



KONJUNKTUR-
AUSBLICK

FRÜHJAHR 2021

Inflationsspek

Während der Weltwirtschaft ein kräftiger Aufschwung bevorsteht, sollten sich die Anleger vor Marktschwankungen aufgrund von ausgeprägten Inflationsängsten in Acht nehmen.



ZUSAMMENFASSUNG

- Für 2021 prognostizieren wir eine kräftige Wiederbelebung der globalen Wirtschaftsaktivität, getragen von massiven Konjunkturprogrammen, einer expansiven Geldpolitik, einer Aufhebung der Lockdown-Maßnahmen und einer Beschleunigung des Impfgeschehens.
- Obwohl die Inflation in den kommenden Monaten vorübergehend anziehen dürfte, sind wir der Ansicht, dass der Preisauftrieb in den nächsten ein bis zwei Jahren grundsätzlich unter den Zielmarken der Notenbanker bleiben wird. Allerdings könnte die Aufmerksamkeit der Märkte in naher Zukunft auf die Inflationsrisiken gerichtet bleiben und die Volatilität somit erhöhen.
- In diesem unsicheren Umfeld wollen wir die Portfolios flexibel und liquide halten, um rechtzeitig auf neue Entwicklungen reagieren zu können.
- Wir sehen Chancen in Sektoren, die von der Corona-Erholung profitieren, darunter Wohnimmobilien, Industrie/Luft- und Raumfahrt sowie ausgewählte Banken und Finanzwerte. Unsere Präferenz gilt US-amerikanischen Non-Agency-Hypotheken und einer Auswahl anderer strukturierter Produkte weltweit. Wir bevorzugen Positionen für eine Versteilerung der Staatsanleihenkurven in mehreren Industrieländern und werden in den Asset-Allokation-Portfolios voraussichtlich eine Übergewichtung von Aktien beibehalten.

VON:

Joachim Fels
Chefvolkswirt

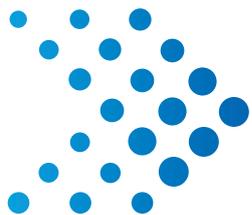
Andrew Balls
CIO
Global Fixed Income

Die Anleger sollten sich auf einen „Inflationsspek“ einstellen und darauf achten, die Flexibilität und die Liquidität ihrer Portfolios aufrechtzuerhalten, um auf neue Ereignisse in einem voraussichtlich schwierigen und volatilen Anlageumfeld reagieren zu können.

Dies sind zwei der wichtigsten Erkenntnisse unseres jüngsten Cyclical Forum und der damit verbundenen Strategiem Meetings, die abermals virtuell abgehalten wurden, sich aber dennoch der Teilnahme des gesamten Teams aus PIMCOs globalen Anlageexperten erfreuten. Das von unseren Wirtschaftsteams aufgestellte Basisszenario geht von einer kräftigen Erholung in aller Welt aus sowie von einer Inflation, die – trotz all des Geredes um eine Reflation – in den nächsten ein bis zwei Jahren hinter den Zielmarken der Zentralbanken zurückbleibt, auch wenn sie in

den nächsten Monaten vorübergehend anziehen (und die Märkte zu einer Fehlinterpretation verleiten) könnte. Im Folgenden möchten wir diese Basiseinschätzung und die damit verbundenen Risiken darlegen.

Neben diesen Prognosen kehrten unsere Forumsdiskussionen wiederholt zu dem Punkt zurück, dass die Finanzmärkte dem Inflationsrisiko einen hohen Stellenwert beimessen könnten – zu einer Zeit, in der sich die weltweiten Zentralbanken zu einem sehr langsamen Vorgehen verpflichtet haben und in der die Fiskalpolitik, zumindest im laufenden Jahr, für die Ankurbelung des Wachstums zuständig ist, wobei in den USA mit einem besonders kräftigen Schub zu rechnen ist.



Bei den Anleihenrenditen ging es deutlich bergauf, wenn auch von niedrigen Niveaus, während die Volatilität gleichfalls zunahm. Dabei hat sich am kurzen Ende der Renditekurve – zumindest bis zu einem gewissen Grad – gezeigt, dass die Zentralbanker die Nerven behalten und an ihrem langfristigen, geduldigen Plan festhalten. Laut unserer Prognose ist es recht wahrscheinlich, dass der bevorstehende kurzfristige Inflationsanstieg nicht von Dauer sein wird (siehe Abbildung 1). Zugleich ist davon auszugehen, dass die Finanzmärkte das Risiko von Inflationsüberraschungen in naher Zukunft weiter im Auge behalten und die Volatilität – zumindest im Vergleich zur jüngeren Vergangenheit – erhöht bleibt.

Derweilen sollten die guten Nachrichten bezüglich des Impfgeschehens und der Wirtschaftsexpansion weitgehend eingepreist sein. In der Tat müssen sich die Erwartungen an die medizinische Wirksamkeit und die kräftige Erholung bestätigen, um die aktuellen Bewertungen von Risikoanlagen zu rechtfertigen, die in unseren Augen fair bis leicht überhöht sind. Was nichts an der Tatsache ändert, dass dieser Konjunkturzyklus ein ganz anderer ist, da er auf eine Rezession folgt, die eher durch

Lockdowns und freiwillige Abstandsregeln als durch zugrundeliegende wirtschaftliche und finanzielle Spannungen bedingt war, und der Ausblick deshalb mit ungewöhnlich hoher Ungewissheit behaftet ist.

Während es auf mittlere Sicht erhebliches Potenzial für eine Bildung wirtschaftlicher Narben gibt, dürften wir in diesem Jahr Zeuge eines kräftigen konjunkturellen Aufschwungs werden. Und zwar aufgrund einer sehr ungewöhnlichen Kombination: aus einem Wachstum, das in diesem Ausmaß bislang nur die erfahrensten Analysten miterleben durften, einer neuen orthodoxen Fiskalpolitik – in einem stärkeren Ausmaß in den USA und einem geringeren in Europa –, die ihren Fokus vor allem auf eine Sicherstellung der gegenwärtigen Erholung verlagert, und einer Geldpolitik, die ihr Augenmerk darauf richtet, die Inflation anzuheizen und eine umfassende Vollbeschäftigung zu erreichen – wobei die einzelnen Länder wiederum ein unterschiedliches Engagement an den Tag legen. Auch wenn sich die Inflation als vorübergehender Spuk erweisen könnte, ist uns bewusst, warum ihre tatsächliche Richtung mit größerer Unsicherheit behaftet ist.

Abbildung 1: PIMCO prognostiziert einen holprigen kurzfristigen Inflationspfad für die USA



Quelle: Daten des U.S. Bureau of Labor Statistics bis 28. Februar 2021; PIMCO-Prognosen für den Zeitraum 31. März 2021 bis 31. Dezember 2022. Die aufgeführten Daten und Prognosen beschreiben die prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr bei der US-Kern- und Gesamtinflation gemäß dem US-Verbraucherpreisindex (VPI).

Anlagekonsequenzen: Flexibilität und Liquidität

Im aktuellen Umfeld, das von anhaltender Volatilität geprägt sein könnte, sind wir bestrebt, unsere Portfoliopositionierung flexibel zu halten, um rechtzeitig auf neue Entwicklungen reagieren zu können. Erreichen lässt sich dies über eine umsichtige Skalierung der Positionen, ein sehr sorgfältiges Liquiditätsmanagement und – in einigen Fällen – fürs Erste eine Orientierung nah an den Benchmarkgewichten, um überzeugende Gelegenheiten, die sich zu einem späteren Zeitpunkt ergeben, besser nutzen zu können. Zu den aktuellen Bewertungen sind die Kosten einer höheren Liquidität gering, und ein vorerst geduldiger Ansatz sollte uns in die Lage versetzen, die aussichtsreichen Chancen, die sich in einem volatileren Umfeld ergeben sollten, entschieden zu nutzen.

DURATION

Was die Duration betrifft, beabsichtigen wir eine recht „heimatverbundene“ Positionierung, da die Zinssätze infolge der jüngsten Marktbewegungen auf angemesseneren Niveaus rangieren. Nach unserem Dafürhalten wird sich die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen in einer Bandbreite von ein bis zwei Prozent bewegen, wobei wir uns in naher Zukunft dem oberen Ende dieser Bandbreite nähern dürften. Während die Märkte weiter über die Entschlossenheit der Zentralbanken spekulieren und das Umfeld einen übermäßigen Renditeanstieg in Relation zu den Fundamentaldaten zulassen könnte, sind wir nicht der Ansicht, dass sich die weltweiten Renditen nach der Bewältigung der Corona-Pandemie deutlich von den Niveaus wegbewegen, die vor dem Corona-Schock herrschten. Vielmehr glauben wir, dass Anleihen auch in Zukunft als Wertspeicher sowie als wirkungsvolle Absicherung für Risikoanlagen im Rahmen unserer übergeordneten Vermögensallokation dienen werden. (Weitere Einschätzungen entnehmen Sie bitte dem aktuellem Research-Beitrag von PIMCO: [„The Discreet Charm of Fixed Income“](#).)

Unter den wichtigen Zentralbanken haben die US Federal Reserve, die japanische Notenbank und die Bank of England relativ gelassen auf die jüngsten Marktbewegungen reagiert und sie als Folge der verbesserten Aussichten eingestuft. Der Europäischen Zentralbank schienen die höheren Renditen hingegen größere Sorgen zu bereiten, wenngleich ihre jüngsten Mitteilungen dies auf umfassende und vielschichtige Weise verschleiern.

In den meisten Fällen befassen sich die Zentralbanken eher damit, ob erwartete Zinsanstiege am vorderen Ende der Renditekurven eingepreist sind, als mit dem Niveau der längerfristigen Renditen. Diese Beobachtung, gepaart mit der Sorge um einen Inflationsspuk, bestärkt uns in unserer langjährigen strukturellen Neigung zu Positionen, die auf eine Versteilerung der Kurve ausgerichtet sind. Wenn man bedenkt, dass sich die US-Kurve bereits steiler geworden ist, gibt es gute Gründe für eine globale Diversifizierung, um die Erwartung steilerer Kurvenverläufe in Großbritannien, Europa und Japan zum Ausdruck zu bringen.

KREDITMARKT

Wir beabsichtigen, in den Spread-Sektoren insgesamt Übergewichtet zu bleiben. Aus unserer Sicht warten US-amerikanische Non-Agency-MBS und eine Reihe anderer globaler strukturierter Produkte, einschließlich britischer RMBS, mit günstigen Bewertungen im Verhältnis zu allgemeinen Kassaanlagen von Unternehmen auf und bieten gute defensive Eigenschaften, wie ihre allgemeine Widerstandsfähigkeit während des pandemiebedingten Marktschocks von 2020 demonstriert hat.

Unter den Unternehmensanleihen halten wir die Bewertungen und die Liquidität von Credit-Default-Swap-Indizes in den meisten Fällen für attraktiv, wenn man sie Kassaanlagen gegenüberstellt. Bei der Auswahl einzelner Titel werden wir unser Augenmerk aber nach wie vor auf die Alpha-Generierung richten – mit der Unterstützung unseres globalen Teams aus Kreditportfoliomanagern und Analysten. Wir sehen attraktive Gelegenheiten in Sektoren, die von der Corona-Erholung profitieren, darunter Wohnimmobilien, Industrie/Luft- und Raumfahrt sowie ausgewählte Banken und Finanzwerte, und werden uns in unseren Strategien für Kreditpapiere voraussichtlich weiter auf diese Gelegenheiten konzentrieren. Darüber hinaus erwarten wir, dass private Anlagestrategien von einem Umfeld profitieren, in dem es langfristig orientierten Anlegern, die die höheren Risiken eingehen können, möglich ist, attraktive Liquiditätsprämien einzustreichen.

WÄHRUNGEN UND SCHWELLENLÄNDER

Während die gegenwärtige Phase der erhöhten Volatilität eher ein geringeres Währungsengagement nahelegt, lautet unsere Basiseinschätzung, dass sich die Kombination aus einem kräftigen Wachstum in allen Ländern und der Verpflichtung der US-Notenbank, die kurzfristigen Zinssätze nur sehr langsam anzuheben, mit einer weiteren moderaten Abwertung des US-Dollars im Verlauf der Zeit vereinen lässt. Für unsere Portfolios könnte dies ein gewisses Engagement in qualitativ hochwertigen Schwellenländerwährungen bedeuten, wobei wir bei taktischen Engagements in Schwellenländer wohl eher vorsichtig vorgehen – in einer Zeit, in der sich die höhere Volatilität als anhaltende Belastung für Schwellenländerwerte herausstellen könnte.

AKTIEN

In unseren Asset-Allokation-Portfolios beabsichtigen wir, in Aktien übergewichtet zu bleiben, wobei wir eine Präferenz für zyklische gegenüber defensiven Werten hegen. Trotz der jüngsten Volatilität bleiben die Fundamentaldaten der Unternehmen grundsätzlich solide, wie die aktuelle Berichtssaison und die Gewinnprognosen der Unternehmen belegen. In diesem Zusammenhang bleiben die Sektor- und die Titelauswahl von entscheidender Bedeutung, und wir bevorzugen Wertpapiere, die Nutzen aus der Fiskalpolitik, der konjunkturellen Erholung und den langfristigen technologischen Umbrüchen ziehen. Des Weiteren gilt unsere Präferenz unverändert den US- und asiatischen Aktienmärkten, da diese Regionen die Pandemie vermutlich früher hinter sich lassen und von der Unterstützung der Fiskalpolitik profitieren sollten.

ROHSTOFFE

Im Rohstoffbereich sehen wir ein gewisses Wertsteigerungspotenzial, das auf das anziehende Gesamtwachstum, die Infrastrukturinvestments und die tendenziell geringen Lagerbestände zurückzuführen ist. Gleichwohl ist in unseren Augen nur mit begrenzten Kurszuwächsen zu rechnen. Da wir die meisten Märkte nicht für unterbewertet halten, glauben wir nicht, dass uns ein neuer Rohstoff-Superzyklus bevorsteht. Nehmen wir Öl als Beispiel: Obwohl die Lagerbestände geschrumpft sind und die Nachfrage wieder deutlich anzieht, ist der Marktanteil der OPEC so gering wie seit mehreren Jahrzehnten nicht mehr, während zusätzliche Schiefervorkommen zu einem ähnlichen Kurs wie dem heutigen auf den Markt kommen könnten und die Kosten erneuerbarer Energien von Jahr zu Jahr weiter sinken. Bedenkt man den Stellenwert von Öl innerhalb des gesamten Rohstoffkomplexes und die fortschreitenden technologischen Innovationen, so ist ein Rohstoff-Superzyklus in unseren Augen sehr unwahrscheinlich.

Konjunkturaussichten: Es geht stetig aufwärts

Nach dem aktuellem Stand dürfte sich das globale Wachstum im Jahr 2021 noch stärker erholen, als wir in unserem Konjunkturausblick vom Januar antizipiert hatten. Die Regierungen haben seither deutlich umfangreichere Hilfspakete auf den Weg gebracht, und das sich beschleunigende Impfgeschehen dürfte die Aktivität in den durch Corona eingeschränkten Dienstleistungssektoren über die nächsten Quartale ankurbeln.

Folglich haben wir unsere Prognose für das weltweite BIP-Wachstum, das im Jahr 2020 um 3,5 Prozent geschrumpft war, für 2021 von bislang fünf auf mehr als sechs Prozent (zu aktuellen Wechselkursen) angehoben. Gemäß unseren Schätzungen für 2021 dürfte das chinesische Wachstum die Marke von acht Prozent hinter sich lassen, dicht gefolgt von den USA mit mindestens sieben Prozent, und selbst verhältnismäßige Nachzügler wie der Euroraum und Japan sollten ein über dem Trend liegendes Wachstum von rund vier bzw. drei Prozent verzeichnen. Unsere zaghaften Prognosen für 2022 sehen ein Wachstum vor, das zwar weiterhin über dem Trend liegt, sich aber abschwächt. Darin spiegelt sich eine weitere Normalisierung der globalen Gesundheitssituation wider sowie eine allgemeine Fortsetzung der expansiven Geldpolitik, während der finanzpolitische Impuls in vielen Ländern nachlässt oder sogar negativ zu Buche schlägt, wenn die Hilfsprogramme auslaufen und Steuererhöhungen auf den Plan treten.

EIN HOLPRIGER INFLATIONSPFAD ...

In unserem Basisszenario folgt die diesjährige Verbraucherpreisinflation – sowohl die Gesamtinflation als auch, in geringerem Maße, die Kerninflation – in allen Ländern einem holprigen Pfad. Dies könnte Schwankungen der längerfristigen Inflationserwartungen hervorrufen und, wie bereits erwähnt, für einen Inflationsspek an den Anleihenmärkten sorgen.

Im Verlauf der nächsten Monate dürfte eine Kombination aus Basiseffekten, dem jüngsten Anstieg der Energiepreise und Preiskorrekturen in Sektoren, denen eine Wiederbelebung bevorsteht, die Inflationszahlen auf Jahressicht deutlich in die Höhe treiben. Demgegenüber prognostizieren wir, dass ein Großteil dieses Anstiegs im weiteren Jahresverlauf wieder ausgeglichen wird, da sich trotz der zu erwartenden spürbaren Erholung am Arbeitsmarkt kein Zustand der Vollbeschäftigung einstellt. Unter dem Strich sollte die Kerninflation in den Jahren 2021 und 2022 laut unserem Basisszenario in allen wichtigen Industrieländern hinter den Zielsetzungen der Währungshüter zurückbleiben.

... MIT AUFWÄRTS- UND ABWÄRTSRISIKEN

Dennoch ist es angezeigt, potenzielle Inflationsüberraschungen im Auge zu behalten, die diverse Ursachen haben können. So wäre unter anderem denkbar, dass das Wirtschafts- und das Stellenwachstum überraschend positiv ausfallen, die Energiepreise weiter steigen, sich in der Lieferkette des

Technologiesektors (Halbleiter etc.) bestehender Preisdruck auf die Preise auswirkt oder eine bessere Koordination von Geld- und Fiskalpolitik die Inflationserwartungen in die Höhe treibt.

Umgekehrt könnten sich *Abwärtsrisiken* für die Inflation materialisieren, wenn die Unternehmen ihre internen Automatisierungs- und Digitalisierungsprozesse in Reaktion auf die Pandemie vorantreiben oder sich der anhaltende Aufwärtstrend bei den Vermögenspreisen umkehrt. Wie in unserem langfristigen Ausblick 2020 dargelegt, sind die Inflationssichten – insbesondere auf mittlere und längere Sicht – ganz allgemein mit mehr Unsicherheit behaftet.

DIE ZENTRALBANKEN DÜRFTEN KURS HALTEN

Mit Blick auf die Geldpolitik erwarten wir, dass die US-Notenbank angesichts der voraussichtlich „markanten Fortschritte“ in Richtung ihrer Ziele der Vollbeschäftigung und der Preisstabilität im Lauf des Jahres 2021 gegen Ende dieses oder Anfang des nächsten Jahres beginnt, ihre Wertpapierkäufe sukzessive zurückzufahren. Um eine erneute panikartige Reaktion zu vermeiden, wird sie diesen Schritt vermutlich weit im Voraus signalisieren und zugleich bekräftigen, dass Zinserhöhungen erst anstehen, wenn die Ankaufprogramme schon längst ausgelaufen sind.

Während die Märkte die erste US-Zinserhöhung derzeit für Anfang 2023 einpreisen, lässt die neue geldpolitische Strategie der Notenbanker, die auf Vollbeschäftigung und eine durchschnittliche Inflation von zwei Prozent abzielt, laut unserer Prognose einen späteren Zeitpunkt vermuten (siehe US-Abschnitt weiter unten). Damit steht unsere Einschätzung im Einklang mit der jüngsten Zinsprognose der Fed-Sitzung vom März 2021, gemäß der die Mehrheit ihrer Vertreter bis 2024 nicht mit einer Zinsanpassung rechnet.

Die konkrete Entwicklung, die die Wertpapierkäufe der Europäischen Zentralbank (EZB) über den konjunkturellen Horizont nehmen werden, lässt sich dagegen schwerer vorhersagen. Dies ist ihren konfuse Mitteilungen dazu geschuldet, was unter einer „Aufrechterhaltung günstiger Finanzierungsbedingungen“ zu verstehen ist. Unseres Erachtens spiegelt sich darin eine offenkundige Meinungsverschiedenheit im EZB-Rat bezüglich der Frage wider, mit welcher Vehemenz einem Anstieg der Renditen Einhalt geboten werden sollte, sowie in Bezug darauf, wie stark sich die Währungshüter zu ihrem Inflationsziel bekennen – schließlich findet diese Debatte zu einer Zeit statt, in der die EZB-Mitarbeiter eine Inflation prognostizieren, die bis ins Jahr 2023 eher bei einem als bei zwei Prozent liegen sollte. Alles in allem erwarten wir, dass die EZB auf Kurs bleibt, in Reaktion auf Veränderungen der Finanzlage aber eher ein reaktives als ein proaktives Verhalten an den Tag legt.

Momentaufnahmen regionaler Prognosen

USA: DAS WOHL RASANTESTE WACHSTUM SEIT FAST 40 JAHREN

Tiffany Wilding und Allison Boxer

In den USA dürfte das reale BIP-Wachstum im Jahr 2021 die Marke von sieben Prozent hinter sich lassen, da das Wirtschaftsleben durch die einschlägigen Hilfspakete in Kombination mit der verbesserten öffentlichen Gesundheitssituation angekurbelt wird. Ungeachtet des geringen Ausgangsniveaus wäre dies die höchste Wachstumsrate, die das reale Bruttoinlandsprodukt der USA seit 1984 verzeichnet hat. Inzwischen laufen die Corona-Impfungen auf Hochtouren, was für unsere Erwartung spricht, dass die Mehrheit der Bevölkerung bis zum Ende des zweiten Quartals geimpft sein wird. Ferner werden die zusätzlichen Corona-Hilfspakete, die im Dezember und März geschnürt wurden und einen Umfang von knapp drei Billionen US-Dollar haben, im Jahr 2021 schätzungsweise 2,5 bis drei Prozentpunkte zum Realwachstum beitragen. Unserer Einschätzung nach dürfte sich das Wachstum im Jahr 2022 hingegen deutlich auf drei Prozent abkühlen, womit es aber trotzdem über dem Trendwachstum bleibt, da der abklingende finanzpolitische Impuls durch die fortschreitende Konjunkturbelebung und -erholung wettgemacht wird.

Trotz dieser rosigen Wachstumsaussichten haben wir unseren Inflationsausblick für 2022 und die Folgejahre nur moderat nach oben korrigiert. Während wir im zweiten Quartal 2021 aufgrund von Basiseffekten und Preisschwankungen in Covid-anfälligen Sektoren mit einer Phase der erhöhten Inflation rechnen, sollte die Kerninflation gemäß dem Verbraucherpreisindex (VPI) das Jahr 2021 bei rund 1,7 Prozent gegenüber dem Vorjahr schließen und bis Ende 2022 nur allmählich auf 2,2 Prozent im Vorjahresvergleich anziehen. Unsere verhaltene Prognose für den kurzfristigen Preisanstieg ist dadurch bedingt, dass die Kapazitäten der US-Wirtschaft unseres Erachtens noch lange nicht ausgelastet sind und es eine ganze Weile dauern wird, bis sich das höhere Wachstum in den Preisen niederschlägt.

Entsprechend wird die US-Notenbank ihren Geldhahn nur langsam zudrehen, indem sie ihre Wertpapierkäufe Ende 2021 oder Anfang 2022 drosselt. Zugleich sind wir unverändert der Ansicht, dass bis zur ersten Zinsanhebung noch viel Zeit ins Land ziehen wird. Wie die Vertreter der US-Notenbank deutlich gemacht haben, müssen zunächst eine vollständige und umfassende Erholung des Arbeitsmarkts sowie eine nachhaltige Inflationsrate von zwei Prozent erkennbar sein, bevor sie ihre Zinsen anheben. Nach unseren Schätzungen und den internen Prognosen der US-Währungshüter vom März 2021 werden diese Ziele frühestens 2023 erreicht.

Im Lauf der zurückliegenden 50 Jahre verzeichneten die USA nur selten ein reales BIP-Wachstum von mehr als sieben Prozent. Nichtsdestotrotz halten wir die Risiken rund um unseren Ausblick

für ausgewogen. Ein positiver Effekt könnte von der umfangreichen aufgestauten Nachfrage ausgehen, wenn diese einen noch schnelleren Rückgang der privaten Ersparnisse bewirkt, als wir erwarten. Als nachteilig könnten sich indes neue Virusvarianten erweisen, die die Erholung beträchtlich ins Wanken bringen könnten. Auch der Ausblick für die US-Finanzpolitik ist mit großer Unsicherheit behaftet:

Während die USA in unserem Basisszenario ein Infrastrukturlpaket verabschieden, das teilweise durch leichte Steuererhöhungen finanziert wird, sind die Einzelheiten und die Wahrscheinlichkeit eines derartigen Beschlusses nach wie vor unklar.

EUROZONE: KONJUNKTURBELEBUNG DANK BESCHLEUNIGTER IMPFKAMPAGNEN

Nicola Mai

Nach einem enttäuschend langsamen Auftakt sollten die Impfkampagnen in der EU ab dem Frühjahr Fahrt aufnehmen, wenn die bisherigen Lieferanten mehr Impfstoff bereitstellen und neue Vakzine zugelassen werden. Unserer Erwartung nach sollten die stärker gefährdeten Bevölkerungsgruppen – ältere Menschen und Beschäftigte im Gesundheitswesen – bis zum Ende des zweiten Quartals immunisiert sein, was die europäischen Volkswirtschaften befähigen wird, ihren Winter-Lockdowns dauerhaft den Rücken zu kehren. In dieser Zeit sollte das Wirtschaftswachstum deutlich anziehen; bis zu einer vollständigen Normalisierung wird angesichts der schrittweisen Aufhebung der Beschränkungen, der anhaltenden Vorsicht und gewisser Narben infolge der Krise aber noch einige Zeit vergehen. Nach unserer Auffassung wird sich das Wirtschaftsleben im Euroraum erst in der ersten Jahreshälfte 2022 wieder auf das Vorkrisenniveau begeben, wobei wir mit einem BIP-Wachstum von mehr als vier Prozent im Jahr 2021 und knapp fünf Prozent im Jahr 2022 rechnen.

Was die Inflation anbelangt, erwarten wir in den kommenden 18 Monaten eine hohe Schwankungsintensität, die zu einem großen Teil durch Verzerrungen aufgrund von Steueranpassungen und einer veränderten Gewichtung der Güter im VPI-Warenkorb bedingt ist. Abgesehen von diesen Verzerrungen bleibt der Inflationsdruck in unseren Augen eingedämmt, was daran liegt, dass die Kapazitäten der Wirtschaft noch lange nicht ausgelastet sind. Entsprechend rechnen wir für die Jahre 2021 und 2022 mit einer durchschnittlichen Kerninflation von weniger als einem Prozent. Vor diesem Hintergrund scheint die EZB gewillt, anhaltende Unterstützung zu leisten, indem sie ihre Zinsen unverändert lässt und ihr Programm zum Ankauf von Vermögenswerten bis Ende 2022 weiter aufstockt. Auch die Fiskalpolitik sollte expansiv bleiben – unter anderem wegen der Zahlungen aus dem EU-Wiederaufbaufonds ab Mitte 2021 –, wenn auch zu einem geringeren Grad als in den USA.

Wir halten die Risiken rund um die Prognosen für weitgehend ausgewogen. Das größte Aufwärtspotenzial geht von einer stärkeren Freisetzung aufgestauter Nachfrage aus, wenn sich die Volkswirtschaften wieder öffnen. Dagegen hängen die zentralen Abwärtsrisiken mit dem Fortschreiten und der Wirksamkeit der Impfprogramme und einer stärkeren Narbenbildung an den Arbeitsmärkten und bei den von der Krise stark gebeutelten Unternehmen zusammen. Auch die Fiskalpolitik könnte den Ausblick maßgeblich beeinflussen, was sich allerdings primär auf den Zeitraum nach 2022 bezieht, da die europäischen Haushaltsregeln vermutlich auch im kommenden Jahr ausgesetzt bleiben.

VEREINIGTES KÖNIGREICH: AUFHOLJAGD

Peder Beck-Friis

Was die Einführung von Impfstoffen angeht, hat das Vereinigte Königreich einen Schnellstart hingelegt, und die britische Regierung ist auf dem besten Weg, die meisten Einschränkungen bis zum Frühsommer aufzuheben. Unseres Erachtens sollte sich die Wirtschaftsaktivität ab dem zweiten Quartal recht zügig erholen und allmählich zu den übrigen europäischen Länder aufschließen, nachdem sie im Jahr 2020 stärker eingebrochen war. In diesem Zusammenhang glauben wir nicht, dass der Austritt der Briten aus der EU erhebliche wirtschaftliche Konsequenzen für unser Basisszenario 2021 und darüber hinaus haben wird. Derweil dürfte die Fiskalpolitik im Jahr 2021 und den Folgejahren automatisch einen weniger expansiven Kurs einschlagen, wenn die Corona-bezogenen Rettungsprogramme nach und nach auslaufen. Per saldo sollte das britische BIP, ähnlich wie das europäische, in der ersten Jahreshälfte 2022 auf das vor der Pandemie herrschende Niveau zurückkehren, mit einem BIP-Wachstum von rund fünf Prozent im Jahr 2021 und sechs Prozent im Jahr 2022.

Die britische Inflation sollte über den konjunkturellen Horizont anziehen, wobei sie wie in Europa von Schwankungen geprägt sein wird, während Anpassungen der Gewichtung im VPI-Warenkorb und die Steuerpolitik für vorübergehende Ausschläge sorgen. Abgesehen von diesen Verzerrungen lässt der zugrundeliegende Inflationsdruck auch weiterhin keine Überschreitung des Zwei-Prozent-Ziels der Bank of England (BOE) vermuten, was nach wie vor durch den Umfang der ungenutzten wirtschaftlichen Kapazitäten bedingt ist. Für die Jahre 2021 und 2022 rechnen wir mit einer Kerninflation von durchschnittlich 1,3 bzw. 1,9 Prozent. Vor diesem Hintergrund scheinen die Notenbanker zu beabsichtigen, ihre Wertpapierkäufe ab Sommer 2021 schrittweise zu reduzieren und ihre Nettoankäufe bis zum Jahresende abzuschließen. In Hinblick auf die Leitzinsen halten wir es dagegen für unwahrscheinlich, dass die BOE noch vor der US-Notenbank einen Kurswechsel vollzieht – mit diesem Schritt ist erst jenseits des konjunkturellen Horizonts zu rechnen.

Das wichtigste Aufwärtsrisiko geht von einer stärkeren Erholung der Konsumtätigkeit aus als erwartet, wenn sich die private Sparquote schneller normalisiert als erwartet. Dahingegen stehen

die Abwärtsrisiken in Verbindung mit einer schwerwiegenderen pandemiebedingten Narbenbildung, insbesondere am Arbeitsmarkt.

JAPAN: LOCKERE KONTROLLE DER RENDITEKURVE

Tadashi Kakuchi

Im Jahr 2021 dürfte das japanische BIP um drei Prozent zulegen, was überwiegend auf die einschlägigen Konjunkturprogramme (rund vier Prozent des BIP) und die allmähliche Normalisierung der privaten Nachfrage im Inland zurückzuführen ist, die 2020 deutlich eingebrochen war. Aufgrund des voraussichtlich langsameren Impffortschritts im Vergleich zu anderen wichtigen Nationen sollte die Erholungsphase ebenfalls von längerer Dauer sein und sich bis in das Jahr 2022 ziehen. Aus unserer Sicht sind die Risiken weitgehend ausgewogen, wobei sich potenzielle Abwärtsrisiken aus Verzögerungen des Impfgeschehens und potenzielle Aufwärtsrisiken aus einer überraschend zügigen Erholung der privaten Nachfrage ergeben könnten.

Was den Preisauftrieb angeht, dürfte die japanische Gesamtinflation im Jahr 2021 trotz der Wachstumserholung unter null Prozent verharren, da der Inflationsdruck über den konjunkturellen Horizont vermutlich durch einmalige Faktoren, wie die Subventionierung von Reisen und die Senkung der Mobilfunkgebühren, sowie durch die große Produktionslücke in seine Grenzen gewiesen wird.

Da das Inflationsziel von zwei Prozent in immer weitere Ferne rückt, ist davon auszugehen, dass die Bank of Japan (BOJ) noch länger an ihrer expansiven Politik festhält. Bei ihrer Sitzung im März 2021 nahmen die Notenbanker eine Überprüfung ihrer Maßnahmen vor und bemühten sich, die Nachhaltigkeit ihrer aktuellen Geldpolitik zu steigern, was unserer Meinung nach eine weitere Verringerung des Ankaufvolumens japanischer Staatsanleihen (JGBs) nach sich ziehen könnte, um gewisse Marktschwankungen zuzulassen, sobald sich die Corona-Lage verbessert – dies dürfte Mitte bis Ende des laufenden Jahres der Fall sein. Gleichwohl ist weiterhin davon auszugehen, dass die BOJ jeglichen starken Anstieg der zehnjährigen Renditen über die neu definierte Bandbreite von -0,25 bis +0,25 Prozent für zehnjährige JGBs eindämmen wird.

CHINA: GEMÄSSIGTERE KREDITSCHÖPFUNG

Carol Liao

Für China rechnen wir im Jahr 2021 mit einem BIP-Wachstum von mehr als acht Prozent, ausgehend von dem niedrigen Niveau des vergangenen Jahres, was primär der Konsumtätigkeit zuzuschreiben ist. Der Aufschwung von 2020 wurde in erster Linie durch politisch geförderte Investitionen und eine starke Auslandsnachfrage angetrieben, deren Dynamik 2021 nachlassen dürfte, wenn sich die Politik allmählich wieder normalisiert und die globale Produktion wieder aufholt. Nichtsdestotrotz dürfte die Investitionstätigkeit im verarbeitenden Gewerbe zunehmen, wenn sich das Geschäftsklima aufhellt und die Volksrepublik ihre

Aufmerksamkeit abermals auf die Modernisierung der Industrie und die Verlässlichkeit der Lieferketten richtet. Zugleich dürften die Investitionen in Infrastruktur und Wohnimmobilien angesichts der restriktiveren Fiskalpolitik und der Situation am Immobilienmarkt geringer ausfallen.

Die zu erwartende kräftige Erholung des globalen Wachstums – dank des Impffortschritts und der großzügigen Konjunkturpakete in vielen Ländern – hat den Rohstoffpreisen Auftrieb verliehen und dürfte für einen vorübergehenden Anstieg der Inflationszahlen sorgen. Im Fall von China dürfte dieser jedoch teilweise durch die Normalisierung der Schweinefleischpreise ausgeglichen werden, während sich der Sektor von der Schweinegrippe erholt. Entsprechend prognostizieren wir einen gemäßigten Anstieg der Gesamtinflation, die im Jahr 2021 durchschnittlich bei ein bis zwei Prozent liegen sollte. Ferner ist mit einer schrittweisen und moderaten Normalisierung der makroökonomischen Politik zu rechnen. Wie die Regierung versprochen hat, werde sie von heftigen Kurswechseln absehen, um eine robuste Erholung zu fördern. Gleichwohl rückt die Risikoprävention abermals in den Fokus der politischen Entscheidungsträger. Aus diesem Grund gehen wir von einem gemäßigten Kreditwachstum und einem geringeren Anstieg des Haushaltsdefizits aus, die 2020 in die Höhe geschossen waren. Dabei dürften die Leitzinsen und der Mindestreservesatz (RRR) bis 2021 unverändert bleiben.

Zu den kurzfristigen Abwärtsrisiken zählen die Spannungen zwischen den USA und China, eine schleppende Erholung des Konsums, der durch die anhaltende Sorge um die öffentliche Gesundheit eingeschränkt bleibt, und ein geringeres Exportvolumen, sobald der globale Wettbewerb wieder Fahrt aufnimmt. Was die Aufwärtsrisiken betrifft, könnten ein besserer gesamtwirtschaftlicher Ausblick als erwartet und nachlassende Spannungen zwischen den USA und China dem chinesischen Aufschwung zusätzlich auf die Sprünge helfen. Ab 2022 dürfte sich die makroökonomische Situation in unseren Augen zunehmend normalisieren, mit einer Rückkehr zur Trendwachstumsrate von fünf bis sechs Prozent und einer gezielten Politik, die Wachstum und Risikoprävention miteinander vereint. Der neue 14. Fünfjahresplan (2021–2025) rückt die Steigerung von Qualität und Produktivität in den Fokus, wobei ein Schwerpunkt auf Innovationen, Binnennachfrage, Einkommensgleichheit und geringeren Kohlenstoffemissionen liegt.

SCHWELLENLÄNDER: ERHOLUNG MIT UNTERSCHIEDLICHER GESCHWINDIGKEIT

Lupin Rahman

Unser gesamtwirtschaftlicher Ausblick für die Schwellenländer ist optimistisch, wobei sich die einzelnen Entwicklungen entsprechend dem Impffortschritt, der Erholung der Dienstleistungs- und Tourismusbranche, dem innenpolitischen Kurs und den Auswirkungen der höheren Rohstoffpreise deutlich voneinander unterscheiden. Was den Einsatz von Impfstoffen und die erwartete Zeitspanne bis zum Erreichen der Herdenimmunität angeht, hinken

die Schwellenländer den entwickelten Märkten um etwa zwei bis drei Quartale hinterher, wobei sich eine Herdenimmunität in den meisten Schwellenländern nicht vor Ende 2022 einstellen sollte. Angeführt wird das Feld derzeit von den Vereinigten Arabischen Emiraten und Chile, während Lateinamerika (z. B. Peru), einige asiatische Volkswirtschaften (z. B. die Philippinen) und Länder mit mangelnder Impfstoffversorgung hintanstehen. Im Ergebnis legen die Prognosen nahe, dass sich die Produktionslücken in den Schwellenländern mit unterschiedlicher Geschwindigkeit schließen werden, mit breiten Konfidenzintervallen bei den Wachstumsprognosen für die BRIM-Staaten, die für die Jahre 2021 und 2022 mit 6,6 bzw. 4,0 Prozent beziffert werden (die BRIM-Gesamtprognose gibt den BIP-gewichteten Durchschnitt der Prognosen für Brasilien, Russland, Indien und Mexiko an).

Nach unserer Einschätzung dürfte die Inflation in den BRIM-Staaten 2021 auf 4,7 Prozent gegenüber dem Vorjahr steigen, was durch eine Kombination aus Basiseffekten, höheren Nahrungsmittel- und Rohstoffpreisen und Wechselkurseffekten bedingt ist. Für die meisten Schwellenländer bleiben unsere Prognosen für Ende 2021 dagegen hinter den Inflationszielen der jeweiligen Zentralbanken zurück, wobei die Risiken nach oben gerichtet sind. So könnte ein anhaltender Aufwärtstrend der Rohstoffpreise die Gesamtinflation um zwei bis vier Prozentpunkte höher ausfallen lassen, was das Risiko einer Übertragung auf die Kerninflation steigert und somit eine Reaktion der Politik rechtfertigen könnte. Zusammen mit den umfangreichen Produktionslücken und den begrenzten öffentlichen und privaten Schuldendienstkosten bedeutet dies, dass die Geldpolitik 2021 in den einzelnen Schwellenländern noch komplexer und unterschiedlicher ausfallen dürfte als bislang. Über den konjunkturellen Horizont rechnen wir mit Zinsanhebungen in Brasilien und Russland, während Südafrika und Indien in der Warteschleife verharren und Mexiko weitere Lockerungsschritte unternehmen könnte. Zugleich erwarten wir, dass sich die Haushaltsbilanzen im Jahr 2021 um rund zwei bis drei Prozent des BIP verbessern, wohingegen die Finanzpolitik für viele Länder eine Herausforderung bleibt, die begrenzten Raum für weitere Hilfsmaßnahmen birgt.

Die übrigen Risikofaktoren für die Schwellenländer sind im Großen und Ganzen ausgewogen. Wie ein Blick auf den politischen Kalender zeigt, stehen in Mexiko wichtige Wahlen an, bei denen die amtierende Partei erwartungsgemäß ihre Mehrheit verteidigen dürfte. Potenzielle Herabstufungen auf Ramschniveau und Ausfallrisiken werden sich unseres Erachtens auf kleinere Schwellenländer beschränken, die im Index unterrepräsentiert sind, darunter Rumänien und Kolumbien. Ferner könnte die für April 2021 erwartete Ausgabe neuer Sonderziehungsrechte (SDR) des IWF von Vorteil für viele hochrentierliche Schwellenländer mit geringer Reservendeckung sein. (Mehr zu PIMCOs Ausblick 2021 für die Schwellenländer und dessen Anlagekonsequenzen erfahren Sie in unserem aktuellen *Blickpunkt*, „In den Aufschwung investieren“.)

Über unsere Foren

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

Beim Secular Forum, das jährlich stattfindet, konzentrieren wir uns auf den Ausblick für die nächsten drei bis 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 vielschichtige 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. Unsere besondere Aufmerksamkeit 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 Anleihenpreise sinken in der Regel, wenn die Zinsen steigen, und das aktuelle Niedrigzinsumfeld erhöht dieses Risiko. Verringerungen der Kreditfähigkeit des Anleihenkontrahenten können zu einer niedrigeren Marktliquidität und einer höheren Kursvolatilität beitragen. Der Wert von Anlagen in Anleihen kann bei der Rücknahme über oder unter dem ursprünglichen Wert liegen. **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. **Schuldpapiere von Unternehmen** sind dem Risiko ausgesetzt, dass der Emittent seine mit der Obligation verbundene Verpflichtung zu Kapital- und Zinszahlungen nicht erfüllen kann, und können infolge von Faktoren wie der Zinssensitivität, der Beurteilung der Kreditwürdigkeit des Emittenten durch den Markt und der allgemeinen Marktliquidität Preisschwankungen unterliegen. 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. Die **Kreditqualität** eines bestimmten Wertpapiers oder einer Wertpapiergruppe garantiert nicht die Stabilität oder die Sicherheit des gesamten Portfolios. **Credit Default Swaps (CDS)** sind außerbörslich gehandelte (over the counter; OTC) Vereinbarungen zwischen zwei Parteien zur Übertragung des Ausfallrisikos festverzinslicher Wertpapiere; CDS sind das meist genutzte derivative Finanzinstrument. **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. **Aktien** können sowohl wegen der tatsächlichen als auch der empfundenen allgemeinen Markt-, Konjunktur- und Branchenbedingungen an Wert verlieren. **Rohstoffe** gehen mit erhöhten Risiken einher, darunter Markt- und politische Risiken, das Regulierungsrisiko sowie Risiken hinsichtlich natürlicher Gegebenheiten, sodass sie unter Umständen nicht für alle Anleger geeignet sind.

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

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

Alpha ist ein Maß für die Wertentwicklung auf risikobereinigter Basis, das durch den Vergleich der Volatilität (Preisrisiko) eines Portfolios mit seiner risikobereinigten Performance in Bezug auf einen Referenzindex berechnet wird; der Renditeüberschuss im Vergleich zur Benchmark wird als Alpha bezeichnet.

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 (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 Spanish Branch** (N.I.F. W2765338E) und **PIMCO Europe GmbH Irish Branch** (Unternehmensnr. 909462) sind in Deutschland von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) (Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt am Main) gemäß §32 des Gesetzes über das Kreditwesen (KWG) zugelassen. Die Zweigniederlassung in Italien, Irland und Spanien werden zusätzlich von: (1) Zweigniederlassung in Italien: der Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) gemäß §27 des italienischen konsolidierten Finanzgesetzes; (2) Zweigniederlassung in Irland: der Zentralbank von Irland gemäß der Verordnung 43 der Verordnung 2017 der Europäischen Union (Märkte für Finanzinstrumente) in der jeweils gültigen Fassung; sowie (3) Zweigniederlassung in Spanien: der Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) in Übereinstimmung mit den Artikeln 168, 203 bis 224, in Abschnitt V Teil I des Law on the Securities Market (LSM), insbesondere in Bezug auf Wohlverhaltenspflichten, sowie in Übereinstimmung mit den Artikeln 111, 114 und 117 des königlichen Erlasses 217/2008 beaufsichtigt. Die Dienstleistungen von PIMCO Europe GmbH sind nur für professionelle Kunden, wie in §67, Absatz 2 des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) definiert, erhältlich. Sie stehen Privatanlegern nicht zur Verfügung, und diese sollten sich nicht auf die vorliegende Mitteilung verlassen. | **PIMCO (Schweiz) GmbH** (registriert in der Schweiz, Unternehmensnr. CH-020.4.038.582-2). Die bereitgestellten Leistungen von PIMCO (Schweiz) GmbH stehen Privatanlegern nicht zur Verfügung, und diese sollten sich nicht auf die vorliegende Mitteilung verlassen, sondern ihren Finanzberater kontaktieren. | Ohne ausdrückliche schriftliche Erlaubnis darf kein Teil dieser Materialien in irgendeiner Form vervielfältigt oder in anderen Publikationen zitiert werden. PIMCO ist in den Vereinigten Staaten von Amerika und weltweit eine Marke von Allianz Asset Management of America L.P. ©2021, PIMCO