



LANGFRISTIGER
AUSBLICK

OKTOBER 2020

Eskalierende Marktumbrüche

Die Pandemie hat die langfristigen
Störfaktoren intensiviert, wodurch
Titelauswahl und Alpha-Generierung
zunehmend an Bedeutung gewinnen.

ZUSAMMENFASSUNG

- Vier makroökonomische Störfaktoren dürften sich über den langfristigen Anlagehorizont noch stärker bemerkbar machen: der Aufstieg Chinas, der Populismus, die klimabedingten Risiken und die Technologie.
- Die beiden wichtigsten Schlüsselfaktoren, die für positive oder negative Überraschungen sorgen könnten, sind der Stand der Pandemie und der Grad, zu dem die Finanzpolitik aktiv bleibt oder sich zurückzieht.
- Ein langfristiger Anlageerfolg macht ein aktives Portfoliomanagement erforderlich, um sowohl Marktumbrüche zu meistern als auch Chancen zu nutzen, die sich aus ihnen ergeben.

VON:

Joachim Fels
Chefvolkswirt

Andrew Balls
CIO
Global Fixed Income

Daniel J. Ivascyn
Group Chief Investment Officer

Das jährliche Secular Forum von PIMCO in diesem September war das 39. unserer Firmengeschichte – und das erste vollständig virtuelle. Unter Einbeziehung der Beiträge geladener Redner (siehe Seitenleiste) sowie unseres Global Advisory Board und anderer Berater hat unser globales Team von Anlageexperten die postpandemischen Aussichten für die Weltwirtschaft, die Geldpolitik, die Fiskalpolitik und die Finanzmärkte in den nächsten drei bis fünf Jahren näher beleuchtet (oder vielmehr „gewebext“) und ihre Implikationen für die Portfolios der Anleger erörtert. Unser Fazit lautet wie folgt.

Zu Beginn riefen wir uns den langfristigen Ausblick vor der Pandemie in Erinnerung, der in unserem langfristigen Ausblick „Marktumbrüche meistern“ vom Mai 2019 dargelegt wurde. Damals antizipierten wir „ein schwieriges Anlageumfeld, das sich durch eine radikale Unsicherheit und eine Reihe langfristiger Störfaktoren auszeichnet“, wie etwa den Aufstieg Chinas und die daraus resultierenden geopolitischen Spannungen, den Populismus, deflationäre demografische

Trends, finanzielle Anfälligkeiten in Bezug auf Bewertungen und überschüssiges Fremdkapital sowie Technologie- und Nachhaltigkeitsthemen, die Gewinner und Verlierer hervorbringen.

Leider brachte dieses Jahr tatsächlich heftige Erschütterungen und radikale Unsicherheit mit sich, wenn auch aus einer unerwarteten Richtung – der Covid-19-Pandemie, die weltweit bereits mehr als eine Million Menschenleben gekostet hat, die tiefste wirtschaftliche Rezession seit der Großen Depression verursachte und überwältigende fiskal- und geldpolitische Reaktionen auslöste.

Wir kamen zu dem Schluss, dass unserer Ansatz „Marktumbrüche meistern“ in seinem Kern nach wie vor Gültigkeit hat: Wir glauben, dass der langfristige Anlageerfolg auch künftig darauf beruhen wird, auf Erschütterungen aus vielfältigen Richtungen vorbereitet zu sein und die Chancen, die sich im Zuge der Volatilität ergeben, aktiv zu verfolgen. Dieses Vorgehen ist zum aktuellen Zeitpunkt sogar noch bedeutender, da sich die Märkte mit den längerfristigen Folgen des Pandemieschocks, seiner Ausbreitung und den politischen Antworten auseinandersetzen müssen.



KONJUNKTURELLE ERHOLUNG, LANGFRISTIGE NARBEN

In der ersten Hälfte unseres langfristigen Prognosezeitraums werden wir vermutlich einen „Langen Weg zurück“ beschreiten – mit einem mehrere Jahre über dem Trend liegenden Wachstum, während die Weltwirtschaft aus dem tiefen Loch der Covid-Rezession hervorkommt. Die beiden wichtigsten Schlüsselfaktoren, die für positive oder negative Überraschungen sorgen könnten, sind (1) die gesundheitliche Lage – neue Infektionswellen gegenüber wirksamen Impfstoffen und Behandlungsmethoden – und (2) der Grad, zu dem die Finanzpolitik aktiv bleibt oder sich zurückzieht. Während sich in Europa bereits weitere Unterstützungsmaßnahmen abzeichnen – der EU-Wiederaufbaufonds wird im Jahr 2021 mit der Auszahlung seiner Mittel beginnen –, wird das Ergebnis der US-Wahlen im November (hoffentlich) mehr Klarheit über den Umfang und die Art der weiterführenden Konjunkturprogramme in den USA bringen.

Auch wenn eine Fortsetzung der konjunkturellen Erholung in den nächsten ein bis zwei Jahren sehr wahrscheinlich ist, halten wir die von mehreren Gastrednern bei unserem Forum geäußerten Bedenken hinsichtlich der „wirtschaftlichen Narben“, die das stabile Wachstum des Produktionspotenzials belasten werden, für gerechtfertigt. Denn längere Phasen der Arbeitslosigkeit bedeuten in der Regel einen Qualifikationsverlust der Betroffenen und damit eine geringere Arbeitsproduktivität. Außerdem dürfte die erhöhte Unsicherheit noch lange Zeit auf die Unternehmensinvestitionen drücken. Zusammen mit einer zunehmenden „Zombifizierung“ des Unternehmenssektors aufgrund der massiven Hilfestellungen von Regierung und Zentralbank wird sich dies vermutlich negativ auf das längerfristige Produktivitätswachstum auswirken.

Wirtschaftliche Narben könnten das langfristige Produktivitätswachstum belasten.

Demgegenüber haben wir auch positivere längerfristige Wachstumsszenarien diskutiert, wobei der Fokus primär auf der Möglichkeit einer deutlich aktiveren Fiskalpolitik lag, die private und öffentliche Investitionen über Infrastrukturausgaben, höhere Ausgaben für Forschung und Entwicklung im Rahmen des neuen Technologiewettlaufs, grüne Projekte, eine verbesserte Humankapitalbildung über Schulungen sowie Steuerreformen fördert. Obschon ein derart „positiv erschütterndes“ Szenario nicht unserer Grundeinschätzung entspricht, stellt es ein wichtiges Aufwärtsrisiko in unserem vorsichtigeren Basisszenario dar.

Schließlich waren wir auch von den Antworten der EU auf die Krise positiv überrascht, insbesondere von dem neuen Wiederaufbaufonds sowie von dem energischen und zügigen Handeln der Europäischen Zentralbank (EZB) mit der Auflegung ihres neuen Pandemie-Notfallprogramms. Diese

Entwicklungen unterstreichen die altbekannte Weisheit, dass die europäische Integration nur durch Krisen voranschreitet. Während wir in einer Reihe von Ländern weiterhin mit gelegentlichen Rückschlägen aufgrund von politischen Risiken rechnen, haben sich die Chancen auf eine weniger krisenanfällige Eurozone dank der Fortschritte in Richtung einer vollständigeren Bankenunion und einer größeren gemeinsamen Haushaltskapazität der EU erhöht.

DIE KRISE POTENZIIERT VIER LANGFRISTIGE STÖRFAKTOREN

Mit Blick auf die möglichen Störquellen kamen wir zu dem Schluss, dass sich einige der Trends, die wir in der Vergangenheit als destabilisierend identifiziert haben, über den langfristigen Horizont vermutlich noch stärker ausprägen werden:

Der Aufstieg Chinas als Wirtschaftsmacht, die Hersteller von Produkten mit hoher Wertschöpfung in anderen Teilen der Welt aushebelt und die etablierte, von den USA dominierte geopolitische Ordnung infrage stellt, dürfte durch ihre frühere und kräftigere Erholung von der Covid-Krise beschleunigt werden sowie durch ihren verstärkten Fokus auf ihre Wirtschaftsstrategie, die unlängst von „Made in China 2025“ in „Strategie der zwei Kreisläufe“ umfirmiert wurde. Diese Strategie ist darauf ausgerichtet, die Abhängigkeit von globalen Märkten und Technologien zu verringern und gleichzeitig für internationale Märkte offen zu bleiben.

Der Populismus und seine engen Verwandten – der Protektionismus und der Nationalismus – dürften durch die pandemische Rezession und ihren Effekt auf die zunehmende Ungleichheit in mehreren Dimensionen bestärkt werden, was einer der Schwerpunkte unserer Diskussionen war. Vor diesem Hintergrund prüften wir die These, dass wir den „Höhepunkt des Populismus“ in aller Welt bereits hinter uns haben, verwarfen sie letztlich aber wieder.

Die klimabedingten Risiken und ihre Auswirkungen auf das menschliche Dasein und die Wirtschaftsaktivität wurden in diesem Jahr noch deutlicher und akuter und lenkten die Aufmerksamkeit auf Extremereignisse mit katastrophalen ökologischen Auswirkungen. Neben diesen physischen Risiken rücken die mit der Wende hin zu einer grüneren Wirtschaft verbundenen Übergangsrisiken immer stärker in den Fokus der politischen Entscheidungsträger, Unternehmen und Anleger – was auch von Mark Carney, einem der Gastredner unseres Forums und dem jüngsten Neuzugang zu PIMCOs Global Advisory Board, hervorgehoben wurde. Dieser wies auf das Risiko eines klimabedingten „Minsky-Moments“ hin (d. h. auf einen Einbruch der Vermögenspreise, wobei er sich der Formulierung bediente, die PIMCOs früherer Chefökonom Paul McCulley geprägt hat). Darüber hinaus werden die Anleger, wie wir bereits im vergangenen Jahr betont haben, zusätzliche staatliche Reaktionen auf Klima- und andere Umweltrisiken in Form von Verordnungen, Berichtspflichten für Unternehmen, CO₂-Steuern und öffentlichen Investitionen berücksichtigen müssen, dazu zählt auch der explizite grüne Schwerpunkt des umfangreichen

neuen EU-Wiederaufbaufonds. Diese Themen sind nunmehr Mainstream und dürften sich je nach Ausgestaltung der politischen Entscheidungen langfristig auf die Finanzpolitik, die Entscheidungen des privaten Sektors, die Kapitalflüsse und die Vermögenspreise auswirken. Da es im Unternehmensbereich viele Gewinner und Verlierer geben wird, machen diese Trends ein aktives Management der Kredit- und Ausfallrisiken unerlässlich.

Die Rolle der Technologie als nützliche, aber auch für große Umbrüche sorgende Kraft wurde durch die Covid-19-Krise verstärkt. Obschon die Arbeits- und Konsummuster nach dem Abklingen der Pandemie in gewissem Maß wieder auf das Vorkrisenniveau zurückkehren dürften, werden die zusätzlichen wirtschaftlichen Fähigkeiten, die etablierte und neue Technologieunternehmen während der Krise hinzugewonnen haben, diese zu einem noch bedeutenderen Störfaktor machen. Die erfolgreiche Unterscheidung zwischen den Gewinnern und den Verlierern der Digitalisierung wird über den langfristigen Anlagehorizont eine wichtige Alpha-Quelle für aktive Investoren sein.

GELDPOLITIK: GEFANGEN

Angesichts der herausfordernden kurz- und längerfristigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen sowie der Verwerfungen, die voraussichtlich wiederholte Volatilitätsausschläge an den Finanzmärkten hervorrufen werden, rechnen wir damit, dass die Leitzinsen in den meisten Industrieländern über den gesamten oder nahezu den gesamten Verlauf der nächsten drei bis fünf Jahre niedrig bleiben oder sogar noch weiter sinken. Nach unserer Auffassung sind negative Zinssätze ein verzweifelter Instrument mit nachteiligen Nebenwirkungen, die umso stärker werden, je länger der Zustand der negativen Zinssätze anhält. Doch da die Anleihenrenditen bereits niedrig oder negativ sind und die Renditekurven flach, werden sich vermutlich mehr Zentralbanken als Reaktion auf künftige negative Schocks in den negativen (oder noch negativeren) Bereich begeben und zusätzliche Ankäufe über ein breites Spektrum von Finanzanlagen tätigen.

Der Wechsel der US-Notenbank zu einem flexiblen durchschnittlichen Inflationsziel (FAIT) war ebenfalls ein Thema der Debatte. Wir kamen zu dem Schluss, dass dieses Ziel in Anbetracht der Erfahrungen, die die Bank of Japan mit ihrer 2016 eingegangenen Verpflichtung zu einem Überschießen der Inflation gesammelt hat, durchaus noch lange ein ambitioniertes bleiben könnte, zumal die Verpflichtung der Fed zu einem tatsächlichen Überschießen bisher eher unentschieden scheint und es offenbar an einem Konsens im Führungsgremium der Fed mangelt (siehe „Neue Guidance der Fed: Überraschend ist nicht überzeugend“). Während die Zentralbanken, einschließlich der Fed, über ausreichend Mittel verfügen, um den Wertpapiermärkten in Krisenzeiten Rückhalt zu bieten, ist zur glaubwürdigen Erreichung ihrer Inflationsziele ein Instrument nötig, das sie nicht kontrollieren können: die Fiskalpolitik.

Die beispiellose Reaktion der weltweiten Finanzpolitiker auf die Krise, begünstigt durch die massiv ausgeweiteten Ankaufprogramme der Zentralbanken für Staatsanleihen, hat ein viel breiteres Spektrum möglicher langfristiger Szenarien für die Fiskalpolitik in aller Welt eröffnet.

Am einen Ende des Spektrums möglicher Entwicklungen bleiben die während der Krise beschlossenen Konjunkturprogramme eine einmalige Angelegenheit, gefolgt von einer Rückkehr zu einer passiven oder restriktiven Politik, ausgelöst durch ein politisches Patt oder eine Renaissance der entschlossenen Sparpolitik. Demnach ist die gegenwärtig schwache Form der fiskalischen Dominanz, bei der die Monetarisierung der Schulden sowohl im Interesse der Regierung als auch der Zentralbanken liegt, nur vorübergehend. In diesem Szenario bleiben die Inflation und die Inflationserwartungen niedrig oder tendieren sogar noch weiter abwärts, während die Zentralbanken allein nicht in der Lage sind, eine Inflation auf oder über dem Zielwert zu erreichen.

In Hinblick auf die Leitzinsen erwarten wir, dass sie in den meisten Industrieländern niedrig bleiben oder sogar sinken werden.

In einem entgegengesetzten Szenario, das wir diskutiert haben, bleibt die Haushaltspolitik trotz der Normalisierung der Wirtschaftslage expansiv oder wird aktiver, indem sie sich beispielsweise auf zusätzliche Ausgabenprogramme konzentriert, um Ungleichheit, Infrastrukturbedarf und grüne Projekte anzugehen. In diesem Szenario geht die gegenwärtig schwache fiskalische Dominanz in eine harte Form der fiskalischen Dominanz über, da die Geldpolitik gezwungen wird, die Zinsen niedrig zu halten und Defizite zu monetarisieren – selbst dann, wenn die Inflation schließlich anzieht.

Während der voraussichtliche Kurs der Fiskalpolitik in den meisten großen Volkswirtschaften wahrscheinlich irgendwo dazwischen liegen wird, ist jedes der beiden extremen Szenarien nun etwas wahrscheinlicher geworden als vor der Pandemie, die die Regierungen aus ihrer finanzpolitischen Komfortzone herausgerissen hat. Folglich sind wir der Ansicht, dass beide Enden der Wahrscheinlichkeitsverteilung für die Inflation nun stärker ausgeprägt sind – das heißt, dass eher mit einer Deflation oder einer übermäßigen Inflation zu rechnen ist, die durch unterschiedliche haushaltspolitische Maßnahmen angetrieben wird.

DER SCHLÜSSEL LIEGT IN DER FISKALPOLITIK

Anlagekonsequenzen

Das Secular Forum dient dem Zweck, Risiken und Chancen zu identifizieren, langfristige Trends vorherzusehen und Leitlinien für unsere Portfolios und Prioritäten als Risikomanager aufzustellen.

DIE REALITÄT EINES RENDITESCHWACHEN UMFELDS

Eines steht fest: Die Ertragsaussichten an den Anlagemärkten werden in den nächsten drei bis fünf Jahren trotz der anhaltend vorteilhaften Renditen im laufenden Jahr – in Zeiten der Krise – voraussichtlich von den Erfahrungen des letzten Jahrzehnts abweichen. Die Ausgangsbewertungen an den Anleihen- und Aktienmärkten machen es äußerst schwierig, sich einen anhaltenden Aufwärtstrend bei den Vermögenspreisen als Nebeneffekt oder Absicht der politischen Interventionen vorzustellen, einschließlich aller Bemühungen der Zentralbanken, die nachteiligen Auswirkungen künftiger Erschütterungen aufzufangen. Angesichts der historisch niedrigen Renditen und der hohen Aktienbewertungen ist es für Portfoliomanager und Vermögensverwalter gleichermaßen sinnvoll, ihre Renditeerwartungen zu senken, anstatt sich in der Hoffnung auf ähnliche Renditeniveaus wie in der Vergangenheit zu stark zu verbiegen und zu weit in die unteren Bereiche des Qualitätsspektrums vorzudringen. Es mangelt nicht an historischen Beispielen von Anlegern, deren Anlagerenditen mehrere Jahre lang auf der Stelle traten oder sich nachteilig entwickelten. Die Erfahrungen der letzten zehn Jahre lassen sich nicht zwangsläufig als Leitfaden für das nächste Jahrzehnt heranziehen.

Im Allgemeinen gehen wir davon aus, dass sich die Renditen von Staatsanleihen in den nächsten drei bis fünf Jahren weitgehend oder ausschließlich in einer festen Bandbreite

bewegen werden. Die Leitzinsen der Zentralbanken dürften über einen langen Zeitraum nicht nach oben tendieren, wohingegen ein gewisses Risiko für Zinssenkungen besteht. Die Renditen sind unseres Erachtens sowohl mit Abwärtsrisiken behaftet, wenn ein allgemeiner Schwenk hin zu negativen Leitzinsen stattfindet, als auch mit Aufwärtsrisiken, wenn die geld- und fiskalpolitischen Anstrengungen einen nachhaltigen Anstieg der Inflationserwartungen bewirken. Obwohl wir kurzfristig wahrlich nur sehr geringe Aufwärtsrisiken für die Inflation sehen, halten wir es für sinnvoll, sich im Lauf der Zeit über inflationsindexierte US-Staatsanleihen (TIPS), Renditekurven-Strategien, Immobilien und ein potenzielles Engagement in Rohstoffen gegen einen Inflationsanstieg abzusichern.

Das Niedrigzinsumfeld und der Renditehunger könnten die Aktienmärkte weiter stützen. Zugleich sollten die Ausgangsbewertungen jedweden übertriebenen Optimismus dämpfen. Wie die jahrzehntelangen Erfahrungen Japans und die kürzerfristigen Erfahrungen Europas in den letzten Jahren zeigen, gibt es selbst in einem Umfeld mit sehr niedrigen Renditen keine Garantie dafür, dass Aktien im Vergleich zu Anleihen überdimensionierte Gewinne erzielen.

In einer Phase der Konjunkturflaute halten wir es für möglich, dass der langfristige Gewinnzuwachs als Anteil am BIP stagniert oder ein negatives Vorzeichen annimmt. Dies könnte das Ergebnis einer Verschiebung der politischen und unternehmerischen Ziele, einer Reregulierung oder einer erhöhten Kapitalbesteuerung sein – die US-Wahlen sind hier ein wichtiger und unmittelbarer Vorbote.

Gastreferenten beim Secular Forum 2020

Jason Bordoff

Gründungsdirektor des Center on Global Energy Policy; Professor of Professional Practice in International and Public Affairs, Columbia University

Mark Carney

UN-Sondergesandter für Finanzen und den Kampf gegen den Klimawandel; Finanzberater für die britische Präsidentschaft der COP26; ehemaliger Gouverneur der britischen Notenbank (2013–2020), ehemaliger Gouverneur der kanadischen Notenbank (2008–2013); ehemaliger Vorsitzender des Finanzstabilitätsrats (2011–2018)

Mario Draghi

Ehemaliger Präsident der Europäischen Zentralbank (2011–2019)

Jim Messina

Ehemaliger stellvertretender Stabschef im Weißen Haus (2009–2011); ehemaliger Kampagnenmanager von Präsident Barack Obama (2012)

Michael Murphy

Ehemaliger leitender Stratege von John McCain, Mitt Romney, Jeb Bush und Arnold Schwarzenegger

Condoleezza Rice

66. US-Außenministerin; neue Direktorin der Hoover Institution; Nationale Sicherheitsberaterin der USA (2001–2005)

Christina Romer

Professor of Economics, University of California, Berkeley; ehemalige Vorsitzende des U. S. Council of Economic Advisors (2008–2010)

Außerdem sehen wir Risiken im Zusammenhang mit der Deglobalisierung sowie mit Verschiebungen infolge von Umweltbelastungen, die den betroffenen Unternehmen verlorene Assets bescheren könnten. Unsere Kunden messen Aspekten von Umwelt, Sozialem und Unternehmensführung (ESG) eine zunehmende Bedeutung bei, und die Beurteilung ihrer Auswirkungen und ihrer Relevanz ist und war schon lange Zeit integraler Bestandteil unseres Anlageprozesses.

CHANCEN IM KREDITUNIVERSUM

Obschon die Credit-Spreads nahe ihrer Tiefstände liegen, werden wir uns bemühen, Mehrwert über eine aktive Auswahl von Unternehmen und Wertpapieren zu generieren.

Im März 2020 boten die Zentralbanken einen Schutzschild, der die Turbulenzen an den Märkten für Unternehmensanleihen in einer Phase der extremen Marktilliquidität abschwächte. Dagegen werden die Zentralbanken die Anleger nicht vor dem steigenden Ausfallrisiko schützen, von dem gewisse Sektoren und Emittenten in einer Zeit der anhaltenden Covid-bedingten Wirtschaftsflaute unverhältnismäßig stark betroffen sein könnten. Dies ist kein Umfeld, in dem wir Engagements in generischen Anleihen halten möchten, sondern eines, in dem wir unser globales Team aus Kreditportfoliomanagern und Research-Analysten in vollem Umfang einsetzen wollen.

Hypothekenbesicherte Wertpapiere (MBS) der US-Agencies sind unseres Erachtens nach wie vor eine vergleichsweise stabile und defensive Ertragsquelle in unseren Portfolios. Des Weiteren warten US-Hypothekensicherheiten nichtstaatlicher Emittenten und die große Bandbreite amerikanischer und internationaler forderungsbesicherter Wertpapiere mit einer vorrangigen Position in der Kapitalstruktur sowie mit geringeren Abwärtsrisiken im Fall nachteiliger Überraschungen für die Gesamtwirtschaft oder die Märkte auf.

Privatfinanzierungen und private Immobilienstrategien bieten Potenzial für attraktive Renditen, unter anderem über Illiquiditätsprämien für Anleger, die in der Lage sind, ihr Kapital langfristig zu investieren und die erhöhten Risiken privater Finanzierungsdeals zu tragen.

GLOBALE CHANCEN

Wir rechnen damit, dass sich in Europa gute Anlagemöglichkeiten auftun, wenn die derzeit höhere Stabilität der Eurozone erhalten bleibt oder – als aktive Investoren – wenn Europa weiterhin dem altbekannten Muster „einen Schritt vorwärts und zwei Schritte zurück“ folgt. Dabei geht beträchtliche Unsicherheit von der Frage aus, ob die weniger politisierte Geldpolitik und die engere Zusammenarbeit in Sachen Haushaltspolitik, die zum Höhepunkt des Covid-Schocks von Bestand waren, im Zuge von eher länderspezifischen Schocks und Herausforderungen anhalten werden.

Des Weiteren erwarten wir, gute Anlagemöglichkeiten in Asien ausfindig zu machen – einer Region, die sich während der Covid-Krise bislang als etwas stabiler erwiesen hat –, einschließlich aktiver Chancen der Titelauswahl bei Unternehmensanleihen.

Unserer Einschätzung nach bieten die Schwellenmärkte dank ihrer Ausgangsbewertungen zwar generell ein höheres Renditepotenzial als Industrieländer, bergen zugleich aber auch Potenzial für noch heftigere Erschütterungen, die eine Reihe von Gewinnern und Verlierern hervorbringen werden.

Unseres Erachtens ist ein aktives Management unerlässlich, um Kreditrisiken zu steuern.

Bezüglich der Schwellenländer sind wir – ähnlich wie im Unternehmenssegment – der festen Überzeugung, dass ein aktives Management kein Luxus, sondern eine Notwendigkeit ist, um attraktive Renditechancen aufzuspüren und gleichzeitig die Risiken in Kundenportfolios zu managen.

Da die Leitzinsen der Zentralbanken auf oder nahe ihrem vermutlich niedrigsten Niveau rangieren und sowohl auf kurze als auch auf mittlere Sicht erhebliche Unsicherheit in Bezug auf die Finanzpolitik besteht, erwarten wir, dass die Wechselkurse als Entlastungsventile und Stoßdämpfer dienen werden. Wir rechnen mit einem volatileren Umfeld für die Devisenmärkte und werden versuchen, die sich hier bietenden Chancen vorbehaltlich einer umsichtigen Skalierung zu nutzen.

Mit Blick auf die Ausgangsbewertungen dürften unseres Erachtens keine wesentlichen langfristigen Trends an den Märkten für Industrieländerwährungen entstehen. Allerdings eröffnen die kurzfristigen konjunkturellen Aussichten einer weltweiten Erholung vom Covid-Schock die Möglichkeit, dass sich der US-Dollar in Zukunft noch weiter abschwächt. Über den langfristigen Anlagehorizont werden wiederholte Erschütterungen voraussichtlich jedoch Phasen der Flucht in den US-Dollar nach sich ziehen, der in den Augen vieler Anleger selbst in einer stärker multipolaren Welt nach wie vor der sicherste Anlegehafen ist.

Schwellenländerwährungen bieten – ähnlich wie Schwellenländeranleihen – ein höheres Renditepotenzial aufgrund ihrer Ausgangsbewertungen, unterliegen aber wiederum dem Risiko lokaler und globaler Verwerfungen.

SCHLECHTE NACHRICHTEN KÖNNTEN IN DER TAT SCHLECHTE NACHRICHTEN SEIN

Der bevorstehende langfristige Anlagezeitraum wird mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht nur von geringeren Anlagerenditen geprägt sein, sondern auch von einer stärkeren Schwankungsanfälligkeit dieser Renditen. Als Anleger müssen wir darauf vorbereitet sein.

In der Anfangsphase des langfristigen Prognosezeitraums lassen die Unsicherheiten rund um den Verlauf der Pandemie und die Ausprägung der Erholung stärkere Konjunktur- und Marktschwankungen erwarten. Obschon die Zentralbanker zweifellos alle Hebel in Bewegung setzen werden, ist nicht klar, ob sie ihre Rolle als oberste Volatilitätsunterdrücker beibehalten können.

Wir sehen wenig Grund zur Zuversicht, dass sich das in den letzten zehn Jahren vorherrschende Schema „schlechte Nachrichten sind gute Nachrichten“ – bei dem die Märkte Reaktionen der Zentralbanken vorwegnahmen und damit die gesamtwirtschaftliche Realität dominierten – fortsetzen wird. Im Lauf der nächsten drei bis fünf Jahre ist es recht wahrscheinlich, dass sich schlechte makroökonomische Nachrichten auch als schlechte Nachrichten für Risikoanlagen erweisen werden.

Wenngleich es nicht möglich ist, die längerfristigen Aussichten mit annähernder Sicherheit vorherzusagen, sehen wir die Gefahr, dass die Enden der Wahrscheinlichkeitsverteilung in einer Phase, die unter Umständen von fortlaufenden geld- und fiskalpolitischen Experimenten gekennzeichnet ist, stärker

ausgeprägt sein werden. Tatsächlich hat die Unsicherheit bezüglich der längerfristigen Auswirkungen, die das veränderte Gleichgewicht zwischen Geld- und Fiskalpolitik mit sich bringt, zur Folge, dass die Palette möglicher gesamtwirtschaftlicher und marktspezifischer Entwicklungen für diverse Zeiträume und Länder breit ist.

Die Aussicht auf ein herausfordernderes Anlageumfeld und das Potenzial für stärkere Konjunktur- und Marktschwankungen bedeuten, dass wir großen Wert auf den Kapitalerhalt legen sowie darauf, das Risiko eines vollständigen Kapitalverlusts zu vermeiden. Außerdem wird der Ansicht, dass das derzeitige Anlageumfeld einen geduldigen, einen globalen und einen flexiblen Ansatz erfordert, um eine möglichst breite Palette von Anlageinstrumenten zu nutzen und attraktiven, risikobereinigten Gelegenheiten in allen Gerichtsbarkeiten nachzugehen.

Das renditeschwächere Umfeld bedeutet, dass das Alpha vermutlich einen noch wichtigeren Beitrag zur Gesamtrendite leisten wird. Aktive Manager mit der Fähigkeit, die Renditen im Lauf des Konjunkturzyklus zuverlässig um Alpha zu ergänzen, können ihren Kunden helfen, in einem schwierigeren Anlageumfeld zu bestehen. Wir von PIMCO werden unser Bestes geben und all unsere globalen Ressourcen und unser Expertenwissen zu diversen Sektoren einsetzen, um Alpha zu generieren, Risiken zu managen und unseren Kunden beizustehen, während wir gemeinsam aktuelle und künftige Marktumbrüche bewältigen.

Über unsere Foren

PIMCOs Anlageprozess, der über einen Zeitraum von nahezu 50 Jahren entwickelt und in praktisch jedem Marktumfeld erprobt wurde, wird durch unsere Secular und Cyclical Economic Forums verankert. Unsere Anlageexperten aus aller Welt kommen vier Mal pro 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 Papiere mit kürzerer Duration; die Anleihenpreise sinken in der Regel, wenn die Zinsen steigen, und das aktuelle Niedrigzinsumfeld erhöht dieses Risiko. Verringerungen der Kreditfähigkeit des Anleihenkontrahenten können zu einer niedrigeren Marktliquidität und einer höheren Kursvolatilität beitragen. Der Wert von Anlagen in Anleihen kann bei der Rücknahme über oder unter dem ursprünglichen Wert liegen. **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 von der US-Regierung ausgegebene ILBs. **Aktien** können sowohl wegen der tatsächlichen als auch der empfundenen allgemeinen Markt-, Konjunktur- und Branchenbedingungen an Wert verlieren. **Rohstoffe** gehen mit erhöhten Risiken einher, darunter Markt- und politische Risiken, das Regulierungsrisiko sowie Risiken hinsichtlich natürlicher Gegebenheiten, sodass sie unter Umständen nicht für alle Anleger geeignet sind. Der Wert von **Immobilien** und Portfolios, die in Immobilien investieren, kann aus folgenden Gründen Schwankungen unterliegen: Verluste aufgrund von Unfällen oder Beschlagnahmen, Änderungen an den lokalen und allgemeinen wirtschaftlichen Bedingungen, Angebot und Nachfrage, Zinssätze, Grundsteuern, aufsichtsrechtliche Einschränkungen für Mieten, Flächennutzungspläne sowie Betriebsaufwendungen. **Hypotheken- und forderungsbesicherte Wertpapiere** können aufgrund des Risikos einer vorzeitigen Rückzahlung empfindlich auf Zinsveränderungen reagieren, ihr Wert kann mit der Einschätzung der Bonität des Emittenten durch den Markt schwanken, und obgleich sie im Allgemeinen durch einen staatlichen, staatsnahen oder privaten Bürgen besichert werden, gibt es keine Garantie, dass der Bürge seine Verpflichtungen erfüllt. 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. **Private Anleihen- und Aktienstrategien** beinhalten ein hohes Maß an Risiko, und potenzielle Anleger werden darauf hingewiesen, dass diese Strategien nur für Personen mit entsprechenden finanziellen Mitteln geeignet sind, die in Bezug auf ihre Anlage nicht auf Liquidität angewiesen sind und das wirtschaftliche Risiko ihrer Anlage einschließlich des Risikos eines vollständigen Verlusts tragen können. Das **Managementrisiko** bezeichnet das Risiko, dass von PIMCO verwendete Anlagetechniken und Risikoanalysen nicht die gewünschten Ergebnisse erbringen und sich bestimmte Richtlinien oder Entwicklungen auf die Anlagetechniken auswirken, die PIMCO im Zusammenhang mit dem Management der Strategie zur Verfügung stehen.

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. Ausblick und Strategien können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Anleger sollten vor einer Anlageentscheidung ihren Anlageexperten konsultieren.

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 Renditenüberschuss 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 erbringt Dienstleistungen für qualifizierte Institutionen, Finanzintermediäre und institutionelle Anleger. Privatanleger sollten sich an ihren eigenen Finanzberater wenden, um die für ihre finanzielle Lage am besten geeigneten Anlageoptionen zu ermitteln. Dies ist kein Angebot an Personen in Rechtsgebieten, in denen dies ungesetzlich oder unzulässig ist.

PIMCO Europe Ltd (Handelsregister-Nr. 2604517) and PIMCO Europe Ltd - Italien (Handelsregister-Nr. 07533910969) werden im Vereinigten Königreich von der Financial Conduct Authority (12 Endeavour Square, London E20 1JN) zugelassen und beaufsichtigt. Die Zweigniederlassung Italien wird zusätzlich von der Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) gemäß Artikel 27 des italienischen konsolidierten Finanzgesetzes beaufsichtigt. Die Dienstleistungen von PIMCO Europe Ltd sind nur für professionelle Kunden, wie im Handbuch der Financial Conduct Authority definiert, nicht aber für Privatanleger, die sich nicht auf die vorliegende Mitteilung stützen sollten, erhältlich. | **PIMCO Europe GmbH** (Handelsregister-Nr. 192083, Seidst. 24-24a, 80335 München, Deutschland), PIMCO Europe GmbH Italian Branch (Handelsregister-Nr. 10005170963) 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 Zweigniederlassungen Italien und Spanien werden zusätzlich beaufsichtigt von der Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) gemäß Artikel 27 des italienischen konsolidierten Finanzgesetzes bzw. von der Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) gemäß den in den Artikeln 168 und 203 bis 224 und in Teil V Abschnitt I des spanischen Gesetzes über Wertpapiermärkte (LSM) sowie den in den Artikeln 111, 114 und 117 des Königlichen Dekrets 217/2008 festgelegten Verpflichtungen. Die Dienstleistungen von PIMCO Europe GmbH stehen nur professionellen Kunden, wie in § 67, Absatz 2 des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) definiert, zur Verfügung. 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. ©2020, PIMCO.