

Vorbereitung auf Wendepunkte

AUTOREN



Mihir Worah
Chief Investment Officer
Asset-Allokation
und Real Return



Geraldine Sundstrom
Managing Director
Portfoliomanagerin
Asset-Allokation

Die Anleger profitieren nun schon seit Jahren von wirtschaftlicher Stabilität und positiven Marktrenditen, doch anspruchsvolle Bewertungen und ein sich änderndes gesamtwirtschaftliches Umfeld deuten auf einen Wandel hin.

Wie von unseren Kollegen in der Publikation „Wendepunkte“, die unsere auf dem Secular Forum im Mai gewonnenen Ansichten zusammenfasst, detailliert dargelegt, gibt es Anzeichen für einen anstehenden Wandel. In diesem Abschnitt widmen wir uns diesen Anzeichen und anderen langfristigen Themen. Im nächsten Abschnitt bieten wir eine aktualisierte Einschätzung zum kurzfristigeren Asset-Allokation-Ausblick für 2017, einschließlich einer wesentlichen Änderung: unseres Übergangs zu einer defensiveren Haltung. Zunächst möchten wir aber unsere Leser schnell daran erinnern, worin das Ziel unseres jährlich abgehaltenen Secular Forum besteht: Bei diesem Treffen legen wir unseren Ausblick für die nächsten drei bis fünf Jahre fest. Damit sind wir in der Lage, Portfolios auf langfristige Verlagerungen der globalen Trends und Anlagebewertungen auszurichten. Während des Forums diskutierten und analysierten wir potenzielle Ergebnisse in Bezug auf die folgenden Wendepunkte:

- **Geldpolitik:** Wir erwarten eine Normalisierung der Bilanz und des Leitzinses der Fed, die jedoch weniger ausgeprägt sein wird, als viele Marktteilnehmer annehmen. Bei der Fed Funds Rate rechnen wir mit einem niedrigeren Zielwert im Rahmen der Neuen Neutralität. Die Europäische Zentralbank (EZB) dürfte mit ein paar Jahren Verspätung folgen.
- **Fiskalpolitik:** Unseres Erachtens wird nur ein US-Konjunkturprogramm verabschiedet werden, das mit vielen Steuersenkungen und wenigen Reformen aufwartet. In Europa erkennen wir lediglich einen begrenzten fiskalpolitischen Spielraum.
- **Handelspolitik:** Wir gehen davon aus, dass sich die USA auf bilaterale Vereinbarungen (zum Beispiel China, NAFTA) konzentrieren und die bestehende Macht innerhalb der WTO aggressiv nutzen werden.
- **Wechselkurs- und Geopolitik:** Trotz der populistischen Strömungen in Europa erwarten wir, dass der Euro überlebt und Italien in der Eurozone bleibt. Der Chinesische Yuan dürfte weiter allmählich nachgeben.

Während die Richtung einiger dieser politischen Wendepunkte bekannt sein mag, sind der tatsächliche Weg, der mit den politischen Maßnahmen eingeschlagen wird, die Auswirkungen dieser Maßnahmen auf die Weltwirtschaft und die Märkte sowie deren letztendliches Ziel zurzeit noch höchst unsicher. Obschon wir unmittelbar keine Rezessionsgefahr erkennen können, gehen wir für die nächsten drei bis fünf Jahre von einer Wahrscheinlichkeit in Höhe von in etwa 70% aus.

Langfristige Überlegungen für Anleger in Bezug auf die Asset-Allokation

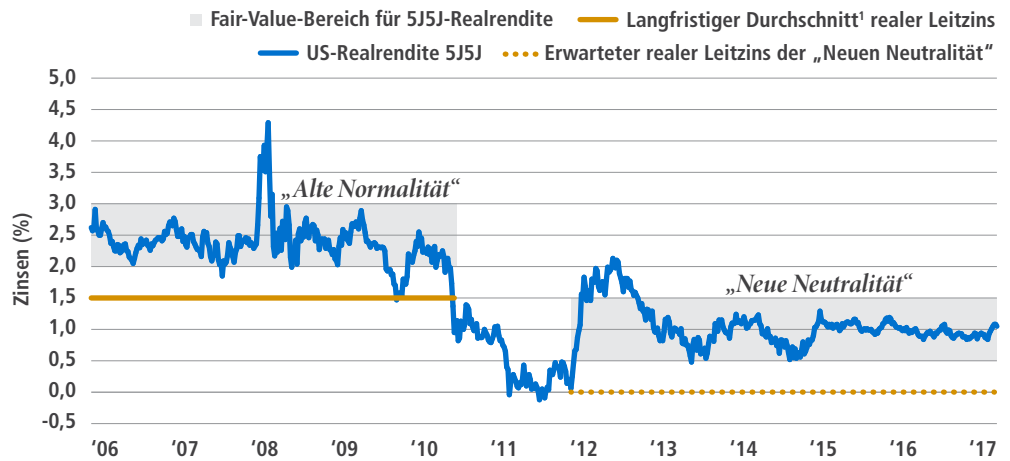
Zur Verankerung unseres langfristigen Asset-Allokation-Ausblicks beginnen wir mit einer Analyse der langfristigen Bewertungen der wichtigsten Anlageklassen – Zinsen, Aktien und Unternehmensanleihen – in den USA, da diese für gewöhnlich die anderen globalen Märkte beeinflussen. Die Kombination der Ausgangsbewertungen mit den vorstehend aufgeführten makroökonomischen Schlussfolgerungen erlaubt es uns, die Rahmenbedingungen für die langfristige Portfoliokonstruktion festzulegen.

US-Zinsen

Obwohl die US-Notenbank (Fed) die Zinsen seit Dezember 2015 bereits vier Mal angehoben hat, bleiben diese im historischen Vergleich niedrig. Die PIMCO-These der Neuen Neutralität deutet unterdessen darauf hin, dass die Zinsen aufgrund eines Schuldenüberhangs in Kombination mit einem moderaten globalen Wachstum langfristig in etwa auf diesen niedrigeren Niveaus verharren werden; dabei ist von einem neutralen realen Leitzins in Höhe von etwa 0% anstelle der historischen 1,5% auszugehen. Wie Abbildung 1 zeigt, befinden sich die Zinsen, obwohl sie niedrig erscheinen mögen, derzeit in der Tat genau in dieser Spanne der Neuen Neutralität. Angesichts dessen bleiben US-Zinsen trotz des Straffungszyklus der Fed eine der attraktiveren Portfolioabsicherungen gegenüber Ereignissen, die zu einer Risikoabneigung führen, oder einem Konjunkturabschwung. Wir behalten jedoch ein Hauptrisiko für diesen Ausblick im Auge, das in einer möglichen Änderung der Laufzeitprämie besteht, wenn die Fed mit der Verringerung ihrer Bilanzsumme beginnt, sogar wenn mit einem Ansteigen der Haushaltsdefizite gerechnet werden muss.

Abbildung 1: US-Realzinsen erscheinen ggü. dem Leitzins der Neuen Neutralität gemäß PIMCO fair bewertet

US-REALRENDITE, 5J5J TERMINSÄTZE



Quelle: Bloomberg, Stand: 30. Juni 2017. Der Fair-Value-Bereich für 5-jährige/5-jährige reale Renditen (s. schattierte Bereiche) und die Zinsen im Rahmen der Neuen Neutralität basieren auf Einschätzungen von PIMCO.

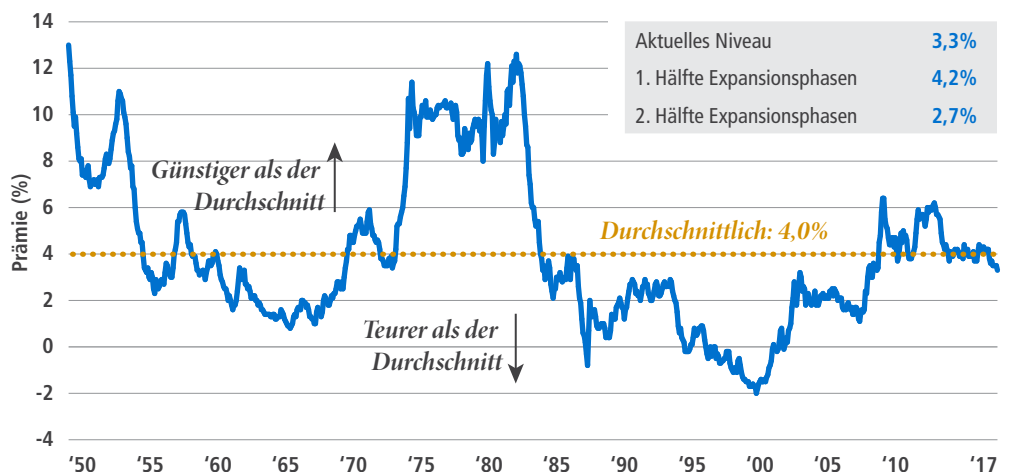
¹Realisierte reale Fed Funds Rate seit 1995.

US-Aktien

Es ist wichtig, die Aktienbewertungen im Kontext des gegenwärtigen Niedrigzinsumfelds zu beurteilen. Im Aktienbereich erreichen wir dies mittels der realen Aktienrisikoprämie, mit der die langfristigen erwarteten Überschussrenditen von Aktien, normalisiert um Renditeniveaus, gemessen werden. Angesichts dessen scheinen die Bewertungen von Aktien in den USA gegenüber den historischen Durchschnittswerten allmählich zu steigen und nähern sich in der Tat den Höchstständen, die für gewöhnlich in der zweiten Hälfte von Expansionsphasen zu verzeichnen sind. Aus diesem Grund ist dem beliebten und überkauften US-Aktienmarkt wohl mit Vorsicht zu begegnen. Darüber hinaus bleiben die langfristigen Bewertungen anhand dieser Kennzahl in ausgewählten globalen Aktienmärkten attraktiver.

Abbildung 2: Für US-Aktien fallen die Risikoprämien enger aus als im historischen Durchschnitt

REALE AKTIENRISIKOPRÄMIE: KONJUNKTURBEREINIGTE GEWINNRENDITE – REALE 10-JÄHRIGE RENDITE

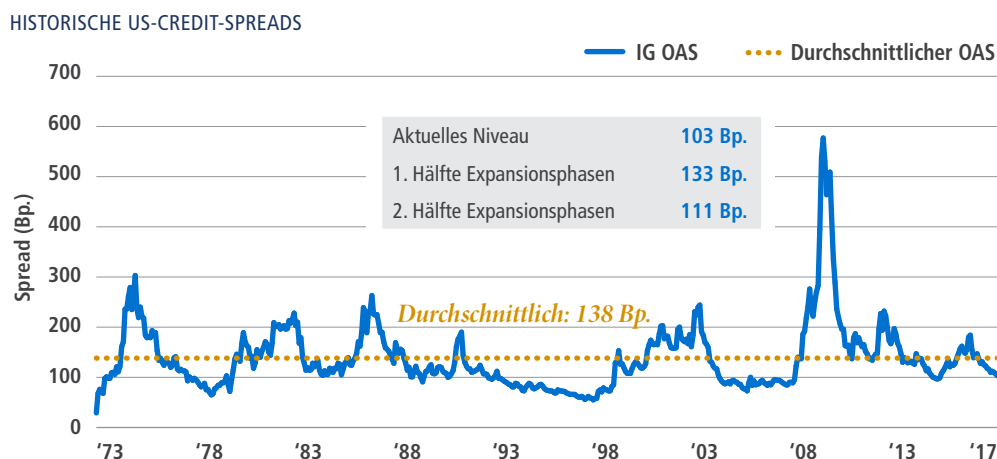


Quelle: Robert Shiller, Yale-Datenbank, Bloomberg, PIMCO – Stand: 30. Juni 2017. Aktienrisikoprämie (ERP) = konjunkturbereinigtes Kurs-Gewinn-Verhältnis im S&P 500 1/(CAPE) – 10-jährige reale Rendite. Zur Berechnung des CAPE wird der inflationsbereinigte Preis des S&P 500 Index durch den Mittelwert der inflationsbereinigten Gewinne der vergangenen zehn Jahre dividiert. Dies ist eine Variante des Shiller-KGV. Für die Realrendite werden für den Zeitraum ab 1998 die Rendite 10-jähriger TIPS und für Zeiträume vor 1998 die 10-jährigen Nominalzinsen abzüglich der Inflationsrate der jeweils zurückliegenden 36 Monate zugrunde gelegt.

US-Unternehmensanleihen

Ähnlich wie bei Aktien sind die Credit-Spreads von Unternehmensanleihen selbst nach Anpassung an das gegenwärtige Niedrigzinsumfeld im Vergleich zu den langfristigen Durchschnittswerten mittlerweile ausgereizt (siehe Abbildung 3). Darüber hinaus sind die zugrunde liegenden Risiken möglicherweise zusätzlich unterbewertet, da dieser einfache historische Vergleich die erhöhten Gefahren von Spreads unberücksichtigt lässt, die mit der derzeit höheren durchschnittlichen Laufzeit im Vergleich zu den „Jahren der Investitionsblase“ von 2005 bis 2006 einhergehen.

Abbildung 3: Die Spreads von US-Anleihen mit Investment-Grade-Rating haben sich verengt und sind unterhalb der langfristigen Durchschnittswerte gefallen



Quelle: Bloomberg, PIMCO; Stand: 30. Juni 2017. Für den Zeitraum von 1973 bis 1990 wird der OAS (optionsbereinigte Spread) anhand der durationsangeglichenen Yield-to-worst des Bloomberg Barclays IG Credit Index (auf Ebene des Rating-Segments) und des Bloomberg Barclays Treasury Index berechnet. Für die Zeit ab 1990 werden die OAS von Barclays berechnet (Komponenten der Bloomberg Barclays U.S. Credit Indizes), wobei anhand aktueller Marktwertgewichte in den verschiedenen Rating-Segmenten Durchschnitte gebildet werden. Die OAS-Schätzungen werden angepasst, um eine im Zeitverlauf konstante Rating-Verteilung beizubehalten.

Zusammengefasst lässt sich feststellen, dass die US-Zinsen zwar niedrig, im Kontext der Neuen Neutralität aber fair bewertet sind. Unter Berücksichtigung des Niedrigzinsumfelds erscheinen die Bewertungen von US-Aktien im historischen Vergleich ein wenig hoch, während die Credit-Spreads noch höher sind. Insgesamt ähneln sich die für das Niedrigzinsumfeld in den

Industrieländern verantwortlichen Faktoren. Allerdings können wir an Aktienmärkten außerhalb der USA und in ausgewählten Sektoren für Unternehmensanleihen Segmente mit stärkerem Wertpotenzial ausmachen. Insgesamt führen niedrigere Zinsen und engere Risikoprämien in den meisten Märkten künftig zu niedrigeren Erträgen.

Dieses Umfeld spricht, in Verbindung mit einer erhöhten Unsicherheit aufgrund unserer wesentlichen langfristigen Wendepunkte, für eine Reduzierung der Risiken sowie einen stärkeren Schwerpunkt auf das relative Wertpotenzial innerhalb der jeweiligen Sektoren und Risikofaktoren und über diese hinaus.

Passive Allokationen mit breiten Engagements in Anlageklassen dürften kaum die attraktiven Renditen und die

moderate Volatilität der vergangenen Jahre erzielen. Vielmehr ist wohl eher vom Gegenteil auszugehen. Sowohl die attraktiven Renditen als auch die niedrige Volatilität waren teilweise auf die weltweit koordinierte geldpolitische Lockerung der Zentralbanken zurückzuführen, die den Bewertungen zugutekam und die Risiken minderte. Mittlerweile verfügen die Zentralbanken aber nicht nur über weniger Spielraum, um den Auswirkungen der nächsten Rezession entgegenzutreten. Viele erklären stattdessen das Ende der wesentlichen Verzerrungen im Zuge der Finanzkrise und haben bereits damit begonnen, ihre Lockerungsmaßnahmen abzubauen. Diese geänderte Verhaltensweise der Zentralbanken ist einer der wesentlichen Wendepunkte, den die Anleger im Auge behalten sollten.

In diesem Umfeld gibt es für geduldige Anleger aber nach wie vor Gelegenheiten. So wird an den Kreditmärkten die Titelauswahl noch wichtiger, um Unternehmen zu identifizieren, die einer Abkühlung oder einer Korrektur die Stirn bieten können, ohne den Anlegern dauerhafte Kapitalverluste zu bescheren. Dies ist nur ein Beispiel für einen Sektor, bei dem die Vorteile eines aktiven anstatt

eines passiven Anlageansatzes deutlich werden. Alternative Risikoprämienstrategien können als Ertragsquellen und Diversifizierungsinstrumente Mehrwert erzielen, wenn herkömmliche Risikoprämien verengt sind. Ferner kann man mittels Optionsstrategien von den niedrigen impliziten Volatilitäten profitieren, die derzeit nach wie vor an den Märkten eingepreist sind.

Als Zusammenfassung seien fünf langfristige Schlussfolgerungen zur Asset-Allokation aufgeführt:

1. Reduzierung von Risiken angesichts höherer Bewertungen und des Abbaus der geldpolitischen Lockerung durch die Zentralbanken
2. US-Staatsanleihen bleiben als defensive Anlagen attraktiv, da Neue Neutralität die Zinsen verankert
3. Es sind außerhalb der USA bessere Aktienrenditen zu erwarten
4. Schwerpunkt auf aktivem Management und Titelauswahl, da Unternehmensanleihen mittlerweile eher hoch als fair bewertet sind
5. Unverminderte Bevorzugung von verbrieften Schuldtiteln, ebenfalls mittels eines aktiven Ansatzes

Aktuellere Themen für Multi-Asset-Portfolios

Vor dem Hintergrund, dass langfristige Überlegungen zur Asset-Allokation auf dringlichere Anlagethemen verlagert werden, verdeutlicht unsere zyklische Haltung zu den Risiken und Bewertungen unsere vorsichtige langfristige Einschätzung, die einen selektiven Abbau der Risiken empfiehlt. In unserem *Asset-Allokation-Ausblick 2017* „Extremrisiken und Übergänge“ erklärten wir, dass selbst kurzfristig ein erhebliches Risiko von Extremereignissen sowohl nach unten (Abwärtsrisiken) als auch nach oben (Aufwärtsrisiken) besteht. Anleger sollten in Anbetracht der aktuellen Bewertungen besondere Vorsicht bei der Bewertung der Abwärtsrisiken walten lassen. In der Tat *raten wir das erste Mal seit einigen Jahren zu einer defensiven Haltung*. (Einen schnellen Einblick in unsere kurzfristige Positionierung erhalten Sie in der Grafik zu unseren Einschätzungen der verschiedenen Anlageklassen.)

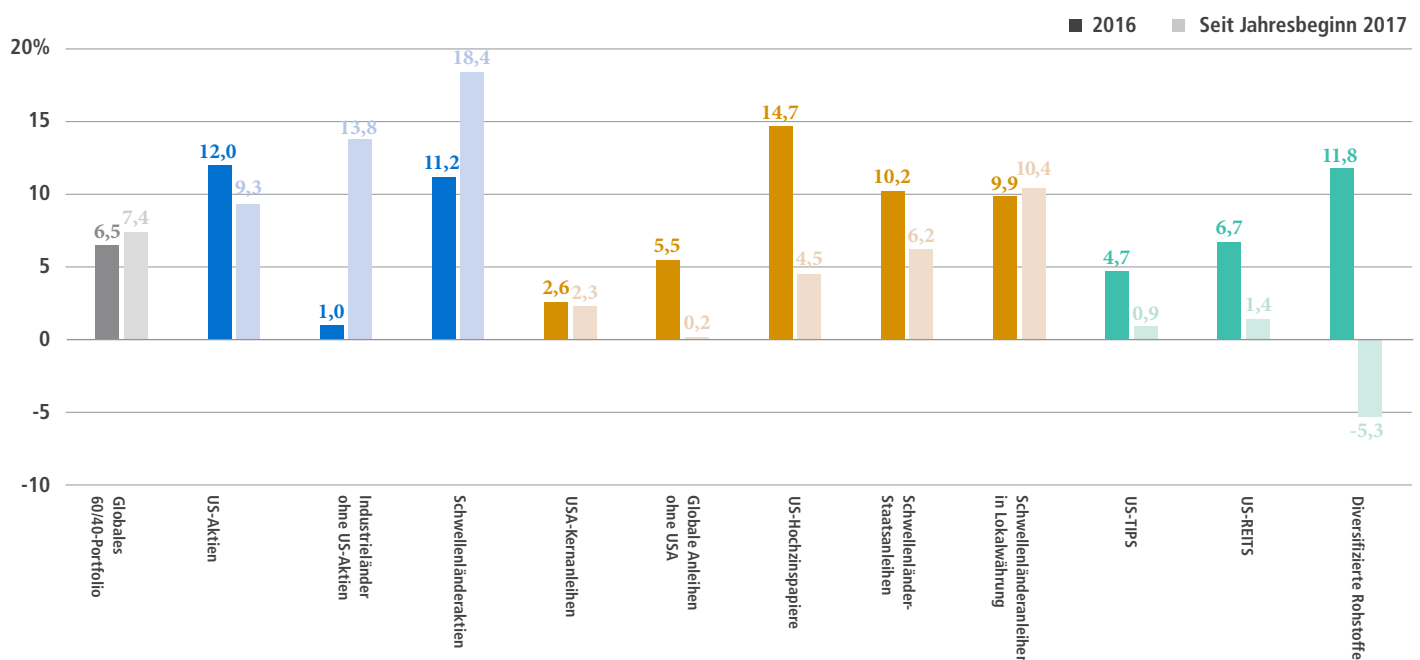
In den vergangenen Monaten verzeichneten die globalen Aktien- und Kreditmärkte dank einer Kombination aus fundamentalem makroökonomischem Rückenwind und nachlassenden politischen Risiken sowie Erwartungen künftiger Reformen eine starke Performance. Wesentliche Punkte dabei sind:

- **Die globale Erholung setzte sich fort**, wobei ein moderates aber nachhaltiges BIP-Wachstum verzeichnet wurde.
- **Die Gewinnsaison im ersten Quartal 2017** übertraf deutlich sämtliche Erwartungen und führte in Europa zu den besten Ergebnissen seit 15 Jahren, wobei der Zyklus global synchronisiert war und mit nur wenigen Enttäuschungen aufwartete. Auch das zweite Quartal entwickelt sich stark.
- **Die Ölpreise verharrten insgesamt in einer Spanne** von 45 bis 55 USD/Barrel, was half, die Inflationserwartungen zu stabilisieren – im Gegensatz zu Anfang 2016 –, und Schwellenländeranlagen sowie die dortigen Gewinne zusätzlich unterstützte.
- **Auf bedeutende politische Ereignisse wie den Brexit und die Wahlen in den USA und Frankreich regierte der Markt freundlich oder gar positiv**. Die Marktteilnehmer erachteten das Brexit-Votum als lokales Problem, während die Wahlergebnisse in den USA und in Frankreich für das Geschäftsumfeld und die Unternehmensgewinne als vorteilhaft erachtet wurden.

Wie gut das Umfeld auch immer sein mag: Sämtliche positiven Entwicklungen werden von den meisten Anlegern umfassend diskutiert und sind weithin bekannt, das heißt, sie sind bereits an den Märkten eingepreist. Wie immer bedürfen die Märkte aber neuer guter Nachrichten, um die Rally weiter

Wie gut das Umfeld auch immer sein mag: Sämtliche positiven Entwicklungen werden von den meisten Anlegern umfassend diskutiert und sind weithin bekannt, das heißt, sie sind bereits an den Märkten eingepreist. Wie immer bedürfen die Märkte aber neuer guter Nachrichten, um die Rally weiter

Abbildung 4: Potenzielle Renditen: Die in den meisten Anlageklassen verbuchten starken Renditen im Jahr 2016 halten auch 2017 an.



Quelle: PIMCO, Bloomberg, Stand: 30. Juni 2017. Global 60/40: 60% MSCI All Country (USD unhedged Index) / 40% Bloomberg Barclays Global Aggregate USD Hedged; US-Aktien: S&P 500 Index; Aktien Industrieländer ohne USA: MSCI EAFE Net Dividend Index (USD Unhedged); Schwellenländeraktien: MSCI Emerging Markets Index; US-Kernanleihen: Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Index; Globale Anleihen ohne USA: JPM GBI Global ex US Index; US-Hochzinsanleihen: BofA Merrill Lynch U.S. High Yield, BB-B Rated, Constrained Index; Staatsanleihen der Schwellenländer: JPMorgan Emerging Markets Bond Index; Schwellenländeranleihen in Lokalkährung: JPMorgan Government Bond Index-Emerging Markets Global Diversified Index (Unhedged) Index; US-TIPS: Bloomberg Barclays U.S. TIPS Index; US-REITS: Dow Jones U.S. Select REIT Total Return Index; Diversifizierte Rohstoffe: Bloomberg Commodity Index Total Return. Eine Direktanlage in einem nicht verwalteten Index ist nicht möglich.

anzutreiben. Und darin liegt das Problem: Derzeit gibt es auf kurze Sicht keine offensichtlichen Faktoren, um die Märkte positiv zu überraschen. Während unser Basisszenario darauf hinausläuft, dass viele der bekannten Extremrisiken in weiter Ferne bleiben dürften, sind bereits wieder Eintrübungen am Horizont auszumachen, die zu zahlreich sind, als dass wir sie ignorieren könnten:

- Kaum Fortschritte bei Steuerreform oder Gesundheitspolitik, während die Untersuchung zu Russland, die immer weitere Kreise zieht, die Fähigkeit der US-Regierung infrage stellt, ihre politische Agenda umzusetzen
- Nicht erprobte Straffung durch Bilanzreduzierung der Fed und potenziell nachlassende Käufe durch die EZB
- Chinas Reformen des Finanzsektors zur Reduzierung der Risiken und Eindämmung des Kreditwachstums inmitten einer Herabstufung durch die Rating-Agentur Moody's, die die Märkte an den stetig wachsenden Schuldenberg erinnerte, der immer mehr zu einem Problem wird
- Brasiliens politischer Skandal, der eine einjährige Erholung abrupt zum Stillstand brachte
- Steigende Konsensschätzungen zu den Gewinnen je Aktie, die ab dem dritten Quartal den positiven Überraschungen zunehmend das Wasser abgraben werden, insbesondere in Anbetracht der starken Vergleichsbasis der zurückliegenden Quartale
- Eine insgesamt enttäuschende Entwicklung der weltweiten Inflation, die seit der Erholung gegenüber den Tiefs von 2016 scheinbar ein Plateau erreicht hat

Angesichts von Risiken vor dem Hintergrund belebter Märkte erscheint uns dies als guter Zeitpunkt, innezuhalten und nach neuen potenziellen Marktrichtungen Ausschau zu halten. Nach Überprüfung des Anlageumfelds kommen wir zu dem Schluss, dass der Mangel an kurzfristig

positiven Faktoren und die derzeitigen Bewertungen keine ausreichende Sicherheitsmarge bieten, um Risikobereitschaft ratsam erscheinen zu lassen. Während wir bei den wesentlichen Risiken vorerst abwarten, bis sich mehr Klarheit ergibt oder die Bewertungen attraktiver werden, konzentrieren wir uns auf qualitativ starke Renditequellen für mehr Carry im Portfolio und halten unser Pulver trocken.

Auf defensiver Ebene scheint die US-Duration eine attraktive Diversifizierungsquelle in unseren Portfolios zu sein. Obschon sich die USA inmitten eines Zinsstraffungszyklus befinden, dürften die Zinsen angesichts der bestehenden Abwärtsrisiken in einer relativ engen Spanne verharren. Ferner besteht hier noch Spielraum für eine Erholung im Falle eines Negativereignisses, das zu einer allgemeinen Risikoreduzierung führt. Angesichts der niedrigen Volatilität bieten Optionsstrategien, darunter Absicherungen vor Extremrisiken wie Put-Spreads, einen attraktiven Schutz vor Abwärtsrisiken. Zugleich ermöglichen sie eine anhaltende Teilhabe am Aufwärtspotenzial.

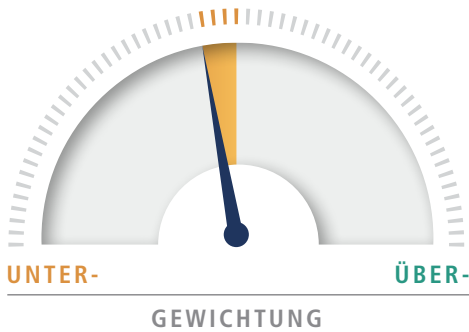
Offensiv gesehen erkennen wir in Europa und den Schwellenländern aufgrund der vorteilhafteren Ausgangsbewertungen potenzielle Chancen, sollte es zu positiven politischen Entwicklungen kommen. So könnte eine anhaltende Wirtschaftserholung in der EU in Verbindung mit der Ausstiegsstrategie der EZB aus ihrem Wertpapierkaufprogramm den Euro stärken und für einen steileren Verlauf der Renditekurve sorgen, was Finanzwerten in der EU entgegenkäme. Eine weiche Landung in China dürfte ebenso breiter basierte positive Auswirkungen auf die gesamte Region haben und die Aktien und Währungen der Schwellenländer beflügeln. Schließlich könnte ein schwächerer US-Dollar Sektoren wie Technologie, die ein umfangreiches Exposure gegenüber dem Ausland aufweisen, in allen diesen Szenarien vorantreiben.



EINSCHÄTZUNGEN DER ANLAGEKLASSEN

Wir positionieren unsere Asset-Allokation-Portfolios in Anbetracht unseres allgemeinen kurzfristigen Ausblicks für die globale Wirtschaft und die internationalen Märkte wie folgt.

GESAMTRISIKO



Aufgrund potenziell negativer Wendepunkte und der Tatsache, dass die Vermögenswerte im Allgemeinen angemessene Bewertungen aufweisen, wandelt sich das gesamtwirtschaftliche Umfeld. Deshalb sind wir insgesamt moderat risikoscheu positioniert. **Wir weisen darauf hin, dass sich unsere Positionierung somit seit Jahresbeginn geändert hat.** Anlegern raten wir, ihre Portfolios aktiv zu verwalten und den Schwerpunkt auf das relative Wertpotenzial sowie die Titelauswahl zu legen. Zwar könnte es nach wie vor zu positiven Überraschungen kommen, die Ausgangsbewertungen lassen jedoch wenig Spielraum für Fehlentscheidungen.

POSITIONIERUNG

CHANCEN



AKTIEN

USA	-	+
Europa	-	+
Japan	-	+
Schwellenländer	-	+

In Bezug auf Aktien sind wir im Vergleich zu anderen risikoreichen Anlagen zwar zuversichtlicher gestimmt, jedoch halten wir angesichts der jüngsten Rally an einer Untergewichtung in US-Aktien fest. Mögliche Änderungen bei der US-Steuerpolitik und -Gesetzgebung könnten den inlandsorientierten US-Unternehmen weitere Unterstützung bieten, während ein weiterhin schwacher US-Dollar den exportorientierten Sektor beflügeln würde. Europäische Aktien beurteilen wir leicht positiv, da das Wachstum in der Region über dem Trend liegt und die EZB eine expansive Politik verfolgt. Wir halten gegenwärtig eine kleine positive Allokation in den Schwellenländern, mit der wir auf das langfristige Wertpotenzial spekulieren.



ZINSSÄTZE

USA	-	+
Europa	-	+
Japan	-	+
Schwellenländer	-	+

Unser Zinsengagement lassen wir defensiv ausgerichtet. Im Gegensatz zu den Aktienmärkten erachten wir hier die USA jedoch als am attraktivsten. Außerhalb der USA erscheinen uns britische Gilts und japanische Staatsanleihen hoch bewertet, und wir betrachten die Bewertungen von Anleihen europäischer Peripherieländer ohne die anhaltende Unterstützung der EZB mit Skepsis.



UNTERNEHMENSANLEIHEN

Verbriefte Papiere	-	+
Investment-Grade-Anleihen	-	+
Hochzinsanleihen	-	+
Schwellenländer	-	+

In dieser späteren Phase des Zyklus sollten Anleger sich des begrenzten Spread-Verengungspotenzials von Unternehmensanleihen sowie des Abwärtspotenzials in Bezug auf Zahlungsausfälle oder Spread-Ausweitungen bewusst sein. Unsere Kreditallokation konzentriert sich auf Non-Agency Mortgage-Backed Securities (MBS), die weiter von der anhaltenden Erholung am US-Wohnimmobilienmarkt profitieren dürften und von vielen globalen Risiken gut abgeschottet bleiben. Außerdem konzentrieren wir uns auf die Bottom-up-Titelauswahl, die auf unserem strikten Kredit-Research beruht.

POSITIONIERUNG

GEWICHTUNG

SACHWERTE

Inflationsindexierte Anleihen	-	+
Rohstoffe	-	+
REITs	-	+
Gold	-	+

CHANCEN

In Sachwerten bleiben wir übergewichtet und legen den Schwerpunkt auf inflationsindexierte Anleihen der USA (TIPS). Die Inflationserwartungen sind in letzter Zeit gestiegen; dennoch glauben wir, dass TIPS nach wie vor Wertpotenzial bieten, da der Markt das US-Inflationsrisiko gegenwärtig unterschätzt. Während wir von einer kurzfristig verhaltenen Inflation in den USA ausgehen, bestehen die langfristigen Risiken fort. Wir haben unsere Allokation in REITs (Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen) erhöht, da die Bewertungen angesichts der jüngsten Underperformance attraktiv sind.

WÄHRUNGEN

GEWICHTUNG

US-Dollar	-	+
Euro	-	+
Yen	-	+
Schwellenländer ohne Asien	-	+
Schwellenländer Asien	-	+

Angesichts der nach wie vor attraktiven Bewertungen gilt unser Vorzug weiterhin kleinen taktischen Positionen in einigen der „Rohstoffwährungen“ mit höherem Carry. Die asiatischen Volkswirtschaften haben vom Welthandel außergewöhnlich stark profitiert, dürften aber unter einer Wachstumsabkühlung in China leiden.

Wesentliche Risiken für unseren Ausblick und Schlussfolgerungen

Bei der Erstellung von Prognosen über einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren ergeben sich immer Risiken, insbesondere im gegenwärtigen Umfeld, das mit zahlreichen Unwägbarkeiten aufwartet. Einige dieser wesentlichen langfristigen Risiken in Bezug auf die Asset-Allokation sind:

- Die Weltwirtschaft ist derzeit vor der nächsten Rezession, wann immer sich diese auch einstellen mag, „ohne Ersatzreifen“ unterwegs, da sich die meisten Zentralbanken weiterhin nahe der Nulllinie ihrer Niedrigzinspolitik befinden.
- Es besteht das Risiko der Störung von seit Langem bestehenden geopolitischen Gleichgewichten auf der koreanischen Halbinsel und im Nahen Osten.
- Wir sehen das Risiko von Fehlentscheidungen, da China weiterhin bemüht ist, seine Wirtschaft von einem nicht nachhaltigen exportorientierten Modell hin zu einem Ansatz zu reformieren, der eher von der Binnenwirtschaft unterstützt wird.

Dies sind nur einige der „bekannten Unbekannten“, die im gegenwärtigen Umfeld eventuell zu einer temporären Reduzierung der Risikobereitschaft führen können, ganz zu schweigen von den zusätzlichen „unbekannten Unbekannten“, die an den Märkten für Verwerfungen sorgen könnten. Um den vielen bevorstehenden „Wendepunkten“ die Stirn bieten zu können, bleibt ein Augenmerk auf Bewertungen, Portfoliokonstruktion und Diversifizierung unabdingbar.

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, 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 sensibler und volatiler als Wertpapiere mit kürzerer Duration; die Anleihenpreise sinken in der Regel, wenn die Zinsen steigen, und das aktuelle Niedrigzinsumfeld erhöht dieses Risiko. Aktuelle Verringerungen der Kreditfähigkeit des Anleihe-Kontrahenten 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. **Inflationsindexierte 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. **Aktien** können sowohl wegen der tatsächlichen als auch der empfundenen allgemeinen Markt-, Konjunktur- und Branchenbedingungen an Wert verlieren. 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. **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. **REITs** unterliegen Risiken wie z. B. schlechte Manager-Performance, nachteilige Änderungen der Steuergesetze oder Ablehnung der transparenten Besteuerung ihrer Erträge. Die **Absicherung von Extremrisiken** kann den Abschluss von derivativen Finanzinstrumenten umfassen, deren Wert beim Eintritt von Extremereignissen steigen dürfte. Eine Anlage in einem Extremereignis-Instrument könnte bereits in einer sehr angespannten Marktphase ihren Wert ganz oder teilweise verlieren. Ein Extremereignis lässt sich nicht vorhersagen; daher sind Anlagen in Instrumenten, die an den Eintritt eines Extremereignisses gekoppelt sind, spekulativ. **Derivate** können mit bestimmten Kosten und Risiken, zum Beispiel Liquiditäts-, Zins-, Markt-, Kredit- und Verwaltungsrisiken, sowie dem Risiko verbunden sein, dass eine Position nicht zum günstigsten Zeitpunkt glattgestellt werden kann. Durch Anlagen in Derivaten kann der Verlust den Wert des investierten Kapitals überschreiten. **Diversifikation** schützt nicht vor Verlusten.

Managementrisiko bezeichnet das Risiko, dass von PIMCO verwendete Anlagetechniken und Risikoanalysen nicht die gewünschten Ergebnisse erbringen und dass sich bestimmte Richtlinien oder Entwicklungen auf die Anlagetechniken auswirken, die PIMCO im Zusammenhang mit dem Management der Strategie zur Verfügung stehen. Es wird keinerlei Gewähr dafür übernommen, dass die angegebenen Anlagestrategien in jedem Marktumfeld erfolgreich durchsetzbar sind und sich für jeden Anleger eignen. Investoren sollten daher ihre Möglichkeiten eines langfristigen Engagements insbesondere in Phasen rückläufiger Märkte überprüfen. Anleger sollten vor einer Anlageentscheidung ihren Anlageexperten konsultieren.

Die Begriffe "günstig" und „hoch“, die in diesem Dokument verwendet werden, beziehen sich in diesem Zusammenhang auf Wertpapiere oder Anlageklassen, die, verglichen mit dem historischen Durchschnitt und den zukünftigen Erwartungen des Fondsmanagers, signifikant über- oder unterbewertet sind. Es gibt keine Garantie für künftige Ergebnisse oder dass die Bewertung einer Anlage einen Gewinn sichert oder gegen einen Verlust schützt.

Diese Veröffentlichung gibt die Meinungen des Managers wieder, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können. Diese Veröffentlichung dient ausschließlich zu Informationszwecken. Hierin enthaltene Prognosen, Schätzungen und bestimmte Angaben basieren auf eigener Forschung und stellen weder 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. Dies ist kein Angebot an Personen in Rechtsgebieten, in denen dies ungesetzlich oder unzulässig ist. | **PIMCO Deutschland GmbH** (HRB 192083, Seidlstr. 24–24a, 80335 München, Deutschland) und **PIMCO Deutschland GmbH Swedish Branch** (SCRO Reg. No. 516410-9190) 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 und werden von dieser beaufsichtigt. Die Zweigniederlassung in Schweden wird zusätzlich von der schwedischen Finanzmarktaufsicht (Finansinspektionen) beaufsichtigt, insbesondere in Bezug auf Wohlverhaltenspflichten. Die Dienstleistungen von PIMCO Deutschland GmbH sind nur für professionelle Kunden, wie in § 31a, 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, Handelsregister-Nr. CH-020.4.038.582-2), Brandschenkestrasse 41, 8002 Zürich, Schweiz, Tel.: + 41 44 512 49 10. Die von PIMCO (Schweiz) GmbH angebotenen Dienstleistungen und Produkte sind nicht für Privatanleger erhältlich. Diese sollten sich nicht auf die vorliegende Mitteilung verlassen, sondern sich mit ihrem Finanzberater in Verbindung setzen. | Ohne ausdrückliche schriftliche Erlaubnis darf kein Teil dieser Publikation 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. © 2017, PIMCO.

München

PIMCO Deutschland GmbH
Seidlstraße 24-24a
80335 München, Deutschland
+49 89 26209 6000

Zürich

PIMCO (Schweiz) GmbH
Brandschenkestrasse 41
8002 Zürich, Schweiz
+41 44 512 4910

Hongkong

London

Mailand

Newport Beach Firmenzentrale

New York

Rio de Janeiro

Singapur

Sydney

Tokio

Toronto

pimco.de
switzerland.pimco.com