



KONJUNKTUR-
AUSBLICK

MÄRZ 2022

Anti- Goldilocks

Aktives Management und Risikobewusstsein können Anlegern helfen, sich in einer globalen Wirtschaft zurechtzufinden, in der die Inflation heiß läuft und das Wachstum sich abkühlt.



ZUSAMMENFASSUNG

VON:

Joachim Fels
PIMCO-Chefvolkswirt

Andrew Balls
Chief Investment Officer
Global Fixed Income

- Unser Ausblick für die kommenden sechs bis zwölf Monate ist mit erheblichen Unsicherheiten behaftet, da die Weltwirtschaft aktuell mit einem Schock konfrontiert ist, der sich negativ auf das Wachstum auswirkt und wahrscheinlich die Inflation weiter anheizt. In unserem Basisszenario wird das Wachstum weiterhin durch die Konjunkturerholung nach der Pandemie und durch die aufgestauten Ersparnisse gestützt, die die Nachfrage ankurbeln. Der Inflationsanstieg könnte in den kommenden Monaten seinen Höhepunkt erreichen und sich dann allmählich abschwächen. Allerdings gibt es offensichtliche Risiken für diesen Ausblick – insbesondere dann, wenn der russisch-ukrainische Krieg weiter eskaliert, einschließlich des Risikos einer Rezession innerhalb des Prognosezeitraums.
- Der Krieg in der Ukraine und die Sanktionen werden wahrscheinlich zu größeren Schwankungen bei den Wirtschafts- und Inflationsentwicklungen zwischen Ländern und Regionen führen. Für die meisten Zentralbanken scheint Inflationsbekämpfung Vorrang vor einer Stützung des Wachstums zu haben. Wir erwarten daher nur eine relativ geringe Unterstützung vonseiten der Fiskalpolitik für den Prognosezeitraum.
- In einem so unsicheren Umfeld bevorzugen wir in der Regel Anlagestrategien mit einem Fokus auf Portfolio-Flexibilität und -Liquidität, um auf neue Entwicklungen schnell reagieren und Chancen nutzen zu können. Wir werden sehr wahrscheinlich eine leichte Untergewichtung bei der Duration anstreben und auch Zinskurven-Positionen reduzieren.
- Wir gehen nicht davon aus, dass wir angesichts der Verwundbarkeit der Märkte große Positionen in risikoreichen Anlageklassen aufbauen werden. Jedoch behalten wir es uns vor, bei ausgewählten Investments kurzfristig höhere Risiken einzugehen, sofern wir diese als ausfallsicher erachten.
- Inflationsgeschützte US-Staatsanleihen (TIPS) schätzen wir nach wie vor als fair bewertete Absicherungsinstrumente gegen einen möglichen Anstieg der Inflation ein. Wir werden möglicherweise deutlich höhere Rohstoffpreise sehen, da Käufer ihre Abhängigkeit von russischen Exporten reduzieren möchten. Rohstoffe könnten auch dazu beitragen, die Aufwärtsrisiken bei der Inflation abzumildern.
- An den Aktienmärkten begünstigt das derzeitige Umfeld unseres Erachtens qualitativ hochwertige Titel, nicht jedoch solche von konjunktursensiblen Unternehmen. Wir wollen auch weiterhin unser Pulver trocken halten, um von Verwerfungen an den Aktienmärkten zu profitieren, sobald solche auftreten.



In einem Punkt waren sich die Anlageexperten von PIMCO sofort einig, als wir uns – mehrheitlich wieder virtuell – zu unserem jüngsten vierteljährlichen Cyclical Forum trafen: Der Einmarsch Russlands in die Ukraine, die daraufhin verhängten Sanktionen und die Turbulenzen an den Rohstoffmärkten haben die bereits vor dem Ausbruch dieses Kriegs unsicheren Aussichten für die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte noch weiter akzentuiert.

Zu Beginn des Forums haben wir uns an das Konzept der radikalen oder Knight'schen Unsicherheit erinnert, das in unseren Diskussionen bei PIMCO im Lauf der Jahre immer wieder thematisiert wurde (siehe z. B. „King, Keynes und Knight: Einblick in eine unsichere Wirtschaft“, Juli 2016). Im Gegensatz zu einem Risiko, das sich durch die Zuweisung von Wahrscheinlichkeiten für Ergebnisse auf der Grundlage von Erfahrungen oder statistischen Analysen quantifizieren lässt, ist Unsicherheit im Wesentlichen nicht messbar. In einem so radikal unsicheren Umfeld sind detaillierte Prognosen daher nicht besonders hilfreich für die Erstellung einer Anlagestrategie. Daher bewegten sich unsere Diskussionen über die ökonomischen Aussichten stärker auf dem Makro-Niveau als sonst. Dabei hatten wir stets vor Augen, dass es eine große Bandbreite möglicher Szenarien gibt und alles auch ganz anders kommen kann – Entwicklungen verlaufen nicht zwingend linear, abrupte Störungen sind an den Märkten stets möglich.

Trotz der vielen Unbekannten haben wir fünf grundlegende Schlussfolgerungen gezogen, die den Ausblick für die kommenden sechs bis zwölf Monate beherrschen dürften. Sie sind unserer Meinung nach für Anleger in dieser Phase am relevantesten. Die noch längerfristigen Auswirkungen der aktuellen Situation werden wir dann bei unserem nächsten Secular Forum im Mai diskutieren.

1. EINE „ANTI-GOLDILOCKS“-KONJUNKTUR

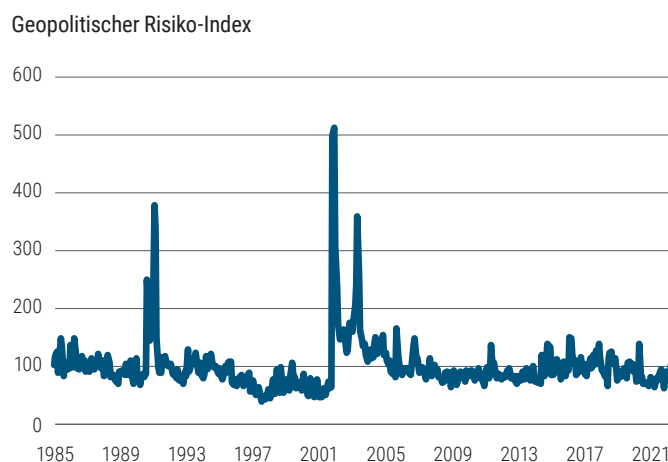
Erstens: Die Weltwirtschaft und die politischen Entscheidungsträger sind mit einem durch Stagflation charakterisierten Angebotsschock konfrontiert, der sich negativ auf das Wachstum auswirkt und die Inflation tendenziell weiter anheizen wird. Es gibt vier Hauptfaktoren, die die Inflation und das Wachstum beeinflussen: 1) höhere Energie- und Lebensmittelpreise, 2) unterbrochene Lieferketten und Handelsströme, 3) schlechtere Finanzierungsbedingungen und 4) sinkendes Vertrauen auf Unternehmer- und Verbraucherseite aufgrund der aktuell hohen Unsicherheit. Das Zusammenwirken dieser Faktoren könnte sehr leicht zu dem führen, was ein Teilnehmer unseres Forums als „Anti-Goldilocks-Konjunktur“ bezeichnet hat: eine Wirtschaft, in

der die Inflation zu heiß läuft und sich das Wachstum zu sehr abkühlt.

Unser vorläufiger Basisausblick geht nach wie vor von einem überdurchschnittlichen Trendwachstum in den Industrieländern aus. Wir haben diesen Ausblick jedoch überarbeitet und die Prognose gegenüber unseren Vorkriegseinschätzungen um etwa 1 Prozentpunkt auf 3 % für 2022 nach unten angepasst. Das Wachstum wird grundsätzlich weiterhin durch den wirtschaftlichen Aufschwung nach der Pandemie und die aufgestauten Ersparnisse gestützt, die die Nachfrage ankurbeln.

Wir gehen von der folgenden technischen Annahme aus: Die tatsächlichen Rohstoffpreise werden den Futures folgen, die nach unten zeigen (zumindest zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Ausblicks). Dennoch rechnen wir damit, dass die Gesamt- und Kerninflation in den nächsten Monaten weiter nach oben klettern wird, um sich erst danach leicht abzuschwächen. Bitte beachten Sie, dass wir seit dem Dezemberforum unsere Prognose für die durchschnittliche Inflation in den Industrieländern im Jahr 2022 um 2 Prozentpunkte auf 5 % angehoben haben. Es gibt jedoch offensichtliche und erhebliche Abwärtsrisiken für dieses Wachstumsszenario und ebenso große Aufwärtsrisiken für die Inflationsaussichten, insbesondere dann, wenn der Krieg oder die Sanktionen weiter eskalieren. Wir stellen fest, dass der von Analysten der US-Notenbank veröffentlichte Index für geopolitische Risiken gestiegen ist – siehe Abbildung 1. Man muss nicht extra betonen, dass diese Entwicklungen unser langfristiges Thema – kürzere Wachstums- und Inflationszyklen mit größeren Amplituden – tendenziell stützen

Abbildung 1: Das geopolitische Risiko notiert auf dem höchsten Stand seit fast zwei Jahrzehnten



Quelle: Caldara, Dario und Matteo Iacoviello (2021), „Measuring Geopolitical Risk“, Arbeitspapier, Direktorium der US-Zentralbanken, November 2021; Daten vom 28. Februar 2022

Die Aussichten für Wachstum und Inflation werden durch die bereits fragilen Ausgangsbedingungen getrübt.

2. NICHTLINEARE REAKTIONEN AUF WACHSTUM UND INFLATION WAHRSCHEINLICHER

Ein zweiter Punkt, der betont werden muss: Der Ausblick für Wachstum und Inflation wird durch potenzielle Linearitäts-Abweichungen im Zusammenhang mit bereits fragilen Ausgangsbedingungen weiter eingetrübt. Unterbrechungen der Lieferketten waren aufgrund von Covid-19 bereits weitverbreitet, was die Produktion sinken ließ und die Kosten und Preise in vielen Branchen in die Höhe trieb. Der Krieg Russlands in der Ukraine und die Sanktionen haben zu weiteren Störungen geführt – just zu einem Zeitpunkt, als sich bei einigen der Engpässe im Zusammenhang mit Covid eine Entspannung abzuzeichnen begann. Auf Russland entfallen zwar nur 1,5 Prozent des Welthandels. Aber bei einer Reihe von Energieträgern und anderen Rohstoffen ist der Anteil viel höher. Die Ukraine wiederum ist nicht nur ein großer Getreideproduzent, sondern auch ein wichtiger Zulieferer für die Automobilindustrie Europas. Auch das Neongas für Computerchips stammt aus der Ukraine. Angesichts der Komplexität globaler Lieferketten können auch scheinbar nur geringfügige Engpässe bei bestimmten Rohstoffen und Komponenten große Auswirkungen auf die Produktion und die Preise haben.

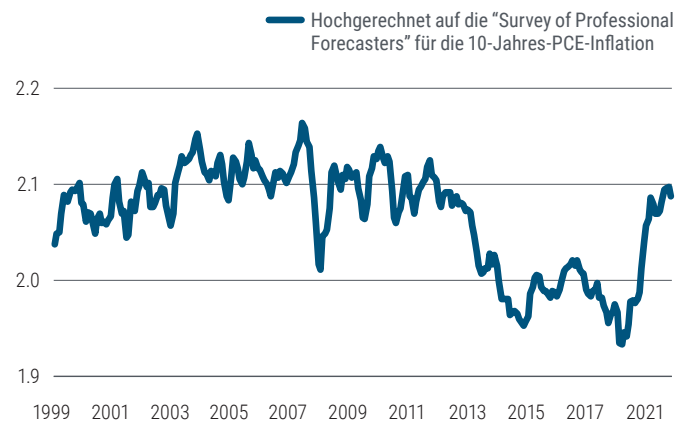
Darüber hinaus haben die jüngsten Pandemie-Lockdowns in Teilen Chinas das Potenzial, neue Engpässe in der globalen Lieferkette zu verursachen, unabhängig von den Entwicklungen in Russland und der Ukraine. Selbst in einem Szenario, in dem der Krieg bald beendet ist und die Rohstoffpreise nachgeben, wäre es unserer Meinung nach zu früh, zu dem Schluss zu kommen, dass alles wieder gut ist. Außerdem ist zu bedenken, dass die Sanktionen auch nach einem Ende des Kriegs noch lange bestehen würden, was den freien Verkehr von Waren, Dienstleistungen und Kapital behindern und dadurch Probleme in der Lieferkette verschärfen würde.

Eine weitere potenzielle Linearitäts-Abweichung im Inflationsgeschehen: Schon vor dem Ukraine-Schock hatte die Teuerung in vielen Ländern den höchsten Stand seit mehreren Jahrzehnten erreicht. Und auch die längerfristigen Inflationserwartungen hatten sich nach oben verschoben – siehe Abbildung 2 für die Daten aus den USA. Der zusätzliche

kurzfristige Aufwärtsdruck auf die Preise hat das Risiko erhöht, dass sich die mittel- und längerfristigen Inflationserwartungen abkoppeln und eine Lohn-Preis-Spirale auslösen. Dieses Risiko ist in den USA, wo der Arbeitsmarkt bereits sehr angespannt ist, größer. Aber es ist angesichts des Ausmaßes des Inflationsschocks auch für Europa signifikant. Vieles hängt von der Reaktion der geld- und finanzpolitischen Entscheidungsträger ab, wie wir weiter unten erörtern werden.

Abbildung 2: Die Messgrößen für die Inflationserwartungen in den USA sind seit Ausbruch der Pandemie deutlich gestiegen, liegen derzeit aber noch im Rahmen der längerfristigen Durchschnittswerte

PIMCO-Anwendung des "Common Inflation Expectations"- Index (CIE) der Fed



Quelle: PIMCO, Haver Analytics; Ahn, Hie Joo und Chad Fulton (2021), „Research Data Series: Index of Common Inflation Expectations“, FEDS Notes, Washington, D.C.: Direktorium der US-Zentralbanken, 5. März 2021; Stand der Daten: 11. März 2022. PCE steht für Personal Consumption Expenditures (persönliche Konsumausgaben), ein Maß für die Inflation in den USA.

3. ASYMMETRISCHER SCHOCK FÜHRT ZU GRÖßERER DIVERGENZ

Der Krieg in der Ukraine und die Sanktionen werden im Prognosezeitraum wahrscheinlich zu einer breiteren Streuung der Wachstums- und Inflationsdaten in den einzelnen Ländern und Weltregionen führen. Beachten Sie, dass diese Entwicklungen ein weiteres unserer langfristigen Themen tendenziell verstärken – eine größere Divergenz von Wachstum und Inflation zwischen den einzelnen Ländern.

Inflation und Wachstum werden in den einzelnen Weltregionen wahrscheinlich sehr unterschiedlich ausfallen.

Europa wird vermutlich am stärksten betroffen sein. Die Gründe dafür liegen auf der Hand: die geografische Nähe zum Konflikt, die engeren Handels-, Lieferketten- und Finanzverflechtungen mit Russland und der Ukraine, die große Abhängigkeit von Gas- und Öleinfuhren aus Russland sowie die Ankunft von Kriegsflüchtlingen. Das Risiko, dass Europa in diesem Jahr in eine Rezession schlittert und gleichzeitig eine deutlich höhere Inflation erlebt, ist erheblich gestiegen, insbesondere dann, wenn die Gaslieferungen aus Russland unterbrochen werden sollten.

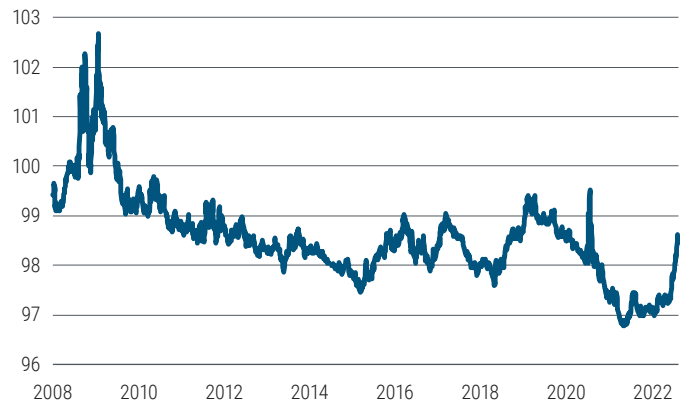
China und die meisten anderen asiatischen Volkswirtschaften haben geringere direkte Handelsverbindungen mit Russland. Sie werden aber wahrscheinlich unter höheren Energiepreisen, rückläufigen Einkünften von russischen Touristen und einem geringeren Wachstum in Europa leiden. Darüber hinaus ist China mit dem nicht unwesentlichen Risiko von sekundären Sanktionen konfrontiert, die seine Wirtschaft beeinträchtigen könnten, falls der Konflikt weiter eskaliert und China einen zu engen Schulterschluss mit Russland sucht.

In den Schwellenländern dürften Exporteure von Rohstoffen wie Öl, Eisenerz, Kupfer, Metallen, Weizen und Mais von günstigeren Handelsbedingungen profitieren. In der Zwischenzeit werden jedoch höhere Rohstoffpreise in den meisten Schwellenländern den ohnehin schon hohen Inflationsdruck noch verstärken, insbesondere dort, wo die Inflationserwartungen mit Unsicherheiten behaftet sind. Wir gehen davon aus, dass einige Länder in Nordafrika und im Nahen Osten überproportional stark von steigenden Weizenpreisen und sinkenden Tourismuseinnahmen betroffen sein werden. Die ökonomischen Härten könnten die politische Instabilität in der Region verstärken – wir erinnern bei dieser Gelegenheit an den sogenannten Arabischen Frühling vor mehr als einem Jahrzehnt.

Die US-Wirtschaft scheint hingegen von den direkten Auswirkungen des Kriegs in der Ukraine relativ isoliert zu sein, da sie nur minimale direkte Handelsbeziehungen mit der Region unterhält und relativ unabhängig von Energie-Importen ist. Allerdings können das langsamere Wachstum in anderen Teilen der Welt, der deutliche Anstieg der Spritpreise, potenzielle zusätzliche Unterbrechungen der weltweiten Lieferketten und eine deutliche Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen seit Beginn des Kriegs (siehe Abbildung 3) auch das Wachstum in den USA dämpfen und die Inflation dieses Jahr weiter steigen lassen. Das ist zumindest unsere Einschätzung.

Abbildung 3: Die Finanzierungsbedingungen in den USA haben sich seit der Ukraine-Invasion rapide verschlechtert

PIMCO U.S. Financial Conditions Index



Quelle: PIMCO, Federal Reserve und Bloomberg, Stand: 15. März 2022. Der PIMCO US Financial Conditions Index (FCI) ist ein hausinterner Index, der Informationen über den künftigen Zustand der Wirtschaft, die in einer breiten Auswahl an Finanz- und Konjunkturkennzahlen enthalten sind, aggregiert. Die Gewichtung dieser Variablen wird durch Simulationen mit dem FRB/US-Modell der US-Notenbank festgelegt. Ein Anstieg (Rückgang) des FCI bedeutet eine Verschärfung (Lockerung) der Finanzierungsbedingungen.

4. ZENTRALBANKEN: DAS TAUZIEHEN HAT BEGONNEN

Die meisten Zentralbanken scheinen sich dafür entschieden zu haben, gegen die Inflation zu kämpfen – und nicht etwa das Wachstum zu stützen. In normalen Zeiten würden wir von den Zentralbanken erwarten, dass sie die inflationären Folgen eines angebotsseitigen Schocks durchschauen und verstehen. Aber dies sind eben keine normalen Zeiten: Der aktuelle Schock kommt zu einer Zeitpunkt, an dem die Inflation aufgrund der Pandemie und der anhaltenden Unterbrechungen der Lieferketten bereits hoch ist. Die geldpolitischen Entscheidungsträger scheinen sich daher in erster Linie darauf zu konzentrieren, Zweitrundeneffekte einer höheren Gesamtinflation und einen weiteren Anstieg der bereits hohen Inflationserwartungen zu unterbinden. Natürlich erhöht dies auch das Risiko einer harten Landung zu einem späteren Zeitpunkt. Und es impliziert ein steigendes Rezessionsrisiko später in diesem Jahr oder 2023. Das entspricht zwar nicht unserem Basisszenario, ist aber durchaus ein Risiko, das man auf dem Schirm haben sollte.

Die Europäische Zentralbank (EZB), die hinsichtlich der BIP-Risiken dem Russland-Schock am nächsten steht und zusammen mit Japan die schwächste Inflationsdynamik ausweist, hat auf ihrer März-Sitzung deutlich gemacht, dass sie angesichts der aktuellen Konjunkturaussichten

nicht beabsichtigt, von ihrem Kurs der geldpolitischen Lockerung abzurücken.

Die US-Notenbank leitete auf ihrer März-Sitzung einen neuen Zyklus der geldpolitischen Straffung ein, indem sie den Leitzins über die Nullgrenze hob und eine Reihe weiterer Zinserhöhungen in diesem Jahr ankündigte, verbunden mit einer Reduktion der Bilanzsumme, was wahrscheinlich nach einer der nächsten beiden Sitzungen initiiert wird. (Lesen Sie zu [den Implikationen der Fed-Sitzung vom März auch unseren Blog-Beitrag](#).)

Die Bank von England hat die Zinsen im März zum dritten Mal in drei Monaten erhöht und signalisiert, dass wahrscheinlich weitere Schritte folgen werden. Auch viele andere Zentralbanken sowohl in den Industrie- als auch in den Schwellenländern haben angesichts des starken Inflationsdrucks einen Kurs der geldpolitischen Straffung eingeschlagen. Die einzige große Ausnahme ist China. Dort haben eine unter dem Ziel liegende Inflation, eine starke Währung und Wachstumssorgen in den vergangenen Monaten

Die meisten Zentralbanken räumen der Inflationsbekämpfung Vorrang vor der Unterstützung des Wachstums ein.

zu einer moderaten Lockerung der Geldpolitik geführt. Eine Straffung in diesem Jahr erscheint deshalb unwahrscheinlich.

Zum ersten Mal seit der Stagflation in den 1970er- und frühen 1980er-Jahren haben wir damit eine Situation, in der die größten westlichen Zentralbanken, angeführt von der Fed, angesichts eines negativen Wachstumsschocks und eines positiven Inflationsschocks vermutlich nicht mehr zur Rettung herbeieilen werden. Dies erhöht das Risiko eines schwächeren Wachstums oder gar einer Rezession in den entwickelten Volkswirtschaften – und das kann Schaden an den Finanzmärkten anrichten.

In unserem [Langfristausblick mit dem Titel „Ära der Transformation“](#) hatten wir Folgendes betont: Unser Basisszenario geht nach wie vor von neutralen realen Leitzinsen aus, die niedrig bleiben. Das ist teilweise auf hartnäckige Langfristfaktoren und zum Teil auf die Sensibilität der Finanzmärkte gegenüber höheren Zinsen



zurückzuführen. Eine höhere Inflation wird die Zentralbanken zwar vor schwierige Entscheidungen stellen – für aktive Anleger ergeben sich dadurch jedoch auch Chancen, wenn die geldpolitischen Zügel dauerhaft gestrafft werden und infolgedessen einige Bereiche der Finanzmärkte unter Druck geraten.

5. FISKALPOLITIK: VERHALTENE REAKTION

Die Regierungen reagierten auf die Pandemie mit allen ihnen zur Verfügung stehenden Mitteln, unterstützt durch die Geldpolitik. Da die Defizite und die Verschuldung nun jedoch deutlich höher sind und die Zentralbanken die quantitative Lockerung beenden und die Zinssätze anheben, dürfte die fiskalische Reaktion auf den aktuellen Schock sehr viel verhaltener ausfallen.

Wir sind der festen Überzeugung, dass es in Europa zu einer weiteren fiskalpolitischen Lockerung kommen wird, einerseits in Form höherer Verteidigungsausgaben (die jedoch erst nach einiger Zeit wirksam werden), andererseits durch Transferzahlungen und Steuersubventionen, die die Auswirkungen der höheren Energiekosten auf die verfügbaren Einkommen abfedern sollen. Diese Maßnahmen können jedoch wahrscheinlich nur teilweise die Belastungen ausgleichen, die sich durch das Auslaufen der zeitlich begrenzten Unterstützungsmaßnahmen während der Pandemie ergeben. Immerhin: Schritte hin zu einer gemeinsamen Fiskalpolitik über den EU-Haushalt, diesmal im Bereich Verteidigung und für mehr Investitionen in erneuerbare Energien, scheinen wahrscheinlich. Allerdings könnte dieser Prozess so schleppend verlaufen, dass er erst jenseits unseres Prognosehorizonts Wirkung zeigt.

In den USA dürfte es kurzfristig bestenfalls geringfügige zusätzliche fiskalpolitische Unterstützung geben, wenn man sich die Patt-ähnliche Situation im US-Kongress vor Augen hält. Die Zwischenwahlen im November könnten eine republikanische Mehrheit im Repräsentantenhaus und möglicherweise auch im Senat bringen. Der darauf folgende Stillstand würde weitere Steuererleichterungen wohl auf Jahre hinaus verhindern. Für das Konjunkturwachstum sind das keine guten Nachrichten. Das dürfte jedoch dazu beitragen, den Inflationsdruck zu dämpfen, denn wie die Pandemie gezeigt hat, ist die Inflation nicht nur ein monetäres, sondern auch ein fiskalisches Phänomen – es gehören immer zwei dazu.



Anlagekonsequenzen

In diesem schwierigen und unsicheren Umfeld konzentriert sich unsere Anlagestrategie primär darauf, die Flexibilität und die Liquidität des Portfolios zu erhöhen. Wir sind der Meinung, dass es sich auszahlen wird, über möglichst viele Optionen und auch die Liquidität zu verfügen, um auf Ereignisse reagieren und potenzielle Chancen nutzen zu können. Vieles spricht aktuell dafür, in Bezug auf makroökonomische Risiken relativ nah an den Heimatmärkten und an bewährten Anlageklassen zu bleiben. Wir werden in der Tat sehr vorsichtig sein, ehe wir unsere Barmittel neu investieren.

DURATION

Wir streben sehr wahrscheinlich eine leichte Untergewichtung bei der Duration an angesichts der aktuellen Niveaus, der Aufwärtsrisiken für die Inflation und der Aussicht auf eine

Die Kreditpositionen in den Portfolios sollten sich auf Widerstandsfähigkeit, Liquidität und Kapitalerhalt konzentrieren.

geldpolitische Straffung durch die Notenbank, die dem Kampf gegen die Inflation Vorrang einräumt und die kurzfristige Wachstumssorgen hintanstellt.

Wir gehen jedoch nicht davon aus, dass wir große Risikopositionen halten werden. Dafür sind die aktuellen Wachstumssorgen einfach zu groß. Diese können schon morgen in eine Verlangsamung des BIP-Anstiegs umschlagen und die Aktienmärkte infizieren – dies umso mehr, wenn es zu einer anhaltenden geldpolitischen Straffung kommt, die noch nicht ganz am Markt eingepreist ist. Wir werden voraussichtlich unsere Zinskurven-Positionen reduzieren, da nun der weltweite Zyklus der geldpolitischen Straffung begonnen hat. Inflationsgeschützte US-Staatsanleihen (TIPS) schätzen wir nach wie vor als fair bewertete Absicherungsinstrumente gegen einen möglichen Anstieg der Inflation ein.

KREDITMARKT

Spread-Assets wurden auf breiter Front abverkauft. Wir sehen Potenzial, das Spread-Risiko in unseren Portfolios opportunistisch zu erhöhen, bevorzugen jedoch strukturierte Kredite und Unternehmensanleihen, weil wir hier ein geringeres Ausfallrisiko sehen. Es besteht das Risiko, dass die Kreditmärkte noch mehr geschwächt werden, sollte der Russland/Ukraine-Konflikt weiter eskalieren oder für den Fall, dass die großen Zentralbanken noch restriktiver vorgehen, um den hohen Inflationsdruck zu bewältigen. Die Kreditpositionierung in den Portfolios sollte sich auf Widerstandsfähigkeit, Liquidität und Kapitalerhalt für ein breites Spektrum an Szenarien konzentrieren.

Bei herkömmlichen Unternehmensanleihen streben wir eine Untergewichtung an. Der erste Grund hierfür: Es existieren mehrere Marktbereiche für verbrieftete Produkte – wie Residential Mortgage-Backed Securities (RMBS), Asset-Backed Securities (ABS) und Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS) in den USA, Großbritannien und ausgewählten europäischen Staaten –, die unserer Meinung nach eine höhere Kreditqualität und ausfallsichere Alternativen zu Unternehmensanleihen bieten. Zweitens: Wir werden innerhalb des Markts für Unternehmensanleihen weiterhin vorrangige Titel bevorzugen: Die jüngste Schwäche dürfte die Chance bieten, bei vorsichtiger Skalierung das Risiko bei großen globalen Banken zu erhöhen, wo das Ausfallrisiko selbst in einem Umfeld deutlich höherer Volatilität gering erscheint. An den Kreditmärkten werden wir wahrscheinlich eine Übergewichtung zugunsten der USA gegenüber Europa und den Schwellenländern beibehalten. Der Grund: Diese Titel sind weniger exponiert und anfällig für die Entwicklungen in Russland und in der Ukraine. Mit Blick auf das Kredit-Beta legen wir weiterhin Wert auf Liquidität und konzentrieren uns auf die von unserem globalen Anleihteam selektierten Anleihen von Unternehmen mit den höchsten Barbeständen und der größten Resilienz.

WÄHRUNGEN UND SCHWELLENLÄNDER

Bei Portfolios, in denen diese Risikopositionen den Richtlinien und Erwartungen unserer Kunden entsprechen, gehen wir davon aus, dass wir ausgewählte G-10- und Schwellenländerwährungen übergewichten werden, wobei wir uns auf Rohstoff-Beta und günstige Bewertungen konzentrieren. Wir werden diese Positionen im derzeitigen unsicheren Umfeld vermutlich ziemlich klein halten. In den Schwellenländern im Allgemeinen werden wir uns nur in begrenztem Umfang engagieren, aber weiterhin nach attraktiven Möglichkeiten suchen, sofern das schwierige Umfeld das zulässt.

ROHSTOFFE

Wenden wir uns nun der Strukturierung von Portfolios zu, bei denen Anleihen nicht im Fokus stehen: Bereits vor dem Ukraine-Konflikt konnten wir an den Rohstoffmärkten klassische Merkmale eines reifen Konjunkturzyklus ausmachen, wie zum Beispiel eine das Angebot übersteigende Nachfrage. Daher ist bei gleich bleibendem Preisniveau ein geringeres Wachstum bei der Produktion zu erwarten als noch vor einigen Jahren. Angesichts der Bedeutung der Energie für die Produktionskosten anderer Güter werden die Auswirkungen auf die allgemeine Teuerung vermutlich erheblich sein. Vor diesem Hintergrund haben die Ereignisse in der Ukraine, auch wenn sie noch im Fluss sind, das Potenzial, zu deutlich höheren Preisen zu führen, da die Käufer von Rohstoffen auf breiter Front versuchen, die Abhängigkeit von russischen Exporten bei einer Reihe von Rohstoffen zu verringern. Da die Rohstoffindizes ein selten zuvor gesehenes positives Carry-Niveau aufweisen, glauben wir, dass Rohstoffe auch eine Rolle bei der Abmilderung von Aufwärtsrisiken für die Inflation spielen können.

AKTIEN

Wir gehen davon aus, dass wir in unseren Portfolios mit verschiedenen Anlageklassen ein weitgehend neutrales Gesamt-Aktien-Beta-Risiko eingehen werden. Wir befinden uns nun inmitten der Spätphase des Konjunkturzyklus mit einem nach wie vor starken Wachstums-Momentum. Dieses wird jedoch zunehmend anfälliger für Abwärtsrisiken. Die Aktien-KGVs sind bereits gesunken – die geldpolitische Straffung durch die Zentralbank wurde eingepreist. Die Gewinne werden deshalb in Zukunft der wichtigste Treiber für die Renditen sein. Das derzeitige Umfeld begünstigt unserer Ansicht nach qualitativ hochwertige Unternehmen. In unseren Portfolios mit verschiedenen Anlageklassen – aber auch in unseren Anleihen-Portfolios – werden wir versuchen, das Pulver möglichst trocken zu halten, um von Verwerfungen an den Aktienmärkten zu profitieren, sobald solche auftreten.



RECHTLICHE HINWEISE

PIMCO bietet die eigenen Dienstleistungen ausschließlich qualifizierten Institutionen und Anlegern an.

Alle Investments sind mit Risiken behaftet und können an Wert verlieren.

Anlagen am Anleihenmarkt unterliegen Risiken wie zum Beispiel Markt-, Zins-, Emittenten-, Kredit-, Inflations- und Liquiditätsrisiken. Der Wert der meisten Anleihen und Anleihenstrategien wird durch Zinsänderungen beeinflusst. Anleihen und Anleihenstrategien mit längerer Duration sind häufig sensitiver und volatil als Papiere mit kürzerer Duration. Die Anleihenpreise sinken in der Regel, wenn die Zinsen steigen. Ein Umfeld niedriger Zinsen erhöht dieses Risiko. Eine Verschlechterung der Bonität des Anleihen-Kontrahenten kann zu einer niedrigeren Marktliquidität und einer höheren Kursvolatilität beitragen. Der Wert von Anleihen-Investments kann bei der Rücknahme über oder unter dem ursprünglichen Wert liegen. Rohstoffinvestments sind mit höheren Risiken verbunden. Dazu zählen Marktrisiken, politische Risiken, das Regulierungsrisiko sowie Umweltrisiken (Wetter, Abbaubedingungen usw.), sodass solche Investments unter Umständen nicht für alle Anleger geeignet sind. **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. Bei Agency- und Non-Agency-MBS handelt es sich um in den USA begebene Hypothekensicherheiten. **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 emittiert werden. **Private Credit** beinhaltet die Anlage in nicht öffentlich gehandelten Wertpapieren, die dem Illiquiditätsrisiko unterliegen können. Portfolios, die in private Kredite investieren, können Fremdkapital aufnehmen und spekulative Anlagen tätigen, die das Risiko eines Verlusts der Anlage erhöhen. **Diversifikation** schützt nicht vor Verlusten.

Hierin enthaltene Prognosen, Schätzungen und Informationen basieren auf eigenen Analysen und stellen weder eine Anlageberatung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments dar. Aussagen zu Trends an den Finanzmärkten oder Portfoliostrategien basieren auf den aktuellen Marktbedingungen, die Schwankungen unterliegen. Es wird keinerlei Gewähr dafür übernommen, dass die angegebenen Anlagestrategien in jedem Marktumfeld erfolgreich durchsetzbar und für alle Anleger angemessen sind. Anleger sollten daher ihre Möglichkeiten eines langfristigen Engagements insbesondere in Phasen rückläufiger Märkte überprüfen. Anleger sollten vor einer Anlageentscheidung ihren Anlageexperten konsultieren. Ausblick und Strategien können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden.

Diese Veröffentlichung gibt die Meinungen des Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung wieder, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können. Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung für ein bestimmtes Wertpapier, eine Strategie oder ein Anlageprodukt dar. Die hier enthaltenen Informationen stammen aus Quellen, die wir für zuverlässig halten; es wird jedoch keine Gewähr übernommen.

PIMCO Europe Ltd (Unternehmensnr. 2604517) ist von der FCA (Financial Conduct Authority, 12 Endeavour Square, London E20 1JN) in UK zugelassen und beaufsichtigt. Die Dienstleistungen von PIMCO Europe Ltd sind nicht für individuelle Investoren verfügbar. Diese sollten sich nicht auf diese Kommunikation stützen, sondern ihren Finanzberater kontaktieren. **PIMCO Europe GmbH (HRB 192083, Seidlstr. 24-24a, 80335 München, Deutschland), PIMCO Europe GmbH Italian Branch (Gesellschaftsregister Nr. 10005170963), PIMCO Europe GmbH Irish Branch (Unternehmensnr. 909462), PIMCO Europe GmbH UK Branch (Unternehmensnr. BR022803) und PIMCO Europe GmbH Spanish Branch (N.I.F. W2765338E)** sind in Deutschland von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) (Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt am Main) gemäß §15 des Gesetzes über das 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. ©2022, PIMCO