



KONJUNKTUR-  
AUSBLICK  
JANUAR 2024

# Den Abschwung meistern

Da die globalen Konjunkturaussichten noch immer eingetrübt sind und die Aktienmärkte eine sanfte Landung einpreisen, bieten Anleihen attraktive Renditen und Resilienz für viele denkbare Entwicklungen.



**von:**

**Tiffany Wilding**

Managing Director  
Wirtschaftsexpertin

**Andrew Balls**

Chief Investment Officer  
Global Fixed Income

Der steilste Zinserhöhungszyklus seit Jahrzehnten hat die Weltkonjunktur auf einen Kurs gebracht, der nach wie vor schwer abzuwägen ist. Daher ist es besonders wichtig, die bestehenden Risiken anzuerkennen und Portfolios aufzubauen, die in der Lage sind, unter verschiedenen Bedingungen eine gute Wertentwicklung zu erzielen.

Nachdem sich die großen Volkswirtschaften im Jahr 2023 als überraschend widerstandsfähig erwiesen haben, erwarten wir für 2024, dass sie einen Gang zurückschalten und in eine Stagnation oder einen leichten Abschwung geraten werden. Über unseren konjunkturellen Horizont von sechs bis zwölf Monaten dürfte die herausragende Stärke der USA nachlassen. In Ländern, deren Märkte sensibler auf Zinsänderungen reagieren, ist mit einer noch stärkeren Abkühlung zu rechnen.

In Anbetracht der rückläufigen Inflation sind die Zentralbanken der Industrieländer vermutlich an das Ende ihrer Zinserhöhungszyklen gelangt. Damit verlagert sich die Aufmerksamkeit auf den Zeitpunkt und den Umfang potenzieller Zinssenkungen.

Wie die historische Betrachtung zeigt, senken Zentralbanken ihre Zinsen üblicherweise aber nicht vor dem Einsetzen eines Abschwungs, sondern ergreifen erst dann expansive Maßnahmen, wenn sich rezessionäre Zustände einstellen. Dabei nehmen sie oftmals mehr Zinssenkungen vor, als die Märkte erwarten. Auf längere Sicht bleiben wir bei der Erwartung, dass die neutralen Leitzinsen auf ähnliche oder leicht höhere Niveaus zurückkehren als vor der Pandemie.

In Anlehnung an die Äußerungen von US-Notenbankchef Jerome Powell glauben wir, dass die Aufwärtsrisiken für die Inflation und die Abwärtsrisiken für das Wachstum inzwischen symmetrischer sind. Nichtsdestotrotz sind die Rezessionsrisiken aus unserer Sicht nach wie vor erhöht, was dem stagnierenden Angebots- und Nachfragewachstum in den Industrieländern geschuldet ist. Nachdem es Ende 2023 an vielen Finanzmärkten zu einer Rally kam, scheinen riskantere Vermögenswerte nun eine sanfte konjunkturelle Landung einzupreisen, womit sie möglicherweise sowohl die Aufwärts- als auch die Abwärtsrisiken unterschätzen.

Mit attraktiven Bewertungen und Renditen, die noch immer nahe den 15-Jahres-Hochs liegen, bieten die festverzinslichen Märkte eine Reihe von Chancen, die über das Potenzial verfügen, diverse makroökonomische Szenarien zu bewältigen.

An den Kreditmärkten setzen wir nach wie vor auf hypothekenbesicherte Wertpapiere der US-Behörden und andere hochwertige, mit Sicherheiten hinterlegte Vermögenswerte, die sowohl attraktive Renditen als auch Resilienz gegenüber Abwärtsrisiken bieten. Der Trend, dass sich Banken von bestimmten Arten der Kreditvergabe zurückziehen, wird vermutlich anhalten und Gelegenheiten für besicherte sowie Spezialfinanzierungen auf den privaten Märkten eröffnen.

Auch erkennen wir ungewöhnlich attraktive Chancen in aller Welt, die über das Potenzial verfügen, US-Anleihen aufgrund ihrer größeren konjunkturellen Abwärtsrisiken in den Schatten zu stellen. Während wir den Fokus auf die liquideren entwickelten Märkte richten, die mit attraktiven Renditen aufwarten, werden wir auch darauf bedacht sein, festverzinsliches Wertpotenzial auf den Schwellenmärkten zu erschließen.

Auch wenn Festgelder eine attraktive Verzinsung bieten, könnten Anleger etwas verpassen, wenn sie zu lange in Cash investiert bleiben. Wie die Anleihenmarkt-Rally vom Jahresende 2023 veranschaulicht, können Anleger mittels erstklassiger mittelfristiger Anleihen – durch eine Kombination aus Rendite und Kapitalzuwachs – eine attraktivere Gesamtrendite erzielen, ohne die höheren Zinsrisiken von Anleihen mit langer Laufzeit in Kauf zu nehmen.



# Konjunkturausblick: Im Jahr 2024 wird die Resilienz von 2023 der Stagnation weichen

Das Jahr 2023 ging mit einer besseren konjunkturellen Entwicklung einher als erwartet – trotz der unnachgiebigen Straffung der geldpolitischen Zügel, der Turbulenzen im Bankensektor und der angespannten geopolitischen Lage.

Das war mehreren Faktoren zu verdanken: Die restriktive Geldpolitik erhöhte zwar die Kreditkosten, hatte aber keine Verschärfung der allgemeinen Finanzlage zur Folge. Das zügige Einschreiten der Regierungen trug dazu bei, die durch regionale Bankenpleiten verursachten Spannungen abzubauen. Die Gewinnmargen der Unternehmen waren gemeinhin solide, und das Konsumklima war robust, während die geringeren Engpässe in den globalen Versorgungsketten zur Eindämmung der Inflation beitrugen und das Arbeitskräfteangebot sich erholte.

Im laufenden Jahr sollte sich die US-Konjunktur jedoch eher im Einklang mit den übrigen Industrieländern in Richtung einer Stagnation oder eines leichten Abschwungs entwickeln. Die überschüssigen Ersparnisse dürften aus realer Sicht schon bald wieder auf das Niveau vor der Pandemie zurückkehren, da der nominale Wert des privaten Gesamtvermögens durch die Inflation untergraben wurde. Zugleich dürften die Finanzpolitiker zahlreicher Industrieländer einen restriktiven Ton anschlagen, während die wirtschaftliche Belastung durch die gestiegenen Kreditkosten weiter zunimmt.

Außerdem dürfte es schwerer fallen, eine weitere Verbesserung der Erwerbsquoten herbeizuführen. Denn Verzögerungen in der Umsetzung bedeuten, dass sich Produktivitätssteigerungen infolge neuer Technologien, wie etwa der generativen künstlichen Intelligenz, vermutlich erst über einen längeren Zeithorizont abzeichnen.

In Volkswirtschaften mit stärker vom Zinsniveau abhängenden, variabel verzinslichen Anleihenmärkten (etwa Australien, Kanada, Neuseeland und Schweden) dürfte der Abschwung wegen des verhalteneren Konsumwachstums stärker ausgeprägt sein. Großbritannien und Europa weisen ebenfalls eine höhere Zinssensitivität auf als die USA und



wirken zudem anfälliger – bedingt durch die europäischen Handelsbeziehungen zu China, wo das Wachstum ebenfalls stockt, den anhaltenden Effekt des Energieschocks infolge von Russlands Invasion der Ukraine, der sich auf die Handels- und die Anlagebedingungen auswirkt, und die Aussicht auf noch umfassendere Haushaltskürzungen.

**Geldpolitischer Ausblick: So bald ist nicht mit einer Lockerung zu rechnen**

In den Industrieländern haben die Zentralbanken inzwischen wohl das Ende ihres jeweiligen Zinserhöhungszyklus erreicht. Entsprechend hat sich die Aufmerksamkeit der Anleger auf die expansive Geldpolitik verlagert – einschließlich der Frage, wann und wie viele Zinssenkungen letzten Endes erfolgen könnten.

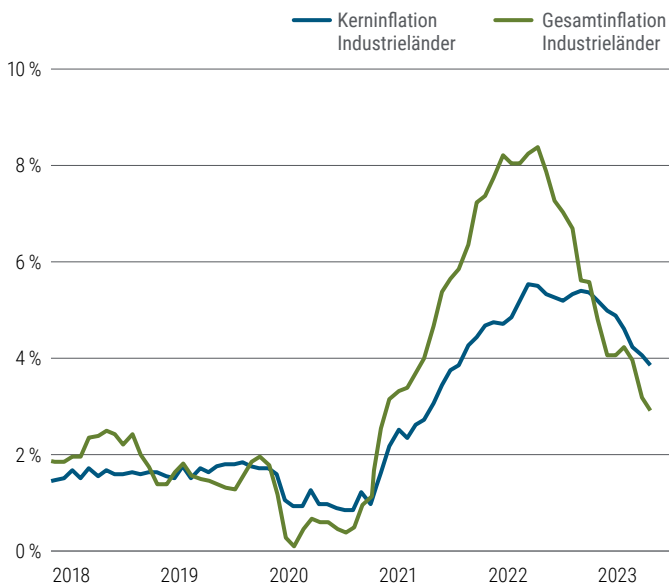
Aus historischer Sicht haben die Zentralbanken ihre Zinsen nicht vor dem Einsetzen einer Rezession gesenkt. Stattdessen fielen

Zinssenkungen für gewöhnlich mit steigender Arbeitslosigkeit und schrumpfenden Produktionslücken zusammen, wenn sich die Wirtschaft bereits in einer Rezession befand. Und in den wenigen Fällen, in denen die Zinsen im Vorfeld einer Rezession gesenkt wurden, hatte die Inflation ihren Höhepunkt bereits eindeutig hinter sich, während die Arbeitslosenquote, ausgehend von einem bemerkenswert niedrigen Niveau, wieder zu ihrem längerfristigen Durchschnitt zurückkehrte.

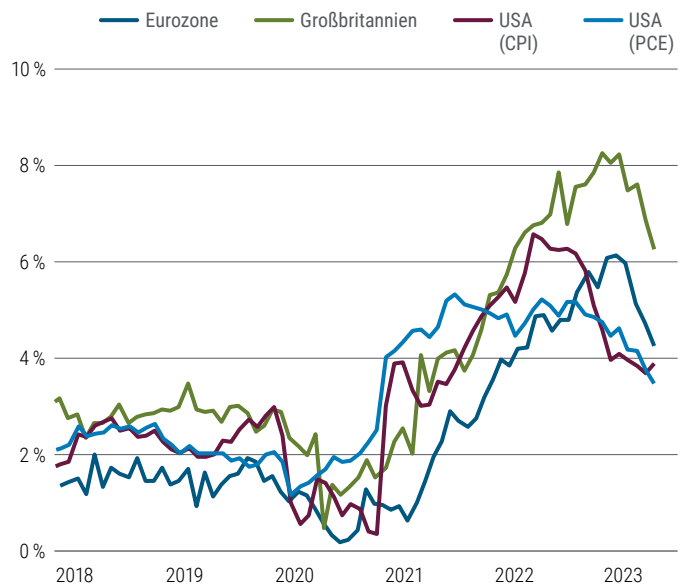
Heute haben die Kennzahlen für die Gesamt- und die Kerninflation ihren Höhepunkt eindeutig erreicht (siehe Abbildung 1), während die Arbeitslosenquoten allmählich zu steigen beginnen, da die Ungleichgewichte auf dem Arbeitsmarkt allgemein nachgelassen haben. Dennoch bleibt die Arbeitsmarktlage angespannt, und es wurden weniger Fortschritte darin erzielt, die Inflation in wichtigen, vom Lohnniveau abhängenden Dienstleistungsbereichen abzuschwächen.

**Abbildung 1: Deutliche Entspannung der Inflationsbarometer, allerdings mit weniger Fortschritten bei lohnsensiblen Dienstleistungen**

**Inflation der Industrieländer im Jahresvergleich**



**Kerninflation bei Dienstleistungen ohne Wohnraum ggü. Vj.**



Quelle: Haver Analytics und Berechnungen von PIMCO per 30. November 2023. Unter „Industrieländer“ sind BIP-gewichtet die USA, die Eurozone, Großbritannien und Japan zusammengefasst.

Ferner wird die Arbeit der Notenbanker durch eine Einwanderungswelle in die Industrieländer, ausgelöst durch die Wiedereröffnung der Grenzen nach der Pandemie und geopolitische Konflikte, erschwert, da das Missverhältnis zwischen freien Stellen und vorhandenen Qualifikationen sowie das eingeschränkte Angebot an den Wohnimmobilienmärkten den disinflationären Effekt eines höheren potenziellen Arbeitskräfteangebots womöglich begrenzen. Außerdem könnte die Angst vor einer wiederkehrenden Inflation – ähnlich wie in den 1970er-Jahren unter dem damaligen Fed-Vorsitzenden Arthur Burns – die Zentralbanker dazu verleiten, mehr Zeit als in der Vergangenheit verstreichen zu lassen, bevor sie ihre geldpolitischen Zügel wieder lockern.

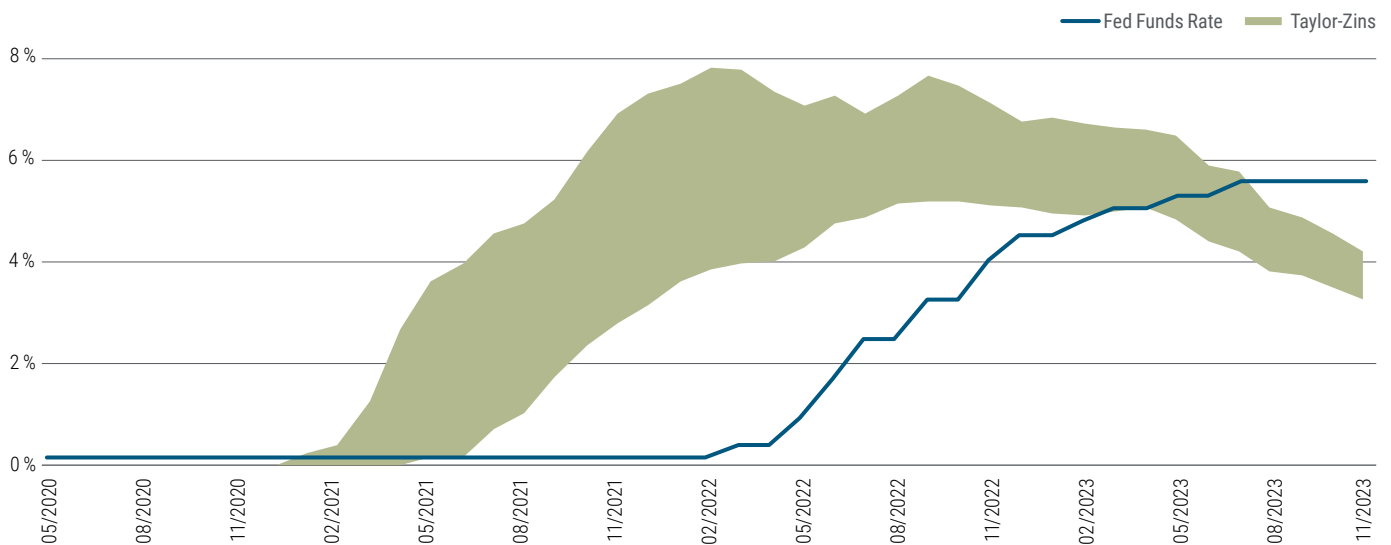
Eine Einschätzung dazu abzugeben, wann dies geschehen wird, ist eher eine Kunst denn eine Wissenschaft, selbst

wenn man etablierte ökonomische Modelle zurate zieht. So werden etwa die Taylor-Regel – benannt nach dem Wirtschaftsexperten John Taylor – und deren Abwandlungen oftmals herangezogen, um den Zusammenhang zwischen Leitzinsen, Inflation und Wachstum zu messen.

Nach Maßgabe einfacher Taylor-Regeln erfolgte die erste Zinserhöhung der US-Notenbank im Jahr 2022 neun Monate zu spät. Wenn man dieselben Regeln auf die bevorstehenden Zinssenkungen anwendet, wären die Währungshüter schon heute spät dran (siehe Abbildung 2). Allerdings sind diese Regeln nicht sehr geeignet, um politische Maßnahmen für den Fall von Angebotsschocks vorzugeben, und es bleibt ungewiss, wie sich die Inflation entwickeln wird, sobald die pandemiebedingten Auswirkungen gänzlich schwinden.

## Abbildung 2: Nach Maßgabe mehrerer geldpolitischer Regeln war die Fed mit der Zinserhöhung spät dran

Realisierter Zielwert der Fed Funds Rate (Obergrenze) vs. Taylor-Zins



Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis, Haver Analytics und Berechnungen von PIMCO per 30. November 2023. Der schattierte Bereich veranschaulicht eine Reihe geldpolitischer Regeln nach Taylor. Die Zinsspanne gemäß Taylor-Regeln basiert auf der Veröffentlichung „The Monetary-Fiscal Policy Mix and Central Bank Strategy“ des Autors James Bullard vom 12. Mai 2023.

Alles in allem gehen wir davon aus, dass die Zentralbanken der Industrieländer mit der Senkung ihrer Zinsen eher gegen Mitte 2024 (im Fall der USA möglicherweise etwas früher) beginnen werden – mit Ausnahme der Bank of Japan, die unserer Meinung nach an den für dieses Jahr geplanten moderaten Zinserhöhungen festhalten wird.

Die Konsequenz einer verspäteten geldpolitischen Lockerung ist, dass Zinssenkungen, wenn sie schlussendlich erfolgen, womöglich umfangreicher ausfallen als von den Märkten erwartet. Selbstverständlich spiegeln sich darin zum Teil die Schwierigkeiten wider, mit denen Prognostiker bei der

---

### Das Ausmaß des vorangegangenen Zinserhöhungszyklus war stets ein guter Indikator für das Ausmaß des darauffolgenden Lockerungszyklus.

---

Vorhersage von Rezessionen konfrontiert sind – ebenso wie die Tendenz der Zentralbanker, ihre Zinsen erst dann zu senken, wenn sie ziemlich sicher sind, dass die Wirtschaft in eine Rezession mit steigender Arbeitslosigkeit geraten ist.

Basierend auf einer Stichprobe von 140 Zinserhöhungszyklen, die 14 Industrieländer von den 1960er-Jahren bis heute durchlaufen haben, tendieren die Währungshüter dazu, ihre Leitzinsen um durchschnittlich 500 Basispunkte (Bp) zu senken, sobald die Volkswirtschaft in eine Rezession abgleitet. Selbst wenn ein Lockerungszyklus nicht mit einer Rezession zusammenfiel, senkten die Zentralbanken ihre Zinsen im ersten Jahr dennoch um durchschnittlich 200 Basispunkte – das ist doppelt so viel wie die übliche Senkung um 25 Basispunkte pro Sitzung, wie aus der jüngsten Zusammenfassung der Konjunkturprognosen des US-Notenbankausschusses (FOMC) hervorgeht.

Im Großen und Ganzen war das Ausmaß des unmittelbar vorangegangenen Zinserhöhungszyklus stets ein guter Indikator für das eines Lockerungszyklus. Außerdem rechnen wir nach wie vor mit einer Rückkehr zu einem Umfeld, das der Ära der „Neuen Neutralität“ vor dem Corona-Schock ähnelt – mit vergleichbaren oder leicht höheren neutralen Leitzinsen als vor der Pandemie, was mit stärkeren Zinssenkungen vereinbar wäre. (Mehr dazu erfahren Sie in unserem aktuellen *langfristigen Ausblick* „[Wirtschaftliche Nachbeben](#)“.)

### Eine sanfte Landung ist nicht der einzig mögliche Ausgang

Eines unserer Hauptargumente für erhöhte Rezessionsrisiken ist, dass die von den Zentralbanken kommunizierte Strategie, ihre Zügel für längere Zeit straff zu halten, in der Vergangenheit oftmals nicht mit einer sanften wirtschaftlichen Landung zusammenfiel. In Fällen, in denen Rezessionen nicht auf Zinserhöhungszyklen folgten – Mitte der 1960er-, Mitte der 1980er- und in den 1990er-Jahren –, griffen die Zentralbanker für gewöhnlich recht schnell zu Zinssenkungen, da ein gleichzeitiger positiver Angebotsschock (Ausweitung des Welthandels, Produktivitätsboom bzw. Produktionssteigerungen der OPEC) zum Rückgang der Inflation beitrug.

Die postpandemische Normalisierung der Lieferketten hat die Inflationsbarometer bereits von ihrem höchsten Stand im Jahr 2022 vertrieben. Aus unserer Sicht dürfte sich dieser rückläufige Inflationstrend im Jahr 2024 fortsetzen und die Gesamt- und Kerninflation in vielen Industrieländern in den Bereich von zwei bis drei Prozent gegenüber dem Vorjahr befördern. Gepaart mit dem Potenzial für raschere Zinssenkungen, sollte dies die Aussichten auf eine sanfte Landung verbessern.

Angesichts des geringeren Spielraums für ein weiteres Angebotswachstum infolge der postpandemischen Normalisierung und der rückläufigen Nachfrage würden wir jedoch zögern, den Sieg über die Inflations- oder die Rezessionsrisiken zu verkünden. Schließlich ist für das Jahr 2024 in zahlreichen Industrieländern mit einem stagnierenden Angebots- und Nachfragewachstum zu rechnen, weswegen die Rezessionsrisiken ausgeprägter bleiben dürften, als es für gewöhnlich der Fall ist.

Was die Inflationsrisiken betrifft, scheinen diese in den USA noch immer am stärksten ausgeprägt zu sein. Hier könnte das Wachstum im Vergleich zu anderen industrialisierten Volkswirtschaften etwas robuster bleiben: dank der verhältnismäßig langsamen Übertragung der gestiegenen Marktzinsen auf ausstehende Schuldendienstzahlungen, der höheren realen Ersparnisschwemme infolge der umfangreicheren pandemiebedingten Konjunkturprogramme und der wachsenden Unterstützung durch zuvor erlassene Gesetze zur Förderung von Investitionen in Infrastruktur, erneuerbare Energien und Lieferketten, die die Nachfrage kurzfristig ankurbeln könnten, bis der Inflationsdruck durch angebotsseitige Faktoren ausgeglichen wird.

# Anlagekonsequenzen: Positionierung für ein breites Spektrum von Anlagechancen

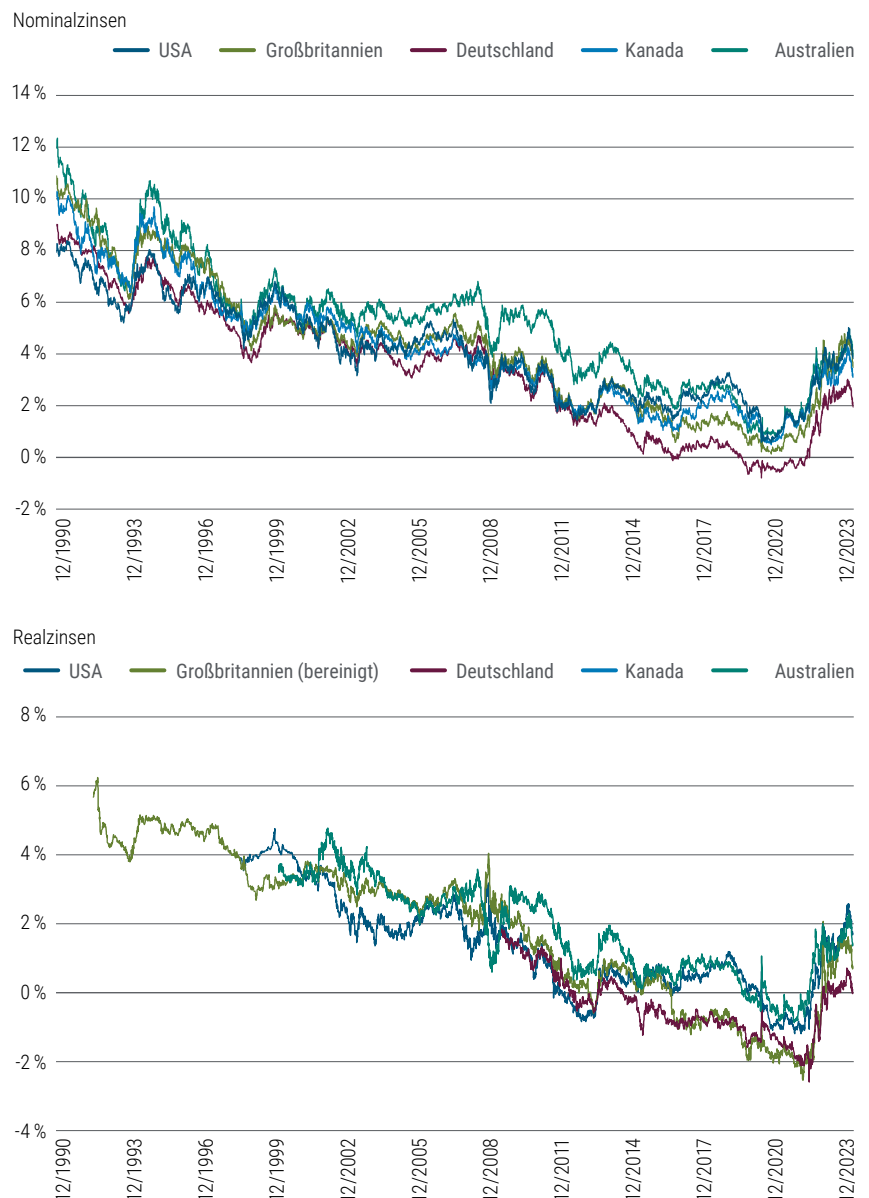
Über unseren konjunkturellen Horizont halten wir festverzinsliche Anlagen im Großen und Ganzen für aussichtsreich, da sie mit attraktiven Renditen und Bewertungen aufwarten und über das Potenzial verfügen, in verschiedenen Wirtschaftsszenarien mit Widerstandsfähigkeit zu punkten. Diese Resilienz ist angesichts der gestiegenen geopolitischen Risiken und der Marktvolatilität der vergangenen zwei Jahre von besonderer Bedeutung. Da sich mit hochwertigen Anleihen mitunter attraktive Renditen erzielen lassen, müssen Anleger keine Abstriche bei der Kreditqualität machen.

Die Anfangsrenditen, die historisch stark mit den Erträgen korrelieren, rangieren noch immer nahe den höchsten Ständen der vergangenen 15 Jahre, womit sie sowohl attraktive Zinserträge als auch potenziellen Schutz vor Verlusten bieten. Auch aus inflationsbereinigter Sicht sind die Renditen noch immer erhöht, da die Inflation weiter nachlässt (siehe Abbildung 3). Inflationsindexierte US-Staatsanleihen (TIPS) betrachten wir weiterhin als eine preisgünstige Quelle des Inflationsschutzes für den Fall, dass die Risiken bei der Inflation nach oben deuten.

Auch wenn Festgelder noch immer eine attraktive Verzinsung bieten, lassen sie sich nur über Nacht sichern und könnten schnell zurückgehen, insbesondere wenn die Zentralbanken mit der Senkung ihrer Leitzinsen beginnen. Entsprechend laufen Anleger Gefahr, etwas zu verpassen, wenn sie zu lange an liquiden Mitteln festhalten, während sie versuchen, ihren Wiedereinstieg in die Märkte zu planen.

Da die Renditekurven derzeit ungewöhnlich flach sind, müssen Anleger die Duration – ein

**Abbildung 3: Nominale und reale Zehn-Jahres-Zinsen in verschiedenen Industrieländern**



Quelle: PIMCO und Bloomberg; Stand: 29. Dezember 2023. Die britischen Realzinsen wurden angepasst, um sie auf VPI-Basis darzustellen. Alle Zinssätze beziehen sich auf zehnjährige Staatsanleihen.



Maß für die Sensibilität gegenüber Zinsänderungen, die bei lang laufenden Anleihen am stärksten ausgeprägt ist – nicht wesentlich verlängern, um potenziellen Wert zu erschließen. Schon Anleihen mittlerer Laufzeit können Anleger darin unterstützen, attraktive Renditen einzustreichen und von potenziellen Kursgewinnen zu profitieren, wenn sich Anleihen verteuern – was Ende 2023 der Fall war und oftmals mit einer konjunkturellen Abkühlung einhergeht.

### Mehr Symmetrie bei den Risiken

In unserem *Konjunkturausblick* „Nach dem Zenit“ vom Oktober 2023 argumentierten wir, dass die Renditen globaler Anleihen – verglichen mit den Niveaus, die wir über den konjunkturellen Horizont und darüber hinaus erwarteten – sowohl attraktiv als auch hoch erschienen. Nachdem die US-Renditen den weltweiten Anstieg im dritten Quartal angeführt hatten, rechneten wir damit, in der Duration Übergewichtet zu bleiben und jene Positionen aufzustocken, deren Renditen noch weiter zulegen würden.

Zum jetzigen Zeitpunkt halten wir eine derartige Übergewichtung aus taktischer Sicht jedoch nicht mehr für günstig. Anstelle dessen dürften wir uns in der Duration weitgehend neutral positionieren, da die globalen Renditen durch die jüngste Rally am Anleihenmarkt wieder in die von uns erwarteten Bandbreiten befördert wurden und sich das Gleichgewicht zwischen Inflations- und Wachstumsrisiken verschiebt: Aktuell schätzen wir diese Risiken als symmetrischer ein.

Nach unserem Dafürhalten haben die Fed und andere Zentralbanken Spielraum für entschiedene Zinssenkungen, wenn sich das Wachstum verlangsamt. Daneben gibt es aber auch Szenarien, in denen die jüngste marktbasierende Lockerung der Finanzbedingungen den Zentralbanken einen Großteil der Arbeit abgenommen hat. Diese Lockerung könnte, gepaart mit der anhaltenden Stärke des Konsum- und Unternehmenssektors, sogar einen erneuten Anstieg der Inflation herbeiführen.

Dieser Zusammenhang zwischen der Kommunikation der Zentralbanken, den Finanzbedingungen und der tatsächlichen konjunkturellen Entwicklung wird vermutlich fortbestehen. Darum beziehen wir die unterschiedlichsten Szenarien in unseren Risikomanagement-Prozess mit ein, um für eine breite Palette makroökonomischer und marktspezifischer Entwicklungen aufgestellt zu sein.

---

## Zu den aktuellen Bewertungen finden wir Anleihen weiterhin attraktiv.

---

### Anlagemöglichkeiten in einer Reihe von Szenarien

Nach unserer Auffassung sollten die Haushaltsprobleme sowohl in den USA als auch weltweit bestehen bleiben. Daher halten wir weitere Schwächephase am langen Ende der Kurve für möglich, verbunden mit der Sorge um ein erhöhtes Angebot – wie im vergangenen Spätsommer, als erhöhte Anleihenemissionen zur Finanzierung großer Haushaltsdefizite nötig waren. Entsprechend ist davon auszugehen, dass wir unsere Portfolios auf eine Versteilerung der Kurve ausrichten, und zwar mittels Übergewichtungen im Fünf- bis Zehn-Jahres-Abschnitt der globalen Kurven und Untergewichtungen bei 30-jährigen Titeln.

Zu den aktuellen Bewertungen scheinen festverzinsliche Wertpapiere noch immer attraktiv im Vergleich zu Aktien (mehr dazu in unserem neuesten *Asset-Allokation- Ausblick* „Beste Zeit für Anleihen“) und können den Portfolios darüber hinaus weiterhin Korrelations- und Diversifikationsvorteile bieten. Hinzu kommt, dass die Anleihenrenditen tendenziell weniger von einer positiven konjunkturellen Entwicklung abhängen.

So verfügen Anleihen für den Fall, dass die aktuelle Wirtschaftslage anhält, über das Potenzial, aktienähnliche Erträge abzuwerfen, was ihren heutigen Anfangsrenditen zu verdanken ist. Sollte die Wirtschaft in eine Rezession geraten, dürften Anleihen hingegen besser abschneiden als Aktien. Im Fall einer wiederkehrenden Inflation und erneuter Leitzinsanhebungen stünden Anleihen wie Aktien wohl gleichermaßen vor Herausforderungen, wobei die hohen Anfangsrenditen Anleihen einen potenziellen Puffer bieten können.

Ein unveränderter Fokus auf Liquidität und Flexibilität im Portfolio kann uns dazu befähigen, auf Entwicklungen zu reagieren, wenn sich das Gleichgewicht zwischen Wachstums- und Inflationsrisiken verschiebt. Dank aktivem Management sind wir in der Lage, sich bietende Relative-Value-Chancen flexibler zu ergreifen.

## Mögliche Outperformance der globalen Märkte

Nachdem die globalen Zentralbanken ihre Zinsen relativ synchron angehoben haben, könnten sie in Zukunft unterschiedlichere Wege einschlagen. Aus unserer Sicht steht globalen Durationspositionen noch immer eine potenziell bessere Wertentwicklung bevor als US-Papieren. Diese Einschätzung beruht auf der verhältnismäßig höheren Wahrscheinlichkeit einer robusten US-Wirtschaft sowie auf den größeren Abwärtsrisiken in zinsempfindlicheren Volkswirtschaften wie Australien, Großbritannien und der Eurozone.

Unseres Erachtens bieten die globalen Anleihenmärkte so aussichtsreiche Chancen wie seit zehn Jahren nicht mehr. Anleger, die über breit aufgestellte, globale Plattformen agieren, können auf eine diversifizierte Palette von Anleihenengagements und eine Vielzahl potenzieller Renditequellen zugreifen.

Wegen der attraktiven Renditeniveaus ist davon auszugehen, dass wir uns grundsätzlich auf liquidere Industrieländer konzentrieren werden. Außerdem rechnen wir mit guten Chancen auf den Schwellenmärkten, sowohl bei Lokal- als auch bei Fremdwährungsanleihen. In den Währungen der Schwellenländer werden wir voraussichtlich Übergewicht sein und dazu auf diversifizierte Finanzierungswährungen zurückgreifen, um die Korrelation zwischen Schwellenländerwährungen mit höherem Carry und globalen Risikoanlagen zu verringern.

## Fokus auf die Kreditqualität

An den Kreditmärkten präferieren wir nach wie vor hypothekenbesicherte Wertpapiere der US-Behörden als hochwertige und liquide Gattung von Spread-Papieren für die Portfolios. Darüber hinaus bevorzugen wir qualitativ hochwertige Hypothekensicherheiten nicht öffentlicher Emittenten sowie mit gewerblichen Hypotheken und Forderungen besicherte Wertpapiere, was sowohl den aktuellen Bewertungen als auch den geringen Ausfallwahrscheinlichkeiten dieser mit Sicherheiten hinterlegten Titel zuzuschreiben ist.

Was Unternehmensanleihen betrifft, setzen wir auf liquide Indizes, vorrangige Papiere aus dem Finanzsektor und qualitativ hochwertige Investment-Grade- und Hochzinsanleihen. Bei Titeln geringerer Qualität sowie in konjunktursensibleren Sektoren, wie beispielsweise variabel verzinsliche Bankdarlehen, lassen wir dagegen mehr Vorsicht walten.

Die attraktiven Gelegenheiten, die wir derzeit auf den öffentlichen Märkten ausmachen, stehen im Gegensatz zu einem stärker differenzierten Ausblick für die privaten Märkte

– an denen es gilt, Kredite in einem erschwerten Umfeld für die Kreditaufnahme zu refinanzieren. Wie in unserer kürzlichen Veröffentlichung [„Opportunities in Private Credit: Stepping In as Banks Step Out“](#) dargelegt, ziehen sich Banken angesichts von Liquiditätsengpässen, aufsichtsrechtlichen Beschränkungen und Kostenstrukturproblemen aus diesem Bereich zurück.

---

## Je stärker die Kreditgeber eingeschränkt sind, desto mehr attraktive Chancen tun sich im Bereich der forderungsbesicherten Kreditvergabe auf.

---

In Segmenten wie Privatfinanzierungen, Gewerbeimmobilien und Bankdarlehen ist es unseres Erachtens wichtig, zwischen bereits bestehenden Vermögenswerten und dem Angebot an neuen Anlagemöglichkeiten zu differenzieren. So stehen Erstere angesichts der gestiegenen Zinssätze und des sich abkühlenden konjunkturellen Umfelds vor echten Herausforderungen, und es steht noch ein weiter Weg bevor, bis private Assets zu realistischeren, marktbasierenden Preisen gehandelt werden – insbesondere in Bereichen, die eine fundamentale Schwäche aufweisen.

Zur gleichen Zeit tun sich attraktivere Gelegenheiten für flexibles Kapital auf, da Kreditnehmer angesichts der stärker eingeschränkten Kreditgeber kreative Lösungen benötigen. Das vielleicht beste Beispiel hierfür ist die forderungsbesicherte Kreditvergabe – ein Bereich, in dem der Rückzug der Banken bei vielfältigen Arten von Verbraucher- und gewerblichen Krediten umfangreiche Liquiditätslücken hinterlässt. Dies gilt vor allem für die USA, wo Banken besonders darauf bedacht sind, Vermögenswerte zu veräußern, künftige Kreditverpflichtungen abzustoßen oder bestimmten Geschäftsbereichen gänzlich den Rücken zu kehren.

Im Lauf der Zeit könnte diese schmerzhafteste Anpassungsphase weitere Gelegenheiten für gut positionierte Kreditplattformen schaffen, ordentliche Prämien mit weniger liquiden Anlagen einzustreichen. Zugleich erwarten wir, dass sich hier einige der besten Chancen an den privaten Märkten seit der globalen Finanzkrise auftun könnten. Selbst angesichts der robusten Aktivität bei der Direktkreditvergabe an Unternehmen, die sich von der Ausweitung der Spreads seit Mitte 2022 weitgehend erholt haben, besteht noch immer erheblicher Bedarf an flexiblen Lösungen, um komplexe Probleme in der Kapitalstruktur anzugehen, von denen viele unserer Ansicht nach kurz- bis mittelfristig eigenkapitalähnliche Renditen bieten könnten.

## Über unsere Foren

PIMCO ist ein weltweit führender Anbieter von aktiv gemanagten festverzinslichen Wertpapieren mit umfassender Expertise an den öffentlichen und privaten Märkten. Unser Anlageprozess wird durch unsere Secular und Cyclical Economic Forums verankert. Unsere Anlageexperten aus aller Welt kommen viermal im Jahr zusammen, um über die Verfassung der globalen Märkte und der Weltwirtschaft zu diskutieren und die Trends zu identifizieren, die wesentliche Auswirkungen auf das Anlagegeschäft haben dürften. In diesen weitreichenden Diskussionen wenden wir verhaltenswissenschaftliche Praktiken an, um den Austausch von Ideen zu maximieren, unsere Annahmen zu hinterfragen, kognitiven Vorurteilen entgegenzuwirken und integrative Erkenntnisse zu generieren.

Beim Secular Forum, das jährlich stattfindet, konzentrieren wir uns auf den Ausblick für die nächsten 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 vielfältige 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. Unser besonderes Augenmerk gilt dabei potenziellen Veränderungen in der Geld- und Fiskalpolitik, den Marktrisikoprämien und den relativen Bewertungen, die Einfluss auf die Portfoliopositionierung haben.

**Alle Investments** bergen Risiken und können an Wert verlieren. Anlagen am **Anleihenmarkt** unterliegen Risiken wie zum Beispiel Markt-, Zins-, Emittenten-, Kredit-, Inflations- und Liquiditätsrisiken. Der Wert der meisten Anleihen und Anleihenstrategien wird durch Zinsänderungen beeinflusst. Anleihen und Anleihenstrategien mit längerer Duration sind häufig sensitiver und volatil als Papiere mit kürzerer Duration; die Anleihenpreise sinken in der Regel, wenn die Zinsen steigen, und das aktuelle Niedrigzinsumfeld erhöht dieses Risiko. Verringerungen der Kreditfähigkeit des Anleihenkontrahenten können zu einer niedrigeren Marktliquidität und einer höheren Kursvolatilität beitragen. Der Wert von Anlagen in Anleihen kann bei der Rücknahme über oder unter dem ursprünglichen Wert liegen. **Hypotheken- und forderungsbesicherte Wertpapiere** können aufgrund des Risikos einer vorzeitigen Rückzahlung empfindlich auf Zinsveränderungen reagieren, und obgleich sie im Allgemeinen durch einen staatlichen, staatsnahen oder privaten Bürgen besichert werden, gibt es keine Garantie, dass der Bürge seine Verpflichtungen erfüllt. **US-Agency-MBS**, die von Ginnie Mae (GNMA) begeben wurden, sind durch die volle Vertrauenswürdigkeit und Kreditwürdigkeit der US-Regierung besichert. Von Freddie Mac (FHLMC) und Fannie Mae (FNMA) begebene Wertpapiere bieten eine behördliche Garantie für die fristgerechte Rückzahlung von Kapital und Zinsen, sind jedoch nicht durch die volle Vertrauenswürdigkeit und Kreditwürdigkeit der US-Regierung besichert.

Bei Agency- und Non-Agency-MBS (staatlichen und nicht staatlichen forderungsbesicherten Hypothekenanleihen) handelt es sich um in den USA emittierte Papiere. 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. **Bankdarlehen** sind oftmals weniger liquide als andere Arten von Schuldinstrumenten. Zudem kann sich das allgemeine Markt- und Finanzumfeld auf die vorzeitige Rückzahlung von Bankkrediten auswirken, sodass sich diese nicht exakt voraussagen lassen. Es besteht keine Gewähr, dass die Liquidation von Sicherheiten eines besicherten Bankdarlehens die Verbindlichkeiten eines Darlehensnehmers abdeckt oder zugrunde liegenden Sicherheiten liquidiert werden können. **Private Kredite** sind Anlagen in nicht öffentlich gehandelte Wertpapiere, die unter Umständen mit einem Illiquiditätsrisiko behaftet sind. Portfolios, die in private Kredite investieren, können Fremdkapital aufnehmen und spekulative Anlagen tätigen, die das Risiko eines Verlusts der Anlage erhöhen. Der **Wert von Immobilien** und Portfolios, die in Immobilien investieren, kann aus folgenden Gründen Schwankungen unterliegen: Verluste durch Unglücksfälle oder Enteignung, Veränderungen der lokalen und allgemeinen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, Angebot und Nachfrage, Zinsniveaus, Immobiliensteuersätze, gesetzliche Mietobergrenzen, Flächennutzungsgesetze und Betriebskosten. **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. **Managementrisiko** bezeichnet das Risiko, dass von PIMCO verwendete Anlagentechniken und Risikoanalysen nicht die gewünschten Ergebnisse erbringen und sich bestimmte Richtlinien oder Entwicklungen auf die Anlagentechniken auswirken, die PIMCO im Zusammenhang mit dem Management der Strategie zur Verfügung stehen. **Die Kreditqualität** eines bestimmten Wertpapiers oder einer Wertpapiergruppe garantiert nicht die Stabilität oder die Sicherheit eines gesamten Portfolios. **Diversifizierung** 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. Prognosen und Schätzungen sind naturgemäß bestimmten Beschränkungen unterworfen und spiegeln – anders als ein tatsächlicher Performance-Nachweis – nicht die tatsächlichen Handels- und Liquiditätsbeschränkungen, Gebühren und/oder sonstigen Kosten wider. Darüber hinaus verstehen sich Verweise auf künftige Ergebnisse nicht als Schätzung oder Versprechen bezüglich der Ergebnisse, die ein Kundenportfolio möglicherweise erzielen kann.

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 (Handelsregister-Nr. 2604517; 11 Baker Street, London W1U 3AH, Vereinigtes Königreich)** ist von der Financial Conduct Authority (FCA) (12 Endeavour Square, London E20 1JN) im Vereinigten Königreich zugelassen und unterliegt deren Aufsicht. Die von PIMCO Europe Ltd. erbrachten Dienstleistungen stehen Kleinanlegern nicht zur Verfügung. Diese sollten sich nicht auf die vorliegende Mitteilung stützen, sondern ihren Finanzberater kontaktieren. | **PIMCO Europe GmbH (HRB 192083, Seidlstr. 24–24a, 80335 München), PIMCO Europe GmbH Italian Branch (Handelsregister-Nr. 10005170963; Via Turati nn. 25/27 (angolo via Cavaliere) n. 4) 20121 Mailand, Italien), PIMCO Europe GmbH Irish Branch (Handelsregister-Nr. 909462; 57B Harcourt Street Dublin D02 F721, Irland), PIMCO Europe GmbH UK Branch (Handelsregister-Nr. FC037712; 11 Baker Street, London W1U 3AH, Vereinigtes Königreich), PIMCO Europe GmbH Spanish Branch (N.I.F. W2765338E; Paseo de la Castellana 43, Oficina 05-111, 28046 Madrid, Spanien) und PIMCO Europe GmbH French Branch (Handelsregister-Nr. 918745621 R.C.S. Paris; 50–52 Boulevard Haussmann, 75009 Paris, Frankreich)** sind in Deutschland von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) (Marie-Curie-Str. 24–28, 60439 Frankfurt am Main) gemäß § 15 des Wertpapierinstitutsgesetzes (WpIG) zugelassen und werden von ihr reguliert. Die italienische, die irische, die britische, die spanische und die französische Niederlassung werden zusätzlich beaufsichtigt durch: (1) italienische Zweigstelle: die Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) (Giovanni Battista Martini, 3-00198 Roma) gemäß Artikel 27 des italienischen Finanzgesetzes; (2) irische Zweigstelle: die Central Bank of Ireland (New Wapping Street, North Wall Quay, Dublin 1 D01 F7X3) gemäß Verordnung 43 der Europäischen Union (über Märkte für Finanzinstrumente) Regulations 2017 in der jeweils geltenden Fassung; (3) britische Zweigstelle: die Financial Conduct Authority (FCA) (12 Endeavour Square, London E20 1JN); (4) spanische Zweigstelle: die Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) (Edison, 4, 28006 Madrid) in Übereinstimmung mit den in den Artikeln 168 und 203 bis 224 festgelegten Verpflichtungen sowie den in Teil V, Abschnitt I des Gesetzes über den Wertpapiermarkt (LSM) und in den Artikeln 111, 114 und 117 des Königlichen Dekrets 217/2008 enthaltenen Verpflichtungen; und (5) französische Zweigstelle: die ACPR/Banque de France (4 Place de Budapest, CS 92459, 75436 Paris Cedex 09) in Übereinstimmung mit Artikel 35 der Richtlinie 2014/65/EU über Märkte für Finanzinstrumente sowie durch die ACPR und die AMF. Die von PIMCO Europe GmbH erbrachten Dienstleistungen stehen nur professionellen Kunden, im Sinne von § 67 Abs. 2 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)**. Die von PIMCO (Schweiz) GmbH erbrachten Dienstleistungen stehen Privatanlegern nicht zur Verfügung, und diese sollten sich nicht auf die vorliegende Mitteilung verlassen, sondern ihren Finanzberater kontaktieren. PIMCO ist in den Vereinigten Staaten von Amerika und weltweit eine Marke von Allianz Asset Management of America LLC Copyright ©2024 PIMCO. Alle Rechte vorbehalten.