

Viewpoints

August 2009

Dieser Artikel wurde veröffentlicht unter www.ft.com am 10. August 2009.

Abkopplung oder Wiederankopplung

Mohamed El-Erian

10. August 2009

Erinnern Sie sich noch an Statler und Waldorf? Die beiden Muppet-Figuren in der Loge, die den Darstellern mit ihren Zwischenrufen auf die Nerven gingen? In einem der Sketche, die ich als Kind am liebsten mochte, drehen sich die beiden bei ihren Kommentaren einmal im Kreis: Erst loben sie einen Auftritt, dann verreißen sie ihn – und am Ende schwenkt ihr Urteil wieder ins Positive.

Dieses Hin und Her erinnert an die Diskussion, ob sich die Schwellenländer in ihrer Entwicklung von den Industrienationen abgekoppelt haben oder ob jüngste Entwicklungen deren Abhängigkeit aufs Neue belegen: „Decoupling“ versus „Recoupling“ (Abkopplung oder Wiederankopplung). Allerdings besteht dabei die Gefahr, dass der Streit Sachverhalte verschleiert, die für Investoren und die Politik von Bedeutung sind. So ist das Decoupling zwar Realität, aber zwischen Ländern und Regionen bestehen viel größere Unterschiede, als traditionelle Analysen nahelegen. Die Folge: Investoren und Politiker treffen im Einzelfall falsche Entscheidungen.

Vor dem völligen Einbruch der Weltwirtschaft in den letzten drei Monaten 2008 gab die Decoupling-Fraktion den Ton an. In den Emerging Markets (EM) herrschte reges Wachstum, und ein Sicherheitspolster (in Form hoher, wachsender Währungsreserven) schirmte viele Länder vor den Turbulenzen ab, die den Finanzsektor der USA erfasst hatten. Als Konsequenz betrachtete der Markt die Schwellenländer immer mehr als Wachstumslokomotive für eine Welt, die sich aus ihrer Abhängigkeit von den verschuldeten US-Verbrauchern zu befreien strebte.

Vergangenen Oktober gewannen dann die Verfechter des Recoupling die Oberhand, als das Versiegen der globalen Geld- und Zahlungsströme nach dem Untergang von Lehman Brothers die Finanzierung des Handels zum Erliegen brachte. Der allgemeine Konsens zu den Schwellenländern schlug um, von „Lokomotive der Weltwirtschaft“ hin zu „Güterwaggon“, da Wirtschaftstätigkeit und Vermögenswerte dort heftiger zurückgingen als in entwickelten Nationen.

Nun erlebt jedoch die Decoupling-These mit der fortschreitenden Erholung des Finanzsystems eine starke Renaissance. Rückenwind erhält sie durch die sich abzeichnende Wiederbelebung der Konjunktur sowie die Tatsache, dass die Kurse an den Aktienmärkten inzwischen wieder höher liegen als vor dem Lehman-Zusammenbruch.

Einige betrachten diese totale Kehrtwende als Beleg dafür, wie unbeständig die Marktmeinung ist. Andere argumentieren, sie zeige, wie flexibel sich die Weltwirtschaft zyklischen Schocks und sekulärem Wandel anpasst. Für mich ist sie wichtige

Viewpoints

August 2009

Mahnung, bei Analysen sehr viel präziser zu sein. Dabei bestätigt sich, dass das Decoupling tatsächlich im Gange ist, doch auch zeitweise überschießende Effekte müssen berücksichtigt werden.

Einige wichtige Schwellenländer (darunter Brasilien, China und Indien) gehen aus der globalen Finanzkrise mit erheblich besseren mittelfristigen Wachstumsperspektiven hervor als Industrieländer. Dies liegt daran, dass sie finanziell stabiler sind, politisch flexibler reagieren und – was am wichtigsten ist – eine mehrjährige sprunghafte Entwicklung mit entsprechend positiven Auswirkungen hinter sich haben. Daher haben Investoren dort Aussichten auf attraktivere risikobereinigte Erträge. Bei einer V-förmigen Erholung der Weltwirtschaft bieten sich größere Gewinnchancen, und im wahrscheinlicheren Fall langsamen und stockenden Wachstums liegt das Verlustrisiko niedriger.

Das Decoupling ist international in viel feineren Facetten abgestuft, als Konsens-Analysen nahelegen. Vor allem hängt der positive Effekt einer Wachstums-„Einheit“ stark davon ab, in welchem Schwellenland dieses Plus jeweils anfällt.

Auch wenn der Beitrag der Emerging Markets zum weltweiten Wachstum insgesamt weiter zulegen wird, können sie für die Industrieländer noch nicht die Funktion einer echten Konjunkturlokomotive übernehmen. Die Basiseffekte sind nach wie vor niedrig, und ein Teil des Wachstums beruht auf nur kurzfristig wirkenden Einflüssen wie dem enormen Konjunkturprogramm Chinas. Zudem werden die Regierungen genau wie in Industrieländern zunehmend der Forderung ausgesetzt sein, die Wirkung ihrer Anreizpakete besser zu „internalisieren“ – also vor allem die inländische Wirtschaft zu stützen.

Investoren, die allgemein die internationalen Dimensionen des Decoupling nutzen wollen, sollten auf Signale für nachhaltiges Wachstum des Konsums in den Emerging Markets zeigen. Pauschaler gesagt wäre es ein gutes Zeichen, wenn die Politik ihren Fokus von den Produzenten zu den Verbrauchern verlagern würde. Zu den Eckpunkten gehören dabei Maßnahmen zur Stärkung der sozialen Netze sowie flexiblere Wechselkurse.

Bevor sich eine solche Entwicklung einstellt, sollten Investoren sehr differenziert agieren. Wichtig ist, dass sie sich bei ihren Entscheidungen an stark integrierten regionalen Transmissions-Mechanismen orientieren und – im Falle Chinas – zusätzlich an der Verflechtung der Rohstoffmärkte. Nicht erwarten sollten sie hingegen, dass das Wachstum der Schwellenländer den schwierigen Ausblick für die Industrienationen wesentlich verbessert.

Dasselbe gilt für die zu erwartenden unterschiedlichen Tendenzen in der Politik. Auch hier wird das Wachstum in den Emerging Markets wenig dazu beitragen, die nächste große Herausforderung für die Industrienationen abzumildern – nämlich hohe und weiter steigende Arbeitslosigkeit sowie geringes Lohnwachstum. In dem Maße, in dem

Viewpoints

August 2009

die EM beim Wachstum davonziehen, wird in den entwickelten Nationen der Ruf nach Protektionismus noch lauter werden. Deren Regierungen könnten solchen Strömungen besser begegnen, wenn die Emerging Markets dafür sorgen würden, den Übergang des Nachfrage-Wachstums vom öffentlichen Sektor auf die Verbraucher zu beschleunigen.

Mohamed A. El-Erian ist Chief Executive und Co-Chief Investment Officer von PIMCO. Sein Buch ["When Markets Collide: Investment Strategies for the Age of Global Economic Change"](#) gewann 2008 die Auszeichnung FT/Goldman Sachs Business Book of the Year.

London

PIMCO Europe Ltd
(Registriert in England und 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
Seidstraße 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 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.

Jeder Sektor des Rentenmarktes birgt Risiken. Manche Anleihen können Gewinne erzielen und es können von Zeit zu Zeit Steuerverbindlichkeiten entstehen. Jegliche Garantie bei Staatsanleihen bezieht sich lediglich auf die pünktliche Rückzahlung des gezahlten Kapitals und die Zinszahlungen. Die Anteile eines

Viewpoints

August 2009

Portfolios, das in Staatsanleihen investiert, werden nicht garantiert. Bei Unternehmensanleihen gibt es keine Garantie, dass der Emittent seine Verpflichtungen erfüllen wird.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie oder ein zuverlässiger Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Diese Veröffentlichung gibt die Meinung des Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung wieder, aber nicht unbedingt die der PIMCO Gruppe. Sie stellt 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. Die vom Verfasser geäußerten Ansichten können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Diversifikation sichert nicht vor Verlusten. Die hier enthaltenen Informationen stammen aus Quellen, die wir für zuverlässig halten. Jedoch wird keine Gewähr für deren Richtigkeit und Vollständigkeit übernommen. 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.