



KONJUNKTURAUSBLICK
JUNI 2021

Inflation am Wendepunkt

Wir erwarten, dass Wachstum und Inflation in den entwickelten Volkswirtschaften in diesem Jahr ihren Höhepunkt erreichen werden, und wir konzentrieren uns auf Liquidität und Flexibilität in unseren Portfolios.

ZUSAMMENFASSUNG

- Im laufenden Jahr erwarten wir, dass die globale Konjunkturerholung in den einzelnen Sektoren und Regionen uneinheitlich ausfallen wird. Im Jahr 2022 wird der Aufschwung wahrscheinlich einer synchronen Wachstumsabschwächung weichen, aber immer noch über dem Trend liegen.
- Obwohl einige Zentralbanken bereits im laufenden Jahr mit dem Zurückfahren ihrer Aufkaufprogramme von Vermögenswerten begonnen haben und andere wahrscheinlich folgen werden, erwarten wir nicht, dass eine Zentralbank der Industrieländer mit der Erhöhung der Leitzinsen während unseres zyklischen Prognosehorizonts beginnen wird.
- Wir erwarten, dass die Inflation in den entwickelten Märkten in den kommenden Monaten ihren Höhepunkt erreichen wird. Allerdings sind der genaue Zeitpunkt und die Größenordnung schwierig vorherzusagen. Der Hauptgrund sind Angebotsengpässe.
- An den Märkten sehen wir weniger überzeugende Kaufgelegenheiten. Und wir glauben auch, dass die Bewertungen generell hoch sind. Wir halten es für sinnvoll, geduldig zu sein und sich darauf zu konzentrieren, Liquidität in unseren Portfolios zu halten und flexibel zu bleiben, um auf Marktentwicklungen und Kaufchancen reagieren zu können.
- Bei der Duration gehen wir davon aus, eine moderate Untergewichtung in unseren Modellportfolios beizubehalten. Bei den Spread-Positionen bevorzugen wir weiterhin nicht staatliche Hypothekensicherheiten aus den USA und andere forderungsbesicherte Wertpapiere. Bei den Unternehmenskrediten sehen wir wenig Potenzial für eine signifikante Einengung der Spreads.
- Wir rechnen mit guten Chancen bei Schwellenländer-Anleihen in Lokal- und Fremdwährung sowie bei ausgewählten Schwellenländer-Währungen. Allerdings werden wir vorsichtig bleiben in einer Zeit, in der die durch die Pandemie verursachten Herausforderungen in den Schwellenländern weiter aktuell und akut sind.

VON:

Tiffany Wilding

Executive Vice President
Volkswirtin

Andrew Balls

CIO
Global Fixed Income

In den vergangenen Monaten verlief die konjunkturelle Erholung in den verschiedenen Regionen und Sektoren ungleichmäßig. Im Fall der USA hat dies zu Engpässen in der Lieferkette und einem Anstieg der Inflation geführt. Trotzdem betrachten wir bei PIMCO die Faktoren, die den jüngsten Preisanstieg verursacht haben, weiterhin als vorübergehend. Folglich haben sich unsere grundlegenden Meinungen zu den Auswirkungen der Pandemie, den politischen Implikationen oder dem Wirtschaftswachstum seit unserem zyklischen Ausblick vom März nicht wesentlich verändert.

Bisher fiel die Reaktion der Märkte auf diese makroökonomischen Entwicklungen im Allgemeinen verhalten aus, und trotz höherer Inflationsrisiken ist die Rendite der

zehnjährigen US-Staatsanleihen seit Mitte März um 25 Basispunkte gesunken. Wie wir jedoch bei unserem zyklischen Forum im März erörtert haben, sehen wir das Risiko, dass die größeren makroökonomischen Unsicherheiten und die Volatilität zu einem ähnlichen Anstieg der Volatilität auch an den Anlagemärkten führen werden. Daher glauben wir, dass es sinnvoll ist, in einer Zeit weniger zwingender Kaufgelegenheiten und allgemein hoher Bewertungen geduldig zu sein und sich darauf zu konzentrieren, Liquidität und Flexibilität in unseren Portfolios zu erhalten. Wenn die Märkte überschießen, wozu sie ja durchaus neigen, wollen wir die Flexibilität haben, diese Chancen zu nutzen.



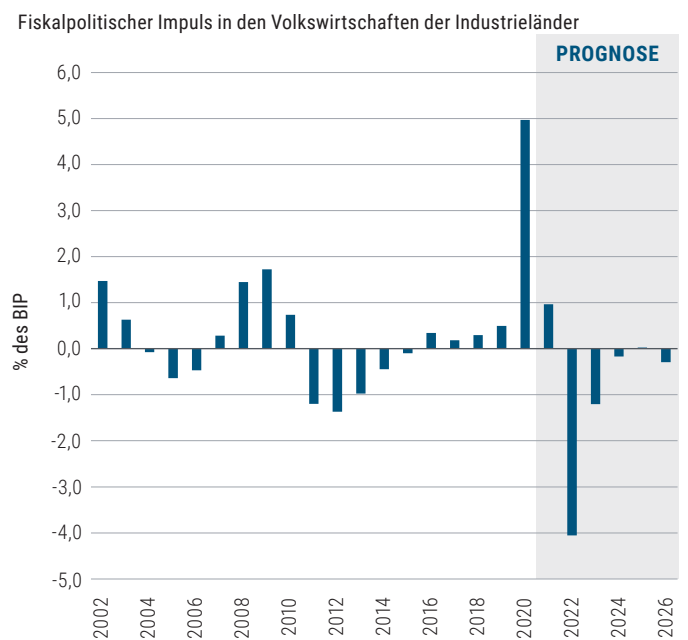
Wirtschaftsausblick: Pandemie, Politik und Wachstumsspitze

In den vergangenen Monaten legten die öffentlichen Gesundheitsdaten den Schluss nahe, dass die globale Pandemie, gemessen an der Zahl der Fälle, im zweiten Quartal 2021 vermutlich ihren Höhepunkt überschritten hat. Die Sieben-Tages-Rate neuer Covid-19-Fälle weltweit sank von Mitte April bis Anfang Juni von rund 5,8 Millionen auf 2,9 Millionen pro Woche. Gleichzeitig sind die Impfquoten in den Industrieländern nach einem holprigen Start angestiegen. Es wird damit gerechnet, dass die Industriestaaten in den kommenden Monaten die Herdenimmunität erreichen werden. Folglich sollten die weltweiten Zahlen neuer Infektionen und Todesfälle trotz langsamerer Fortschritte bei den Impfkampagnen in den Entwicklungsländern weiter sinken. (Für detailliertere Einblicke zu den Schwellenländern lesen Sie bitte den aktuellen Blog-Beitrag „Schwellenländer unter der Lupe“.

Mit dem Zurückweichen der Pandemie hat jedoch auch die Unterstützung seitens der Politik vermutlich ihren Höhepunkt erreicht. Bei den Industrienationen erwarten wir, dass der fiskalische Impuls in seiner Wirkung nachlassen wird und sich die strukturellen Staatsdefizite in den kommenden Monaten zu einer regelrechten Wachstumsbremse entwickeln werden (siehe Abbildung 1). Wir gehen davon aus, dass dies auch dann passieren wird, wenn in den USA neue Infrastrukturausgaben auf den Weg gebracht werden. Die im März 2021 verabschiedeten zusätzlichen Gesetze zur Abfederung der Pandemiefolgen haben die US-Konjunktur angekurbelt, was auch für den Rest der Welt positive Auswirkungen hatte. Allerdings: Der fiskalische Impuls, der im ersten Quartal 2021 primär von den Geldprämien für die US-Haushalte ausging, wird sich nicht wiederholen. Und es wird erwartet, dass die von der US-Bundesregierung aufgestockten Hilfen für Arbeitslose zum Ende des dritten Quartals vollständig auslaufen.

In ähnlicher Weise haben die schärferen Finanzierungsbedingungen in China das Kreditwachstum eines der wichtigsten Wirtschaftsmotoren der Welt verlangsamt. Die Zentralbanken der Industrieländer haben gleichzeitig mit einer langsamen Richtungsänderung begonnen, indem sie entweder den ersten Schritt hin zu einer Normalisierung der Politik getan haben (wie zum Beispiel die kanadische Notenbank und die Bank of England, die ihre Ankäufe von Vermögenswerten zurückfahren) oder Pläne dazu verkündet haben (wie zum Beispiel die Fed, die durchblicken ließ, dass sie bei der Sitzung im Juni ein sogenanntes „Tapering“ diskutiert hat).

Abbildung 1: Nach dem Höhepunkt im Jahr 2020 könnte die fiskalpolitische Unterstützung in den Industrieländern über unseren zyklischen Prognosehorizont hinweg sogar zu einer Belastung und Bremse für das Wirtschaftswachstum in den Industriestaaten werden.

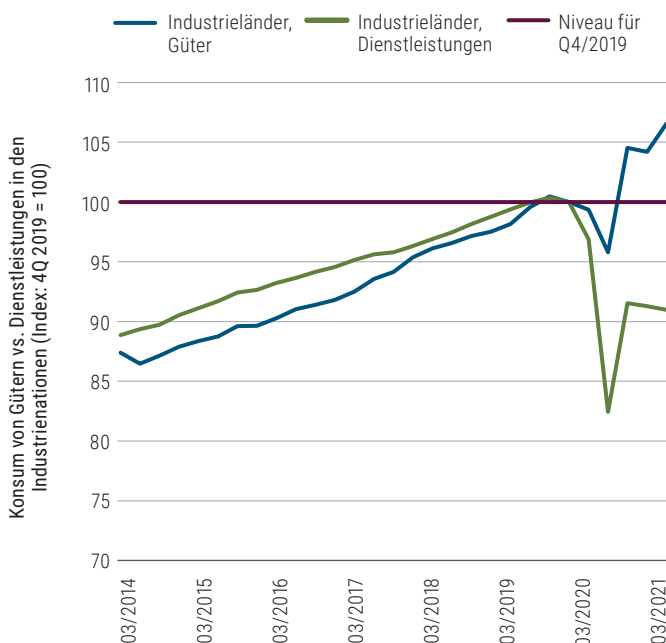


Quelle: Haver Analytics, Berechnungen von PIMCO; Stand: April 2021. Der fiskalpolitische Impuls für die Volkswirtschaften der Industrieländer ist die BIP-gewichtete Veränderung des strukturellen Primärsaldos der USA, Großbritanniens, der EU, Kanadas und Japans.

Diese Faktoren dürften Auswirkungen unterschiedlichen Ausmaßes auf das Wachstum in verschiedenen Branchen und Regionen haben. Eines der Ergebnisse wird wahrscheinlich sein, dass die Wachstumserholung in den einzelnen Industrieländern im laufenden Jahr unterschiedlich stark ausfallen wird. Wir gehen jedoch davon aus, dass diese Erholung im Jahr 2022 synchroner, wenngleich schwächer verlaufen wird. Gleichwohl dürfte das kräftige BIP-Plus dann immer noch über dem langjährigen Trend liegen. Insbesondere nach der Rezession und dem Konjunkturerinbruch im Jahr 2020 glauben wir, dass die USA, Großbritannien, Kanada und China im zweiten Quartal 2021 wahrscheinlich den höchsten Zuwachs beim BIP erzielen werden, während wir diese Spitze für die EU und Japan erst im dritten und vierten Quartal erwarten.

Wenn wir auf die Branchen blicken, dürfte sich die hohe Nachfrage nach Konsumgütern abschwächen, wohingegen die Ausgaben für Dienstleistungen wieder steigen sollten. Viele Aspekte dieser „Pandemie“-Rezession waren einzigartig. In besonderem Maß erwähnenswert war jedoch, dass die Nachfrage nach Konsumgütern zu keinem Zeitpunkt eingebrochen war. In allen Industrieländern kauften die Verbraucher im Allgemeinen langlebige Güter anstelle von Dienstleistungen (siehe Abbildung 2). In den USA zum Beispiel explodierte der Absatz von Heimtrainern geradezu, wohingegen die Ausgaben für Mitgliedschaften in Fitnesscentern regelrecht abstürzten. In ähnlicher Weise nahm die Nachfrage nach Autos zu, während der öffentliche Verkehr ein Minus verbuchen musste. Solche Beispiele ließen sich noch viele benennen. Die über dem Trend liegende Nachfrage nach Konsumgütern in der zweiten Jahreshälfte 2020 und in der ersten Jahreshälfte 2021 mag einen wichtigen Beitrag zur Konjunkturerholung in den Industriestaaten geleistet haben. Allerdings wird auch dieses Wachstum seinen Höhepunkt wahrscheinlich im zweiten oder dritten Quartal dieses Jahres überschreiten, wenn die Pandemie (wie erhofft) abklingt. Die Präferenzen der Verbraucher werden sich dann wieder in Richtung Dienstleistungsausgaben verschieben.

Abbildung 2: Seit Beginn der Pandemie hat der Verbrauch von Gütern den Verbrauch von Dienstleistungen in den entwickelten Märkten deutlich überstiegen – dieser Trend könnte sich später im Jahr 2021 aber verändern



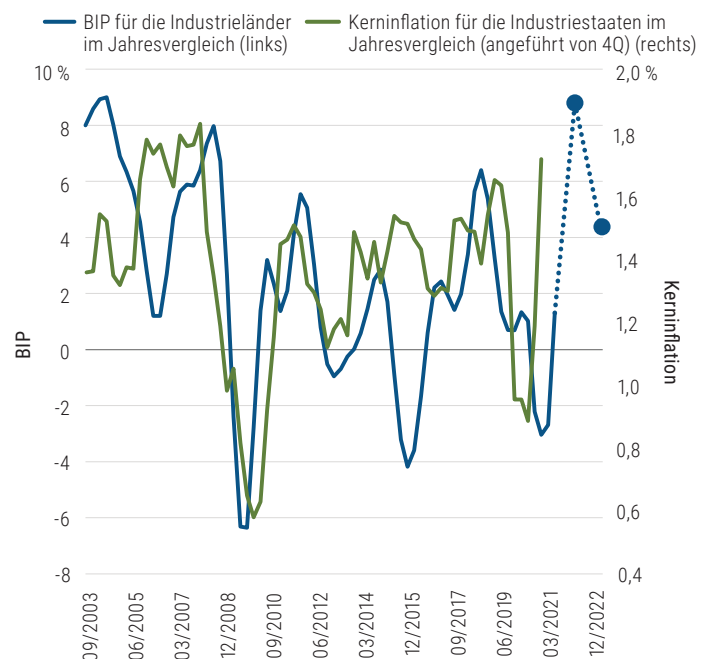
Quelle: Haver Analytics, Berechnungen von PIMCO; Stand: März 2021. Die Aggregate der Industrieländer basieren auf dem BIP-gewichteten durchschnittlichen realen Verbrauch von Kanada, der Eurozone, Japan, Großbritannien und den USA, sofern Quartalsdaten verfügbar sind. Im Fall von Japan verwenden wir nominale Daten. Im Fall der Eurozone haben wir den BIP-gewichteten Durchschnitt des nominalen Konsums für Italien, Frankreich, Deutschland und die Niederlande verwendet.

Insgesamt gehen wir davon aus, dass das reale BIP in den Industriestaaten im Jahr 2021 um sechs Prozent wächst (gemessen am vierten Quartal gegenüber dem vierten Quartal) und sich das BIP-Plus 2022 auf weniger als drei Prozent abschwächen wird. In der Zwischenzeit wird der langsamere Fortschritt bei den Impfkampagnen insbesondere in den Schwellenländern dort eine vollständige Konjunkturerholung (wie in den Industrienationen) wahrscheinlich verzögern. Wir erwarten, dass sich das BIP-Wachstum in den Schwellenländern im Jahr 2022 auf fünf Prozent beschleunigen wird nach 3,5 Prozent im laufenden Jahr (4Q/4Q).

INFLATION: EIN ANSTIEG, ABER KEINE SPIRALE

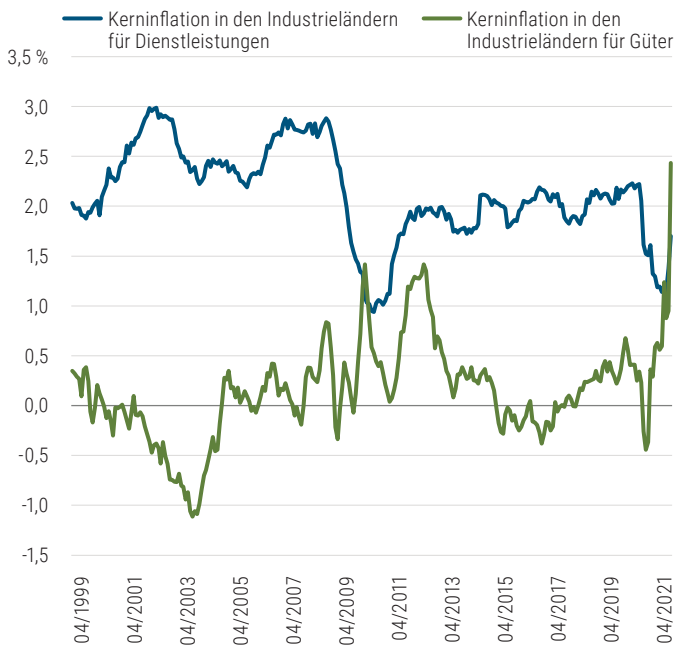
Da die Inflation in den Industriestaaten im Allgemeinen dem Wachstum hinterherhinkt, gehen wir auch davon aus, dass die Inflation in den kommenden Monaten ihren Höhepunkt erreichen wird (siehe Abbildung 3). Der genaue Zeitpunkt und das Ausmaß sind jedoch aufgrund von Angebotsengpässen, die sich stärker als erwartet auf die tatsächlich gemessene Teuerungsrate für Waren ausgewirkt haben, mit Unsicherheiten behaftet. Im April 2021 hatte sich die Kerninflation in den Industrieländern mit 1,7 Prozent (im Jahresvergleich) vollständig von ihrem Rückgang während der Pandemie erholt; die Zusammensetzung des Inflationsdrucks war damals jedoch eine ganz andere. In der Tat lag die Teuerungsrate von Dienstleistungen zwar noch weit unter dem vorpandemischen Niveau, während die Inflationsrate von Gütern deutlich höher war (siehe Abbildung 4).

Abbildung 3: Mit dem Erreichen des Höchststands des BIP-Wachstums in den Industrieländern könnte auch der Höhepunkt der Inflation nicht mehr lange auf sich warten lassen



Quelle: Haver Analytics, Berechnungen von PIMCO; Stand: März 2021. Die Kerninflation der Industrieländer ist die BIP-gewichtete aggregierte Kerninflation von Kanada, der Eurozone, Japan, Großbritannien und den USA. Das BIP-Wachstum für die Industrieländer wird aus dem aggregierten Wert (in US-Dollar) des BIP von Kanada, der Eurozone, Japan, Großbritannien und den USA berechnet.

Abbildung 4: Die Kerninflation wurde während der Pandemie weitgehend von den Güterpreisen bestimmt



Quelle: Haver Analytics, Berechnungen von PIMCO; Stand: April 2021. Die Kerninflation der Industrieländer (Waren und Dienstleistungen) ist die BIP-gewichtete, aggregierte Kerninflation von Kanada, der Eurozone, von Japan, von Großbritannien und der USA.

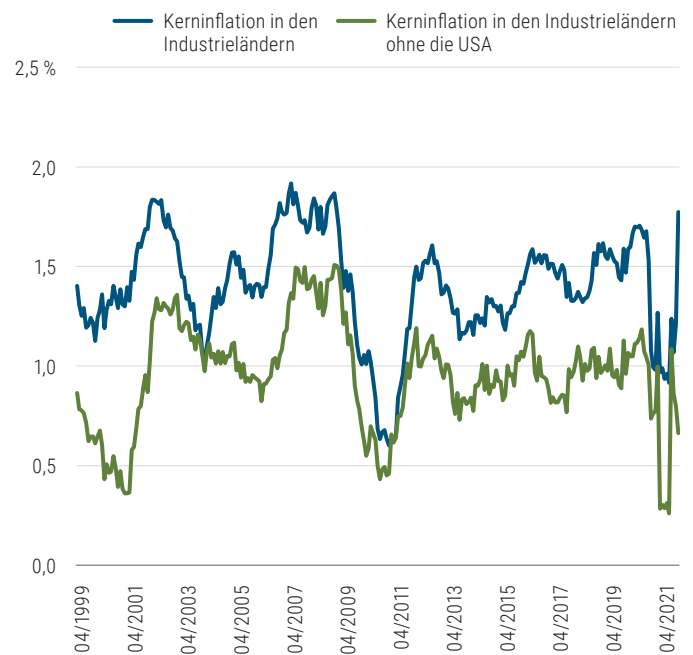
Bei genauerer Betrachtung der Daten ist der Anstieg der Güterinflation in den Industrieländern vor allem auf die explodierenden Preise für US-Gebrauchtwagen zurückzuführen. Der weltweite Mangel an Halbleitern hat die US-Produktion neuer Autos stärker behindert, als das in anderen Industrieländern der Fall war. Die Preiseffekte dieser Engpässe zeigen sich vor allem auf dem Gebrauchtwagenmarkt. Zu einem großen Teil ist das darauf zurückzuführen, dass US-Mietwagenfirmen nach dem Abbau der Flotten im vergangenen Jahr jetzt auf Gebrauchtwagen zurückgreifen, um ihre Flotten wieder aufzurüsten. Auch logistische Engpässe haben den Gütermarkt in den USA behindert: Die Überlastung der Häfen an der Westküste und ein Mangel an Lkw-Fahrern haben die Lieferzeiten verlängert und die Kosten erhöht, die an die Verbraucher weitergegeben werden.

Dennoch: Es wird erwartet, dass sich diese Angebotsengpässe im Jahr 2022 entspannen werden. In Verbindung mit der den Höhepunkt überschreitenden Güternachfrage in der zweiten Hälfte des Jahres 2021 dürfte das den Inflationsanstieg abschwächen. Darüber hinaus sind die USA mit einer Arbeitslosenquote von 5,8 Prozent noch weit von der Vollbeschäftigung entfernt. Die Situation am Arbeitsmarkt in Verbindung mit einer relativ flachen Phillips-Kurve (was darauf hindeutet, dass der statistische Zusammenhang zwischen Beschäftigung und Inflation weniger signifikant ist), die nach wie vor stabilen

Inflationserwartungen und das sich beschleunigende Produktivitätswachstum lassen das Risiko einer Inflationsspirale in den USA unter dem Strich gering erscheinen.

Außerhalb der USA, in anderen Industrieländern, war der Inflationsdruck deutlich geringer ausgeprägt. Tatsächlich lag die Kerninflation in den Industrienationen ohne die USA im April 2021 bei rund 0,6 Prozent gegenüber 3,0 Prozent Kerninflation in den USA (im Jahresvergleich, siehe Abbildung 5). Diese Divergenz ist trotz des globalen Charakters der Engpässe in der Lieferkette aufgetreten, weil die finanzpolitisch stimulierte Nachfrage nach Gütern in den USA stärker ausfiel als in anderen entwickelten Märkten. Die Tatsache, dass sich die großen fiskalischen Transferleistungen wahrscheinlich nicht wiederholen werden und die US-Fiskalpolitik im Jahr 2022 zu einer Wachstumsbremse werden kann, spricht jedoch dafür, dass die Inflation auch im Jahr 2022 moderat ausfallen wird.

Abbildung 5: Die USA sind der Haupttreiber für die Kerninflation in den Industrieländern



Quelle: Haver Analytics, Berechnungen von PIMCO; Stand: 30. April 2021. Die Kerninflation der Industrieländer ist die BIP-gewichtete aggregierte Kerninflation von Kanada, der Eurozone, Japan, Großbritannien und den USA.

Unter dem Strich prognostizieren wir, dass die Industrieländer-Inflation 2021 annualisiert bei durchschnittlich drei Prozent liegen wird, bevor sie 2022 auf 1,5 Prozent zurückgehen wird – und damit unter die Zielmarke der Zentralbanken der Industrieländer. Für die USA erwarten wir, dass die Kerninflationsrate im zweiten Quartal 2021 einen Höchststand von etwa vier Prozent auf Jahresbasis erreichen und das Jahr mit 3,5 Prozent abschließen wird, bevor sie 2022 wieder auf 2,3 Prozent zurückgeht.

DER GELDPOLITISCHE AUSSTIEG BIRGT RISIKEN

Unser Basisszenario für Wachstum und Inflation birgt sowohl Abwärts- als auch Aufwärtsrisiken. Der Ausstieg aus einem politisch induzierten hin zu einem organischen Wachstum könnte besser als erwartet ablaufen ... oder auch schlechter. Zu den Aufwärtsrisiken gehören 1) ein umfangreiches Anhäufen überschüssiger Ersparnisse der privaten Haushalte, die einen ausgesprochen starken Konsumboom anheizen (und gleichzeitig vermutlich zu einer höheren Inflation beitragen), 2) ein erhöhtes Innovationstempo und ein höheres Produktivitätswachstum, das die Unternehmensgewinne und die Reallöhne stützt, oder 3) allgemein eher lockere Finanzierungsbedingungen, die Kreditvergabe und Investitionen weiterhin unterstützen.

Hingegen gehören zu den Abwärtsrisiken für den Basisausblick 1) eine höhere Inflation, die die Margen der Unternehmen drückt und die Realeinkommen der privaten Haushalte schmälert, 2) eine ökonomische Umverteilung, die lange dauert und vermehrt zu Langzeitarbeitslosigkeit führt, oder 3) sich dauerhaft verändernde Präferenzen der privaten Haushalte nach der Pandemie in Bezug auf Sparverhalten und Konsum.

DIE ZENTRALBANKEN HALTEN KURS

Seit März 2021 haben viele große Industrieländer-Notenbanken begonnen, ihren geldpolitischen Kurs allmählich zu ändern. Die kanadische Notenbank (BOC) und die Bank of England (BOE) haben erste Schritte zur Normalisierung ihrer Geldpolitik unternommen, indem sie ihre Anleihenkäufe reduziert haben, während die Federal Reserve andeutete, dass sie bei der Sitzung im Juni ihre Pläne zur Verringerung ihrer Kaufprogramme diskutiert habe.

Was den Ausblick betrifft, so erwarten wir weiterhin, dass die Fed im späteren Verlauf des Jahres 2021 eine allmähliche Drosselung ihrer monatlichen Ankäufe von Vermögenswerten einleiten und diese bis zum dritten Quartal 2022 beenden wird. Was den Zeitpunkt der Ankündigung angeht, halten wir es weiterhin für am wahrscheinlichsten, dass das bei der Dezember-Sitzung der Fed passieren wird; wir schließen jedoch eine Ankündigung bereits im September nicht aus. Der derzeitige Anstieg der US-Inflation ist wahrscheinlich nur vorübergehender Natur. Trotzdem könnte die Fed bestrebt sein, das Risiko einer unerwünschten, höheren Inflation und der damit einhergehenden Erwartungen aktiv managen zu wollen, indem sie ihre Tapering-Pläne maßvoll voranbringt. Dies würde der Fed auch die Option belassen, ihren Ausblick für etwaige Leitzinserhöhungen weiter flexibel zu halten, falls sich die höhere Inflation in den USA als hartnäckiger erweisen sollte.

Umgekehrt halten wir es für wahrscheinlich, dass die EZB den Kauf von Vermögenswerten (auch bekannt als quantitative Lockerung oder QE) über unseren zyklischen Prognosehorizont hinaus fortsetzt. Es ist zwar möglich, dass an den EZB-Kaufprogrammen kleine Anpassungen vorgenommen werden. Aber wir halten es für eher unwahrscheinlich, dass die EZB ihr Inflationsziel bis 2022 erreichen wird. Daher ist die Frage, wie die EZB einen nachvollziehbaren Weg und eine Strategie für die Beendigung der Käufe aufzeigen wird, vermutlich eine, die sich erst für unseren nächsten langfristigen (nicht zyklischen) Ausblick stellt.

Letztendlich halten wir fest: Wir rechnen zwar mit Änderungen an den QE-Programmen der Industrieländer-Notenbanken. Aber wir erwarten nicht, dass diese Notenbanken über unseren zyklischen Prognosehorizont hinweg die Leitzinsen anheben werden. Tatsächlich dürften die Zentralbanken in Kanada, Neuseeland und Australien mit den ersten Zinserhöhungen im ersten Halbjahr 2023 den Anfang machen, gefolgt von der Fed und der BOE im zweiten Halbjahr 2023. Die EZB, die in der vergangenen Dekade größere Schwierigkeiten hatte, ihr Inflationsziel von zwei Prozent zu erreichen, wird voraussichtlich nicht viel später eine Zinserhöhung ankündigen, wohingegen die japanische Notenbank weiterhin mit deflationären Tendenzen zu kämpfen hat.

Anlageimplikationen

Unser Makro- und Marktausblick ähnelt stark unseren Schlussfolgerungen vom März. Daher haben wir keine wesentlichen Änderungen an unseren Modellportfolios vorgenommen. An den Märkten sehen wir weniger überzeugende Kaufgelegenheiten. Und wir glauben auch, dass die Bewertungen generell hoch sind. Wir denken deshalb, dass es sinnvoll ist, geduldig zu sein und sich darauf zu konzentrieren, Liquidität in unseren Portfolios zu halten und flexibel zu bleiben, um auf Marktentwicklungen und Kaufchancen reagieren zu können.

Der Ausblick ist nach wie vor mit großen Unsicherheiten behaftet, was die Aufwärts- und Abwärtsrisiken für Wachstum und Inflation angeht, aber auch mit Blick auf den Beginn des QE-Tapering außerhalb der USA und durch die Fed, was später im Jahr als wahrscheinlich erachtet wird.

Natürlich ist jeder Ausblick mit Unsicherheiten behaftet. Aber im Moment ist es besonders schwer, die eingehenden Daten richtig zu interpretieren, weil die durch die Pandemie verursachte Disruption und die folgende Konjunkturerholung schlicht ohne Beispiel sind. Darüber hinaus könnte jede „Tapering“-Debatte der Fed – egal wie vorsichtig sie geführt wird – zu Störungen an den Märkten führen. Das gilt insbesondere für die Spread-Sektoren, da wir bereits deutliche Schwankungen an den globalen Zinsmärkten gesehen haben. Dennoch waren die Reaktionen der Märkte auf die Ankündigungen der BOC und der BOE früher im Jahr undramatisch, und in den USA sind die Bedingungen heute ganz andere als 2013. Damals war die „Tapering“-Ankündigung der US-Notenbank eine Überraschung. Heute aber diskutieren wir das Timing für das Ende von QE bereits seit Monaten. Zudem hat die Fed durchblicken lassen, dass die tatsächlichen Zinserhöhungen sehr langsam und vorsichtig erfolgen sollen. Zumindest aber trägt das bevorstehende „Tapering“ zur Unsicherheit unseres Ausblicks bei. Und ein reduziertes QE, in den USA und weltweit, dürfte den Risikotransfer in den betroffenen Märkten nicht gerade einfacher machen.

DURATION UND ZINSKURVE

Bei der Duration werden wir nahe am Heimatmarkt bleiben und in unseren Modellportfolios eine moderate Untergewichtung gegenüber unseren Benchmarks beibehalten. Wenn wir auf die vergangenen 18 Monate zurückschauen mit Blick auf die Duration von US-Papieren und weltweiten Anleihen, dann haben wir eine regelrechte Rundreise hinter uns: von sehr niedrigen Renditen im Zusammenhang mit dem pandemischen Schock bis zum

daran anschließenden Anstieg der Renditen – und der damit verbundenen Volatilität –, als die Märkte begonnen haben, die Wirksamkeit der Impfungen und die Konjunkturerholung einzupreisen. Mitte Juni lagen wir nur knapp unter dem ungefähren 1,5- bis 2,0-Prozent-Korridor, den wir für die zehnjährigen US-Staatsanleihen für die kommenden Monate vorhergesagt hatten. Wir erwarten eine moderate Untergewichtung der Duration und sind dabei vorsichtig, was Korrelationen mit anderen Positionen in unseren Portfolios angeht.

Wir erwarten auch, eine Position aufzubauen, die eine steilere Zinskurve berücksichtigt. Das steht im Einklang mit unserer seit Langem bestehenden strukturellen Tendenz und dient auch als potenzielle Ertragsquelle. Wir gehen weiterhin davon aus, dass die Zentralbanken das vordere Ende der Zinskurve „verankern“ werden. Angesichts der größeren Inflations Sorgen gibt es jedoch Potenzial für höhere Renditen bei längeren Laufzeiten. Wir glauben, die Fed befindet sich auf einem sehr langsamen Pfad der zinspolitischen Straffung. Und deshalb bietet die Zinskurve unseres Erachtens eine sehr liquide Option, Portfolios so zu positionieren, dass sie von den größeren Inflations Sorgen profitieren. Wir glauben auch, dass eine global diversifizierte Positionierung in Staatsanleihen aus Europa, Großbritannien und Japan, die auf eine steilere Kurve spekuliert, sinnvoll ist. Wie bei den obigen Ausführungen zur Duration bereits erwähnt, werden wir auf die Korrelation zwischen Kurvenpositionen und anderen Risikopositionen in unseren Portfolios achten.

KREDITMARKT

Wir gehen davon aus, dass wir in den Spread-Portfolios insgesamt übergewichtet sein werden. Dabei stellen die aktuellen Allokationen bei nicht staatlichen US-Hypotheken und anderen forderungsbesicherten Wertpapieren eine wichtige Komponente der Spread-Positionierung dar. Wir sind weiterhin der Meinung, dass nicht staatliche Hypotheken im Vergleich zu generischen Cash-Unternehmensanleihen preiswert sind und ein günstiges Risikoprofil aufweisen. Das begrenzte Angebot wirkt ebenfalls unterstützend.

Bei Unternehmensanleihen sehen wir wenig Potenzial für eine signifikante Einengung der Spreads, da die Bewertungen bereits an den Verschuldungsgrad der Emittenten angepasst wurden. Angesichts der niedrigen Renditen von Staatsanleihen wird es aber vermutlich auch weiterhin eine starke Nachfrage nach Unternehmensanleihen geben, selbst bei engen Spreads. Und niedrigere Absicherungskosten für ausländische Investoren könnten die Anleihen von US-Firmen weiter unterstützen.

Wir gehen davon aus, dass Indizes auf Kreditderivate der vorrangige Weg sein werden, um Kredit-Beta zu generieren. In universell strukturierten Portfolios werden wir versuchen, Cash-Positionen bei Unternehmen auf die überzeugendsten Einzeltitel-Ideen zu beschränken, die von unserem weltweiten Team von Anleihenanalysten identifiziert wurden. Die Einzeltitel-Auswahl wird wahrscheinlich auch weiterhin ein wichtiger Alpha-Treiber bei spezialisierten Kreditmandaten sein. Der Fokus dürfte dabei vermutlich auf der Finanzbranche, auf Zyklikern, dem Wohnungswesen und verwandten Sektoren sowie solchen Branchen liegen, die nach der Pandemie Aufholpotenzial haben.

Wir streben eine neutrale bis untergewichtete Position bei staatlichen, hypothekarisch gesicherten Wertpapieren (MBS) an, da die Bewertungen teuer sind, es an Carry oder Möglichkeiten zur Ertragsgenerierung mangelt und ein bevorstehendes „Tapering“ der Fed die Vermittlung von MBS erschweren könnte.

INFLATIONSINDEXIERTE ANLEIHEN

Ein „Tapering“ der Fed würde auch die Märkte für inflationsgeschützte US-Staatsanleihen (TIPS) beeinflussen. In Anbetracht der aktuellen Bewertungen und aufgrund von Liquiditätserwägungen werden wir bei TIPS relativ neutral bleiben, obwohl in einigen Portfolios eine Übergewichtung von TIPS angesichts der immer noch angemessenen Preise für die Absicherung gegen Inflationsüberraschungen weiterhin sinnvoll sein kann.

WÄHRUNGEN UND SCHWELLENLÄNDER

Wir bevorzugen weiterhin eine Untergewichtung beim US-Dollar – mit sorgfältiger Skalierung – gegenüber Währungen aus den G10-Staaten mit Rohstofffokus und ausgewählten Schwellenländer-Währungen. Diese Strategie basiert auf mehreren Überlegungen: der Prognose für ein weiteres Wachsen der Weltwirtschaft (wobei die Währungen kleiner, offener Volkswirtschaften davon am meisten profitieren

werden), den Bewertungen, dem sehr geduldigen Ansatz der Fed im Vergleich zu früheren Zeiten und dem Potenzial für eine etwas schnellere geldpolitische Straffung in anderen Staaten.

Neben den Währungen rechnen wir auch mit guten Chancen bei Schwellenländer-Anleihen in Lokal- und Fremdwährung. Allerdings werden wir vorsichtig bleiben in einer Zeit, in der die durch die Pandemie verursachten Herausforderungen in den Schwellenländern weiter aktuell und akut sind.

AKTIEN

Unserer Ansicht nach sind Aktien jetzt fair bewertet. Die Risikoprämie für US-Aktien liegt bei 3,5 Prozent, was dem Durchschnitt der Expansion in der Mitte des Zyklus entspricht. Da die Gewinnprognosen weiterhin nach oben korrigiert werden, bleiben wir in unseren Asset-Allocation-Portfolios bei Aktien übergewichtet. Angesichts der Bewertungen liegt der Fokus nun auf der Auswahl von Sektoren und Titeln, die von der weiteren Öffnung des Dienstleistungssektors profitieren dürften. Des Weiteren konzentrieren wir uns auf Zykliker in Branchen, die langfristig Unterstützung erhalten, die über Preissetzungsmacht verfügen und Markteintrittsbarrieren errichtet haben. Dazu gehören zum Beispiel Halbleiter, technische Automatisierung und „grüne“ Industrien.

ROHSTOFFE

Rohstoffe sind aufgrund der starken globalen Nachfrage deutlich teurer geworden. Mit Blick auf die Zukunft gehen wir jedoch davon aus, dass die Spotkurse weniger kräftig steigen werden, weil die Absicherungsgeschäfte der Produzenten zunehmend die längerfristigen Preise deckeln. Die positive sogenannte „roll yield“, die aggregiert nahe des Höchstwerts der letzten zwei Jahrzehnte liegt, wird für zukünftige Renditen von entscheidender Bedeutung sein. (Rollrendite bezieht sich auf die Rendite, die generiert wird, wenn ein längerfristiger Future-Kontrakt im Lauf der Zeit in einen kurzfristigeren Kontrakt „rollt“, wenn er sich dem Verfallsdatum nähert.)

Wie wir bei den jüngsten Foren erörtert haben, konzentrieren sich viele Entscheidungsträger aus dem öffentlichen Bereich und der Privatwirtschaft derzeit stark auf die Forderungen nach mehr Klimaschutz und sozialer Gerechtigkeit. Für politische Entscheidungen, regulatorische Offenlegungspflichten, Kapitalbildung, nachhaltige Investments und potenzielle Marktanpassungen bedeutet das: Da kommt eine neue Dimension hinzu, die unseren zyklischen Ausblick beeinflusst. Wir sehen, dass das Thema Nachhaltigkeit wichtiger wird. Mark Carney, der COP26 im November 2021 fest im Blick hat, hat uns daran erinnert. Politiker und Wirtschaftsführer rund um den Globus versuchen, konkrete und dauerhafte Fortschritte bei der Verankerung von Klimazielen zu erreichen. Bei der Emission von ESG-konformen Anleihen sehen wir dieses Jahr ein beachtliches Wachstum. Das zeigt, dass Emittenten nachhaltigkeitsrelevante Ziele aufnehmen und akzeptieren. Das Spektrum reicht hier von Staaten bis zu Unternehmen. Sie alle versuchen, mit der steigenden Nachfrage aufseiten der Kapitalgeber Schritt zu halten.

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 Foren 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 volatiler als Wertpapiere mit kürzerer Duration; die Anleihenpreise sinken in der Regel, wenn die Zinsen steigen, und das aktuelle Niedrigzinsumfeld erhöht dieses Risiko. Ein aktuelles Nachlassen der Kreditfähigkeit des Anleihenkontrahenten kann 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. Die **Kurse von Hypothekar-Papieren und forderungsbesicherten Wertpapieren** können sensibel auf Zinsänderungen reagieren. Es besteht das Risiko vorzeitiger Rückzahlung. Und es gibt auch keine Garantie, dass der Schuldner seinen Verpflichtungen nachkommen wird, obschon für solche Papiere im Allgemeinen Regierungen, staatliche Agenturen oder Private bürgen. **Schuld-papiere von Unternehmen** sind dem Risiko ausgesetzt, dass der Emittent seine mit der Obligation verbundene Verpflichtung zu Kapital- und Zinszahlungen nicht erfüllen kann. Solche Papiere können infolge von Faktoren wie der Zinssensitivität, der Beurteilung der Kreditwürdigkeit des Emittenten durch den Markt und der allgemeinen Marktliquidität Preisschwankungen unterliegen. **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. **Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS)** sind ILBs, die von der US-Regierung ausgegeben werden. Anlagen in **Wertpapieren, die auf Fremdwährungen lauten und/oder im Ausland begeben wurden**, können mit höheren Risiken aufgrund von Wechselkurschwankungen 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. **Aktien** können an Wert verlieren, wenn sich die allgemeinen Marktbedingungen, die wirtschaftlichen Rahmendaten und die Branchensituation verschlechtern, oder dies von den Marktteilnehmern so wahrgenommen wird. **Rohstoff**-Investments sind mit erhöhten Risiken verbunden. Dazu zählen marktbedingte und politische Risiken, das Regulierungsrisiko sowie natürliche Risiken (Witterung, Abbaubedingungen, usw.), 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 spezifische Informationen basieren auf eigener Recherche und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung für ein bestimmtes Wertpapier, eine Strategie oder ein Anlageprodukt dar. Es wird nicht garantiert, dass bestimmte Rendite-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 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 §32 des Gesetzes über das Kreditwesen (KWG) zugelassen. Die italienische Niederlassung, die irische Niederlassung, die britische Niederlassung und die spanische Niederlassung werden zusätzlich beaufsichtigt durch: (1) Italienische Zweigstelle: die Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) gemäß Artikel 27 des italienischen Finanzgesetzes; (2) Irische Zweigstelle: die Central Bank of Ireland gemäß Verordnung 43 der European Union (Markets in Financial Instruments) Regulations 2017 in der jeweils gültigen Fassung; (3) Britische Zweigstelle: die Financial Conduct Authority; und (4) die spanische Zweigstelle: die Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) in Übereinstimmung mit den in den Artikeln 168 und 203 bis 224 festgelegten Verpflichtungen sowie den in Title V, Abschnitt I des Gesetzes über den Wertpapiermarkt (LSM) und in den Artikeln 111, 114 und 117 des Königlichen Dekrets 217/2008 enthaltenen Verpflichtungen. PIMCO (Schweiz) GmbH (registriert in der Schweiz, Unternehmensnr. CH-020.4.038.582-2). Die bereitgestellten Leistungen von PIMCO (Schweiz) GmbH stehen Privatanlegern nicht zur Verfügung, und diese sollten sich nicht auf die vorliegende Mitteilung verlassen, sondern ihren Finanzberater kontaktieren. Ohne ausdrückliche schriftliche Erlaubnis darf kein Teil dieser Materialien in irgendeiner Form vervielfältigt oder in anderen Publikationen zitiert werden. PIMCO ist in den Vereinigten Staaten von Amerika und weltweit eine Marke von Allianz Asset Management of America L.P. ©2021, PIMCO