

Zyklischer Ausblick

Oktober 2009

Andrew Balls über PIMCOs Konjunkturausblick und Investmentstrategie 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.

In diesem Interview erläutert Andrew Balls, warum PIMCO Bedenken hinsichtlich der Nachhaltigkeit der jüngsten Erholung hat. Aufbauend auf dem zyklischen Ausblick erklärt der Leiter des europäischen Portfoliomanagementteams PIMCOs derzeitige Anlagestrategie aus der Perspektive europäischer Anleger.

Frage: PIMCOs Investment-Experten erörtern kürzlich beim Zyklischen Forum den weltweiten Konjunkturausblick und die Anlagestrategie für die nächsten 6–12 Monate. Haben Sie angesichts der jüngsten Anzeichen für eine Konjunkturbelebung die Prognosen für das Wirtschaftswachstum 2009 und 2010 angehoben?

Balls: Die weltweiten Finanzmärkte haben sich seit dem vorigen Zyklischen Forum im März stabilisiert. Weltweit hat die Politik mit ihren Maßnahmen die Gefahr einer globalen Depression erfolgreich abgewendet. Unsere weltweiten Prognosen haben wir leicht erhöht. Wir erwarten nun für Großbritannien und die Eurozone ein Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) von 0.5–1.5% in den nächsten 12 Monaten. Für die USA gehen wir von einem Anstieg des BIP um 1.0–2.0% aus. Dieses resultiert aber zu einem erheblichen Teil aus dem starken Wachstum im dritten und vierten Quartal 2009, dem entschlossenen Handeln der Politik und der Wende im Lagerbestandszyklus. Das Wachstum der privaten Nachfrage bereitet uns indes weiterhin Sorgen, und daher bleiben wir bezüglich der Aussichten für 2010 und darüber hinaus vorsichtig.

Frage: Heißt das, Sie zweifeln an der Nachhaltigkeit dieser Erholung?

Balls: Faktoren wie der Verschuldungsabbau (De-Leveraging), die Re-Regulierung und die De-Globalisierung sorgen dafür, dass wir in unserem langfristigen Ausblick für die nächsten drei bis fünf Jahre ein schwächeres Wachstum erwarten als in der Zeit vor der Finanzkrise. Wir kommen gerade aus einer sehr tiefen Rezession – der weltweit schwersten der Nachkriegszeit – und die Weltwirtschaft musste einige schwere Schläge verkraften. Die gute Nachricht ist, dass die staatlichen Eingriffe das System stabilisiert und ein mögliches „Armageddon“-Szenario abgewendet haben. Wir glauben aber nicht an eine V-förmige Erholung, wie sie bislang nach den Rezessionen der Nachkriegszeit typisch war.

Zyklischer Ausblick

Oktober 2009

Frage: An PIMCOs langfristigem Ausblick einer „Neuen Normalität“ ändert sich also nichts?

Balls: Nein, wir interpretieren die zyklischen Entwicklungen innerhalb dieses langfristigen Ausblicks. Gegenwärtig müssen wir den Fokus auf Bestandsgrößen und nicht auf Stromgrößen oder, wie der Gouverneur der Bank of England (BoE) Mervyn King sagte, auf „Levels“ und nicht auf „Rates“ legen. Wir wurden Zeugen schwerer Erschütterungen der Weltwirtschaft und sehen derzeit Zeichen einer Stabilisierung. Einige Bereiche bereiten uns jedoch Sorgen, weil noch Korrekturbedarf besteht. Der erste Bereich betrifft die nach wie vor hohe Verschuldung der Verbraucher, vor allem in angelsächsischen Ländern, und den Bedarf an steigenden Sparquoten. Den zweiten Bereich bilden die notwendigen weiteren Anpassungen im Finanzsektor. Banken, die ihren Fremdkapitalanteil weiter reduzieren wollen, werden auf die besseren Konjunkturdaten nicht mit einer stärkeren Kreditvergabe reagieren, da sie nach wie vor versuchen werden, ihre Bilanzen zu konsolidieren. Damit geht drittens einher, dass angesichts des schwachen Wachstums Zweifel an der Stärke der Investitionen der privaten Unternehmen aufkommen. Und schließlich beeinflusst die weltweit hohe Arbeitslosigkeit und der geringe Einkommensanstieg die Dynamik auf der Konsumseite. Steigen die Einkommen wenig oder gar nicht, wird es für Verbraucher schwieriger, ihre Schulden abzubauen.

Hier unterscheidet sich die Situation der Schwellenländer, die sich in vielen Fällen auf beeindruckende Weise erholten – auch dank der massiven Konjunkturprogramme, der aggressiven Lockerung der Geldpolitik und der vielfach besseren Ausgangsbedingungen. Wir glauben, dass Länder, für welche die Inlandsnachfrage bedeutender ist, darunter Brasilien und Indien, sich weiterhin überdurchschnittlich entwickeln werden. In China waren die fiskalpolitischen Maßnahmen zur Kompensation des Exportrückgangs besonders umfangreich. Vor allem höhere Infrastrukturinvestitionen trugen dazu bei, das BIP-Wachstum wieder in den angestrebten Bereich von rund 8% zu bringen.

Frage: Warum bleiben Sie für das Jahr 2010 skeptisch?

Balls: Wir fragen uns, was vor dem geschilderten Hintergrund die private Nachfrage, den Konsum und die Investitionen des privaten Sektors nachhaltig anregen soll. Infolge der schweren Finanzkrise kam es zu einer sehr starken Ausdehnung der öffentlichen Haushalte, während private Haushalte und Unternehmen ihre Schulden abbauten. Unser Co-CIO Bill Gross bezeichnete dies als erste Stufe einer „Rakete“ mit dem Ziel Aufschwung. Die zweite Stufe, die jetzt zündet, ist die Wende im Lagerbestandszyklus. Sie erklärt die Bilanzverlängerung des öffentlichen Sektors sowie das kräftigere Wachstum, das wir für die zweite Jahreshälfte erwarten. Voraussetzung für einen starken und nachhaltigen Aufschwung ist allerdings, dass die dritte Stufe dieser „Rakete“ zündet – der Anstieg der privaten Nachfrage. Angesichts des anhaltenden Drucks zum Verschuldungsabbau in den privaten Haushalten und im Finanzsektor, sowie des Rückgangs staatlicher Impulse ab Anfang 2010, angesichts der Überkapazitäten, der hohen Arbeitslosigkeit und des schwachen Einkommensanstiegs haben wir Bedenken, ob diese dritte Stufe genügend Unterstützung für eine robuste Erholung bieten wird.

Betrachten wir beispielsweise zwei Sektoren, die traditionell eine Konjunkturbelebung anführen. Der Immobiliensektor ist zinssensitiv. Er bildete in diesem Zyklus jedoch den Kern

Zyklischer Ausblick

Oktober 2009

des Problems in den USA, Großbritannien und einigen europäischen Ländern der zweiten Reihe. Die Aktivität hat sich hier auf niedrigem Niveau stabilisiert, eine rasche Wende ist allerdings schwer vorstellbar. Der Automobilsektor ist ebenfalls zins sensitiv und treibt traditionell eine Erholung an. Dieses Mal stützten zwar diverse Programme wie die Abwrackprämien die Konsumausgaben während des Abschwungs – das geschah aber auf Kosten des zukünftigen Absatzes. Wir befürchten weiterhin ein enttäuschendes Wachstum im Jahr 2010, das unter dem gegenwärtigen Marktkonsens liegt.

Frage: Was sind die wesentlichen Unterschiede zwischen den Volkswirtschaften in Europa und den USA?

Balls: Der größte Unterschied zwischen der Eurozone und den USA sind unserer Ansicht nach die besseren Ausgangsbedingungen in Kernländern der Eurozone wie Deutschland, Frankreich oder auch den Niederlanden. Diese Länder verzeichneten zwar sehr starke Rückgänge, als die Aktivität an den Finanzmärkten zum Erliegen kam und der Welthandel einbrach. Doch allgemein stellen wir hier ein geringeres Exposure gegenüber dem Fremdkapitalzyklus sowie ein höheres Maß an Stabilität fest. Für die Eurozone insgesamt erwarten wir dennoch kein sehr robustes Wachstum. Auch demografische Probleme und die Schwäche einiger anderer Länder der Eurozone stimmen uns besorgt. Doch angesichts der wirtschaftlichen Bedeutung der Kernländer gehen wir von einer allgemein größeren Stabilität und einem geringeren Risiko eines Rückgangs oder eines „Double Dip“ im Jahr 2010 als in den USA oder Großbritannien aus. Die europäischen Länder der zweiten Reihe haben mit den negativeren Aussichten und den schwierigen Anpassungen, die mit der Zeit angegangen werden müssen, sowie teilweise mit ungünstigeren Ausgangsbedingungen zu kämpfen. So wie Deutschland zu Beginn dieses Jahrzehnts einen schwierigen Anpassungsprozess durchlaufen musste, müssen sich nun einige Länder der zweiten Reihe dieser Aufgabe stellen, um ihre Wettbewerbsfähigkeit zu erhöhen. Das altbewährte Instrument der Währungsabwertung steht ihnen nicht mehr zur Verfügung.

Großbritannien weist hinsichtlich des Exposures gegenüber dem Fremdkapitalzyklus im Finanzsektor, der Verschuldung der privaten Haushalte und des Bedarfs zur Steigerung der Sparquote mehr Ähnlichkeiten mit den USA auf. Ebenso stehen hinter dem Abbau der Unterstützung durch das Auslaufen der Konjunkturprogramme und den Risiken für die Wirtschaft im Jahr 2010 größere Fragezeichen. Großbritannien und die USA unterscheiden sich jedoch darin, dass es sich bei Großbritannien um eine kleine, offene Volkswirtschaft handelt. Daher könnten durch die Abwertung des britischen Pfund die Exporte stärkeren Auftrieb erhalten, obgleich die Resultate bislang kaum zu beeindrucken vermochten. Problematisch ist dagegen, dass für diese kleine, offene Wirtschaft, deren Währung anders als der US-Dollar nicht vom Status als Reservewährung profitiert, das Risiko größer ist, dass eine Abwertung des Pfund außer Kontrolle geraten könnte – mit schwerwiegenden Konsequenzen für die Bank of England.

Frage: Die Inflation in der Eurozone und Großbritannien ist derzeit niedrig. Rechnen Sie mit weiterhin stabilen Verbraucherpreisen in nächster Zeit oder erwarten Sie einen Anstieg der Inflation?

Balls: Mit Blick auf die nächsten 12 Monate erwarten wir für die Eurozone sehr niedrige und für Großbritannien niedrige Inflationsraten. Die Europäische Zentralbank (EZB) reagierte

Zyklischer Ausblick

Oktober 2009

relativ entspannt auf die durch den zwischenzeitlich gesunkenen Ölpreis bedingte Deflation. Aber es besteht natürlich die Gefahr, dass sich die Deflationserwartungen verstetigen. In Großbritannien dagegen hielt sich die Inflation hartnäckiger als in den USA oder der Eurozone, was weitgehend den Effekt der schwächeren Währung widerspiegelte. Unter dem Strich bedeutet die sehr große Produktionslücke aber, dass nur wenig Anlass zur Sorge besteht, dass das schwächere Pfund zu einem höheren Inflationsrisiko führen könnte. Solange sich das Pfund nicht deutlich weiter abschwächt, dürften die Effekte der Produktionslücke in Großbritannien die Inflation weiter drücken.

Weltweit sehen wir in unserem Konjunkturausblick auf Sicht von einem Jahr sehr wenig Inflationsdruck im System, was an den weltweiten Produktionslücken liegt. Über einen längeren Zeitraum sind die Aussichten schwierig zu beurteilen, und es bestehen sowohl Inflations- als auch Deflationsrisiken. Dies ist ein Beispiel für die langfristige Situation, mit der wir in der „Neuen Normalität“ zu Recht kommen müssen. Langfristig bestehen Deflationsrisiken, wenn sich die niedrigere Inflation verfestigt. Gleichzeitig könnte aufgrund des Ausmaßes der staatlichen Interventionen und des Problems, den richtigen Zeitpunkt für das Ende dieser Interventionen zu finden, Inflation drohen. Das führt zu einem langfristig volatileren Ausblick mit kurzfristigen Deflationsrisiken und einer auf längere Sicht möglichen höheren Inflation.

Frage: Ist für europäische Anleger nun der richtige Zeitpunkt, sich gegen die Inflation abzusichern?

Balls: Die Entscheidung für eine inflationsgebundene Strategie richtet sich stets nach den Entscheidungen des Anlegers in Bezug auf die Vermögensaufteilung und die Verbindlichkeiten. Doch bei allgemeinen Portfolios ist die Zeit für eine Übergewichtung inflationsgeschützter Wertpapiere unseres Erachtens noch nicht gekommen, da unsere Einschätzung zum Wachstum und zur Inflation unter den Konsenserwartungen liegt. Langfristig betrachtet, dürften Strategien zur Inflationsabsicherung, unter anderem mit inflationsindexierten Anleihen, jedoch sehr wichtig sein.

Frage: Würden Sie bitte die wesentlichen strategischen Änderungen erläutern, die sich aus dem Zyklischen Forum ergeben?

Balls: Alles in allem sind wir vorsichtig, sowohl was unsere Einschätzungen zur jüngsten Rallye als auch zu den Risiken für die Erholung widerspiegelt. Der jüngste Kursanstieg ist zwar durch die Stabilisierung im System teils gerechtfertigt, doch die Märkte könnten in Erwartung einer robusten Erholung 2010 zu stark und zu schnell gestiegen sein. Bei der Duration in unseren Portfolios bleiben wir übergewichtet und beim Engagement auf der Renditekurve weitgehend neutral positioniert. Außerdem haben wir den Anteil an Unternehmensanleihen in unseren Portfolios insgesamt reduziert, da wir Zweifel an den kurzfristigen Aussichten hegen. Innerhalb des Segments Unternehmensanleihen bleibt die Position in Finanzpapieren über- und jene in Industrietiteln untergewichtet. Im Industriesektor sind die Spreads fast bis in den Bereich wie vor der Pleite von Lehman Brothers gesunken, während wir bei hochwertigen Finanzpapieren nach wie vor erhöhte, attraktive Spreads sehen. Insgesamt bleiben wir in unseren Portfolios stärker auf hochwertige Titel ausgerichtet und geben Anlagen, die stetige Erträge generieren, den Vorzug gegenüber Anlagen, die stärker auf erhoffte Kapitalzuwächse in Folge einer konjunkturellen Belebung setzen. Bei

Zyklischer Ausblick

Oktober 2009

hochverzinslichen Anlagen sind wir angesichts unseres gesamtwirtschaftlichen Ausblicks nach wie vor vorsichtig.

Frage: Wie positionieren Sie Ihre Portfolios in Schwellenländern?

Balls: Engagements in erstklassigen Titeln aus Emerging Markets (EM) beurteilen wir langfristig sehr positiv, da wir für die Schwellenländer im Vergleich zum schwachen Wachstum in den Ländern der OECD (Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung) allgemein höhere Wachstumsraten erwarten. Ausgehend von dieser langfristigen Einschätzung bleiben wir in ausgewählten EM-Währungen übergewichtet. Mit Blick auf andere EM-Engagements außerhalb spezieller EM-Strategien bleiben wir aufgrund der kräftigen Zugewinne bei risikoreichen Anlagen recht vorsichtig.

Frage: Welche Strategie verfolgen Sie im Währungsbereich?

Balls: Wir bleiben, wie gesagt, in hochwertigen EM-Währungen, vor allem in denen aus asiatischen Schwellenländern, im Kern übergewichtet. Dort erwarten wir, dass die Anpassung und die Liberalisierung der Wechselkurse in diesem Teil der Welt in den nächsten Jahren zu einer Neuausrichtung hin zu einem stärker inlandsorientierten Wachstum führen werden. In US-Dollar und britischem Pfund bleiben wir untergewichtet, da im Rahmen der Anpassungen hinsichtlich der Produktion im verarbeitenden Gewerbe und des Abbaus der zu starken Abhängigkeit vom Konsumsektor als Wachstumsmotor schwächere Währungen nötig sind. Der Euro könnte weiterhin von der weltweiten Diversifizierung weg vom US-Dollar profitieren. Andererseits wirkt er gemessen an den üblichen Bewertungskennzahlen teuer.

Frage: Wie positionieren Sie Ihre Total-Return-Portfolios entlang den Renditekurven?

Balls: Wir sind weitgehend neutral zur Kurve positioniert, lassen die Duration aber übergewichtet. Der erste Grund hierfür ist, dass wir inzwischen weltweit sehr steile Zinskurven beobachten und das Aufwärtspotenzial am kurzen Ende der Kurven für deutlich begrenzter halten als in den Jahren 2007 und 2008 und im ersten Halbjahr 2009. Das kurze Ende der Kurven halten wir vor allem in den USA und Großbritannien sowie in geringerem Maße in der Eurozone weiterhin für sehr attraktiv. Doch es besteht nur wenig Spielraum für bedeutende Rückgänge. Da wir ein schwächeres Wachstum erwarten als der Konsens und für das nächste Jahr von einem sehr geringen Inflationsrisiko ausgehen, halten wir weitere Zugewinne im 5- und 10-jährigen Segment sowie in den längerfristigen Bereichen für durchaus möglich, besonders wenn der Markt ein größeres Deflationsrisiko eskomptiert.

Frage: Es gab viel Wirbel um die Exit-Strategien der Politik: Wann werden die europäischen Zentralbanken Ihrer Ansicht nach beginnen, die Maßnahmen zur Krisenbewältigung abzubauen? Und werden sie die Zinssätze wieder anheben?

Balls: Wir gehen nach wie vor davon aus, dass Zinserhöhungen in Europa und anderswo noch lange auf sich warten lassen werden. Mit der Zeit dürften die Zentralbanken die unkonventionellen Maßnahmen, die sie in den letzten 12 bis 18 Monaten ergriffen haben, zurückfahren. Doch vorläufig deuten die jüngsten Äußerungen von Zentralbankvertretern darauf hin, dass der Fokus weiterhin stärker auf der Notwendigkeit, die Erholung zu unterstützen, sowie auf den Abwärtsrisiken für die Erholung liegt als auf baldigen Schritten zur Rücknahme der außerordentlichen Maßnahmen. Mit der Zeit werden die Zentralbanken

Zyklischer Ausblick

Oktober 2009

natürlich wieder von den Interventionen abrücken, und wir haben hierbei gewisse Unterschiede zwischen den USA, die ein Ende der quantitativen Lockerung und des Kaufprogramms für Hypothekenscheine signalisiert haben, und Großbritannien festgestellt, das wohl an der quantitativen Lockerung festhalten will. Es wird wichtig sein voranzuhängen, wann der Ausstieg aus diesen Maßnahmen der Politik erfolgt und vor allem in welcher Reihenfolge dies geschieht. Doch über den von unserem Konjunkturausblick abgedeckten Zeitraum betrachtet, halten wir die Markterwartung zu Zinserhöhungen der EZB, der BoE und der US-Notenbank für überhöht.

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 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.

Zyklischer Ausblick

Oktober 2009

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.