

## Scott Mather erläutert PIMCOs Ausblick und Investmentstrategie für Europa



**Scott A. Mather**

Managing Director, Portfolio Manager

Herr Mather ist Managing Director, Mitglied der Geschäftsleitung und des Anlageausschusses von PIMCO und Leiter des Portfoliomanagements Europa. Er verwaltet Euro- und gesamteuropäische Portfolios. Zusätzlich arbeitet er mit zahlreichen Gesellschaften der Allianz-Gruppe und ist Managing Director von Allianz Global Investors KAG. Zuvor war Herr Mather Co-Leiter von PIMCO's Hypotheken- und ABS-Team und verwaltete Portfolios von supranationalen Anleihen sowie US-Agency-Papieren. Herr Mather stieß 1998 von Goldman Sachs zu PIMCO, wo er zuvor in New York als Händler auf Mortgage-Backed Securities spezialisiert gewesen war. Er hat 13 Jahre Anlageerfahrung und verfügt über einen Bachelor- und Master-Abschluss in Ingenieurwissenschaften der University of Pennsylvania sowie einen Bachelor-Abschluss in Finanzwissenschaften der Wharton School der University of Pennsylvania.

*Scott Mather ist Managing Director bei PIMCO. Er leitet das Portfoliomanagement in Europa und gehört zum Anlageausschuss des Unternehmens. Die Investment-Spezialisten PIMCOs kamen kürzlich in Newport Beach zu ihrem vierteljährlichen "Zyklischen Forum" zusammen, um den Konjunkturausblick für die nächsten sechs bis zwölf Monate zu erörtern. Im folgenden Interview erläutert Herr Mather die wichtigsten Ergebnisse und erklärt, was diese Ansichten für die Erwartungen und die Anlagestrategie PIMCOs in der Euro-Zone und in Großbritannien bedeuten.*

**Q: PIMCOs Anlagespezialisten haben sich unlängst zu ihrem "zyklischen Forum" getroffen, um über die wirtschaftliche Entwicklung der nächsten sechs bis zwölf Monate zu sprechen. Können Sie kurz die Ausgangslage der jüngsten Diskussion basierend auf dem März-Forum beschreiben?**

**Mather:** Im Forum vom März lag der Fokus unseres Austauschs auf der Konjunkturabkühlung in den USA und den Folgen für Europa. Die Teilnehmer registrierten Anzeichen dafür, dass sich die wirtschaftlichen Entwicklungen auf beiden Seiten des Atlantiks weiter voneinander abkoppeln, aber die Frage lautete: Wie lange hält das an? Unseren Überlegungen zufolge spielen hier die rasch wachsenden Nationen Osteuropas, des Mittleren Ostens und Asiens eine wichtige Rolle. Die Euro-Zone und Großbritannien profitierten in der Vergangenheit ungemein vom Aufschwung in diesen Ländern, der die Schwäche bei Handelspartnern wie den USA und anderen Industrienationen mehr als ausglich.

Eine große Frage war ferner, ob die europäischen Verbraucher mehr zum Wachstum beitragen würden, denn im laufenden Konjunkturzyklus fiel der Konsum bislang relativ schwach aus. Damit beruhte der Aufschwung in Europa hauptsächlich auf Produktion und Investitionen von Seiten der Unternehmen. Wir gehen zwar davon aus, dass die von den USA ausgehende Konjunkturabkühlung in den Industrienationen den Unternehmenssektor weniger belasten wird als gewöhnlich. Damit negative Folgen für Europa ausbleiben, müsste dieser Einfluss aber dennoch durch mehr Dynamik auf der Verbraucherseite ausgeglichen werden.

## Spotlight

November 2007

Ausserdem erwarten wir negative Einflüsse auf die Wirtschaft Europas durch die verzögerten Effekte der restriktiveren Zinspolitik sowie des starken Euros und des Pfunds. Die Leitzinsen waren bereits in der Vergangenheit deutlich angehoben worden, und der Markt hatte ein weiteres Anziehen der Zinszügel durch die Europäische Zentralbank (EZB) und den geldpolitischen Ausschuss (Monetary Policy Committee; MPC) der Bank of England (BoE) in den Preisen berücksichtigt.

### **Q: Wie hat sich die Lage seit dem Forum im März verändert, und wie hat dies die Diskussion beim jüngsten Forum beeinflusst?**

**Mather:** Die größte Veränderung des ökonomischen Umfeldes wurde durch die Makturbulenzen verursacht, die auf die Probleme am US-Markt für Subprime-Hypotheken folgten und zu einer ausgewachsenen Liquiditätskrise und einem globalen Kreditengpass führten. Die Debatte auf dem Forum drehte sich vor allem um die Frage, wie weit die Kreditknappheit die Märkte beeinflusst, inwiefern sie die Abkühlung der US-Wirtschaft beschleunigt und wie die Folgen den Ausblick für Europa verändern.

Besonderes Augenmerk galt dabei den Mechanismen, die eine Abschwächung aus den USA nach Europa tragen könnten: sowohl die traditionelle Verflechtung über Wirtschafts- und Handelsbeziehungen als auch der Weg über das Finanz- und Geschäftsvertrauen. Vor allem der Handel mit den USA hat für Europa stark an Bedeutung verloren. Inzwischen tragen andere Länder viel stärker zum Exportwachstum der Region bei als in früheren Konjunkturzyklen. Betrachtet man also die Rolle der USA als Wachstumsmotor für die europäische Exportwirtschaft für sich allein, so wird man eine verstärkte konjunkturelle Abkopplung vermuten.

Die Krise am Kreditmarkt hat die Landschaft jedoch dramatisch verändert. Sie hat uns vor Augen geführt, wie wichtig die Vernetzung der Finanzmärkte inzwischen wirklich ist. Die Geschwindigkeit und das Ausmaß, in dem sich die Finanzkrise ausgebreitet hat, stellen eindeutig ein großes Risiko für das Wachstum in Europa dar. Darüber hinaus bleiben die USA nach wie vor der Motor der globalen Verbrauchernachfrage. Sollte sich der Konsum in den USA rasant abkühlen, wäre dies ein harter Test für das Konjunkturwachstum in Europa und für die Weltwirtschaft insgesamt.

### **Q: Welche Folgen hat die Verflechtung der Finanzmärkte für das Wirtschaftswachstum in Europa genau?**

**Mather:** Durch die Liquiditätskrise haben sich die Finanzierungsbedingungen in Europa dramatisch verschlechtert, wobei Preis und Verfügbarkeit von Krediten eine deutliche Änderung erfuhr. Sowohl für Unternehmen als auch für Verbraucher sind sämtliche Formen von Krediten zunehmend teurer und schwerer verfügbar geworden.

Die Neubewertung der Risiken ließ sich deutlich an den Sektoren des globalen Anleihenmarkts ablesen. Weltweit stieg der Risikoaufschlag bei forderungsunterlegten Wertpapieren, so genannten Asset-backed Securities (ABS), höher wie niedriger Qualität und bei Unternehmens- wie Hypothekenbonds so stark wie nie zuvor. Auch die Spreads von Schwellenland-Papieren legten zu, wobei sich die Emerging Markets in dieser Stressphase für die Finanzmärkte der Industrienationen bemerkenswerterweise als relativ stabiler Hafen erwiesen.

## Spotlight

November 2007

Weniger offensichtlich – aber wahrscheinlich noch wichtiger – war die Krise am Interbanken-Geldmarkt, auf dem sich Kreditinstitute weltweit kurzfristige Darlehen einräumen. Der Zinssatz für diese Kredite stieg massiv an, obwohl die EZB und die BoE geldpolitische Neutralität signalisierten. Die Verteuerung am Interbankenmarkt wird erst mit der Zeit ihre volle ökonomische Wirkung entfalten. Man muss sich aber der möglichen Tragweite dieser Entwicklung bewusst sein. Da die Banken ihre höheren Refinanzierungskosten an Privat- und Unternehmenskunden weitergeben, wirken die höheren Kosten auf dem Interbanken-Markt auf die Wirtschaft genauso, als hätten EZB und MPC die Leitzinsen noch einmal um 50 bis 100 Basispunkte angehoben – zusätzlich zu den Erhöhungen im vergangenen Jahr.

Und nicht nur die Kosten von Krediten haben angezogen. Auch die Verfügbarkeit von Darlehen hat sich angesichts der Finanz- und Liquiditätskrise sowie der konjunkturellen Verunsicherung deutlich verändert. Vergaberichtlinien werden überprüft und bei zahlreichen Schuldnerkategorien deutlich verschärft. In den USA und auch in Großbritannien trüben strengere Anforderungen bei Hypothekenkrediten den Ausblick besonders ein.

Die höheren Kosten und der schwerere Zugang zu Krediten zeigen bereits erste negative Einflüsse auf das Geschäftsvertrauen. Dies wird sich in der Folge auf die Investitionsausgaben auswirken – genau jene Triebkraft, der das jüngste Konjunkturwachstum in Europa größtenteils zu verdanken ist. Die Kreditklemme wird sich daher bald in schwächeren Konjunkturdaten niederschlagen, da Unternehmensinvestitionen sehr empfindlich auf Veränderungen im Geschäftsklima reagieren.

### **Q: Wenn die Kreditklemme die Investitionsausgaben dämpft, können dann die europäischen Verbraucher das Wachstum aufrecht erhalten?**

**Mather:** Das ist eine äußerst wichtige Frage. Für das gegenwärtige Stadium des Konjunkturzyklus' zeigen die Daten einen relativ schwachen Konsum, insbesondere in der Euro-Zone, und wir glauben nicht, dass die Verbraucherausgaben in Europa bald wieder das gleiche robuste Niveau erreichen werden wie in vorangegangenen Wachstumsphasen.

Die Schwäche lässt sich teilweise nachvollziehen, wenn man sich die notwendigen Voraussetzungen für wachsenden Konsum vor Augen führt. Die Verbraucher müssen sowohl in der Lage als auch Willens sein, Geld auszugeben – und mindestens eine der beiden Bedingungen war bei den Konsumenten in Großbritannien und der Euro-Zone in diesem Zyklus jeweils nicht erfüllt. Die Euro-Länder verzeichneten ein starkes Wachstum auf dem Arbeitsmarkt, und die Sparquote lag auf einem relativ hohen Anfangsniveau. Diese stabile Ausgangsbasis wurde jedoch durch ein sehr geringes Wachstum bei den Reallöhnen und eine vorsichtige Haltung der Verbraucher konterkariert. Zudem mussten die Haushalte deutlich höhere Energiepreise verkraften.

Die Globalisierung erwies sich bisher als zweischneidiges Schwert: Sie trieb über die Exporte und die Unternehmensinvestitionen das Wachstum in Europa voran, beschränkte dabei jedoch das Wachstum der Reallöhne, so dass die Verbraucher für den Aufschwung nur eine geringe Rolle spielten.

## Spotlight

November 2007

Der sowohl hinsichtlich der Kosten und Konditionen engere Kreditmarkt wird demnach mit großer Sicherheit künftig die Verbraucherausgaben dämpfen. Zudem gibt es Anzeichen dafür, dass sich die großen europäischen Märkte für Wohnimmobilien abkühlen. Preiswachstum und auch Zahl der Transaktionen scheinen vor ein bis zwei Jahren einen Höhepunkt erreicht zu haben. Die Verlangsamung des Immobilienmarktes wird wahrscheinlich den Willen und die Kapazität der Verbraucher für stärker Konsum weiter einschränken. Kurz gesagt: Die Verbraucher werden den Ausfall, der selbst bei einem geringen Rückgang der Unternehmensausgaben aufkommen könnte, wohl kaum ausgleichen.

### **Q: Welche Folgen hat eine Abschwächung des Häusermarktes für den Konsum?**

**Mather:** Anders als in der Euro-Zone liegt es in Großbritannien nicht am Willen der Verbraucher, mehr Geld auszugeben, sondern an der Kapazität. Dies ist das größte Hindernis für eine stabilere Entwicklung des Verbrauchersektors. Die britischen Reallöhne sind zwar stärker gewachsen als in der Euro-Zone, aber die Sparquote liegt bereits ziemlich niedrig und die Haushalte sind hoch verschuldet. Dazu kommt, dass der Konsum in Großbritannien bisher maßgeblich durch die Beleihung von Immobilieneigentum finanziert wurde – und diese Geldquelle droht in Zukunft zu versiegen.

Für kaum ein anderes europäisches Land könnte eine Abkühlung des Häusermarktes so große Folgen haben wie für Großbritannien. Wohneigentum ist dort derzeit kaum erschwinglich, die Schuldenlast drückt und die Hypothekenzinsen steigen an, wie [Myles Bradshaw in seinen "European Perspectives"](#) aufzeigte. Die jüngsten Leitzinserhöhungen durch die Bank of England haben ihre Wirkung noch gar nicht voll entfaltet: Erst jetzt wird bei vielen zwei- und fünfjährigen Festzinshypotheken der Zins neu angepasst werden. Rechnet man nun noch den Anstieg der Zinsen auf dem Geldmarkt sowie die begrenzte Verfügbarkeit von Darlehen wegen der Kreditklemme hinzu, entpuppt sich das Risiko, dass die Konsumausgaben erheblich zurückgehen.

In diesem Zusammenhang sind einige Parallelen zwischen Großbritannien und den USA eine Betrachtung wert, und zwar in der Art und Weise, wie die Hauspreise das Wirtschaftswachstum beeinflussen. Wie in den USA haben die britischen Verbraucher ihre tatsächliche Sparquote auf nahezu null zurückgefahren – vermutlich in der Annahme, die Preiszuwächse bei Eigenheimen machten es unnötig, einen Teil des laufenden Einkommens auf die Seite zu legen. Genau wie in den USA trugen mit Immobilieneigentum besicherte Kredite zusätzlich zum Konsum bei – zur Spitzenzeit mit 7% des verfügbaren Einkommens. Wenn die Hauspreise nun langsamer steigen, können die Haushalte nicht mehr so viel Eigenkapital entnehmen – zumindest nicht zum selben Preis und nicht so leicht. Dies wird sich künftig auf die Verbraucherausgaben auswirken.

Gleichzeitig bestehen aber auch Unterschiede, so dass es für den britischen Häusermarkt nicht ganz so düster aussieht wie für die USA. In Großbritannien herrscht beispielsweise kein Immobilien-Überangebot, während in den USA über Jahre zu viel gebaut wurde. Ferner wirkte der Wohnbau-Sektor auch nicht in derselben Weise direkt auf das Wirtschaftsgeschehen wie in den USA.

## Spotlight

November 2007

### Q: Wie gefährdet ist der Häusermarkt im Euroland?

**Mather:** In der Euro-Zone sind vor allem Spanien, Irland und Frankreich anfällig für eine Verlangsamung des Immobilienpreiswachstums. Spanien sah ein beträchtliches Wachstum der realen Hauspreise und einen riesigen Bau-Boom, der ein Überangebot geschaffen hat. Genau wie in den USA werden geringere Bauausgaben das Wachstum des spanischen Bruttoinlandsproduktes (BIP) direkt bremsen – die Bautätigkeit wird zurückgehen, bis die fertigen Objekte verkauft sind. Auch hier besteht die Gefahr, dass sich dies in der Folge auf den Konsum auswirkt. In Frankreich, Irland und den meisten anderen Euro-Ländern haben die Steigerungsraten bei den Preisen offenbar bereits 2005 einen Höhepunkt erreicht. In der Euro-Zone ist Wohnraum zwar noch bezahlbarer als in Großbritannien, dennoch trübt ein verlangsamter Anstieg der Preise den Ausblick für den Konsum, wie [Matthieu Louanges in seinen "European Perspectives"](#) darlegt.

### Q: Wenn also auf die Verbraucher kaum zu zählen ist – welche Prognose stellt PIMCO dann für Wachstum und Inflation im Euro-Raum und in Großbritannien?

**Mather:** Unsere Einschätzung der Inflationsentwicklung haben wir gegenüber dem vorherigen Forum nicht dramatisch verändert. Wir haben jedoch die Wachstumsprognose etwas nach unten korrigiert. Für die Euro-Zone erwarten wir ein Wachstum von 2% bis 2,5%. Die Prognose vom März lag bei 2,25% bis 2,75%. Der Ausblick für die Kerninflation liegt unverändert bei 1,75% bis 2,25%. Diese Vorhersage berücksichtigt unsere Ansicht, dass der Konsum gegenüber dem aktuellen Niveau unverändert bleiben wird, aber dass die Investitionsausgaben wahrscheinlich weniger stabil sind als in den vergangenen Jahren. In Großbritannien sehen wir das Wachstum bei 2% bis 2,5% und die Kerninflation bei 1,75% bis 2,25%. Gleichzeitig besteht in Großbritannien jedoch ein erhebliches Risiko für eine Abschwächung der Konjunktur, bedingt durch die Liquiditätskrise und die mögliche Abkühlung des Häusermarktes.

### Q: Die Liquiditätskrise hat sowohl die EZB als auch die Bank of England zum Eingreifen bewegt. Haben die Währungshüter die Situation jetzt unter Kontrolle?

**Mather:** Rückblickend haben sowohl die EZB als auch das MPC zu Beginn der Krise etwas langsam reagiert. So bestätigte die EZB noch Anfang August die Tendenz zu restriktiverer Zinspolitik. Zuletzt aber warfen die Frankfurter Währungshüter das Ruder herum und ließen – angesichts wachsender konjunktureller Risiken – eine neutrale Haltung durchblicken. Im weiteren Verlauf intervenierte die EZB überdies am Geldmarkt, um den Interbanken-Markt wieder zu entspannen. Die Eingriffe haben in der Tat dazu beigetragen, das Kreditgeschäft zwischen den Finanzinstituten zu stabilisieren, und eine weitere Zuspitzung der Lage verhindert. Dennoch haben sich Preisbildung und die Funktion des Marktes noch nicht normalisiert.

Die Bank of England hat sich völlig unterschiedlich verhalten: Sie steuerte einen harten Kurs und griff erst ein, als sich die Lage bei Northern Rock zuspitzte. Dadurch verschärfte sich die Liquiditätskrise im britischen Bankensystem weiter und die Finanzierungsbedingungen verschlechterten sich massiv. Der Notstand gipfelte im Zusammenbruch und der faktischen Verstaatlichung der großen Hypothekenbank, Northern Rock. Der geldpolitische Ausschuss der Notenbank rückte daraufhin von seiner harten Haltung ab und griff ebenfalls am Geldmarkt ein, um die Lage zu normalisieren – wenn auch nicht im gleichen Maß wie die EZB.

## Spotlight

November 2007

Während sowohl die EZB als auch die BoE zu Beginn die Verschärfung der Bedingungen am Kreditmarkt zweifellos begrüßten, spitzte sich die Situation dann jedoch viel rascher zu als erwartet. Bisher ist es ihnen gelungen, eine Lage zu stabilisieren, die zuvor von Tag zu Tag immer stärker außer Kontrolle geriet. Dennoch sind die Umstände weiterhin alles andere als normal; und es lässt sich nicht ausschließen, dass die Bedingungen am Markt sich weiter verschlechtern, so dass sowohl die EZB als auch die BoE nochmals mit dramatischen Aktionen einschreiten müssen.

### Q: Welche Schritte erwarten Sie als nächstes von der EZB und der britischen Notenbank?

**Mather:** Wir denken, dass die Bank of England bald mit einer Reihe von Zinssenkungen beginnen wird. Die EZB wird das Leitzinsniveau für längere Zeit unverändert belassen, wobei eine Senkung der wahrscheinlichere nächste Schritt ist als eine Anhebung. Vor der jüngsten Kreditkrise wollten sowohl die EZB als auch die BoE die Zinsen weiter erhöhen. Inzwischen nehmen beide eine neutralere Haltung ein, aber wir erwarten, dass das MPC die Zinszügel relativ bald lockern wird.

Was Großbritannien angeht, so glauben wir, dass der Basiszinssatz von 5,75% bereits ziemlich restriktiv war, bevor die Kreditklemme im Sommer begann. Seit der jüngsten Zinserhöhung sind die Bedingungen am Finanzmarkt sehr viel schärfer geworden: Die Kreditkosten sind deutlich gestiegen, und der Zugang zu Krediten ist sowohl für Unternehmen als auch Verbraucher schwieriger geworden. Darüber hinaus ist die Teuerung unter die Zielvorgabe der Bank of England von 2%, gefallen. Dies sollte dazu beitragen, Inflationsbedenken im MPC zu zerstreuen und erlaubt ihm, bereits früher die Zinspolitik zu lockern, als Ausgleich für die angespannte Situation am Kreditmarkt. Sollte die Schwäche am Häusermarkt die konjunkturelle Situation schließlich weiter verschärfen, dann muss der Leitzins unserer Ansicht nach weit unter den neutralen bis hinein in den akkomodativen Bereich reduziert werden.

Etwas anders steht es hingegen im Euro-Raum: Hier fallen die Fundamentaldaten besser aus. Mit 4% liegt der Leitzins nahe der neutralen Zone, aber die EZB sieht nach wie vor Risiken für die Preisstabilität, bedingt durch Kapazitätsengpässe. Vor der Kreditkrise sorgte sich die EZB vor allem um das schnelle Wachstum der Geldmenge und des Kreditvolumens. Bisher lässt sich noch nicht abschätzen, wie sich der Kreditengpass auf diese Größen auswirken wird, aber wir müssen hier für die nächste Zeit von einem viel günstigeren Ausblick ausgehen. Die Finanzierungsbedingungen haben sich genau wie in Großbritannien dramatisch verschlechtert, und sie versetzen der Wirtschaft in etwa denselben Dämpfer wie eine Folge von drei oder mehr Zinserhöhungen von 25 Basispunkten.

Wie in Großbritannien, bewegt sich die Inflationsrate nahe dem Zielwert. Allerdings werden die Verbraucher in den Euro-Ländern die Kreditklemme voraussichtlich weniger stark spüren als die Konsumenten auf der britischen Insel, da der monetäre Übertragungsmechanismus in der Euro-Zone schwächer ist als in Großbritannien. Ferner befinden sich die Verbraucher in Euroland in einer besseren Ausgangslage, und der Häusermarkt bildet kein allzu großes Risiko. Die EZB dürfte daher die Leitzinsen langsamer senken als die BoE; sie orientiert sich in der jetzigen Lage stark an Konjunkturdaten. Die europäischen Währungshüter dürften ohne weiteres dabei

## Spotlight

November 2007

zusehen, wie das Wachstum in der Euro-Zone auf 2% oder weniger zurückgeht, wird doch auf diese Weise das Problem der knappen Kapazitäten entschärft. In welche Richtung es mit der Zinspolitik der EZB geht, wird deshalb entscheidend davon abhängen, wie sich das Wachstum weltweit entwickelt und wie Handel und Finanzmärkte interagieren und sich gegenseitig beeinflussen.

### **Q: Welche Anlagestrategie wird PIMCO angesichts dieser Folgerungen in den kommenden sechs bis zwölf Monaten verfolgen?**

**Mather:** Nach unserer Ansicht müssen die Leitzinsen in Großbritannien relativ bald gesenkt werden, um der Kreditkrise gegenzusteuern und das Zinsniveau wieder in den neutralen Bereich zu rücken. Britische Anleihen mit kurzen Laufzeiten sollten daher in nächster Zeit höhere Renditen bringen als die meisten anderen Sektoren. Darüber hinaus dürfte die Zinskurve durch eine Bewegung am vorderen Ende steiler werden und sich in dem Maße, in dem die Leitzinsen fallen, wieder dem normalen, steigenden Verlauf annähern. Unsere Portfolios sind so zusammengesetzt, dass sie durch überdurchschnittliche Duration und so genannte „Yield Curve Steepeners“ – also einer Positionierung, die steiler werdende Renditekurven nutzt – von dieser Entwicklung profitieren.

Zudem wollen wir auch aus weiteren Zinssenkungen in den USA Nutzen ziehen. Die dortige Phase der monetären Lockerung steht noch ganz am Anfang, und sowohl die kurz- als auch die mittelfristigen Zinsen müssen gegenüber dem aktuellen Niveau deutlich fallen. Nur so erhält die Wirtschaft den nötigen Rückhalt, die derzeitige beispiellose Krise am Hypotheken- und Häusermarkt zu überwinden und den gefährlich hohen Verschuldungsgrad der Verbraucher zu verkräften.

### **Q: Welche Entwicklungen erwartet PIMCO bei den Devisen?**

**Mather:** Wir rechnen insbesondere mit einem weiteren Kursverfall des US-Dollar. Die Währung hat bereits erheblich an Wert verloren, steht jedoch durch die relativ schwache US-Wirtschaft sowie die Aussicht auf eine Reihe von Zinssenkungen weiter unter Druck.

Dazu kommt, dass die Gewichtung der Vermögenswerte sowohl in staatlichen als auch privaten Reserven weltweit immer noch zu dollarlastig ist. Die kontinuierliche Diversifizierung in andere Währungen wird die Talfahrt des Dollar noch beschleunigen. Hiervon profitieren vor allem Schwellenland-Währungen, aber man sollte auch von anderen etablierten Währungen wie dem australischen und kanadischen Dollar und dem Euro Stärke erwarten. Das britische Pfund ist – basierend auf unseren Erwartungen – anfälliger, aber es dürfte sich immer noch besser halten als der US-Dollar.

### **Q: PIMCO hat in der Vergangenheit Unternehmensanleihen untergewichtet. Hat sich dies angesichts der jüngsten Turbulenzen an den Kreditmärkten geändert?**

**Mather:** In Europa wurde das Kreditrisiko vom Markt völlig neu bewertet. Daher sehen wir sowohl auf dem Primär- als auch dem Sekundärmarkt viel mehr Chancen als früher. Wir haben ausgewählte Unternehmensanleihen in unsere Portfolios aufgenommen, sind jedoch nach wie vor relativ vorsichtig. Zum einen dürfte es in nächster Zeit am Markt für Unternehmensanleihen eine ganze Reihe von Kaufgelegenheiten geben, zum anderen rechnen wir in dem Sektor aber gleichzeitig mit weiteren Turbulenzen. Die Risikoprämien sind über das gesamte Spektrum der Kreditqualität deutlich gestiegen, aber wir

## Spotlight

November 2007

bevorzugen in der jetzigen Konjunkturphase nach wie vor hohe Qualität. Vorsicht ist besonders bei Anleihen geboten, die durch einen weiteren Rückgang der US-Nachfrage gefährdet sind, oder Papieren, die zu stark von einer weiteren günstigen und reichlichen Versorgung mit Geld vom Kapitalmarkt abhängig sind.

### Q: Gibt es infolge der Liquiditätskrise noch in anderen Sektoren Chancen?

**Mather:** Wegen der jüngsten Marktturbulenzen werden selbst bei erstklassigen Anlageobjekten für das Liquiditäts- und Kreditrisiko ungewöhnlich hohe Prämien gezahlt. Dies gilt insbesondere für mit Hypotheken und anderen Forderungen besicherte Wertpapiere aus Europa und den USA, so genannten ABS und Mortgage-backed Securities (MBS). Es steht zu erwarten, dass sich die Situation bei hochwertigen Anleihen in gewissem Grad normalisiert, wenn das Eingreifen der Zentralbanken und der Zeitfaktor die Märkte langsam beruhigen.

### Q: Vielen Dank für das Gespräch, Herr Mather.

**London**  
PIMCO Europe Ltd  
Nations House  
103 Wigmore Street  
London W1U 1QS  
England  
44-20-7872-1300

**München**  
PIMCO Europe Ltd, Zweigniederlassung München  
Nymphenburger Straße 112-116  
80636 München  
Deutschland  
49-89-1221-90

**Amsterdam**  
PIMCO Europe Ltd, Amsterdam Branch  
Schiphol Boulevard 315  
Tower A6  
1118 BJ Luchthaven Schiphol  
The Netherlands  
Tel: +31 20 655 4710  
Fax: +31 20 655 4720

PIMCO Europe Ltd., PIMCO Europe Ltd. Amsterdam Branch und PIMCO Europe Ltd. Zweigniederlassung München sind von der Financial Services Authority 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 Portfolios, das in Staatsanleihen investiert, werden nicht garantiert. Bei Unternehmensanleihen gibt es keine Garantie, dass der Emittent seine Verpflichtungen erfüllen wird.

## Spotlight

November 2007

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie 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.