



KONJUNKTURAUSBLICK

APRIL 2023

# Aufgewühlte Märkte, aussichtsreiche Anleihen

Die Auswirkungen der ungünstigeren Finanzierungsbedingungen werden deutlich, was zwar das Risiko einer Rezession erhöht, gleichzeitig aber auf ein günstiges Umfeld für Anleihen hindeutet.



## UNSERE ANSICHTEN

von:

**Tiffany Wilding**  
Managing Director  
Wirtschaftsexpertin

**Andrew Balls**  
Chief Investment Officer  
Global Fixed Income

- Die Historie legt nahe, dass die erst mit Verzögerung wirksam werdenden konjunkturellen Auswirkungen der restriktiveren Zentralbankpolitik zwar planmäßig eintreffen. Jedoch wird für eine künftige Normalisierung oder sogar Lockerung der Geldpolitik vermutlich immer noch ein weiterer Rückgang der Inflation nötig sein.
- Die Volatilität im Bankensektor könnte eine erhebliche Verschärfung der Kreditbedingungen zur Folge haben, insbesondere in den USA – und damit das Risiko einer früheren und tieferen Rezession erhöhen.
- Auf dem derzeitigen Renditeniveau können Anleihen ein attraktives Gleichgewicht zwischen der Generierung von Erträgen und dem Schutz vor konjunkturellen Abwärtsrisiken bieten, während Marktverwerfungen gleichzeitig werthaltige Nischen schaffen.

Für Anleger kommt es in unsicheren Zeiten darauf an, einen vorsichtigen Ansatz in den Fokus zu rücken.

Die Bemühungen der Zentralbanken, die Inflation durch drastische Zinserhöhungen zu bekämpfen, haben zur jüngsten Volatilität im gesamten Finanzsektor beigetragen, da die Auswirkungen einer strafferen Geldpolitik mit Verzögerung auf die Märkte und die Realwirtschaft durchschlagen. Der Höchststand bei den Leitzinsen dürfte jetzt jedoch niedriger sein, als von den Märkten ursprünglich eingepreist. Allerdings: Eine Normalisierung der Geldpolitik und schließlich eine Lockerung wird mehr Zeit in Anspruch nehmen – und die Inflationsraten müssen näher an das Zielniveau heranrücken. Unterdessen dürfte die Arbeitslosigkeit zunehmen.

Auf dem Cyclical Forum von PIMCO im März in Newport Beach haben wir die neuesten Chancen und Risiken in der Wirtschafts- und Anlagelandschaft erörtert (weitere Informationen zu unseren Foren finden Sie auf der [Website von PIMCOs Investmentprozess](#)). Wir sprachen auch darüber, wie geopolitische Risiken unseren Ausblick beeinflussen könnten – gemeinsam mit Michèle Flournoy, die Mitglied des Global Advisory Board von PIMCO sowie Expertin für US-Verteidigungspolitik und nationale Sicherheitsfragen ist. Diese Gespräche haben wir inmitten der sich abzeichnenden Herausforderungen im Bankensektor fortgeführt und sind zu drei wirtschaftlichen Hauptthemen für unseren sechs- bis zwölfmonatigen Ausblick gelangt, die wir im nächsten Abschnitt besprechen.

Die jüngsten Insolvenzen von US-Banken haben eine Welle von Einlagenabflüssen und eine entsprechende Reaktion der Aufsichtsbehörden ausgelöst, um die Ansteckungsgefahr einzudämmen. In Europa führte der Stress zum Niedergang der Credit

Suisse und zu einem seismischen Schock auch für das europäische Bankensystem insgesamt. Diese Schocks dürften das Kreditwachstum verlangsamen, weil sie die Bereitschaft der Banken zur Kreditvergabe verringern, eine Rezession vorziehen und das Risiko eines etwas stärkeren Abschwungs erhöhen.

Während unsere Foren vierteljährlich stattfinden, erinnern uns die jüngsten Turbulenzen daran, dass sich die Märkte nicht an einen vorgegebenen Zeitplan halten. Wir nutzen unsere Foren, um über den alltäglichen „Marktlärm“ hinauszublicken und Themen in einem größeren Zusammenhang zu sehen. Gleichzeitig wenden wir jeden Tag unseren kooperativen, flexiblen Ansatz für Investments an. Die jüngsten Diskussionen haben die Bedeutung unseres von Vorsicht geprägten Ansatzes in Sachen Risikobereitschaft unterstrichen. Dieser war bereits in den vergangenen Foren für unsere Modell-Portfolios prägend.

Im Großen und Ganzen glauben wir, dass Anleihen auf dem aktuellen Renditeniveau weiterhin attraktiv erscheinen und ein Gleichgewicht zwischen der Generierung von Erträgen und dem Schutz vor wirtschaftlichen Abwärtsszenarien bieten. Wir bevorzugen höherwertige, liquidere Anlagen und vermeiden wirtschaftlich sensiblere Bereiche geringerer Qualität, wie etwa niedrig bewertete variabel verzinsliche Unternehmensanleihen, die den Auswirkungen einer strafferen Geldpolitik am stärksten ausgesetzt sind. An den privaten Märkten sehen wir nach und nach attraktivere Chancen bei *neueren* Deals. Allerdings haben sich die Preise von Bestands-Assets im Vergleich zu den öffentlichen Märkten langsamer angepasst; ferner ist in einer Welt mit höheren Finanzierungsraten ein erzwungener Schuldenabbau zu erwarten.



# Konjunkturausblick: Vom Zyklus der Zinserhöhungen zum Wendepunkt

Als wir uns im März zu unserem vierteljährlichen Cyclical Forum trafen, hatten sich die groben Konturen unseres *Konjunkturausblicks vom Januar* „Angespannte Märkte, aussichtsreiche Anleihen“ nicht verändert. Dazu gehörte die Erwartung leichter Rezessionen in den entwickelten Märkten (DM), wenn sich die Auswirkungen einer strafferen Geldpolitik bemerkbar machen. Wir erörterten auch, wie neue Entwicklungen, darunter die schnellere Wiedereröffnung Chinas, der nachlassende Energieschock in Europa und positive Datenrevisionen in den USA, zu einer kurzfristigen Wiederbeschleunigung des realen BIP-Wachstums beitragen könnten.

Innerhalb weniger Tage warfen der Ansturm auf die Silicon Valley Bank (SVB) in den USA und die Credit Suisse in Europa jedoch einen neuen Schatten auf die sich aufhellenden Aussichten. Die Situation dieser Banken war zwar ein Einzelfall. Dennoch sind die Probleme dieser Institute durchaus symptomatisch für die allgemeine Anfälligkeit des Sektors, was auf die restriktive Geldpolitik zurückzuführen ist. Das Ausmaß der endgültigen makroökonomischen Auswirkungen dieser Ereignisse bleibt ungewiss, aber die Triebkräfte sind eindeutig negativ.

Unter Berücksichtigung dieser Ungewissheiten setzten wir unsere Diskussionen fort und zogen mehrere Schlussfolgerungen mit Blick auf die Aussichten für die kommenden sechs bis zwölf Monate.

## **DIE RISIKEN FÜR EINE FRÜHERE, TIEFERE REZSSION SIND GESTIEGEN.**

Bankenpleiten, eine noch größere Volatilität bei Bankaktien, steigende Kapitalkosten und die anhaltende „Einlagenflucht“ weg von anfälligeren kleinen und mittelgroßen US-Banken (KMUs) trüben die Aussichten ein. Sie verschärfen die Kreditvergabe-Bedingungen erheblich, insbesondere in den USA, und erhöhen damit das Risiko einer früheren und tieferen Rezession.

---

Die Kreditverknappung erhöht das Risiko einer früheren und tieferen Rezession.

---



Die Geldpolitik wirkt mit einer zeitlichen Verzögerung. Diese Episode zeigt, dass sich die strengeren Kreditvergabe-Bedingungen zunehmend auf den Bankensektor und damit auf die Wirtschaftstätigkeit, die Nachfrage und schließlich die Inflation auswirken.

Das Kreditwachstum dürfte sich verlangsamen. Die Bankenpleiten sind charakteristisch für größere Probleme bei KMUs (im Fall der SVB), die auf den europäischen Bankensektor überschwappten. Allerdings: Die Credit Suisse war angesichts ihrer Rentabilitätsprobleme und der Tatsache, dass sie sich inmitten eines großen Umstrukturierungsprozesses befand, besonders anfällig.

In den USA setzen beträchtliche Portfolioverluste im Verhältnis zum harten Kernkapital, Einlagenabflüsse und schrumpfende Nettozinsmargen die KMUs unter Druck, was für das Kreditwachstum von entscheidender Bedeutung ist. Denn nach Angaben des US Federal Reserve Board entfielen im Jahr 2022 rund 30 Prozent der neuen Kredite an US-amerikanische Unternehmen und Haushalte auf KMUs. Diese Kreditquelle wird in Zukunft – vielleicht sogar erheblich – spärlicher sprudeln, denn: Der Fokus der KMUs verlagert sich angesichts der höheren Finanzierungskosten und einer sehr wahrscheinlich strengeren Bankenregulierung auf das Liquiditätsmanagement. Größere Banken, die die umfassenderen Dodd-Frank-Vorschriften einhalten müssen, werden wahrscheinlich nicht in der Lage sein, die Lücke bei der Kreditvergabe an kleinere und potenziell risikoreichere Unternehmen zu schließen.

In Europa wirft die Art und Weise, wie die Schweizer Aufsichtsbehörden die Übernahme der Credit Suisse durch die UBS orchestriert haben – eine Änderung der Notstandsgesetzgebung an einem einzigen Wochenende, die den Wert der Additional-Tier-1-Anleihen (AT1) vor dem Eigenkapital eliminierte – Fragen zur Rolle von AT1-Instrumenten und deren Positionierung innerhalb der Kapitalstruktur auf. Und das wiederum dürfte wahrscheinlich die Kapitalkosten für die Bankenbranche insgesamt erhöhen. Die Aufsichtsbehörden im Euroraum, im Vereinigten Königreich und anderswo haben seitdem öffentlich erklärt, dass sie dem Ansatz der Schweizer Aufsichtsbehörden nicht folgen würden. Dennoch ist die Credit Suisse ein besorgniserregender Präzedenzfall, der das europäische Bankenfinanzierungsmodell grundlegend verändern könnte.

Die jüngsten Ereignisse werden in den USA wahrscheinlich zu einer milden Rezession führen. Das wiederum sorgt für weiteren Gegenwind, der sehr wohl auch Europa in eine Rezession ziehen könnte. Da Banken – selbst große, sogenannte nationale Champions mit substanziellen Puffern an hartem Kernkapital – in eine Vertrauenskrise geraten könnten, glauben wir, dass das Risiko einer schwereren Rezession ganz klar gestiegen ist.

Dennoch gibt es gute Gründe zu der Annahme, dass sich das Jahr 2008 nicht wiederholen wird. Die Haushalte verfügen noch immer über überschüssige Ersparnisse, und die Gesamtverschuldung der Unternehmen im Verhältnis zum BIP erscheint bei einem immer noch niedrigen Zins-Einkommen-Quotienten überschaubar. Zudem sind die bisherigen Verluste der Banken allgemein auf steigende Zinsen zurückzuführen (was den Wert langfristiger Assets mindert), nicht jedoch auf eine riskante Kreditvergabe oder auf Kreditausfälle. Die größten systemrelevanten US-Banken, die regelmäßigen Liquiditäts- und Kapitalstresstests unterzogen werden, sind nach wie vor finanziell gesund, und sie sind die Nutznießer von Einlagenabflüssen bei kleineren Banken.

### ZENTRALBANKEN: WENIGER GELDPOLITISCHE STRAFUNG, ABER EINE NUR LANGSAME LOCKERUNG

All das bedeutet, dass die Notenbanken weniger schweres Geschütz auffahren müssen, um das gleiche Ergebnis zu erzielen: Die ungünstigeren Finanzierungsbedingungen werden das Kreditwachstum und die Nachfrage verlangsamen und so die Inflation früher oder später eindämmen. Ein Verzicht auf eine weitere geldpolitische Strafung ist jedoch etwas anderes als eine Normalisierung oder gar Lockerung der Geldpolitik, die unserer Meinung zufolge nach wie vor einen Rückgang der Inflation in Richtung der Zentralbankziele erfordert.

Zuletzt hatten wir argumentiert, dass es relativ einfach sein sollte, die Inflation in den USA von acht auf vier Prozent zu drücken, dass es aber mehr Zeit in Anspruch nehmen würde, von vier auf zwei Prozent zu kommen. Der Grund hierfür: Sogenannte „hartnäckigere“ Inflationskategorien aus dem Bereich der Lohninflation dürften sich wahrscheinlich langsamer abschwächen, wenn die Arbeitsmärkte noch stärker leergefegt sind. Wir erwarten weiterhin, dass die Kerninflation für den US-Verbraucherpreisindex (CPI) 2023 bei etwa drei Prozent landen wird, was immer noch über dem Inflationsziel der US-Notenbank (Fed) von zwei Prozent liegt. Für Europa rechnen wir damit, dass die Inflation zum Jahresende vermutlich noch höher liegen wird.

---

**Die Zentralbanken müssen wahrscheinlich weniger schweres Geschütz auffahren, um das gleiche Ergebnis zu erzielen: strengere Finanzierungsbedingungen.**

---

Die Löhne, die weniger flexibel sind als die Preise, blieben im Allgemeinen hinter der Anpassung des Preisniveaus zurück. In vergangenen Zyklen begann die Lohninflation erst *ein Jahr* nach dem Beginn einer Rezession, sich wesentlich zu verlangsamen.

Im vergangenen Oktober argumentierten wir in unserem *Konjunkturausblick* „Markturbulenzen beherrschen“, dass eine Rezession im Jahr 2023 wahrscheinlich sei, bedingt durch die aggressiven Schritte der Zentralbanken zur Bekämpfung der Inflation. Unsere Einschätzung basierte auf einer historischen Analyse über 70 Jahre und 14 entwickelte Volkswirtschaften, die darauf hindeutet, dass die wirtschaftlichen Auswirkungen der Straffung durch die Zentralbanken bis Mitte 2023 deutlicher werden könnten. Dieser Analyse zufolge hat sich die Produktionslücke in der Regel 1,5 bis zwei Jahre nach Beginn eines Anhebungszyklus verschlechtert, und Rezession und Anstieg der Arbeitslosigkeit begannen in der Regel etwa zwei bis 2,5 Jahre später. Dieser Zyklus scheint sich weitgehend im Einklang mit dieser historischen Zeitachse zu entwickeln.

Die jüngsten Entwicklungen bedeuten wahrscheinlich, dass die Fed kurz vor Abschluss ihres Zinserhöhungszyklusses steht – oder diesen bereits beendet hat –, mit einem Leitzins von knapp unter fünf Prozent. Alle Maßnahmen zur Zinssenkung dürften jedoch davon abhängen, wie sich der Kompromiss zwischen Finanzstabilität und Inflationsrisiken entwickelt. Da sich die Inflation voraussichtlich weiterhin nur langsam abschwächen wird, dürften auch alle Maßnahmen zur Normalisierung oder gar Lockerung der Geldpolitik mit Verzögerung erfolgen.

Diese Verzögerungen beim Inflationsgeschehen werden in der Eurozone wahrscheinlich länger andauern, was die Europäische Zentralbank (EZB) wahrscheinlich dazu anhalten wird, länger als die Fed die Leitzinsen zu erhöhen. Die Inflation in Europa ist bei den Preisen um etwa zwei Quartale und bei den Löhnen sogar noch länger hinter den USA zurückgeblieben. Höhere Gaspreise, eine schwächere Währung und ein weniger flexibler Arbeitsmarkt dürften eine längere Phase höherer Inflationsraten in Europa unterstützen. Infolgedessen glauben wir, dass ein den Zyklus abschließender EZB-Leitzins von 3,5 bis 4,0 Prozent angemessen erscheint.

Ein letzter Punkt: Regionen, die weniger auf lang laufende Hypotheken mit fixen Zinssätzen zur Finanzierung von Eigenheimkäufen angewiesen sind – etwa Kanada, Neuseeland und Australien –, sind weniger von den Problemen der US-Regionalbanken betroffen. Die Übertragung der Geldpolitik in die Realwirtschaft funktioniert dort, indem Zinsänderungen auf steigende Haushaltskosten direkt übergewälzt werden. Dennoch erhöhen die Abhängigkeit Neuseelands und Australiens von externer Finanzierung und die engen Handelsbeziehungen Kanadas zu den USA das Risiko von Spill-over-Effekten. Die

japanische Wirtschaft sticht unterdessen als relativ isoliert hervor, und wir gehen weiterhin davon aus, dass die Notenbank des Landes von ihrer Politik der Zinskurvenkontrolle abrücken wird.

## **FISKALPOLITIK UND REGULIERUNG: FOKUS AUF „MORALISCHES RISIKO“?**

Angesichts der immer noch hohen Inflation, der hohen Staatsverschuldung und der weitverbreiteten Überzeugung, dass die Reaktion auf die Pandemie das derzeitige inflationäre Umfeld verursacht hat, ist es unwahrscheinlich, dass zusätzlicher Bankenstress und steigende Rezessionsrisiken mit einer weiteren großangelegten fiskalischen Reaktion beantwortet werden, es sei denn, die ökonomischen Auswirkungen (des Nicht-Tätigwerdens) wären klar ersichtlich und schwerwiegend. Die fiskalpolitischen Reaktionen werden wahrscheinlich nur mit Verzögerung kommen und weniger aggressiv ausfallen.

Dies gilt insbesondere für die USA, wo politischer Druck die stringente Umsetzung der Bankenregulierung durch die Fed noch verstärken könnte, insbesondere außerhalb der größten systemrelevanten Banken, was die Kreditvergabe einschränken würde. Die Fed könnte auch die Regulierungsstandards für die großen Regionalbanken überall dort verschärfen, wo sie dazu in der Lage ist.

---

### **Es ist unwahrscheinlich, dass Bankenstress und steigende Rezessionsrisiken mit einer weiteren großangelegten fiskalischen Reaktion beantwortet werden.**

---

Darüber hinaus dürfte die Hürde für den Kongress in der gespaltenen US-Regierung hoch sein, *präventiv* Gesetze zu erlassen (wenn auch nur vorübergehend), um das Vertrauen in den Bankensektor wiederherzustellen, beispielsweise durch eine Anhebung der Versicherungsobergrenzen der Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC). Sollten jedoch weitere kleine Banken ausfallen, erwarten wir, dass die FDIC und die Fed die Systemrisikoausschneide geltend machen würden, um ein Programm zu schaffen, das die Einlagen dieser Banken absichert.

Während die Fiskalpolitik in Europa und Großbritannien etwas großzügiger ausfiel – etwa um Unternehmen und Haushalte vor höheren Energiepreisen zu schützen und auf die „grünen“ Subventionen des US Inflation Reduction Act zu reagieren –, dürften eine höhere Inflation und Staatsverschuldung auch dort jegliche fiskalische Reaktion begrenzen.

# Anlagekonsequenzen: Vorsichtig nach vorn tasten

Ein unsicheres Marktumfeld ist in der Regel gut für festverzinsliche Wertpapiere – insbesondere, nachdem die breit angelegte Neubewertung der Märkte im vergangenen Jahr die aktuellen Renditeniveaus, historisch gesehen ein verlässlicher Indikator für Erträge, deutlich nach oben getrieben hat. Wir glauben, dass Anleihen wieder vermehrt ihre traditionellen Qualitäten der Diversifizierung und des Kapitalerhalts aufweisen werden. Zudem ist Potenzial für eine positive Kursentwicklung im Fall einer weiteren konjunkturellen Eintrübung vorhanden.

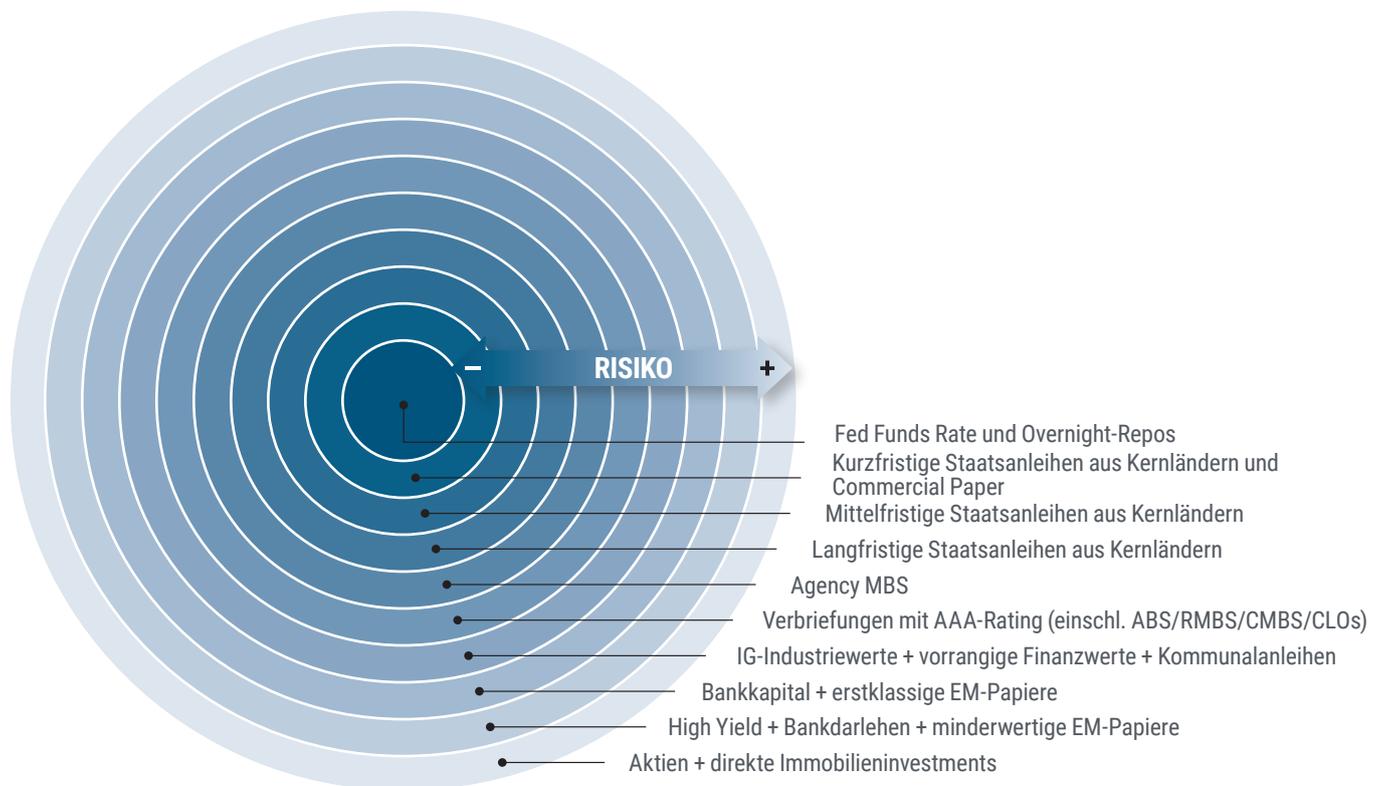
In diesem aktuellen Umfeld und insbesondere angesichts der Herausforderungen im Bankensektor werden wir bei der Positionierung des Gesamtrisikos vorsichtig sein.

Wenn Unsicherheit und Volatilität zunehmen, nimmt die Liquidität – man spricht auch von der „Handeltiefe“ an den Märkten – tendenziell ab. Und tatsächlich hat die Liquidität in den

vergangenen Wochen abgenommen. Wir haben die Liquidität in unseren Strategien stärker als üblich priorisiert, uns auf leichter handelbare Titel konzentriert und Pulver trocken gehalten, um Chancen zu nutzen, die sich aus Marktverwerfungen ergeben können.

Unser langjähriges und bewährtes Investmentmodell aus konzentrischen Kreisen, das auf der Schautafel im Raum unseres Investmentkomitees skizziert ist, legt auch weiterhin einen vorsichtigen Investmentansatz nahe. Dieses Modell (siehe Abbildung 1) beginnt in der Mitte mit den vergleichsweise risikoarmen kurzfristigen und mittelfristigen Zinssätzen. In den mittleren Ringen folgen US-amerikanische, quasistaatliche MBS und Unternehmensanleihen der Kategorie Investment Grade, bis hin zu den riskanteren äußeren Kreisen mit Aktien und Immobilien. Wir priorisieren im aktuellen Umfeld weiterhin Investments aus den inneren Ringen des Kreises.

Abbildung 1: PIMCOs konzentrische Kreise



Quelle: PIMCO. **Nur zur Veranschaulichung.** MBS = Mortgage-Backed Securities (hypothekenbesicherte Wertpapiere). ABS = Asset-Backed Securities (forderungsbesicherte Wertpapiere). RMBS = Residential Mortgage-Backed Securities (durch private Hypotheken gesicherte Wertpapiere). CMBS = Commercial Mortgage-Backed Securities (durch gewerbliche Hypotheken gesicherte Wertpapiere). CLOs = Collateralized Loan Obligations. IG = Investment Grade. EM = Schwellenländer.

Die Zentralbankpolitik bleibt ein entscheidender Treiber. Eine Änderung der Kurse und Preise für Kredite im Epizentrum des Kreises erzeugt Wellen, die sich nach außen ausdehnen. Wir gehen davon aus, dass die geldpolitische Volatilität in diesem Jahr zurückgehen wird, da wir uns dem Ende der Zyklen aus Zinserhöhungen nähern. Dies steht im Gegensatz zum vergangenen Jahr, als die Leitzinsen durch die Fed und andere wichtige Zentralbanken stark angehoben wurden.

Wir erwarten weiterhin eine Renditespanne von etwa 3,25 bis 4,25 Prozent für zehnjährige US-Staatsanleihen in unserem konjunkturellen Basisszenario und breitere Spannen in anderen Szenarien. Dabei dominiert potenziell die Tendenz, die Spanne angesichts der steigenden Risiken für die Konjunktur und den Finanzsektor nach unten zu verschieben.

### FOKUS AUF AUSSICHTSREICHE ANLEIHEN

Abhängig von den Zielen eines Anlegers bieten sich angesichts relativ hoher Renditen am vorderen Ende der Zinsstrukturkurve heute attraktive Chancen bei kurzfristigen, Cash-ähnlichen Anlagen. Cash weist möglicherweise nicht die gleiche Volatilität wie andere Investments auf. Aber im Gegensatz zu Anleihen mit längerer Laufzeit bietet Cash nicht die gleichen Diversifikationscharakteristika und auch nicht die Möglichkeiten, durch Kurssteigerungen einen (höheren) Gesamtertrag einzufahren, wenn die Renditen weiter sinken, wie es in früheren Rezessionen der Fall war. Die Tagesgeldsätze können zudem flüchtig sein und schwanken – mit dem Risiko, dass die Renditen niedriger ausfallen, wenn kurzfristige Bestände fällig werden und Barmittel reinvestiert werden müssen.

Der Stress im Bankensektor bestätigt unseren vorsichtigen Ansatz bei Unternehmensanleihen, insbesondere bei Wertpapieren mit niedrigerem Rating wie etwa vorrangig besicherten Bankdarlehen. Dabei handelt es sich um variabel verzinsliche Kredite an Unternehmen mit niedrigerem Rating, die nun, da die Fed die Leitzinsen erhöht hat, höhere Zinsen zahlen müssen. Das belastet diese Unternehmen, insbesondere in Zeiten einer schwächelnden Konjunktur.

---

**Der Stress im Bankensektor bestätigt unseren vorsichtigen Ansatz bei Unternehmensanleihen, insbesondere in Bereichen mit niedrigerem Rating.**

---

Die jüngst gesehene Volatilität könnte eine Ouvertüre dafür sein, was den konjunktursensibleren Segmenten der Kreditmärkte noch bevorsteht. Aufgrund von Bewertung und Liquidität bevorzugen wir Index-Engagements via Derivate gegenüber Engagements in einzelne Emittenten. Unser Ziel ist es zudem, das Engagement in Firmen mit schwachen Geschäftsmodellen zu limitieren. Das gilt auch für Unternehmen und Sektoren, die für höhere Zinsen anfällig sind. Wir bevorzugen stattdessen weiterhin strukturierte, verbriefte Produkte mit besicherten Vermögenswerten.

Im Finanzsektor hat die breit angelegte Abwertung von Vorzugsaktien und Wertpapieren auf Bankkapital dazu geführt, dass einige der vorrangigen Emissionen von stärkeren Banken attraktiver erscheinen. Große, global agierende Banken halten beträchtliches Kapital und könnten von den Herausforderungen profitieren, denen kleinere Kreditgeber gegenüberstehen. Die Bewertungen und die größere Gewissheit über den Platz vorrangiger Schuldtitel in der Kapitalstruktur verstärken unsere Präferenz für vorrangige Schuldtitel gegenüber nachrangigen Emissionen. Gleichzeitig kann der Schock für den AT1-Markt dazu beitragen, Chancen bei den stärksten Emittenten zu schaffen – insbesondere dann, wenn die europäischen Regulierungsbehörden konkrete Schritte unternehmen, um den Markt der Eurozone und des Vereinigten Königreichs vom herausgeforderten Schweizer Markt abzuheben und abzugrenzen.

Wir glauben, dass quasistaatliche, mit Hypotheken besicherte Wertpapiere aus den USA attraktiv bleiben, insbesondere nach der Ausweitung der Spreads, die wir jüngst beobachten konnten. Es kann hier allerdings sogenannten „technischen Druck“ geben, da die Fed diese quasistaatlichen Papiere (MBS) sukzessive aus ihrer Bilanz entfernt. Dafür sind diese Wertpapiere in der Regel sehr liquide und durch eine Garantie der US-Regierung oder von US-Behörden abgesichert, was die Widerstandsfähigkeit erhöht und das Abwärtsrisiko verringert, während die Preise von einer sogenannten „Komplexitätsprämie“ profitieren können.

### ÖFFENTLICHE UND PRIVATE SCHULDITITEL

Seit einigen Monaten halten wir es für sinnvoll, sich derzeit auf die öffentlichen Kreditmärkte zu konzentrieren, auf denen die Preisbildung korrekt und fair ist, und die Aufmerksamkeit erst später auf die privaten Märkte zu lenken, wenn die Kurse realistischer werden. Angesichts ihres schnellen Wachstums in der vergangenen Dekade könnten die privaten Märkte anhaltendem Druck ausgesetzt sein, der sich im Fall einer härteren konjunkturellen Landung noch verstärken könnte. In den vergangenen Wochen hat sich die Kluft zwischen den öffentlichen und den privaten Bewertungen noch vergrößert.

Der Bestand an diesen Vermögenswerten ist zwar nach wie vor falsch bewertet, aber der Strom neuer Deals an den privaten Märkte sieht allmählich wieder attraktiver aus. Wir sind hier zunehmend bereit, bei sich bietenden Gelegenheiten Kapital zu investieren.

Wir sehen Chancen in Bereichen, in denen sich der Abbau von Risiken bei Banken und das rückläufige Kreditangebot deutlicher bemerkbar machen sollten. PIMCO arbeitet seit Langem mit Banken zusammen, um deren Bilanzprobleme zu lösen, sowohl in den USA als auch im Ausland. Da der regulatorische und bilanzielle Druck zunimmt, erwarten wir, dass ein breites Spektrum von Kreditgebern versuchen wird, ihr Geschäft zu rekapitalisieren. Das wird sie in ihrer Fähigkeit, neue Kredite an Schuldner selbst höchster Bonität zu vergeben, stärker einschränken.

Der gewerbliche Immobilienmarkt (CRE) steht möglicherweise vor weiteren Herausforderungen, aber wir möchten betonen, dass nicht alle CRE gleich sind. Unser Ziel ist es, bei diversifizierten Deals in den vorrangigen Teilen der Kapitalstruktur zu bleiben. Wir unterscheiden diese Deals von solchen mit singulären Assets oder mit Mezzanine-Level-Strukturen, die in der Regel von schlechterer Qualität sind und die wir deshalb vermeiden wollen.

## FAZIT

Wir glauben, dass es wichtig ist, in diesem Umfeld vorsichtig zu bleiben und nach qualitativ höherwertigen, stärker liquiden und widerstandsfähigeren Investments zu suchen. Wenn später im Jahr die Konjunkturaussichten klarer erkennbar sind, und es zu einer Neubewertung konjunkturrempfindlicher Marktsegmente gekommen ist, könnte es an der Zeit sein, in die Offensive zu gehen.

## 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.

**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 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. **Hypotheken- und forderungsbesicherte 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 Agency und Non-Agency MBS (staatlichen und nicht staatlichen forderungsbesicherten Hypothekenanleihen) handelt es sich um in den USA emittierte Papiere. **US-Agency MBS**, die von Ginnie Mae (GNMA) begeben wurden, sind durch die volle Vertrauenswürdigkeit und Kreditwürdigkeit der US-Regierung besichert. Von Freddie Mac (FHLMC) und Fannie Mae (FNMA) emittierte Wertpapiere bieten eine behördliche Garantie für die fristgerechte Rückzahlung von Kapital und Zinsen, sind jedoch nicht durch die volle Vertrauenswürdigkeit und Kreditwürdigkeit der US-Regierung besichert. **Private Credit** umfasst die Anlage in nicht öffentlich gehandelte Wertpapiere, die dem Illiquiditätsrisiko unterliegen können. 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. **Derivate** können mit bestimmten Kosten und Risiken verbunden sein, wie zum Beispiel Liquiditäts-, Zins-, Markt-, Kredit- und Verwaltungsrisiken sowie dem Risiko, dass eine Position nicht zum günstigsten Zeitpunkt glattgestellt werden kann. Durch Anlagen in Derivate kann der Verlust den Wert des investierten Kapitals überschreiten. **Managementrisiko** bezeichnet das Risiko, dass von PIMCO verwendete Anlagetechniken und Risikoanalysen nicht die gewünschten Ergebnisse erbringen 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. **Diversifikation** 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.

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 LLC ©2023, PIMCO