



Eine neue Normalität

Anfang Mai trafen sich PIMCO-Mitarbeiter aus der ganzen Welt in Newport Beach zu unserem jährlichen Sekulären Forum. Diese immer wieder mit Spannung erwartete und von gegenseitigem Austausch geprägte Veranstaltung beeinflusst unsere grundlegende Investmentstrategie. Insbesondere wird dort der langfristige Rahmen (für einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren) für die Analysen festgelegt, die in unseren vierteljährlichen Zyklischen Foren und den viermal wöchentlich stattfindenden Sitzungen des Anlageausschusses festgelegt werden.

Dieses Mal war es nicht einfach. Die Anreisenden mussten sich mit Bedenken wegen des Risikos einer Schweinegrippe-Pandemie auseinandersetzen. Wir haben ausführlich darüber diskutiert, ob es klug ist, so viele Menschen für mehrere Tage an einem Ort zusammen zu bringen. Und all das war noch lange bevor wir uns der schwierigen Aufgabe zuwenden konnten, die ungewöhnlich unsicheren wirtschaftlichen, finanziellen und politischen Rahmenbedingungen zu entschlüsseln.

Aber wie schon Bill Gross bei unserer Kundenkonferenz im März vielen Kunden sagte, "PIMCO liebt die Herausforderung." So haben wir, jeder Einzelne für sich und alle gemeinsam, versucht, uns systematisch

mit den vielen Aspekten zu befassen, die den sekulären Ausblick und die Bandbreite der Möglichkeiten beeinflussen.

Immerhin waren die vergangenen Monate geprägt von einer nie da gewesenen Volatilität der Faktoren, die den Marktbeziehungen traditionell ein sicheres Fundament verliehen. Viele von Ihnen haben schon von unserer Einschätzung gehört, dass die Welt auf einer schwierigen Wegstrecke zu einem neuen Ziel sei – welches PIMCO die "neue Normalität" nennt. Und genau wie es bei Bill Gross' Konzept eines "stabilen Ungleichgewichts" und Paul McCulleys "Schatten-Bankensystem" vor ein paar Jahren der Fall war, findet der Begriff "neue Normalität" ein zunehmendes Echo in politischen Kreisen und bei Marktexperten.

Dies ist ein Zeichen für die wachsende Erkenntnis, dass einige der jüngsten abrupten Veränderungen auf den Märkten, in den Haushalten, bei den Institutionen und in der Regierungspolitik sich in den kommenden Jahren wahrscheinlich nicht umkehren werden. Die alte Normalität wird nicht wiederkehren. Das weltweite Wachstum wird für einige Zeit schwach ausfallen und die Arbeitslosigkeit wird hoch sein. Die Hand des Staates wird in vielen Bereichen klar sichtbar sein. Mit dem Rückzug des angelsächsischen

Modells dürfte der Kern des globalen Systems an Anziehungskraft verlieren und das Finanzwesen nicht länger eine herausragende Rolle in den post-industriellen Volkswirtschaften spielen. Darüber hinaus werden sich mit der Zeit die Risiken zu steigendem Länderrisiko, steigender Inflationserwartung und Stagflation verschieben. Aber jetzt greife ich mir selbst vorweg! Ich habe doch noch ein paar weitere Vorbemerkungen!

Es ist völlig klar, dass wir mit vorgefertigten Ansichten und Einstellungen in dieses Forum gegangen sind. Daher war es umso wichtiger, die Meinung sachverständiger Dritter einzuholen, um unsere Meinungen zu überprüfen. Entsprechend unserer vor vielen Jahren begonnenen Tradition haben wir Gastreferenten eingeladen, die für ihr unabhängiges Denken und ihre

PIMCO Sekuläres Forum 2009: Referenten

Professor Willem Buiter, Professor für European Political Economy am European Institute der London School of Economics and Political Science; ehemaliges Mitglied des Monetary Policy Committee der Bank of England und Chief Economist der European Bank for Reconstruction and Development

The Hon Peter Costello MP, Australiens langjähriger Finanzminister (1996–2007) und Deputy Leader der Liberal Party

Dr. William White, ehemaliger Economic Adviser und Head of the Monetary and Economics Department der Bank for International Settlements

Fareed Zakaria, Bestseller-Autor, Herausgeber der *Newsweek International* und Gastgeber von *Fareed Zakaria GPS* auf CNN

provokanten Analysen bekannt sind. Sie haben uns nicht enttäuscht.

Unsere Diskussion wurde unterstützt durch die Einblicke von Willem Buiter, Peter Costello, Bill White und Fareed Zakaria (siehe Kasten links). Wir hatten erneut die Ehre, Alan Greenspan (ehemaliger Federal Reserve Chairman) und Mike Spence (Nobelpreisträger für Wirtschaftswissenschaften) an unserem Tisch zu haben, die uns an ihren Gedanken und Antworten teilhaben ließen. Im gleichen Geist intellektueller Offenheit und Herausforderung erteilten wir das Wort an unsere begabten neuen MBAs, damit sie ebenfalls ihre Ideen einbringen konnten, die noch nicht von PIMCO geprägt sind. Sie haben uns wirklich sehr beeindruckt!

Der Diskussionsrahmen

Den Rahmen des diesjährigen Sekulären Forums bestimmten drei Faktoren:

Erstens: Die Beschreibung der Ausgangsbedingungen. Wir fanden uns im Kontext des Sekulären Forums 2008 wieder, wonach das globale System in eine "Sackgasse" geraten war: Aufgrund einer erdrückenden Schuldenlast und schlechter Kapitalausstattung war es unfähig, auf dem bisherigen Weg weiterzugehen, aber auch nicht in der Lage, problemlos einen neuen Weg einzuschlagen, da der Abbau des Fremdkapitalgrades – das Deleveraging – oft über das Ziel hinausgeschossen war und beträchtliche Kollateralschäden hinterlassen hatte.

Zweitens: Die Erkenntnis, dass die Weltwirtschaft und die Märkte seit dem letzten Sekulären Forum und nach dem

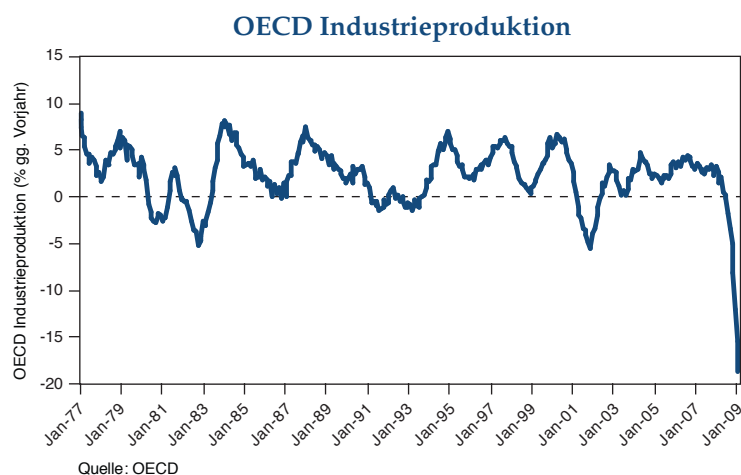


Chart 1

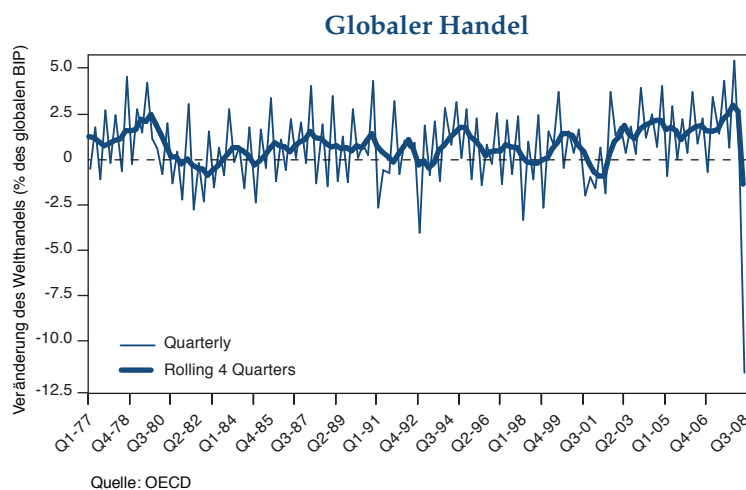


Chart 2

Zusammenbruch von Lehman Brothers Mitte September das erlebt haben, was Wirtschaftswissenschaftler als “plötzlichen Herzstillstand” bezeichnen. In jedem Abschnitt der umfangreichen Datensammlung für das Forum wurde der Ernst dieses “Infarkts” betont, was berechtigte Fragen in Bezug auf das Ausmaß und die Dauer des zugrunde liegenden Zusammenbruchs aufwirft.

Drittens: Die Debatte darüber, dass die jüngsten Ereignisse die Dynamik des Fremdkapitalabbaus zu einem

noch umfassenderen Phänomen mit längerfristigen Konsequenzen gemacht hätten, was Bill Gross in der Terminologie seiner jüngsten *Investment Outlooks* als “DDR” bezeichnet. Dieser starke Cocktail – ein sich selbst verstärkender Mix aus *De-Leveraging*, *De-Globalisierung* und *Re-Regulierung* – zieht unausweichlich wirtschaftliche und politische Kräfte nach sich, die das normale Funktionieren von Märkten und Weltwirtschaft stören.

Diese drei Faktoren zusammen waren wie ein heftiger und unvorhergesehener

“Schlag in die Magengrube” praktisch aller Volkswirtschaften (siehe Chart 1 und 2). Die meisten von ihnen liegen noch immer am Boden und ringen nach Luft. Oder wie es einer unserer Gastreferenten formulierte: Wenn Sie die Weltwirtschaft wären, hätten Sie wohl jetzt nicht gerade Lust, zu einer Reise aufzubrechen, Sie könnten aber auch nicht dahin zurückgehen, woher Sie gekommen sind.

Hätte man die Weltwirtschaft sich selbst überlassen, hätte sie einen noch schmerzlicheren Reinigungsprozess durchmachen müssen. Die Arbeitslosigkeit wäre noch mehr in die Höhe geschossen, weitere Institutionen wären zusammengebrochen und größere Marktsegmente, sowohl national als auch international, würden nicht mehr funktionieren.

Keine demokratisch gewählte Regierung kann tatenlos zusehen, wenn ihre Wählerschaft vor einer derartigen Situation steht. Beinahe unabhängig von ihrer politischen Ausrichtung – und, was noch wichtiger ist, unabhängig davon, ob sie die richtige Diagnose und die passende Therapie kennen – sehen sich die Regierungen unausweichlich dazu gezwungen, sich dem immer größer werdenden Schaden für den Wohlstand der Menschen entgegenzustellen. Dabei kommen sie auf unkonventionelle Lösungsansätze, die per Definition in ihrer Wirksamkeit unsicher sind, aber dennoch einige seit langem bestehende Beziehungen verändern. Sie können sich das als das ökonomische Äquivalent eines Arzneimittelmasstests vorstellen: Es gibt

gute Gründe für das getestete Medikament, aber es bleibt auch eine beträchtliche Unsicherheit im Hinblick auf Wirksamkeit, Zeitverzögerungen und Nebenwirkungen.

Die Alternative zu den außergewöhnlich deutlichen und umfassenden staatlichen Interventionen der jüngsten Zeit hätte durchaus das größere Übel sein können. Nichtsdestotrotz – und insbesondere bei jemandem wie mir, der im Rahmen einer früheren Laufbahn beim IWF die verschiedensten Experimente miterlebt hat, darunter Kreditlenkung, Preiskontrolle, Importsubstitution und Industriepolitik – löst es Unbehagen aus, zu sehen wie der öffentliche Sektor in bestimmten Märkten zu einem deutlichen Preissetzer wird. Noch mehr Bauchschmerzen bereitet es, zu sehen, dass die öffentliche Hand in einigen Bereichen Produktions-, Handels- und Vertriebsstrukturen besitzt und kontrolliert, die sich normalerweise (zu Recht) ausschließlich in der Hand privater Unternehmen befinden. Die Rolle des Staatssektors als wichtigster Kreditgeber und -zuteiler ist ebenfalls beunruhigend.

Angesichts der Ausgangsbedingungen des globalen Systems und der starken von Regierungsseite verordneten Medizin, bestand die wichtigste intellektuelle und analytische Herausforderung für unser Forum darin, herauszufinden, wie der Prozess des “wieder Aufstehens” innerhalb eines langfristigen Zeitrahmens ablaufen wird. Wird der Prozess simultan oder sequentiell verlaufen? Werden diejenigen, die es schaffen aufzustehen, anderen aufhelfen oder sie weiter nach unten drücken? Und wie lange werden diejenigen,

die es geschafft haben aufzustehen, brauchen, um wieder aufrecht zu stehen?

Im weiteren Verlauf fanden wir uns unausweichlich in der Diskussion darüber wieder, wie das Gleichgewicht sich einpendeln wird, wenn so komplexe Faktoren wie die folgenden eine Rolle spielen:

- Marktversagen in der Vergangenheit gegenüber Staatsversagen in der Zukunft
- Zerstörung von Wohlstand "auf Papier" gegenüber Zerstörung von realem Wohlstand
- Globalisierung gegenüber Betonung des Einzelstaates
- Wirtschaftlich Erstrebenswertes gegenüber politisch Machbarem

Was nun?

Obwohl wir immer sehr vorsichtig mit solchen Äußerungen sind, war uns klar, dass die Welt Veränderungen erfahren hat, die sehr wahrscheinlich in den nächsten Jahren nicht wieder rückgängig gemacht werden können. Oder anders gesagt, die Märkte müssen sich von einem Schock erholen, der weit mehr hinterlassen hat als nur eine konjunkturelle "Fleischwunde".

Diese Veränderungen betreffen nicht nur die grundlegende Neuordnung des Finanzsystems und das Ausmaß der staatlichen Interventionen zur Abwendung von Marktzusammenbrüchen. Und sie gehen über den massiven Anstieg der Haushaltsdefizite und der Staatsverschuldung in praktisch jedem für das System wichtigen Land der Welt hinaus (und das in einer Zeit, in der nur wenige

Länder sich glaubwürdig dazu verpflichten, den primären Budgetüberschuss zu erzielen, der erforderlich ist, um die massive zukünftige Verschlechterung der Verschuldungsdynamik aufzuhalten).

Sie beinhalten auch die strukturellen Veränderungen in der Art, wie Ersparnisse national und über Grenzen hinweg mobilisiert und verteilt werden. Es geht um die sich verschiebende Balance zwischen dem öffentlichen und dem privaten Sektor. Und wir sollten nicht vergessen, welche möglichen langfristigen Konsequenzen der Verlust der Vertrauens in grundlegende Parameter des Marktsystems, wie etwa die Unantastbarkeit von Vertrags- und Eigentumsrechten, die Rechtsstaatlichkeit und die Widerstandsfähigkeit der Kapitalstruktur, haben kann. Dieses Vertrauen ist schnell zerstört, kann aber nur sehr langsam wieder aufgebaut werden.

Das Ergebnis ist eine längere Aussetzung und in manchen Fällen gar eine krasse Umkehrung bestimmter Konzepte, die für die Märkte bisher selbstverständlich waren. Wir bezeichnen das als den Niedergang des "großen Zeitalters" von privater Verschuldung, durch Eigen- oder Fremdmittel besicherter Ansprüche, von Selbstregulierung, politischer Zurückhaltung und von nachlassender direkter politischer Einflussnahme. Angesichts der Höhe der Gewinne, die privatisiert wurden und der Verluste, die nun sozialisiert werden, ist es nicht überraschend, dass dieser Niedergang mit Unmut bei der Bevölkerung, Verwirrung und, wie es einer unsere Referenten nannte,

einer neuen "Moral" in den Parlamenten auf der ganzen Welt einhergeht.

Das soll nicht heißen, dass die Weltwirtschaft sich nicht zur Wehr setzen kann. Das kann sie durchaus. Die Politiker tun ihr Bestes, um eine neue Weltwirtschaftskrise zu verhindern. Die sekulären Kräfte aus Produktivitätsgewinnen und unternehmerischer Dynamik werden nicht verschwinden. Und es gibt ein großes Maß an wirtschaftlicher und sozialer Flexibilität, einen hohen Grad an Eigenabsicherung und in gewissem Umfang sogar eine Koordination der weltweiten Politik.

Aber obwohl diese Faktoren dazu beitragen, das Risiko einer deflationären Depression zu reduzieren, sind sie nicht stark genug, um eine Rückkehr zu starkem Wachstum und niedriger Inflation wie zwischen 2002 und 2007 herbeizuführen. Einfach ausgedrückt gibt es nur unzureichende Nachfragepuffer und zu wenig schnell

wirkende Strukturreformen, die für eine spontane und dauerhafte Erholung der Weltwirtschaft sorgen könnten.

Es ist kein Wunder, dass wir die Finanzkrise als eine Krise des globalen Systems bezeichnet haben (im Gegensatz zu einer Krise *innerhalb* des Systems). Aus Mangel an endogenen Schutzmechanismen wird das System nicht und nicht ohne dauerhafte Veränderungen einen Neustart durchführen (einige sagen auch, es sollte das nicht tun, selbst wenn dies möglich wäre). Für Märkte, die stark auf die jüngsten Perioden der "Normalität" konditioniert sind, wird sich das wie eine *neue Normalität* anfühlen. Für diejenigen, die in einer übermäßig dominanten "Business-As-Usual"-Mentalität gefangen sind, wird es in der Tat ein gewaltiger Schock sein.

Die neue Normalität

Für die kommenden drei bis fünf Jahre erwarten wir eine Welt mit gedämpftem Wachstum und eine

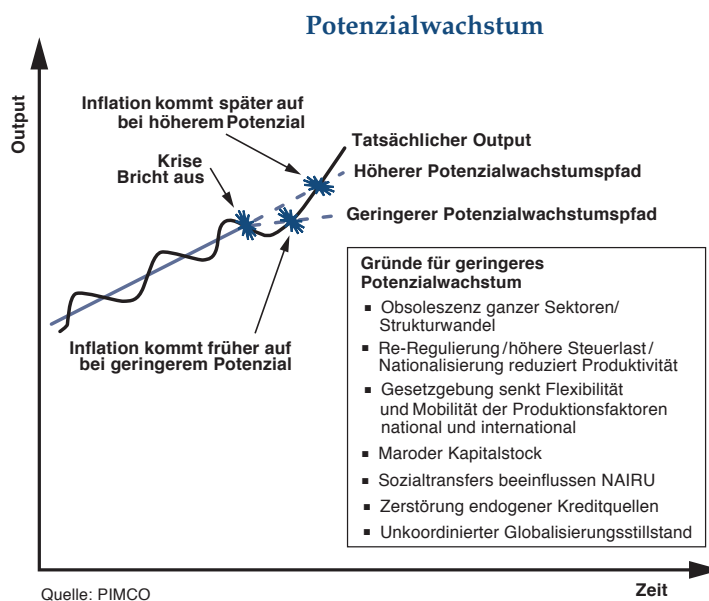


Chart 3

anhaltende Verschiebung weg von den G-3 hin zu den für das System relevanten Schwellenländern, angeführt von China. Es wird eine Welt sein, in der der öffentliche Sektor länger als vorgesehen als Anbieter von Produkten fungieren wird, die eigentlich dem privaten Sektor zuzuordnen sind. (Oder wie einer unserer Referenten es formulierte: Wir sind von einer Welt, in der der private Sektor öffentliche Güter angeboten hat, in eine Welt übergegangen, in der der öffentliche Sektor private Güter anbietet.) Es wird auch eine Welt sein, in der die Zentralbanken und Finanzministerien Schwierigkeiten haben werden, einige der in jüngster Vergangenheit ergriffenen Notfallmaßnahmen wieder zurückzunehmen. Das dürfte vor allem in Ländern wie Großbritannien und den USA der Fall sein, wo viele kurzfristige politische Erfordernisse wesentlich im Konflikt mit mittelfristigen stehen.

Das Bankensystem wird demnach ein Schatten seines früheren Selbst sein. Angesichts der stärkeren Regulierung in Form und Ausmaß wird im Bankensektor Risiko und Fremdkapital reduziert und Banken und ihre Anteilseigner werden die Lasten in einem größeren Maße mittragen müssen. Die Kräfte der Konsolidierung und Schrumpfung werden sich auch jenseits der Banken entfalten und eine Vielzahl von anderen Finanzinstituten und die Investment-Branche erfassen.

Wie wird sich die Inflation in der neuen Normalität entwickeln? Im Moment ist es schwierig, einen bevorstehenden Anstieg der Inflation zu prognostizieren, da der

Einbruch der weltweiten Nachfrage und die daraus resultierende Produktionslücke gravierend sind. Im privaten Bereich wird sich die weltweite Nachfrage nicht schnell und vollständig erholen. Aber man sollte sich nicht ausschließlich auf die Nachfrage fixieren, wenn man von einer zyklischen zu einer sekulären Denkweise übergeht. Auch die Angebotsseite ist von Bedeutung.

In den kommenden Jahren wird die historische Zunahme des Potenzialwachstums mit starkem Gegenwind zu kämpfen haben. Exzessive Regulierung, höhere Besteuerung und Staatsinterventionen werden zu den Faktoren gehören, die die Zunahme des (nicht-inflationären) Potenzialwachstums beschränken (Chart 3, erstellt von Ramin Toloui, veranschaulicht den Prozess). Während die Investitionstätigkeit eine Weile gedämpft bleiben dürfte, wird die Abschreibungsrate auf den Kapitalstock steigen. Und da sind auch noch die Verluste der endogenen Kreditfabriken, die vor allem während ihrer Überhitzungs-Phase zwischen 2004 und 2007 die Menschen dazu gebracht haben, zu glauben, dass die Zunahme fremdfinanzierter wirtschaftlicher Vorhaben von Dauer sein würde.

Am lebhaftesten wurde bei unserem Forum jedoch ein anderer Aspekt diskutiert, der die Inflationsdynamik in der neuen Normalität bestimmen wird: Werden die massiven von der US-Regierung eingesetzten fiskalpolitischen und monetären Impulse das Vertrauen in die öffentlichen Güter, die das Land dem Rest

der Welt anbietet, erschüttern - also das Vertrauen in den Dollar als *die* weltweite Reservewährung und in die "tiefen" und berechenbaren Finanzmärkte für die mittelfristige Anlage von Ersparnissen?

In ihrem derzeitigen geschwächten Zustand können die USA es sich kaum leisten, die "impliziten Bereitstellungsgebühren" zu reduzieren, die sie für das Angebot solcher öffentlicher Güter erhalten. Andernfalls würde die Inflation deutlich früher steigen als die jüngste Vergangenheit es vermuten lässt. Und was noch wichtiger ist, die USA würden im Lauf der Zeit immer weniger Kontrolle über ihr wirtschaftliches und finanzielles Schicksal haben und dadurch langsam die Merkmale dessen annehmen, was Wirtschaftswissenschaftler als "kleine offene Volkswirtschaft" bezeichnen. Dies ist grundsätzlich nicht erstrebenswert, nicht nur für die USA, sondern auch für die meisten anderen Länder. Keines von ihnen (ganz zu schweigen von Regionen und multilateralen Organisationen) ist bereit und in der Lage, die Verantwortung im Zentrum des globalen Systems zu übernehmen.

In der neuen Normalität werden Bottom-Up-Themen in intensiver Konkurrenz zu Top-Down-Themen stehen. Die Kraft des Konvergenzmagneten – jenes mystischen angelsächsischen Modells der Liberalisierung und Deregulierung, in dem eine florierende Post-Industrialisierungsphase auf einem ständig boomenden Finanzsystem aufbaut – hat nachgelassen. Zum gegenwärtigen

Zeitpunkt kann kein anderes Modell an dessen Stelle treten. Daher wird dieses partielle Vakuum im Vergleich zur jüngeren Vergangenheit zu einer länderspezifischen Differenzierung führen.

Stellen Sie sich folgende mögliche Konfiguration vor:

- *Die USA* würden den finanziellen Wiederaufbau bei niedrigem Wachstum und einer Neigung zu langfristig höherer Inflation anstreben.
- *Großbritannien* würde ebenfalls in einem Umfeld mit niedrigem Wachstum feststecken, jedoch bei größerer Anfälligkeit für finanzielle Instabilität aus dem In- oder Ausland.
- *Kern-Europa* würde ebenfalls nur langsam wachsen, unter dem Einfluss seiner historisch bedingten Inflationsphobie und Besorgnis um die Integrität der Europäischen Union.
- *Japan* würde in Sachen Wachstum weiterhin Gegenwind erfahren, da die japanische Wirtschaft zu sehr durch fiskalische und demografische Probleme belastet ist.
- *Die Schwellenländer* würden sich noch klarer in zwei Gruppen spalten. Diejenigen mit schlechteren Ausgangsbedingungen würden zum traditionellen Paradigma der Schwellenländer zurückkehren, demzufolge Wohlstand und finanzielle Instabilität sich abwechseln. Diejenigen mit guten Ausgangsbedingungen würden dieses Schema weiterhin im positiven Sinne überwinden und

wachsen, wenn auch nicht mit dem gleichen rasenden Tempo wie in den vergangenen Jahren.

Risiko-Szenarien

Diese Faktoren werfen interessante Fragen im Hinblick auf langfristige Investitionen auf: Wird das weltweit niedrige Wachstum auf sekuläre Sicht zu der noch unerfreulicheren Situation einer Stagflation führen? Werden die derzeitigen Bemühungen einiger Zentralbanken, die realen Zinssätze in ungewöhnlich großen Bereichen der Zinskurve zu drücken, sich in negativem Sinne der dunklen Macht höherer Inflationserwartungen und staatlicher Risikoprämien beugen?

Zum jetzigen Zeitpunkt bringen solche Übergangsphasen große Risiken für unser sekuläres Ausgangsszenario mit sich. Sie sind nicht die einzigen in einer "Risikobalance", die bedauerlicherweise in die negative Richtung geneigt ist.

John Maynard Keynes, dessen Denkweise die wirtschaftliche Diskussion zwischen den Weltkriegen dominiert hat und dessen Einfluss noch heute in politischen Kreisen vielfach offensichtlich ist, soll gesagt haben: "Wenn die Fakten sich ändern, ändere ich meine Meinung. Was tun Sie, Sir?" Lassen Sie mich in diesem Geiste noch einige andere Risikofaktoren mit Ihnen erörtern, die wir in den kommenden Monaten genau im Auge behalten werden.

Erstens ist die Politik sehr wichtig. In den kommenden Monaten wird die politische Machbarkeit (und nicht so sehr das wirtschaftlich Erstrebenswerte) der

Wirtschaftspolitik die meisten Antworten vorgeben. Angesichts der Zerbrechlichkeit des globalen Systems kann die Welt sich kaum weitere falsche Maßnahmen und politische Unberechenbarkeit leisten. Protektionistische Maßnahmen wären besonders schädlich, ebenso wie Maßnahmen, die das Ansehen der USA als verantwortungsvoller Hüter der Ersparnisse anderer Länder untergraben würden.

Die politische Dimension ist nicht auf die kommenden paar Monate beschränkt. Zu einem späteren Zeitpunkt wird politisches Engagement erforderlich sein, um das System zur Liquiditätssicherung im Notfall zu entlasten – eine Aufgabe, die noch dadurch verkompliziert wird, dass insbesondere die USA und Großbritannien sehr wahrscheinlich einen Rückgang des Wachstumstrends erfahren werden, während der Druck wächst, die Arbeitslosigkeit zu senken. Denken Sie daran, die vergangenen Jahre haben gezeigt, dass die Regierungsverantwortlichen nicht so gerne bereit sind, kurzfristiges Leiden zu verordnen, um langfristige Vorteile zu erzielen.

Zweitens hängt die gesunde Funktionsfähigkeit von Märkten (und von Gesellschaften im Allgemeinen) von einer Reihe impliziter Vereinbarungen ab, die von unseren MBAs als Gesellschaftsvertrag bezeichnet wurden. Wie so oft in Notfallsituationen sind diese Vereinbarungen großen Schocks ausgesetzt. Für viele ist eine beängstigend

große Anzahl von Parametern, auf denen entscheidende Verhaltensweisen basieren, zu Variablen geworden. Je länger es dauert, um die Normalität wieder herzustellen, umso größer ist das Risiko wiederkehrender finanzieller Instabilität.

Drittens wird der Umgang mit den Staatsschulden in den Industrieländern ein schwieriger Prozess werden. Fest steht, dass die Zahlen sehr, sehr hoch sind – sowohl als Bestandsgröße als auch in ihrer Dynamik. Die Ausgangslage, einschließlich der Tatsache, dass die durchschnittliche Laufzeit der ausstehenden Schulden der USA so niedrig (und damit so anfällig) ist wie seit 25 Jahren nicht mehr, ist alles andere als beruhigend. Man darf außerdem nicht vergessen, dass in ein paar Jahren Verpflichtungen in sehr großem Umfang (Sozialversicherung und Gesundheitsfürsorge), für die keine Mittel vorhanden sind, den Haushalt deutlich belasten werden.

Viertens wäre jede weitere Einschränkung der Autonomie und des Auftrags der wirtschaftlichen Institutionen, einschließlich der Federal Reserve und in geringerem Umfang auch der FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation), eine sehr schlechte Nachricht. Die Regierungen müssen der Versuchung widerstehen, diese Institutionen weiter zu kooptieren, indem sie ihnen fiskalische Aktivitäten aufhalsen, die nicht ausreichend transparent sind und nicht zum Haushaltsprozess gehören. Die Lehren aus der Vergangenheit sind in diesem Fall eindeutig: Die Schwächung von Schlüsselinstitutionen beeinflusst die

Risikoprämien in vielen Märkte negativ.

Fünftens gehen selbst unsere gedämpften Prognosen für das weltweite Wachstum davon aus, dass gravierende Umverteilungsprozesse stattfinden werden, die an sich schon schwierig sind und große Herausforderungen in Sachen zeitliche Inkonsistenz mit sich bringen. Bedenken Sie, dass wir die These vertreten, dass nachhaltiges gesundes Wachstum in einigen der wichtigen Schwellenländer (vor allem Brasilien, China und Indien) dazu dienen wird, das niedrigere Wachstum in den G-3-Staaten und Großbritannien teilweise auszugleichen. Wir sind auch der Ansicht, dass das Wachstum in diesen Ländern von einem signifikanten Anstieg des Konsums einer wachsenden Mittelschicht angeschoben werden wird.

Auswirkungen auf die Anlagepolitik

Der Diskussionsprozess im Forum war intellektuell sehr herausfordernd, doch hat er uns einen reichen Schatz an strategischen Einblicken gebracht, angefangen bei der sekulären Investment-Positionierung bis hin zu Produktgestaltung, Kundenservice und Businessmanagement.

Unter Berücksichtigung unserer sekulären Investment-Leitlinien favorisiert unser Ausgangsszenario in vielen Ländern den vorderen Bereich der Zinskurve (da die negativen Realzinsen länger als erwartet beibehalten werden), Einkommen generierende Instrumente (welche die reine Aktienrisikoprämie dominieren werden) und eine internationale Ausrichtung (da den USA eine Plateauverschiebung beim

Länderrisiko und die Rückkehr zu höheren Inflationserwartungen bevorstehen). Dies spricht vor allem für

- Ausnutzung periodischer Anomalien, die im Zusammenhang mit schwierigen internen und externen Umverteilungsprozessen stehen
- Favorisieren der Renditeprämien von Unternehmensanleihen, die weiter oben in der wirtschaftlichen Struktur und Kapitalstruktur auf einer aus US-Perspektive gesehen zunehmend internationalen Ebene rangieren
- Berücksichtigen, dass die Risikoprämien über Risikofaktoren und Märkte hinweg wohl auch langfristig Angriffe auf die Unantastbarkeit von Vereinbarungen, die Kapitalstruktur und die Autonomie der wirtschaftlichen Schlüsselinstitutionen widerspiegeln
- Positionierung im Hinblick auf eine eventuelle erneute Abwertung des Dollar und Berücksichtigung der Möglichkeit, dass das Ausmaß der Abwertung gegenüber anderen Währungen durch die Abwertung gegenüber Realwerten übertroffen werden kann
- Erkenntnis, dass die Aktienrisikoprämie künftig eine dauerhaft größere Bedrohung durch die Nachrangigkeit von Dividentiteln widerspiegelt

In den nächsten Wochen werden unsere Spezialisten-Teams auf der ganzen Welt an der Beurteilung der Auswirkungen dieser Faktoren auf bestimmte Anlagestrategien, Asset-Klassen und Produkte arbeiten.

Zusammenfassung

Die Märkte werden zu einem Mittel zurückkehren, aber dieses wird nicht annähernd so aussehen wie in den vergangenen Jahren. Verglichen mit dem früheren Zustand wird das Finanzsystem von De-Leveraging, De-Globalisierung und Re-Regulierung geprägt sein. Das globale Wirtschaftswachstum wird niedriger ausfallen und die Arbeitslosigkeit wird höher sein. Die Verschiebung der Dynamik von den Industrieländern weg hin zu den Schwellenländern dürfte anhalten. Die Preisbildung wird auf vielen Märkten von den Folgewirkungen der direkten staatlichen Intervention beeinflusst werden, in manchen Fällen wird die Intervention sogar andauern. Der Lastenverteilung wird eine größere Bedeutung als Aspekt des stärkeren staatlichen Eingreifens in das wirtschaftliche Leben zukommen.

Für die Finanzbranche, die für ihr Kurzzeitgedächtnis berühmt ist (und für die damit verbundenen Infrastrukturen und Verhaltensweisen), wird sich dies wie eine neue Normalität anfühlen. Es werden Anpassungsmaßnahmen nötig sein, da die Konstellation von Risiken zu Renditen sich verändert, die Staatsverschuldung steigt und die Kapitalstrukturen wohl zu einer Vereinfachung tendieren, die nur noch Aktien und vorrangige Schuldtitel umfasst. Geschäftsmodelle müssen wohl neu ausgerichtet werden müssen und auch Investment-Management-Instrumente müssen sich den Veränderungen anpassen und robuster werden.

Diese Themen werden im Fokus unseres Radars stehen, während wir mit den Ressourcen navigieren, die Sie uns anvertraut haben. Lassen Sie mich zum Abschluss aus dem Bob-Dylan-Song "Forever Young" zitieren, der (in Kursivdruck) auf einfache Weise beschreibt, wie wir bei PIMCO mit Ihnen gemeinsam die schwierige Wegstrecke in diese neue Normalität zurücklegen werden:

May your hands always be busy
May your feet always be swift
*May you have a strong foundation
when the winds of change shift*

Mögen Deine Hände immer fleißig sein
Mögen Deine Füße immer schnell sein
*Mögest Du auf einem starken Fundament
stehen wenn der Wind der Veränderung
sich dreht*

Vielen Dank.
Mohamed A. El-Erian
CEO und Co-CIO

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.

Jeder Sektor des Anleihenmarkts ist risikobehaftet. Kommunalobligationen können zeitweise Gewinne realisieren und Steuerverbindlichkeiten eingehen. Garantien auf Schatzbriefe, Inflationsanleihen und Staatsanleihen beziehen sich auf die fristgemäße Zahlung von Zinsen und Rückzahlungen, Anteile von in derartige Anleihen investierende Fonds fallen nicht unter diese Garantie. Mortgage Backed Securities (hypothekarisch besicherte Anleihen) sind sowohl einem Vorauszahlungsrisiko als auch einem Zinsrisiko unterworfen. Bei steigendem Zinsniveau fällt im Allgemeinen der Wert der MBS. Für Unternehmensanleihen besteht keine Garantie, dass die Emittenten der Anleihen ihre Verpflichtungen erfüllen. High-Yield Securities ("Junk Bonds", "Schrottanleihen") beinhalten generell ein höheres Ausfallrisiko als Investitionen in Anleihen höherer Bonitätsstufen. Investitionen in nicht Euro-basierten Anleihen beinhalten ein von der Europäischen Währungsunion abgekoppeltes Risiko betreffs der ökonomischen und politischen Entwicklung in den Zielmärkten, welches im Falle einer Investition in Emerging Markets oder Schwellenländer oder -regionen gesteigert sein kann.

Diese Präsentation gibt die Meinung des Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung wieder. Die vom Verfasser geäußerten Ansichten können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die hier enthaltenen Informationen stammen aus Quellen, die wir für zuverlässig halten. Jedoch wird keine Gewähr für deren Richtigkeit und Vollständigkeit übernommen. Ohne ausdrückliche schriftliche Erlaubnis darf kein Teil dieser Veröffentlichung in irgendeiner Form vervielfältigt oder in anderen Publikationen zitiert werden. © 2009, PIMCO.

P I M C O

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