlangsamt. Hinzu kommen die Unsicherheiten im Zusammenhang mit den bevorstehenden US-Wahlen und hier insbesondere die Aussichten für den Welthandel. Dieser Kontext erfordert einen sorgfältigen Ansatz bei der Festlegung der Positionsgrößen und der Wahrung von Flexibilität in den Portfolios.

Historisch gesehen schneiden Anleihen bei sanften Landungen tendenziell gut ab – und bei härteren Landungen sogar noch besser.

ZINSSÄTZE UND ZINSKURVE

Wir halten die Renditen von US-Staatsanleihen auf dem aktuellen Niveau für weitgehend fair bewertet. Besonders attraktiv erscheint der fünfjährige Bereich der Zinsstrukturkurve – sowohl in den USA als auch in anderen Industrieländern. Da die Zentralbanken die Leitzinsen senken, entsteht ein Risiko bei der Wiederanlage von Bargeld und anderen Geldmarkt-Instrumenten. Wir bevorzugen es daher, auf attraktive Renditen von Anleihen mit mittlerer Duration zu setzen, die von Kurssteigerungen profitieren können und in der Vergangenheit

bei Zinssenkungszyklen tendenziell gut abgeschnitten haben. Unterdessen bleiben wir bei Anleihen mit langer Laufzeit vorsichtig, da hohe Staatsdefizite die langfristigen Renditen im Lauf der Zeit in die Höhe treiben könnten.

Das erwartete Tempo bei der geldpolitischen Lockerung der Fed, das am vorderen Ende der Kurve eingepreist ist, erscheint angesichts der aktuellen konjunkturellen Bedingungen und der ersten Zinssenkung der Fed um einen halben Prozentpunkt im September angemessen zu sein. Die Erwartungen für den Endzins erscheinen angesichts unseres oben erläuterten Basisszenarios für den langfristigen neutralen Zinssatz (null bis ein Prozent) ebenfalls angemessen, obwohl wir uns weiterhin der potenziellen Inflationsrisiken bewusst sind. Sollte es zu einer Rezession kommen, besteht Spielraum für einen deutlichen Rückgang der Endzinsen.

Die Anleihen- und Aktienmärkte haben ihre mit Blick auf die Kurse traditionell inverse Beziehung wieder aufgenommen. Das heißt, die Korrelation zwischen der Duration (einem Maß für das Zinsrisiko) und Aktien ist negativ, sodass Anleihen Portfolios besser gegen Abschwünge an den Aktienmärkten absichern können. Das kann in Zeiten wachsender geopolitischer Risiken besonders wichtig sein. Eine Aufstockung der Allokation inflationsgeschützter Anleihen ist angesichts des attraktiven Preises für den Inflationsschutz aussichtsreich – und die Renditen sind sowohl auf realer (inflationsbereinigter) als auch auf nominaler Basis interessant.

AUSBLICK FÜR UNTERNEHMENSANLEIHEN

Bei Unternehmensanleihen bleiben wir aufgrund der engeren Bewertungen und der etwas erhöhten Rezessionsrisiken vorsichtig. Wir bevorzugen zu diesem Zeitpunkt des Konjunkturzyklus qualitativ höherwertige Unternehmensanleihen und strukturierte Produkte gegenüber Krediten geringerer Qualität, wobei der Schwerpunkt auf Liquidität, Flexibilität und einer robusten Positionierung gegen potenzielle makroökonomische Abschwünge liegt.

Ganz allgemein bevorzugen wir hochwertige Investment-Grade-Unternehmensanleihen. Wir legen die Messlatte für die Berücksichtigung von Titeln mit einer geringeren

Kreditqualität bewusst hoch, insbesondere bei Portfolios mit qualitativ hochwertigen Benchmarks. In anderen Bereichen der Anleihen- und Kreditmärkte sind wir vorsichtig angesichts eines schlechteren vertraglichen Schutzes bei fremdfinanzierten Krediten, die bei spezifischen oder systemischen Schocks zu geringeren Rückzahlungen führen könnten.

Quasistaatliche hypothekarisch besicherte Papiere (MBS) scheinen attraktiv bewertet zu sein und bieten Anlegern, die gelegentliche kurzfristige Schwankungen tolerieren können, eine preisgünstige, liquide Alternative zu Unternehmenskrediten.²

Wir gehen davon aus, dass übermäßiges Wachstum und Selbstzufriedenheit an den Märkten für private Kredite im Vergleich zum aktuellen Renditeniveau künftig zu schwächeren Erträgen führen dürfte. Umfangreiche Kapitalbildung hat zu einem schwächeren Schutz der Kreditgeber und einer geringeren Entschädigung für Illiquidität im Vergleich zu Erträgen in anderen Bereichen geführt, die aktiven Investmentmanagern an den öffentlichen Kreditmärkten zur Verfügung stehen.

Wir glauben, dass viele Kreditnehmer niedrigerer Qualität mit variablen Zinssätzen an den privaten Märkten anfälliger für Konjunkturabschwünge und Zinsänderungen sind, als die Marktpreise es vermuten lassen. Da die Fed die Leitzinsen senkt, um eine Rezession zu verhindern, werden wahrscheinlich auch die variabel verzinsten Kupons deutlich sinken. Das bedeutet, dass die Renditen just dann sinken werden, wenn die Konjunktur- und Kreditrisiken steigen, was den Kreditnehmern zugutekommen, den Anlegern aber schaden kann. Es könnte auch das erste Mal sein, dass diese Märkte in einem Szenario des Konjunkturabschwungs auf die Probe gestellt werden.

Vor diesem Hintergrund erhalten Anleger heute möglicherweise eine unzureichende Risikokompensation bei privaten Unternehmensanleihen geringerer Qualität –

insbesondere im Vergleich zu attraktiven Überschussrenditen bei liquideren Kreditformen oder bei Anlagemöglichkeiten bei der forderungsbasierten Kreditvergabe, die ähnlich illiquide sind wie der Markt für private Kredite. (Weitere Informationen finden Sie in unserer Veröffentlichung vom 10. Juli 2024 mit dem Titel „So navigieren Sie durch die privaten und öffentlichen Kreditmärkte: Liquidität, Risiko und Ertragspotenzial“.)

Die Disruption, die wir bei den Geschäftsmodellen der Banken sehen, schafft attraktive Einstiegsmöglichkeiten für privates Kapital bei einer Reihe von vermögensbasierten Investmentchancen, einschließlich verbraucherbezogener Anlagevehikel (zum Beispiel Wohnbauhypotheken, Studentenkredite) und Nicht-Konsumgüter (zum Beispiel Luftfahrt, Ausrüster). Im Vergleich zu den privaten Märkten für Firmenkredite profitieren unserer Meinung nach viele vermögensbasierte Anlagen von einer Kombination aus attraktiven Anfangsbewertungen und günstigen Fundamentaldaten, insbesondere in Bereichen, die an die qualitativ höherwertigen Verbraucherbilanzen gekoppelt sind. Diese Märkte sind auch auf relativer Basis weniger stark frequentiert, da das Volumen der Kapitalbildung bei der privaten vermögensbasierten Kreditvergabe nach wie vor deutlich geringer ist als auf den Märkten für Unternehmenskredite in den USA und Europa.

Wir glauben, dass wir an den privaten Immobilienmärkten ziemlich nahe an der Talsohle sind, dass es aber im Vergleich zu früheren Konjunkturzyklen eine langsamere Erholung geben wird. Wir bevorzugen Investments in Dateninfrastruktur und Anlagechancen bei Krediten, bei denen die aktuellen Bewertungen beim Blick auf das Verhältnis von Fremd- und Eigenkapital attraktiv erscheinen. Unser Fokus liegt auf Sektoren und Assets, die mit Dateninfrastruktur, Logistik, Lagerhaltung und -abwicklung (Warehousing) sowie mit Investments in eine bestimmte Kategorie von Mehrfamilienhäusern zu tun haben.

AUSSICHTEN NACH WELTREGIONEN

Angesichts der divergierenden Konjunkturaussichten und des geldpolitischen Kurses der Zentralbanken bevorzugen wir Durations-Positionen in Großbritannien und Australien, wo die Endstände für die Zentralbankzyklen (siehe Abbildung 3) im Vergleich zu den USA, der Eurozone und anderen globalen Märkten immer noch etwas hoch erscheint.

In der Eurozone sieht der Endzins der Europäischen Zentralbank, den die Märkte einpreisen, vernünftig aus. Aber es besteht eine gewisse Unsicherheit hinsichtlich des Zeitpunkts, je nachdem, wie schnell der Zyklus aus Zinssenkungen voranschreitet. Insgesamt sind wir in Bezug auf die Duration neutral, bevorzugen aber Positionen mit steilerer Kurve, da die Kurve zwischen den Zehn- und 30-Jahres-Punkten flach verläuft.

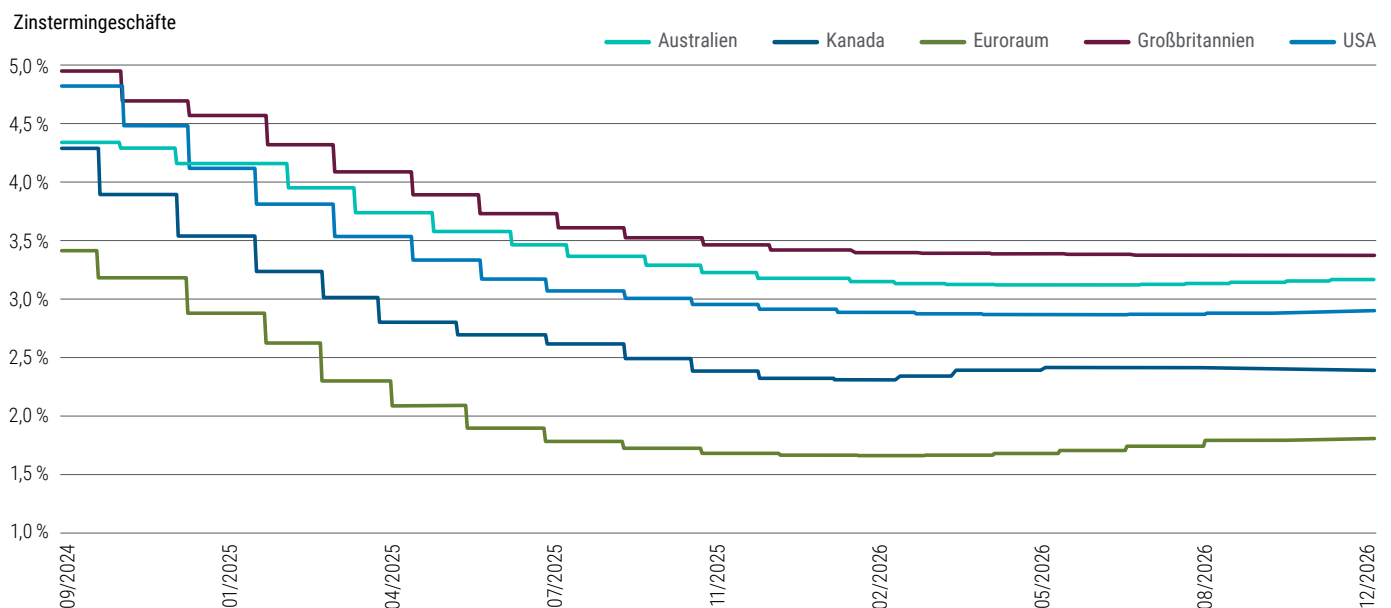
Bei den Devisen bevorzugen wir eine Untergewichtung des US-Dollars, da das Risiko einer Abwertung besteht, wenn die Fed die Zinsen senkt, während wir gleichzeitig mit Schwellenländer- und Industrieländer-Positionen diversifizieren. Angesichts der Unsicherheiten rund um die US-Wahl ist hier jedoch eine vorsichtige Skalierung der Positionen erforderlich.

Ein stabiler bis schwächerer US-Dollar inmitten von Zinssenkungszyklen in den Industrieländern sollte es den Zentralbanken der Schwellenländer ermöglichen, die Zinsen ebenfalls zu senken. Während die Fed in der Warteschleife saß, mussten viele dieser Zentralbanken die Zinsen höher halten, als es ihre moderate Binneninflation normalerweise erfordert hätte.

Wir bevorzugen Anlagen in Märkten mit steilen Renditekurven und stabilen oder sich verbessernden politischen Rahmenbedingungen wie zum Beispiel Südafrika und Peru. Auch die Türkei bleibt angesichts des anhaltenden Schwenks hin zu einer orthodoxeren Wirtschaftspolitik von Interesse. Das von uns erwartete günstige globale Umfeld dürfte die Spreads von in ausländischen Währungen emittierten Schwellenländer-Anleihen weiterhin stützen.

Bestimmte Rohstoffe können zur Diversifizierung von Portfolios beitragen. Zudem bieten Rohstoffe einige spezifische Eigenschaften, die bei der Absicherung gegen Inflationsrisiken nützlich sind. Die sich wandelnde globale Investmentlandschaft stützt weiterhin Gold und Edelmetalle, da die Zentralbanken der Schwellenländer Gold zu einem seit dem Einmarsch Russlands in der Ukraine beispiellosen Preis kaufen. In der Zwischenzeit haben der Wunsch der OPEC+, mehr Angebot auf den Markt zu werfen, sowie Sorgen über die globale Nachfrage beim Transport das Aufwärtspotenzial der Ölpreise begrenzt, auch wenn die jüngsten Ereignisse im Nahen Osten und in der Ukraine die Fragilität der globalen Lieferketten unterstreichen. Der mit der Energiewende verbundene Investitionszyklus stützt ebenfalls die Preise für Basismetalle, auch wenn anhaltende Abwärtsrisiken für das Wachstum in China eine Herausforderung darstellen.

Abbildung 3: Die Markterwartungen für die Leitzinspfade der Zentralbanken und die Endniveaus bei den Zinsen variieren



Quelle: Bloomberg-Daten und PIMCO-Berechnungen vom 30. September 2024.

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 enthalten Risiken 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 Kurse von Anleihen sinken in der Regel, wenn die Zinsen steigen. Ein Umfeld niedriger Zinsen erhöht dieses Risiko. Eine Verschlechterung der Bonität des Anleihenkontrahenten kann zu einer niedrigeren Marktliquidität und einer höheren Kursvolatilität beitragen. Der Wert von Anleihen kann bei der Rücknahme über oder unter dem ursprünglichen Kaufpreis liegen. **Inflationsgebundene Anleihen** (Inflation-Linked Bonds; ILBs), die von einem Staat begeben werden, sind Rentenpapiere, deren Nennwert regelmäßig an die Inflationsrate angepasst wird; der Wert von ILBs sinkt, wenn die Realzinsen steigen. **Mit Hypotheken und Forderungen** besicherte Wertpapiere können aufgrund des Risikos einer vorzeitigen Rückzahlung empfindlich auf Zinsveränderungen reagieren, und obgleich sie im Allgemeinen durch einen staatlichen, staatsnahen oder privaten Bürgen besichert werden, gibt es keine Garantie, dass der Bürge seine Verpflichtungen erfüllt. Bei quasistaatlichen und nicht staatlichen mit Forderungen besicherten Hypothekendarlehen handelt es sich um in den USA emittierte Papiere. **Strukturierte Produkte** wie Collateralized Debt Obligations (CDOs), Constant Proportion Portfolio Insurance (CPPI) und Constant Proportion Debt Obligations (CPDOs) sind komplexe Instrumente, die typischerweise mit einem hohen Risiko verbunden und nur für qualifizierte Anleger gedacht sind. Die Verwendung dieser Instrumente kann mit dem Einsatz derivativer Instrumente einhergehen, bei denen der Verlust den Wert des eingesetzten Kapitals überschreiten kann. Der Marktwert kann auch durch Veränderungen des wirtschaftlichen, finanziellen und politischen Umfelds (einschließlich unter anderem der Kassa- und Terminzinsen und Wechselkurse), der Laufzeit, des Markts und der Kreditqualität eines Emittenten beeinflusst werden. **Private Kredite (Private Credit)** beinhalten die Anlage in nicht öffentlich gehandelte Wertpapiere, die ein Illiquiditätsrisiko bergen. Portfolios, die in private Kredite investieren, können Fremdkapital aufnehmen und spekulative Investments tätigen, die das Risiko eines Verlusts der Anlage erhöhen. **Anlagen in Wertpapieren, die auf Fremdwährungen lauten und/oder im Ausland begeben wurden**, können aufgrund von Wechselkursschwankungen sowie wirtschaftlichen und politischen Unsicherheiten mit höheren Risiken behaftet sein. Dies gilt vor allem für Schwellenländer. **Wechselkurse** können innerhalb kurzer Zeit erheblich schwanken und die Rendite eines Portfolios schmälern. **Rohstoffe** sind mit erhöhten Risiken verbunden, darunter Markt- und politischen Risiken, dem Regulierungsrisiko sowie Risiken hinsichtlich Witterung, Abbaubedingungen usw., sodass sie unter Umständen nicht für alle Anleger geeignet sind. **Management-Risiko** bezeichnet das Risiko, dass von PIMCO verwendete Investmenttechniken und Risikoanalysen nicht die gewünschten Ergebnisse bringen und sich bestimmte Richtlinien oder Entwicklungen auf die Anlagetechniken auswirken, die PIMCO im Zusammenhang mit dem Management der Strategie zur Verfügung stehen. **Die Kreditqualität** eines bestimmten Wertpapiers oder einer Wertpapiergruppe garantiert nicht die Stabilität oder die Sicherheit des gesamten Portfolios. **Diversifizierung** schützt nicht vor Verlusten.

Hierin enthaltene Prognosen, Schätzungen und bestimmte Angaben 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 Portfolio-Strategien 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 sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung verändern.

Korrelation ist ein statistisches Maß dafür, wie sich zwei Wertpapiere im Verhältnis zueinander bewegen. **Duration** ist ein Maß für die Kurssensitivität einer Anleihe gegenüber Zinsänderungen und wird in Jahren ausgedrückt.

Diese Veröffentlichung gibt die Meinungen des Portfoliomanagers 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 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. Da die Dienstleistungen und Produkte von PIMCO Europe Ltd ausschließlich professionellen Investoren angeboten werden, wird deren Angemessenheit stets bestätigt. | **PIMCO Europe GmbH (HRB 192083, Seidlstr. 24–24a, 80335 München), PIMCO Europe GmbH Italian Branch (Handelsregister-Nr. 10005170963; Via Turati nn. 25/27 (angolo via Cavalieri n. 4) 20121 Milano, Italien), PIMCO Europe GmbH Irish Branch (Handelsregister-Nr. 909462; 57B Harcourt Street Dublin D02 F721, Irland), PIMCO Europe GmbH UK Branch (Handelsregister-Nr. FC037712; 11 Baker Street, London W1U 3AH, Vereinigtes Königreich), PIMCO Europe GmbH Spanish Branch (N.I.F. W2765338E; Paseo de la Castellana 43, Oficina 05-111, 28046 Madrid, Spanien) und PIMCO Europe GmbH French Branch (Handelsregister-Nr. 918745621 R.C.S. Paris; 50–52 Boulevard Haussmann, 75009 Paris, Frankreich)** sind in Deutschland von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) (Marie-Curie-Str. 24–28, 60439 Frankfurt am Main) gemäß § 15 des Wertpapierinstitutsgesetzes (WpIG) zugelassen und werden von ihr reguliert. Die italienische, die irische, die britische, die spanische und die französische Niederlassung werden zusätzlich beaufsichtigt durch: (1) italienische Zweigstelle: die Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) (Giovanni Battista Martini, 3-00198 Roma) gemäß Artikel 27 des italienischen Finanzgesetzes; (2) irische Zweigstelle: die Central Bank of Ireland (New Wapping Street, North Wall Quay, Dublin 1 D01 F7X3) gemäß Verordnung 43 der Europäischen Union (über Märkte für Finanzinstrumente) Regulations 2017 in der jeweils geltenden Fassung; (3) britische Zweigstelle: die Financial Conduct Authority (FCA) (12 Endeavour Square, London E20 1JN); (4) spanische Zweigstelle: die Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) (Edison, 4, 28006 Madrid) in Übereinstimmung mit den in den Artikeln 168 und 203 bis 224 festgelegten Verpflichtungen sowie den in Teil V, Abschnitt I des Gesetzes über den Wertpapiermarkt (LSM) und in den Artikeln 111, 114 und 117 des Königlichen Dekrets 217/2008 enthaltenen Verpflichtungen; und (5) französische Zweigstelle: die ACPR/Banque de France (4 Place de Budapest, CS 92459, 75436 Paris Cedex 09) in Übereinstimmung mit Artikel 35 der Richtlinie 2014/65/EU über Märkte für Finanzinstrumente sowie durch die ACPR und die AMF. Die von PIMCO Europe GmbH erbrachten Dienstleistungen stehen nur professionellen Kunden, im Sinne von § 67 Abs. 2 WpHG definiert, zur Verfügung. Sie stehen Privatanlegern nicht zur Verfügung, und diese sollten sich nicht auf die vorliegende Mitteilung verlassen. Gemäß Art. 56 der Verordnung (EU) 565/2017 ist eine Investmentgesellschaft berechtigt anzunehmen, dass professionelle Investoren über das notwendige Wissen und die Erfahrung verfügen, um die mit den entsprechenden Anlagendienstleistungen oder Transaktionen verbundenen Risiken zu verstehen. Da die Dienstleistungen und Produkte von PIMCO Europe GmbH ausschließlich professionellen Investoren angeboten werden, wird deren Angemessenheit stets bestätigt. | **PIMCO (Schweiz) GmbH (registriert in der Schweiz, Handelsregister-Nr. CH-020.4.038.582-2; Brandschenkestrasse 41, 8002 Zürich, Schweiz)**. Gemäß dem Schweizer Kollektivanlagengesetz vom 23. Juni 2006 („KAG“) ist eine Investmentgesellschaft berechtigt anzunehmen, dass qualifizierte Investoren über das notwendige Wissen und die Erfahrung verfügen, um die mit den entsprechenden Anlagendienstleistungen oder Transaktionen verbundenen Risiken zu verstehen. Da die Dienstleistungen und Produkte von PIMCO (Schweiz) GmbH ausschließlich qualifizierte Investoren angeboten werden, wird deren Angemessenheit stets bestätigt.