

Sekulärer Ausblick

Juni 2009

Andrew Balls zu PIMCOs sekulärem Ausblick für Europa



Andrew Balls

Herr Balls ist Managing Director bei PIMCO in London, Mitglied des Anlageausschusses und Leiter des europäischen Portfoliomanagements. (Er leitet PIMCOs Anlageteam für Europa in London und München und verwaltet europäische sowie globale Portfolios.) Herr Balls managte zuvor globale Portfolios in Newport Beach und war globaler Strategie des Unternehmens. Er hält einen Bachelor's Degree der Oxford University sowie einen Master's Degree der Harvard University. Er war als Dozent für Wirtschaftswissenschaft am Keble College, Oxford, tätig.

Im folgenden Interview stellt Andrew Balls die Ergebnisse von PIMCOs jüngstem „Sekulären Forum“ vor und erläutert, wie sie die europäische Anlagestrategie des Unternehmens beeinflussen. Bei dem jährlichen Forum treffen PIMCOs Investmentspezialisten aus aller Welt zusammen, um den Wirtschafts- und Marktausblick für die nächsten drei bis fünf Jahre zu formulieren. Externe Referenten tragen zu den Diskussionen bei und steuern wertvolle Erkenntnisse zu den zentralen Fragestellungen der Debatte bei. Der „sekuläre“ Drei- bis Fünf-Jahres-Ausblick weist dem Unternehmen den Weg hinsichtlich Anlagestrategie, Produktentwicklung, Kundenservice und Geschäftsstrategie.

Frage: Das diesjährige Sekuläre Forum fand zu einer Zeit statt, in der die Märkte Anzeichen einer Stabilisierung und die Konjunktur sogar erste positivere Daten zeigten. Spiegeln die Kernbotschaften des Forums diesen Optimismus auch auf lange Sicht wider?

Andrew Balls: Wir sind bis zu einem gewissen Grad zuversichtlich, dass wir über den sekulären Zeithorizont eine ausgewogenere Weltwirtschaft haben werden mit nachhaltigeren Quellen an Nachfragewachstum, als dies in den vergangenen Jahren der Fall war. Der Weg zu dieser Anpassung wird jedoch schwierig sein, weshalb wir für die nächsten drei bis fünf Jahre eine Reihe von Herausforderungen erwarten. Die Aufhellung der Marktstimmung und die diversen Anzeichen für eine Stabilisierung des makroökonomischen Umfelds seit März stellen angesichts des vorausgegangenen Einbruchs der Konjunkturdaten und Aktienkurse keine Überraschung dar. Auf Grund des Schadens, der den globalen Märkten und der Weltwirtschaft zugefügt wurde, wird dies jedoch kein typischer zyklischer Aufschwung werden, der zu einem früheren Mittelwert zurückführt.

Frage: Die aktuelle Situation an den Märkten wird von PIMCO oft als eine Krise des Systems statt einer Krise innerhalb des Systems beschrieben. Könnten Sie uns erklären, welche Implikationen diese Unterscheidung hat?

Andrew Balls: Die aktuelle Krise hat das globale System im Herzen getroffen: Sie begann am Häusermarkt und im Nichtbanken-Finanzsektor der USA, hat sich aber von dort aus sehr schnell auf das gesamte globale Finanzsystem und die Banken ausgebreitet, also ins Zentrum des Finanzsystems. Zwar waren auch die Emerging

Sekulärer Ausblick

Juni 2009

Market-Krisen der späten 90er Jahre dramatisch und mit spürbaren Folgen in den OECD-Staaten (Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung). Doch dieses Mal ist die Krise im Innersten des Systems entsprungen. Für eine Abwehr oder Korrektur fehlten die notwendigen internen Mechanismen, sodass die Krise ungehindert vom Finanzsektor auf die Realwirtschaft übergreifen konnte. Der unkontrollierte Zusammenbruch von Lehman Brothers sorgte für einen Schock, der die Finanzmärkte und Realwirtschaft rund um den Globus getroffen und dabei die bereits schwierige Lage noch deutlich verschlimmert hat. Die USA und Großbritannien sind jene Länder, denen die abrupte Wende der Leverage-Spirale am meisten zu schaffen macht. Aber wir haben auch eine klare Vorstellung davon bekommen, wie abhängig andere Länder – allen voran Deutschland und Japan – von dem zuvor aufgeblähten globalen Wachstum waren. Das Ausmaß des Problems hat die Regierungen weltweit zu beispiellosen Interventionen getrieben. Die Folgen dieser staatlichen Eingriffe werden langfristig zu spüren sein, da Notmaßnahmen von der Art, wie wir sie jetzt sehen, zu bleibenden Veränderungen führen. Die langfristige Implikation besteht darin, dass sich das globale System insgesamt verändern muss und wir nicht zum alten Normalzustand zurückkehren werden.

Frage: Welchen Faktoren werden die „neue Normalität“ der Wirtschaft und der Finanzmärkte charakterisieren? Inwieweit wird sich dieser neue Normalzustand in Großbritannien und der Euro-Zone von dem in den USA unterscheiden?

Andrew Balls: Unserer Einschätzung zufolge impliziert der sekuläre Ausblick schwächeres Wirtschaftswachstum auf globaler Ebene und insbesondere in den Industrieländern. Die Regierungen und Zentralbanken haben sich so massiv in das globale Finanzmarktgeschehen eingeschaltet, dass es für sie schwierig sein wird, sich ohne weiteres zurückzuziehen. Ohne diese Eingriffe wäre aber in Anbetracht des Ausmaßes der Probleme im Bankensektor ein noch massiverer Fremdkapitalabbau und eine noch stärkere Risikoreduktion nötig geworden. Der Umfang der benötigten Stabilisierungsmaßnahmen seitens der Regierungen und die Geldspritzen der Steuerzahler werden jetzt allerdings eine deutlich straffere Regulierung nach sich ziehen.

Weltweit sehen wir schwierige sekuläre Herausforderungen: Kompromisse zwischen regierungspolitischer Unterstützung und deren Ablehnung, die Veränderung und Neuordnung des globalen Spar- und Investitionsverhalten sowie die Anpassung an ein weltwirtschaftliches Wachstum, das niedriger sein wird als in den Jahren zuvor. Diese Faktoren betreffen alle Länder einschließlich Großbritannien und der Euro-Zone. Bill Gross hat den Anpassungsprozess, der uns bevorsteht, als eine Kombination aus Re-Regulierung (betreffend den Finanzsektor), De-Leveraging (mit entsprechenden lang- sowie kurzfristigen Auswirkungen) und De-Globalisierung (mit erschwerten Bedingungen für grenzüberschreitende globale Investitions- und Ersparnisströme) beschrieben.

Im Euro-Raum leiden die Handelsbilanzen unter dem Einbruch der Auslandsnachfrage, was einmal mehr die Frage aufwirft, inwieweit das externe Wachstum weiter als Lokomotive für Länder wie Deutschland fungieren wird. Innerhalb der Euro-Zone profitierte Deutschland zudem von der Nachfrage aus den ehemals wachstumsstarken Ländern wie Spanien und Irland, die mittlerweile daniederliegen. In Großbritannien sehen

Sekulärer Ausblick

Juni 2009

wir eine ähnliche Dynamik des Fremdkapitalabbaus wie in den USA. Die Auswirkungen dieses Deleveraging sind ähnlich weit reichend, und auch die Briten haben in den vergangenen Jahren übermäßig stark auf die Finanzmärkte vertraut. Den gigantischen Anstieg der Staatsschulden teilen sich die beiden Länder als Eigenschaft ebenfalls. Da aber Großbritannien eine kleine offene Volkswirtschaft ist und das britische Pfund nicht den Vorteil eines Reservewährungsstatus genießt, sind die Risiken von Folgeschäden (tail risks) im sekulären Ausblick des Landes unseres Erachtens größer als im Falle von Euroland oder der USA.

Frage: Die Bank of England (BoE) und in geringerem Maße auch die Europäische Zentralbank (EZB) haben eine Reihe unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen ergriffen. Glauben Sie, dass die beiden Notenbanken langfristig wieder die monetären Zügel anziehen werden?

Andrew Balls: Die Regierungen mussten sehr schnell sehr umfangreiche Interventionen starten. Das Ausmaß dieser Interventionen spiegelt die schwachen Ausgangsbedingungen wider, wobei das Deleveraging in Großbritannien ein größeres Thema war als in der Euro-Zone. Mit zinspolitischer und quantitativer Lockerung sowie Interventionen im Finanzsektor packte die britische Regierung als Erste die Probleme an, teilweise weil sie sich den Luxus des Abwartens nicht leisten konnte.

Die EZB hat einer Lockerung der Kreditkonditionen bisher zurückhaltender gegenübergestanden. Auch der Idee, Staatsanleihen aufzukaufen, ist sie sehr abgeneigt, hat aber bei der Liquiditätsversorgung der Märkte ein aggressives Vorgehen bewiesen. Innerhalb der EZB herrschen deutliche Unstimmigkeiten darüber, wie stark die Notenbank eingreifen sollte. Letztlich werden darüber die Tiefe des Abschwungs sowie das Ausmaß der Bedrohung durch die Deflation entscheiden. Die EZB dürfte aber weiterhin vergleichsweise vorsichtig agieren, da sie die Zentralbank einer Gruppe von Ländern ist und kein direktes fiskalisches Pendant hat. Sie dürfte außerdem relativ besorgt über spätere Inflationsrisiken bleiben und scheint bereit, in der Zwischenzeit eine Phase von sehr schwachem Wachstum und Deflation zu tolerieren.

In Großbritannien werden die politischen Entscheidungsträger vorerst weiter umfassend intervenieren müssen. Das Schwierige bei der quantitativen Lockerung ist nur: Wenn sie erst einmal begonnen wurde, wie kommt man wieder heraus? Die Märkte gewöhnen sich an diese ausgedehnten Interventionen, sodass ein sanfter Ausstieg nicht leicht sein wird. Das heißt wahrscheinlich, dass die britische Notenbank im Zweifel eher zu lange wartet als versucht, die geldpolitischen Anreize zu früh abzuziehen. In Europa werden neben der weiteren Wirtschaftsentwicklung die schwächeren und auf Unterstützung angewiesenen Mitgliedsstaaten der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (EWWU) den Umfang bestimmen, bis zu dem die EZB und die einzelnen Regierungen zu weiteren unkonventionellen Maßnahmen greifen. Seit dem Sekulären Forum konnten wir beobachten, wie die EZB mit ihrem Programm zum Kauf besicherter Papiere europäischer Emittenten zumindest in puncto Kreditlockerung einen weiteren Schritt unternommen hat.

Sekulärer Ausblick

Juni 2009

Ein Teil des langfristigen Ausblicks besteht darin, die beabsichtigten und unbeabsichtigten Konsequenzen dieser staatlichen Maßnahmen zu antizipieren und im Zuge ihrer Entfaltung zu erfassen. Im Laufe der Zeit, wenn sich die Länder um einen Ausstieg aus ihrer unkonventionellen und beispiellosen Interventionspolitik bemühen, wird der Ausblick dann entsprechend weiterentwickelt.

Frage: Wie schätzen Sie vor dem Hintergrund all der geld- und fiskalpolitischen Anreize die Wirtschaftsaussichten für Großbritannien und die Euro-Zone ein?

Andrew Balls: Die kurzfristigen Konjunkturaussichten für Großbritannien, den Euro-Raum und praktisch die gesamte restliche Welt sind trübe. Die „grünen Triebe“ deuten eher auf einen langsameren Rückgang als einen robusten baldigen Aufschwung hin. Nach dem Stillstand der Weltwirtschaft im September 2008 waren nahezu alle Volkswirtschaften am Boden. Eine wichtige sekuläre Frage bezieht sich auf das Aufeinanderfolgen der Erholungsphasen in den einzelnen Ländern und die Art des Wachstums. Konkret lautet die Frage aus globaler Sicht, ob Länder von selbst den Aufschwung schaffen und dabei andere mit sich nach oben ziehen. Oder besteht die Gefahr, dass ein solcher Aufschwung nur mithilfe staatlicher Eingriffe – einschließlich der Industriepolitik – zustande kommt und dabei womöglich auf Kosten anderer Länder geht?

Das Wachstum wurde durch die direkte und indirekte Teilnahme am globalen Prozess des Verschuldungsaufbaus stimuliert, und der gegenwärtige Verschuldungsabbau wird mittelfristig Auswirkungen haben. Die staatlichen Interventionen und Reregulierungsbestrebungen dürften das Produktivitätswachstum ebenfalls beeinflussen, und der gewaltige Finanzierungsbedarf für die staatlichen Maßnahmen könnte die Privatinvestitionen verdrängen. Wenn bisher das potenzielle Wachstum Großbritanniens und des Euro-Raums bei etwa 2¾% bzw. knapp über 2% gelegen hat, beträgt es in der neuen Realität vielleicht nur noch 2% in Großbritannien und noch weniger in Euroland.

Frage: Wie schätzt PIMCO die Inflationsaussichten für Großbritannien und die Euro-Zone über einen längerfristigen Zeithorizont ein?

Andrew Balls: Auf kurze Sicht erkennen wir einen sehr starken zyklischen Desinflationsdruck. In der Euro-Zone befindet sich die Inflation bereits auf sehr niedrigem Niveau, während sie in Großbritannien sinkt und dabei Gefahr läuft, den Zielwert der BoE deutlich zu unterschreiten. Längerfristig gibt es unseres Erachtens Gründe für die Vermutung eines bedeutenden Inflationsrisikos. Dies gilt insbesondere für Großbritannien, sollten Regierung und Notenbank mit ihren Interventionen über das erforderliche Maß hinausschießen. Die Versicherung gegen einen sehr tiefen Abschwung zum jetzigen Zeitpunkt könnte demnach mit einer höheren Inflation zu einem späteren Zeitpunkt bezahlt werden müssen.

Angesichts der größeren Bereitschaft, den tiefen Wirtschaftsabschwung zu tolerieren, und des geringeren Ausmaßes geldpolitischer Anreize stehen die Inflationsrisiken in der Euro-Zone in einem ausgewogeneren Verhältnis. Längerfristig betrachtet könnte im Euro-Raum auf Grund der ungünstigeren globalen Inflationsbedingungen aber dennoch ein gewisser Teuerungsdruck entstehen.

Sekulärer Ausblick

Juni 2009

Frage: Wie wirkt sich der zunehmende staatliche Einfluss auf die Wirtschaft und das Investitionsumfeld in Großbritannien und im Euro-Raum aus?

Andrew Balls: Wie erwähnt dürfte ein zunehmendes staatliches Eingreifen in die Märkte und eine immer stärkere Regulierung im Laufe der Zeit zu einem etwas geringeren Produktivitätswachstum führen. Angesichts von erhöhter staatlicher Marktpräsenz und weniger flexiblen Märkten sehen wir künftig zudem die mögliche Gefahr einer höheren Inflation. Der letztliche Ausstieg aus der umfassenden Interventionspolitik und die Herausforderungen, die damit verbunden sind, stellen für Anleger über längere Sicht einen zusätzlichen Unsicherheitsfaktor dar. Es genügt nicht, sich allein auf die Fundamentaldaten als treibende Marktfaktoren zu konzentrieren. Wir befinden uns jetzt in einer längeren Phase, in der die Regierungen sowohl "Schiedsrichter" als auch Mitspieler an den Finanzmärkten sind – dies müssen wir für jede unserer Anlagestrategien entsprechend berücksichtigen.

Frage: Welche Ansicht vertritt PIMCO in Bezug auf die jüngsten Spannungen in der Europäischen Währungsunion?

Andrew Balls: Wir haben einen außerordentlichen Schock für die EWWU erlebt, in der souveräne Staaten mit unterschiedlichen Ausgangsbedingungen und imperfekten Stoßdämpfern in Form ökonomischer Flexibilität und physischer Transfers zusammengeschlossen sind. Die Auswirkungen werden in den Mitgliedstaaten der Währungsunion auf unterschiedliche Weise zu spüren sein, was den Entwurf und die Umsetzung geeigneter geldpolitischer Maßnahmen entsprechend erschwert. Dies ist wahrscheinlich der Grund für das bisher vergleichsweise zögerliche Vorgehen der EZB. Langfristig stellt sich die Frage, bis zu welchem Grad die schwächeren Euro-Länder auf Grund ihrer Probleme Unterstützung von Seiten der Kernländer benötigen werden, einschließlich fiskalischen Transfers sowie einer aggressiveren EZB. Das Zurückfallen der Probleme in Osteuropa auf die Euro-Zone, hauptsächlich bedingt durch das Osteuropa-Engagement einiger westeuropäischer Banken, stellt eine zusätzliche Risikoquelle dar.

Frage: Wie positioniert PIMCO seine globalen Portfolios, um diese Herausforderungen auf dem Weg zu einer neuen Realität zu meistern?

Andrew Balls: In unserem zentralen Szenario rechnen wir mit einem schwachen Wirtschaftswachstum in den OECD-Ländern, wobei dieses Szenario einer Reihe von Unsicherheiten unterliegt, vor allem in Bezug auf die staatlichen Interventionsmaßnahmen. Die globalen Märkte werden außerdem ein gigantisches Volumen an Staatsanleiheemissionen absorbieren müssen. Daher bevorzugen wir in unserem zentralen Szenario jeweils das kurze Ende der Renditekurve, da auf Grund der makroökonomischen Aussichten vorerst mit keinen Zinserhöhungen zu rechnen ist und die Regierungen auf diesen Bereich der Zinskurve einen größeren Einfluss haben.

Angesichts unserer Erwartung eines schwächeren Wachstums und des beharrlichen Inflationsfokus der EZB, der im Vergleich zu anderen Regionen der Welt weniger aggressive geldpolitische Interventionen zur Folge hat, ziehen wir den Euro-Raum für Durationsengagements vor. In Großbritannien sehen wir ähnlich wie in den USA das kurze Ende der Renditekurve als den besten Bereich für eine Positionierung, da die BoE

Sekulärer Ausblick

Juni 2009

unseres Erachtens ihre Zinsen länger auf sehr niedrigem Niveau belassen dürfte, als dies an den Terminmärkten zurzeit eingepreist ist. In puncto Duration sind wir hier vorsichtiger, da Großbritannien als kleine offene Volkswirtschaft ohne Reservewährungsstatus genießen, größeren Risiken von Spätfolgen ausgesetzt ist. Unsere Zurückhaltung beruht auch auf den Risiken im Zusammenhang mit der quantitativen Lockerungspolitik der BoE sowie den Herausforderungen, die mit dem späteren Ausstieg daraus verbunden sind.

Insgesamt werden wir in unseren Portfolios weiter den Schwerpunkt auf eine hohe Qualität setzen, womit noch einmal die schwierige Besonderheit des gegenwärtigen sekulären Anpassungsprozesses unterstrichen wird. Statt Engagements in Erwartung beträchtlicher Kapitalerträge einzugehen, schlägt sich diese Gesamtstrategie in einem Fokus auf Vermögenswerte nieder, die stetige und berechenbare Erträge generieren. Von ein paar ausgewählten Engagements in nachrangigeren Segmenten der Kapitalstruktur einmal abgesehen, setzen wir nach wie vor auf Positionen im oberen Bereich der Kapitalstruktur (der jeweiligen Volkswirtschaft sowie der Emittenten). Im Bereich Unternehmensanleihen konzentrieren wir uns daher schwerpunktmäßig auf nationale Champions und Kernindustrien.

London

PIMCO Europe Ltd
(Registriert in England and Wales, Firmennr. 2604517)
Eingetragener Firmensitz
Nations House
103 Wigmore Street
London W1U 1QS
Großbritannien
44-20-7872-1300

München

PIMCO Europe Ltd, Zweigniederlassung München
(Registriert in Deutschland, Firmennr. 157591)
Eingetragener Firmensitz
Seidlstraße 24-24a
80335 München
Deutschland
49-89-1221-90

Amsterdam

PIMCO Europe Ltd, Amsterdam Branch
(Registriert in den Niederlanden, Firmennr. 24319743)
Eingetragener Firmensitz:
Schiphol Boulevard 315
Tower A6
1118 BJ Luchthaven Schiphol
Niederlande
31 20 655 4710

PIMCO Europe Ltd., PIMCO Europe Ltd. Amsterdam Branch und PIMCO Europe Ltd. Zweigniederlassung München sind von der Financial Services Authority (25 The North Colonnade, Canary Wharf, London E14

Sekulärer Ausblick

Juni 2009

5HS), in Großbritannien zugelassen und werden von dieser beaufsichtigt. PIMCO Europe Ltd. Zweigniederlassung München unterliegt zusätzlich der Aufsicht durch die BaFin gemäß § 53b des Gesetzes über das Kreditwesen in Deutschland und PIMCO Europe Ltd. Amsterdam Branch unterliegt zusätzlich der Aufsicht durch die AFM in den Niederlanden. Die Dienstleistungen und Produkte, die PIMCO Europe Ltd. anbietet, sind nur für Anleger bestimmt, die unter die Kategorien "Market Counterparty" oder "Intermediate Customer" fallen, wie sie im Handbuch der Financial Services Authority definiert werden. Sie stehen Kleinanlegern nicht zur Verfügung, die sich nicht auf die vorliegende Mitteilung verlassen sollten.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie oder ein zuverlässiger Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Äußerungen, die Trends der Finanzmärkte betreffen, werden aufgrund der aktuellen Marktsituation getroffen, die aber einem ständigen Wandel unterworfen sind. Es wird keine Garantie dafür gegeben, dass die oben genannten Szenarien bei allen Marktgegebenheiten funktionieren und jeder Investor sollte möglichst langfristig investieren, vor allem während Marktabschwächungsphasen. Prognosen und Meinungen können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern.

Es soll keinerlei Gewähr dafür übernommen werden, dass die angegebenen Investitionsstrategien in jedem Marktumfeld erfolgreich durchsetzbar sind. Investoren sollten daher ihre Möglichkeiten eines längerfristigen Engagements positiv überprüfen, was von besonderer Bedeutung in Phasen nachlassender Märkte sein kann. Es soll keinerlei Stellungnahme oder Prognose dahingehend abgegeben werden, dass einer der hier beispielhaft erwähnten Fonds, Produkte oder Strategien Gewinne, Verluste oder Entwicklungen, die den hier dargelegten ähneln, realisieren wird oder kann.

Diese Veröffentlichung gibt die Meinung des Managers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung wieder, aber nicht unbedingt die der PIMCO Gruppe. Die vom Manager geäußerten Ansichten können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Sie stellen keine Empfehlung für eine bestimmte Wertpapierstrategie oder ein bestimmtes Anlageprodukt dar und es wird keine Garantie dafür gegeben, dass die oben genannten Szenarien definitiv eintreten werden. Diese Veröffentlichung dient ausschliesslich zu Informationszwecken und sollte nicht als Anlageberatung oder als ein Angebot zum Verkauf eines Wertpapiers verstanden werden. Ohne ausdrückliche schriftliche Erlaubnis darf kein Teil dieser Veröffentlichung in irgendeiner Form vervielfältigt oder in anderen Publikationen zitiert werden. © 2009, PIMCO.