

Your Global Investment Authority



#### PIMCO 2011 Secular Forum Redner

**The Rt. Hon. Gordon Brown**, Mitglied des britischen Parlaments; früherer Premierminister (2007–2010) und Finanzminister (1997–2007); Autor "Beyond the Crash: Overcoming the First Crisis of Globalization"

**Mark Halperin**, Redakteur und leitender politischer Analyst beim *TIME* Magazine und Autor des *New York Times* #1 Bestsellers "Game Change: Obama and the Clintons, McCain and Palin, and the Race of a Lifetime"

**Dambisa Moyo**, Volkswirtin, frühere Beraterin der Weltbank; Autorin der zwei Bestseller "Dead Aid: Why Aid Is Not Working and How There Is a Better Way for Africa" und "How the West Was Lost: Fifty Years of Economic Folly – and the Stark Choices Ahead"

**Gillian Tett**, leitende US-Redakteurin der *Financial Times*; Gewinnerin der British Press Awards 2009 Journalist of the Year; Kolumnistin; Autorin von "Fool's Gold: The Inside Story of J.P. Morgan and How Wall St. Greed Corrupted Its Bold Dream and Created a Financial Catastrophe"

## Auf dem Weg durch eine Welt multipler Geschwindigkeiten

Kollegen aus aller Welt trafen vergangene Woche in unserem Firmensitz in Kalifornien in einer fast 40-jährigen PIMCO-Tradition zusammen. Unser jährliches Secular Forum – eine Gelegenheit, bei der wir vorübergehend die allgegenwärtigen, zyklischen und kurzfristigen Angelegenheiten hinter uns lassen und stattdessen diskutieren, was die kommenden 3-5 Jahre für die globale Wirtschaft und die Märkte bringen dürften.

Bekanntermaßen ist das Forum eine der Säulen unseres Investmentprozesses. Es spricht das *Was* und das *Wie* unserer Denkweise an. Es verringert das Risiko kognitiver Beeinflussung und des Festhaltens an einmal eingeschlagenen Denkrichtungen. Und das Resultat fließt auf verschiedene Weise in unsere Bemühungen zur Schaffung von Mehrwert für unsere Kunden weltweit ein.

Wieder einmal hatten wir die besondere Ehre, vier ausgezeichnete externe Vorträge zu hören (siehe Infokasten). Die Vortragenden wurden aufgrund ihrer Expertise, Erfahrung und vielfältiger Perspektiven ausgewählt, und sie enttäuschten nicht. Ihre Vorträge waren wohlgedacht, geistreich und auch unterhaltsam.

Wir führten auch die Tradition fort, dass wir den Firmenneulingen das Wort erteilen. Somit haben auch sie die Gelegenheit ihre Ideen darüber, wie das Unternehmen für die kommenden fünf Jahre seinen groben Kurs definieren sollte, vor einem breiten Publikum zu präsentieren. Auch sie zeichneten sich aus, teilten ihre Erkenntnisse mit und gaben umfangreiche Analysen ab.

# “Der politische Versuch, “gute” Vermögenspreisinflation zu schaffen um den Konsum zu beleben, hatte auch “schlechte” Inflation zur Folge.”

Vor diesem Hintergrund fanden tiefgreifende und teilweise hitzige Diskussionen zu vielen verschiedenen Themen statt – wirtschaftlich, politisch, demografisch, wissenschaftlich und gesellschaftlich. Denken Sie daran, dass das Secular Forum von PIMCO einen „langfristigen“ Horizont hat (was für Marktteilnehmer 3-5 Jahre bedeutet). Es hat einen *globalen* Charakter. Es geht darum, was *wahrscheinlich* passieren wird und nicht, was unserer Meinung nach passieren *soll*. Und die Kernaussagen werden im Verlauf des Jahres regelmäßig getestet, wenn neue Informationen und Analysen verfügbar sind.

Mein Ziel ist es hier eine Zusammenfassung der wichtigsten Punkte zu geben, die sich aus den zweieinhalb Tagen Diskussion und der monatelangen Vorbereitung und Analyse herauskristallierten. Obwohl ich bedauerlicherweise eingestehen muss, dass ich den profunden Erkenntnissen und dem interessanten Gedankenaustausch nicht gerecht werden kann, hoffe ich dennoch, dass ich für Sie die wichtigsten Punkte und Nuancen wiedergeben kann.

Doch damit ist es hoffentlich nicht getan. Wie uns Bill Gross oft erinnert, ist es nicht unsere Aufgabe, weltweit Schuldscheine auf das Bruttoinlandprodukt (BIP) zu kaufen und zu verkaufen, es geht vielmehr um alle Arten von Anleihen und Aktien, Rohstoffe, Währungstitel, Volatilität usw. Demgemäß werde ich auch versuchen die Diskussion mit den grundlegenden Prinzipien in Verbindung zu bringen, die unsere Investmentpositionierung über den langfristigen Zeitraum hinweg untermauern.

Diese Verbindung des Forums zu unseren langfristigen Investmentstrategien ist sehr wichtig. Sie spricht direkt die wichtigsten mehrjährigen Themen und damit verbundenen Leitlinien an. Gemeinsam mit zyklischen, strukturellen und taktischen Überlegungen, bestimmt sie, wie wir die Pensions-, Anlage- und Spargelder positionieren, mit deren Verwaltung Sie uns betraut haben.

Dies ist zwar der wichtigste Aspekt dessen, wie sich das Forum auf unsere tägliche Arbeit der Mehrwertschaffung für unsere Kunden auswirkt, jedoch bei weitem nicht der einzige. Er wirkt sich auch darauf aus, wie wir mit unseren Kunden interagieren, auf unsere Produkte und Anlagelösungen, auf unsere Aussagen und unser Geschäftsmanagement.

So viel zur Einführung. Den Rest dieser Zusammenfassung möchte ich in drei Abschnitte organisieren: den Kontext der Diskussion, die wichtigsten Ergebnisse und die Implikationen für die Anlagestrategie.

## Der Kontext

Auf den beiden Foren, die auf den Zusammenbruch von Lehman Brothers folgten<sup>1</sup>, stellten wir die These auf, dass es für die Welt schwierig sein würde, wieder in die traditionellen zyklischen Bahnen

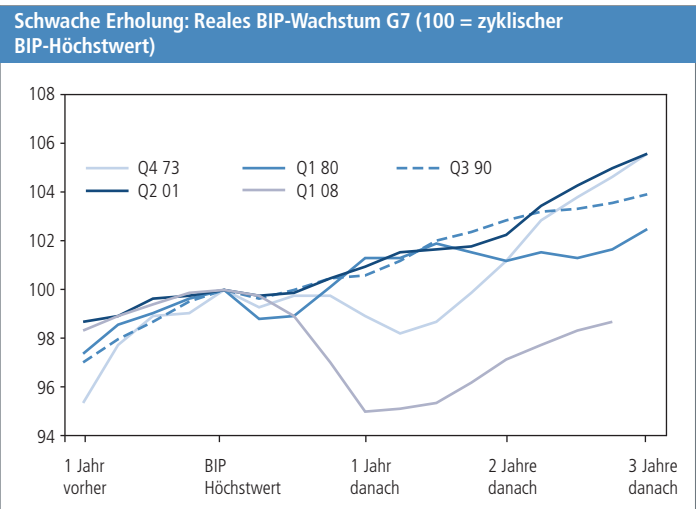
zurückzufinden. Stattdessen hatte sie einen langwierigen Weg vor sich, der durch erhebliche, mehrjährige Neuausrichtungen auf nationaler und globaler Ebene gekennzeichnet ist; und die Destination würde in gewisser wichtiger Hinsicht von den jüngsten historischen Präzedenzfällen abweichen.

Wir versuchten all diese komplexen Probleme durch ein einfaches Konzept auszudrücken „ein holpriger Weg zu einer neuen Normalität“. Wir argumentierten, dass dieser Prozess zwei ausgeprägte Arten von Dynamik umfassen würde: Industriestaaten – und vor allem die finanzabhängigen (allen voran die USA) – würden ungewöhnlich träge Wirtschaftswachstum, anhaltend hohe Arbeitslosigkeit, Staatsverschuldung und Defizitprobleme, verstärkte Regulierung und anhaltenden Druck zur Reduzierung des Verschuldungsgrades des Privatsektors erleben. Die aufstrebenden Volkswirtschaften hingegen würden ihre entwicklungsmäßige Breakout-Phase fortsetzen, hohe wirtschaftliche Wachstumsraten verzeichnen und in Bezug auf Einkommen und Wohlstand zu den Industrienationen allmählich aufschließen.

Als wir dieses mittelfristige Bild zeichneten, identifizierten wir auch Stabilitätsprobleme, oder um genauer zu sein, potenzielle Instabilitätsprobleme. Tatsächlich war das Bild, das uns letztes Jahr vorschwebte, das eines Autos, das auf einer holprigen Straße einem ungewissen Ziel entgegenfährt - und das auf dem Reserverad.

Ein Teil des 3-5-jährigen Horizonts ist mittlerweile bereits vergangen, und die Entwicklungen sind mit dieser neuen Normalität konform. Zum Beispiel:

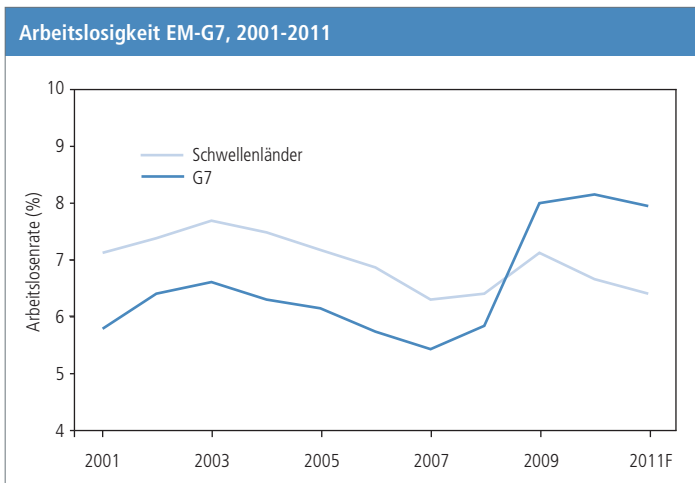
- Die anhaltende Erholung der G7-Länder ist relativ träge, sowohl absolut gesehen als auch relativ zur geschichtlichen Entwicklung (Schaubild 1);



Quelle: Haver Analytics, IMF (International Monetary Fund)

Schaubild 1

- Die Arbeitslosenrate in den G7-Ländern ist gestiegen und übertrifft trotz einer geringeren Erwerbsquote in einigen Ländern die der aufstrebenden Volkswirtschaften (Schaubild 2);



Quelle: Haver Analytics

Schaubild 2

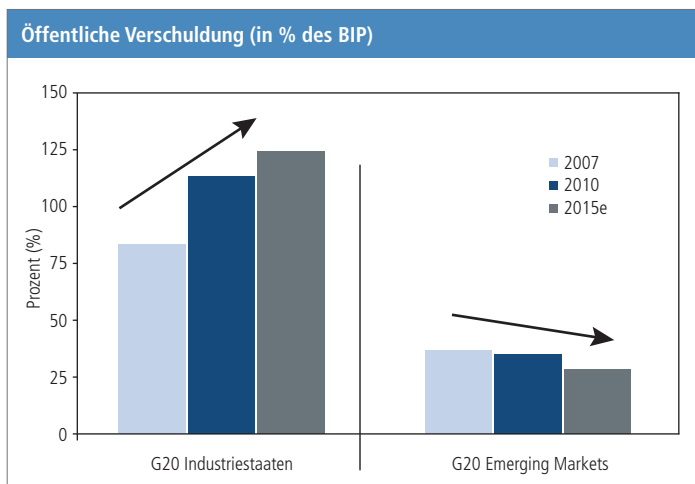
- Der durchschnittliche Marktrisikoaufschlag für die entwickelten Volkswirtschaften übersteigt nun den der Schwellenländer (Schaubild 4).



Quelle: PIMCO

Schaubild 4

- Defizit- und Schuldenindikatoren haben sich erheblich verschlechtert, in absoluter Hinsicht und auch relativ zu den Schwellenmärkten (Schaubild 3); und vielleicht am überraschendsten für all jene, die sich an frühere Zeiten erinnern,



Quelle: International Monetary Fund

Schaubild 3

Diese Realitäten bestehen trotz einer deutlichen politischen Antwort, die darauf abzielt, einige dieser Realitäten zugunsten einer etwas „normaleren“ Erholung zu vermeiden. Während eines Großteils der Phase nach der Krise haben sich die Entscheidungsträger (vor allem in den USA) nicht ohne Grund darauf fixiert, das Wachstum mithilfe aggressiver fiskal- und geldpolitischer Maßnahmen zu stimulieren, und da dies nur beschränkt wirksam war, auf noch ausdrücklichere Versuche einen Keil zwischen wirtschaftliche Rahmendaten und turbogeladene Kurse zu treiben.

Hier geht es nicht nur um die drastischen Maßnahmen, die 2008/2009 zur Abwehr einer globalen Depression und zur Normalisierung der Märkte unternommen wurden (wie QE1, TARP und die beinahe 800 Mrd. US-Dollar starke Finanzspritze durch die USA). Es hat auch damit zu tun, was darauf folgte. Leider haben wir nicht alle Entwicklung vollständig vorhergesehen sei es QE2, das Steuerpaket der USA im Dezember 2010 oder in geringerem Ausmaß die Bereitschaft Europas, jede verfügbare Bilanz dafür einzusetzen, drei der Peripheriewirtschaften den Rettungsanker zuzuwerfen (Griechenland, Irland und Portugal).

Während die Auswirkungen auf die breite Bevölkerung in Amerika und Europa wiederholt weit hinter den veröffentlichten Erwartungen der politischen Entscheidungsträger geblieben sind, zeigten die unkonventionellen Maßnahmen Folgen auf den Märkten. Vor allem haben sie die realen Zinssätze gedrückt und somit Anleger rund um die Welt aus dem Zentrum des Risikospektrum gedrängt und zu einer

## “Die Bilanzen innerhalb und zwischen den verschiedenen Volkswirtschaften sind weiterhin im Ungleichgewicht.”

---

beeindruckenden Rallye der globalen Aktien, der Anleihen und Währungen von Schwellenmärkten sowie von hochverzinslichen und bonitätsmäßig erstklassigen Unternehmensanleihen beigetragen.

Doch diese fiskalpolitische Initiative mit dem Ziel, „gute“ Vermögenspreisinflation zu schaffen, damit die Konsumenten sich reicher fühlen und mehr ausgeben würden, brachte auch „schlechte“ Inflation mit sich, da die Rohstoffpreise stiegen, und somit die Hersteller und Konsumenten belastet wurden. Infolge dessen laufen politische Entscheidungsträger nun Gefahr noch tiefer in eine „Portfoliomanagement-Diskussion“ hineingezogen zu werden, wobei sie versuchen zwischen guter und schlechter Vermögenspreisinflation zu unterscheiden.

Um weiterhin beim Thema Kollateralschäden und unbeabsichtigte Folgen zu bleiben – in den vergangenen 12 Monaten wurde eine Reihe unwahrscheinlicher, wenn nicht undenkbarer Ereignisse Realität, was wiederum auf die Holprigkeit der Reise und die multiplen Destinationen hinweist.

S&P gab Amerikas geheiligtem Rating (AAA) einen negativen Ausblick. Die Möglichkeit eines Ausfalls und der Schuldenumstrukturierung in den europäischen Peripherieländern wurde zum Diskussionsthema, und das trotz der Bereitschaft der Kernländer, die Transferunion zu akzeptieren und die Bilanzen der EZB zu benutzen. Die Rohstoffpreise stiegen trotz trägen Wachstums in den Industrieländern. Und der Dollar gab stark nach, trotz der Aufstände in Nordafrika und im Nahen Osten, der Schuldenkrise in Europa, der tragischen Ereignisse in Japan und der Versuche der Schwellenländer, den Aufwertungen ihrer Währungen Einhalt zu gebieten.

Zum Glück waren das nicht die einzigen merklichen Entwicklungen. Der Heilungsprozess der Weltwirtschaft nach der Krise schreitet voran, wenn auch ungleichmäßig und kostenintensiv. Manche Sektoren (angeführt von multinationalen Unternehmen) sind über geografische Grenzen hinweg stärker geworden, als sie vor der Krise waren; Beweis dafür sind ihre soliden Bilanzen, erheblichen Barbestände und rekordhohen Gewinne. Und die Arbeitslosenquote hat in einigen Ländern den niedrigsten Stand seit Jahren erreicht (z.B. in Deutschland) und in manchen Fällen in der bisherigen Geschichte (z.B. Brasilien). Und Millionen von Menschen haben sich aus der Armut in China, Indien und anderen Schwellenländern herausgearbeitet.

Und nicht zuletzt ist die Rolle der sozialen Medien und sonstiger Kommunikationsfortschritte (wie z.B. Cloud Computing) ebenfalls von Interesse. An wirtschaftlicher Front ist dieses stetig wachsende Phänomen ein wichtiger Beitrag zu niedrigeren Kosten (z.B. Pooling von IT-Ressourcen). Sozial gesehen hat es dazu beigetragen Koordinationsprobleme in unterdrückten Gesellschaften, in denen die Möglichkeit einer Trendwende besteht, zu verringern (z.B. die Rolle von

Facebook und Twitter bei den Revolutionen in Ägypten und Tunesien). Und politisch hat es die Kluft zwischen den bestandsgefährdeten „alten Medien“ und den aufblühenden „neuen Medien“ geweitet und somit zur politischen Polarisierung beigetragen.

### Die wichtigsten Erkenntnisse

Unsere Diskussion erfolgte vor dem Hintergrund einer Welt, die sich in uneinheitlichem Tempo fortbewegt, die wie sich Neal Soss (CSFB) vor einigen Monaten äußerte- „sich zyklisch erholt aber strukturell geschädigt ist“. Zudem ist es, wie Martin Wolf (ein ehemaliger Redner auf dem Secular Forum) in seiner Kolumne am 20. April schrieb, eine Welt, in der die politischen Entscheidungsträger (und wir würden hinzufügen, auch die Anleger) „sich einer Fülle komplexer und verflochtener Herausforderungen gegenübersehen: fiskal- und geldpolitische Normalisierung in den Industrieländern; Beseitigung von Schuldenexzessen und finanzieller Anfälligkeit in diesen Volkswirtschaften; Managen der Überhitzung in den Schwellenmärkten; Gewöhnung an große Verschiebungen der relativen Preise und Wiederausgleichen des gesamten Bildes der globalen Nachfrage. Keine der derzeitigen Entwicklungen lässt darauf schließen, dass diese Faktoren kompetent, geschweige denn reibungslos gemanagt werden können.

Durch diesen Kontext ist es wohl kaum überraschend, dass unsere Diskussion über zweieinhalb Tage auf viele Strömungen und Gegenströmungen in der heutigen Weltwirtschaft deutete. Für „zweihändige“ Volkswirte – nach dem Prinzip „einerseits, andererseits“ - ist es die beste Zeit, die man sich vorstellen kann.

Vorausblickend kann man von einigen ermutigenden Signalen sprechen, die auf einen beschleunigten Heilungsprozess der globalen Wirtschaft im Laufe der kommenden 3-5 Jahre hindeuten, auf ihre wachsende Widerstandskraft und im Zuge dessen auf ihre Fähigkeit die außerordentliche Stützung durch unkonventionelle politische Maßnahmen, systematisch abzubauen. Es gibt auch Anzeichen, die darauf schließen lassen, dass die Schwellenländer, was die historische Entwicklung betrifft, auszubrechen begonnen haben und diesen Kurs beibehalten, und dass vor allem China in der Lage sein wird, den komplizierten Übergang zur Mittelstandsgesellschaft Mittelstands zu meistern.

Leider gibt es auch Anzeichen, die auf eine ungleichmäßige und stockende globale Erholung in den kommenden 3-5 Jahren hindeuten. Denken Sie an den Schuldenüberhang in den Industrieländern, wo die prognostizierten Wachstumsraten nicht ausreichen, um wachsende Schuldenberge und Defizitprobleme zu beseitigen. In manchen Ländern blinkt bereits das rote Licht und es werden noch schwierigere Entscheidungen erforderlich sein, nämlich ob eine Umstrukturierung erfolgen soll oder die Verluste verstaatlicht werden sollen (Beispiel

---

Griechenland). In anderen Ländern wiederum blinkt es orange (z.B. in den USA), und es werden Opfer erbracht werden müssen, und zwar durch eine Kombination von höherer Inflation, Sparmaßnahmen und vor allem „finanzieller Repression“ (d.h. dass Regierungen den Sparern mit Erfolg negative Realrenditen aufbürden). Es ist unnötig zu erwähnen, dass demografischer Wandel, Rohstoffbeschränkungen und geopolitische Ungewissheiten die Lage verkomplizieren.

Wir haben viele andere Beispiele von Strömungen und Gegenströmungen behandelt. Und obwohl diese zwar interessant sind, weist ihre bloße Existenz auf eine bestimmte logische Folge hin, nämlich dass *es noch immer um die Bilanzen von Staaten, Unternehmen und Haushalten geht*. Hier müssen die wichtigsten Urteile getroffen werden, und das gelang im Rahmen unserer Diskussion.

Die Bilanzen, innerhalb einzelner Volkswirtschaften und im Vergleich zueinander, sind nach wie vor aus dem Lot, da die Weltwirtschaft weiterhin übermäßig auf Vermögenswerten basiert. Das wirft die Frage auf, wann und wie der Wiederausgleich stattfinden wird (freiwillig oder unfreiwillig); und es spricht das Ausmaß, die Zusammensetzung und die Auswirkungen langfristig angelegter „Verträge“ an.

Trotz der zermürbenden globalen Finanzkrise, ist es weltweit kaum zu einer bedeutenden Reduzierung des Ausmaßes der Verbindlichkeiten gekommen, die sich während der „Blüte“ der Fremdfinanzierungen, des Schulden- und Kreditanspruchs angehäuft haben. Anstatt die überschüssigen Verbindlichkeiten auf überzeugende Art und Weise in Angriff zu nehmen, wurden sie vielmehr innerhalb des Systems verschoben; vor allem in die öffentlichen Bilanzen und auf die Steuerzahler.

Die Gesundheit der Bilanzen variiert von Sektor zu Sektor. Manche sind erstaunlich gesund (z.B. multinationale Konzerne und Verbraucher in Schwellenländern), die zwar die geeignete Geldbörsen jedoch nicht die Motivation zum Verbrauch haben; andere wiederum befinden sich auf dem Weg der Besserung (z.B. verschiedenste Banken, die von den Kapitalspritzen, den staatlichen Bürgschaften und den steilen Renditekurven profitiert haben); und noch andere befinden sich auf dem absteigenden Ast, da die bestehenden Schulden durch große Defizite verschlimmert werden (Regierungen in vielen industrialisierten Volkswirtschaften).

Angesichts des Ausmaßes und der Zusammensetzung besteht wenig Zweifel daran, dass viele bestehende Verträge in den nächsten 3-5 Jahren unter Druck geraten werden.

Finanzielle Repression wird den „Realrendite“-Vertrag schwächen, den sich die Sparer erwarten. Eine Reihe sozialgesellschaftlicher Verträge, z.B. Gesundheits- und Pensionsansprüche, sowie Arbeitslosenunterstützung, sind bereits unter Druck und es stehen ihnen noch weitere Belastungen bevor. Und auf internationaler Ebene

werden aufgrund der allmählichen Erosion des Status der öffentlichen Güter, die die USA bereitstellen (einschließlich des Dollars als Reservewährung) mehrere implizite Verträge in Frage gestellt werden.

### **Basisszenario**

Wir erwarten nicht, dass politische Entscheidungsträger und Politiker die Entschlossenheit zeigen, die erforderlich ist, um die strukturellen Probleme zu bewältigen, die derzeit die globale Wirtschaft behindern. Manche von ihnen geben sich aufgrund eines überwältigenden Glaubens an die inhärente Widerstandsfähigkeit gewisser Volkswirtschaften selbstzufrieden. Andere haben das Gefühl, dass die Politik der kleinen Schritte ausreicht, oder sie bevorzugen es, das Problem vor sich herzuschieben und hoffen darauf, dass auf wundersame Weise eine Verbesserung erfolgt. Und die meisten stehen den wirtschaftlichen und politischen Herausforderungen, die mit dem Wechsel von einem zyklischen/Liquiditäts-Ansatz zu einem strukturellen/Solvenz-Ansatz einhergehen, wie gelähmt gegenüber. Und letztendlich ist da noch die politische Dimension, die durch Faktoren charakterisiert ist, wie u.a. extreme Polarisierung, ausgeprägte Stimmung gegen die Amtierenden und ungleichmäßige Beteiligung.

Wir befinden uns auch in einer Welt schwacher Regierungsgewalten. Und somit können kooperative, für beide Seiten attraktive Lösungen nicht garantiert werden; noch können diese von multinationalen Gremien (ob G-20 oder IWF) aufgezwungen werden.

All diese Faktoren weisen darauf hin, dass weiterhin „Durchwursteln“ angesagt ist. Wir leben in einer Welt, in der die politischen Entscheidungsträger Durchbrüche meiden, und sich stattdessen für die Politik der kleinen Schritte und „Mini-Gelegenheiten“ entscheiden, in der Hoffnung, dass dies ausreicht, um extrem negative wirtschaftliche und finanzielle Konsequenzen zu verhindern. Es ist eine Welt, die nur langsam und ungleichmäßig gesundet, strukturell jedoch geschädigt bleibt. Eine Welt, in der Regierungen fortgeschrittener Volkswirtschaften (und vor allem die USA) finanzielle Repression und milde Inflation als Hauptmittel dafür einsetzen, ihrer sich verschlechternden Schuldendynamik entgegenzukommen. Und eine Welt, die nur langsam und eher chaotisch und unkoordiniert von einer vorwiegend unipolaren zu einer multipolaren Realität übergeht.

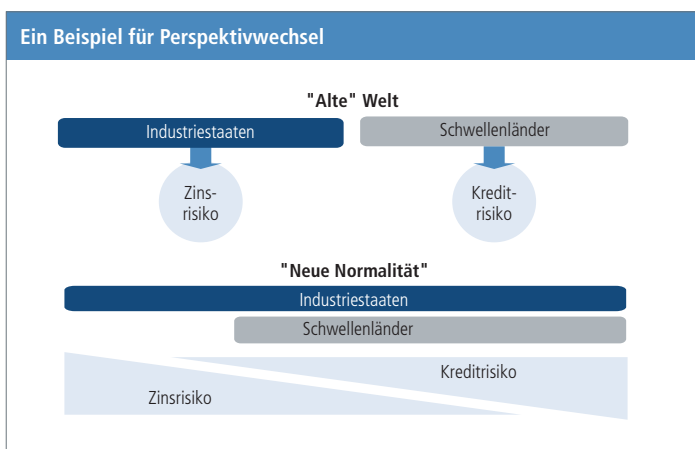
In dem Maße, in dem dieses „Durchwursteln“ fortgesetzt wird, werden die kommenden 3-5 Jahre von derselben multiplen Dynamik gekennzeichnet sein.

- Fortgeschrittene Volkswirtschaften werden mit tragem Wachstum (sagen wir 2 %) und anhaltend hoher Arbeitslosigkeit konfrontiert sein, die strukturellere Formen annehmen wird (und sich daher länger hinziehen wird). Die Verteilung von Einkommen und Wohlstand wird sich

# “Wir sehen auf absehbare Zeit ein Szenario des Durchwurstelns. Die Welt heilt langsam und ungleichmäßig, und sie bleibt strukturell geschädigt.”

verschlechtern und durch höhere Inflation und finanzielle Repression noch verschärft werden. Und die Schulden- und Defizitsorgen werden bestehen bleiben, wobei mit Sicherheit mindestens eine (und wahrscheinlich sogar mehrere) staatliche Schuldenumstrukturierungen in Europa stattfinden werden.

- Die aufstrebenden Volkswirtschaften werden höheres Wachstum erzielen (im 6 %-Bereich) und deren Einkommens- und Wohlstandsniveaus werden sich kontinuierlich an jene in den Industrienationen annähern. Doch auch damit werden konkrete Herausforderungen verbunden sein, darunter wiederkehrende Inflationsorgen sowie erhöhte Kapitalzuflüsse, welche die Lage noch verkomplizieren werden und verstärkt zu geldpolitischem Experimentierverhalten führen werden.
- Die Bonität von Staatsschulden wird weiter auseinanderklaffen, wobei die Abwertung in den entwickelten Volkswirtschaften im Kontrast zur anhaltenden Verbesserung der Schwellenländer insgesamt stehen wird. Dadurch wird die traditionelle Unterscheidung nach Zinssatz/Kreditbewertung zwischen diesen beiden Ländergruppen noch stärker verwischt (Schaubild 5) – eine Unterscheidung, die sogar heute noch immer zu viele Parameter der Finanzdienstleistungsbranche untermauert (darunter rückwärts gerichtete Vergleichsgrößen und Investment-Richtlinien – doch mehr darüber später).
- Inflationskonvergenz – zwischen hohen tatsächlichen und niedrigen Kernraten, sowie zwischen hohen Raten in den Schwellenländern und niedrigen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften – wird in höherem als derzeit vermutetem Maße stattfinden.



Quelle: PIMCO

Schaubild 5

## Risikoszenarien

Diese Welt des Durchwurstelns bestätigt erneut das Konzept der holprigen Reise zu einer neuen Normalität. Sei es in China, Europa oder in den USA, es geht davon aus, dass die politischen Entscheidungsträger und die Politiker weiterhin die wirtschaftlichen und marktbezogenen Rahmendaten dominieren können. Es dient auch als Basisszenario, das Ballungen an beiden Enden der Wahrscheinlichkeitsverteilung aufweist, die auf unserem langfristigen Radar bleiben sollten; und diese Ballungen werden im Verlauf der Jahre zunehmen.

Das Basisszenario könnte durch eine Reihe „großer Schritte“ in ein besseres globales Gleichgewicht übergehen. Denken Sie an drei Säulen. Erstens die USA, die einen Sputnik-Moment erleben könnten, in dem ernsthafte strukturelle Reformen, die auf die Neuausrichtung der Bilanzen und bessere Arbeitsplatzschaffung sowie internationale wirtschaftliche Wettbewerbsfähigkeit fokussiert sind, aus einem Gefühl der nationalen Eintracht, des gemeinsamen Ziels und der geteilten Opfer entspringen. Zweitens Europa, das seinen „Augenblick der Wahrheit“ nutzt und den Kurs für die Errichtung der Eurozone korrigiert, um sowohl Schuldennachhaltigkeit als auch hohes wirtschaftliches Wachstum zu ermöglichen. Drittens die aufstrebenden Volkswirtschaften, die ihre Konsumenten gezielt entfesseln und somit sicherstellen, dass ihre systemische Wirkung durch Produktion und Konsum erkennbar ist.

Die Wahrscheinlichkeit dieser großen Gelegenheiten hat sich in den jüngsten Monaten zwar erhöht, doch sie ist immer noch alles andere als dominant. Demgemäß macht es keinen Sinn, wenn sie in dieser Phase das Basisszenario für die kommenden 3-5 Jahre darstellen. Stattdessen könnten sie aber dem Druck in Richtung eines weniger günstigen globalen Ausblicks tendenziell entgegenwirken.

Dieser Druck, der viele verschiedene Facetten hat, bezieht sich auf das ungünstige Risikoszenario (oder den linken Rand der Wahrscheinlichkeitsverteilung). Die exzessiven Schulden können nur für eine begrenzte Zeit im System verschoben werden. Bonitätsorgen lassen sich nicht durch das Aufhäufen neuer Schulden auf die alten beheben. Ein exzessives Ungleichgewicht von Einkommen und Wohlstand nagt an den grundlegenden Strukturen von Gesellschaften. Anhaltende Arbeitslosigkeit untergräbt Produktivität und Kompetenz und kann zur Folge haben, dass der vorübergehend arbeitslose Anteil unserer Jugend zu einem permanent arbeitslosen Anteil wird. Letztendlich können die Entscheidungsträger die Probleme nicht endlos vor sich herschieben, da dies sowohl die Effektivität als auch die Flexibilität aufzehrt und die Risiken von Kollateralschäden und unbeabsichtigten Konsequenzen Tag für Tag steigen.

Die Welt ist als System miteinander verflochten, wirkt jedoch in Bezug auf kognitive Anerkennung, Kohäsion und geldpolitische Koordination immer mehr zerrüttet. Vor allem die soziale Kohäsion variiert in den einzelnen Ländern, und das zu einer Zeit, in der schwierige Entscheidungen darüber getroffen werden müssen, welches Anspruchsverhalten gerechtfertigt ist. Hinzu kommt noch der allgemeine Bedarf die Schuld an den Enttäuschungen über gebrochene Verträge zuzuweisen und diese zu tolerieren.

### Investmentaspekte

Unsere Diskussionen weisen auf fünf wichtige Überlegungen für die 3- bis 5-jährigen Leitlinien für die Anlagestrategien hin.

Erstens besteht ein Limit für die Höhe der Anlageerträge, die von der Zukunft in die Gegenwart vorgezogen werden können, vor allem in fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Ja, die Entscheidungsträger haben erfolgreich einen Keil zwischen unbefriedigende und ungleichmäßige Fundamentaldaten und hohe Anlagerenditen getrieben. Im Verlauf dessen haben die Anleger *als Gruppe* im Wesentlichen Renditen von der Zukunft geliehen. Doch die Breite dieses Keils ist durch das Ausmaß begrenzt, zu dem die Ertragsraten bereits komprimiert sind.

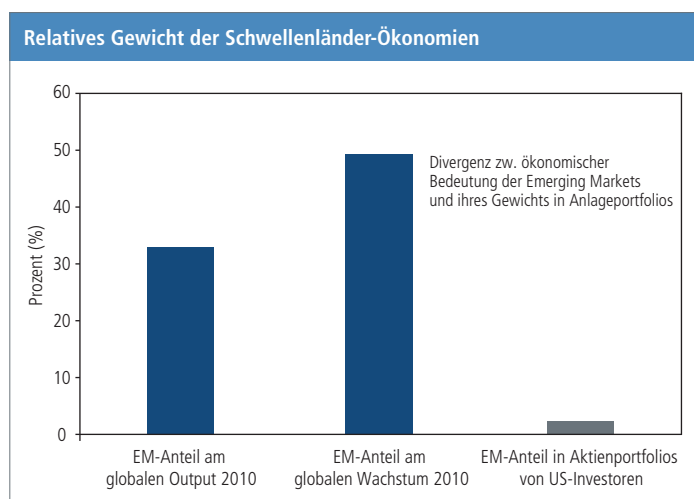
Zweitens sollte eine Portfoliositionierung gemäß einem langfristigen Basisszenario einige grundlegende Prinzipien beinhalten, die sich sowohl auf die Risiken als auch auf die Renditen auswirken: z.B. Minimieren des Risikos der negativen Folgen der finanziellen Repression; Schutz gegen höhere Inflation und das damit verbundene Risiko der Währungsabwertung; und Ausnützen der gesteigerten Differenzierung bei den Bilanzen und den Wachstumspotenzialen.

Drittens wird die Differenzierung innerhalb der Vermögensklassen, darunter auch eine sorgfältige Titelselektion, ausschlaggebend bleiben. Die globalen Ertragskurven werden steiler ausfallen als die historischen, wobei Duration/Rolldown am vorderen Ende der Zinskurve dominiert. Staatsanleihen sollten durch den exakten Ländermix aus Sparmaßnahmen, Bonität, finanzieller Repression und Monetarisierung beeinflusst werden. Das Engagement in Unternehmenstiteln, sowohl in Form von Aktien als auch Anleihen, sollte stark von Bruttowachstum, Barbeständen und makellosen Bilanzen geleitet sein. Die meisten handelbaren Sektoren werden wahrscheinlich die nicht-handelbaren dominieren, und bei den letzteren werden hohe Dividenden das Wachstum in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften anführen (und umgekehrt in den Schwellenländern). Devisenstrategien werden ein großes Gewicht haben, wobei unterbewertete/fair bewertete Währungen von Schwellenländern, die durch starke Bilanzen gestützt werden und wo Kapitalkontrollen nicht wirksam sind, favorisiert werden. Angebotsbeschränkte/Wertanlage-Rohstoffe werden sich gut

entwickeln, aber auch erhebliche Schwankungen aufgrund regulatoriver Reaktionen erleben (ob tatsächlich oder empfunden).

Viertens werden die Anleger angesichts der Breite der zweiseitigen Ballungen an der Wahrscheinlichkeitsverteilung äußerst flexibel sein müssen. Dieses Phänomen spricht für ein Skalieren der Positionen, die Bewertung der verbundenen Risikofaktoren und den Einsatz von kosteneffizientem Absicherungen gegenüber negativen Extremereignissen.

Letztendlich werden die nächsten Jahre von den Anlegern verlangen, dass sie eine Reihe ihrer konzeptionellen und operationellen Ansätze aktualisieren und neu ausstatten. In der Vergangenheit mögen uns diese gut gedient haben, doch für die Zukunft sind sie weniger relevant, und in einigen Fällen könnten sie sogar gefährlich sein. Es geht nicht nur um die Länderunterschiede, die wir zuvor erwähnt haben. Die laufenden Änderungen in der Weltwirtschaft, werden im Aufbau von traditionellen Indizes, den Asset-Allokations-Methoden und den Anlagerichtlinien noch immer nicht adäquat erfasst. Als Veranschaulichung werden sich konzeptionelle Konstrukte als weniger nützlich erweisen; und es werden anhaltende Bemühungen erforderlich sein, denn fest verwurzelten Home Bias (Schaubild 6) zu lösen.



Quelle: International Monetary Fund

Schaubild 6

### Abschließende Bemerkungen

Da die Welt ihre holprige Fahrt zu einer neuen Normalität fortsetzt, passiert unweigerlich viel in der Weltwirtschaft, das direkte Auswirkungen ungewöhnlicher Relevanz auf die Märkte hat und darauf, wie wir unsere Portfolios positionieren. Das liegt in der Natur von Neuausrichtungen, die mehrere Jahre dauern, vor allem wenn sie sich auf nationaler und globaler Ebene abspielen. Sie sind chaotisch

und ungleichmäßig; sie verwandeln Parameter in Variablen; und vor allem, wenn es um Regelwerke und Politik geht, ändern Sie das Gleichgewicht von Nutzen, Kosten und Risiken (in den Worten des Vorsitzenden der US-Notenbank Ben Bernanke).<sup>4</sup>

Diese Neuausrichtungen sind von noch größerem Interesse, wenn uneinheitliches Wachstum, Inflation und Kreditdynamik ins Spiel kommen. Sie werden auch zunehmend komplexer, wenn die Sanierung der Bilanzen nur langsam und uneinheitlich voranschreitet.

Sie können damit rechnen, dass wir unser Bestes tun werden, um diese mehrjährige Dynamik zu analysieren und sie in alle Aspekte unserer Dienstleistungen einfließen zu lassen, von der Positionierung unserer langfristigen Investments bis zum Design von Investmentlösungen, und von der Kundenbetreuung bis zum Geschäftsmanagement.

Die Welt wird bis auf weiteres von Unsicherheit geprägt bleiben. Durch Weitblick und Beibehaltung unserer Kultur der „konstruktiven Paranoia“ werden wir uns bemühen, dafür zu sorgen, dass Ihre Portfolios von diesem Wandel profitieren und ihm nicht zum Opfer fallen.

Mohamed A. El-Erian  
el-erian@pimco.com

<sup>1</sup>PIMCO Secular Outlook, „Driving Without a Spare“, (Mai 2010)  
/EN/Insights/Pages/Secular%20Outlook%20May%202010%20Ei-Erian.aspx  
PIMCO Secular Outlook, „A New Normal“, (Mai 2009)  
/EN/Insights/Pages/Secular%20Outlook%20May%202009%20Ei-Erian.aspx

<sup>2</sup>Die Differenz der Spreads zeigt den 5-Jahres CDX.EM Index Spread (EM) minus die Annäherung durch den 5-Jahres SovX Western Europe Index Spread. PIMCO simuliert diesen über den Durchschnitt des 5-Jahres CDS für die 15 Länder des Markt iTraxx SovX Western Europe Index. Eine positive Zahl bedeutet, dass EM Staatsanleienspreads größer sind als die von Industriestaaten und vice versa.

<sup>3</sup>Investment Outlook: The Caine Mutiny (Part 2) (May 2010)  
/EN/insights/pages/the-caine-mutiny-part-2.aspx

<sup>4</sup>Rede von Ben Bernanke beim Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming

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 ausschließlich für professionelle Kunden gemäß der Definition des Financial Services Authority Handbuchs verfügbar. Die Präsentation stellt kein öffentliches Angebot dar und individuelle Investoren können sich nicht auf dieses Dokument berufen. Anlagen am Anleihemarkt unterliegen bestimmten Risiken wie z.B. Markt-, Zins-, Emittenten-, Bonitäts- und Inflationsrisiken; der Wert der Anlagen kann zum Zeitpunkt ihrer Auflösung über oder unter dem ursprünglichen Kaufpreis liegen. Anlagen in Wertpapieren, die in Fremdwährung denominated sind und/oder im Ausland begeben wurden, können mit höheren Risiken aufgrund von Wechselkursschwankungen sowie wirtschaftlichen und politischen Risiken behaftet sein. Dies gilt vor allem für Schwellenländer. Mortgage- und Asset-Backed-Securities können mit einem Zinsrisiko und einem Vorauszahlungsrisiko behaftet sein. Ihr Wert kann je nachdem, wie der Markt die Bonität ihres Emittenten einschätzt, schwanken. In der Regel besteht für solche Papiere eine staatliche oder private Garantie, es kann jedoch nicht zugesichert werden, dass die privaten Garantiegeber ihren Verbindlichkeiten nachkommen werden. High-Yield-Securities mit einem niedrigeren Rating sind mit höheren Risiken behaftet als Papiere mit einem besseren Rating. Inflationsindexierte Staatsanleihen sind Anleihen, deren Wert regelmäßig entsprechend der Inflationsrate angepasst wird; der Wert inflationsindexierter Anleihen sinkt, wenn die Realzinsen ansteigen. Die Kreditqualität eines bestimmten Wertpapiers oder einer Wertpapiergruppe garantiert nicht die Stabilität oder die Sicherheit des gesamten Portfolios. 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 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. ©2011, PIMCO

## Facebook

Stay up to date on PIMCO with Facebook. Search "PIMCO."

## twitter

Stay in touch with PIMCO. Search "PIMCO."

---

### London

PIMCO Europe Ltd  
(Registriert in England and Wales, Firmennr. 2604517)Eingetragener Firmensitz  
Nations House  
103 Wigmore Street  
London W1U 1QS  
Großbritannien  
+44 (0) 20 7872 1300

---

### 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 (0) 20 655 4710

---

### München

PIMCO Europe Ltd,  
Zweigniederlassung München  
(Registriert in Deutschland, Firmennr. 157591)  
Eingetragener Firmensitz  
Seidlstr. 24-24a  
80335 München  
Deutschland  
+49 (0) 89 1221 90

---

### Zürich

PIMCO (Schweiz) GmbH  
(Registriert in der Schweiz, Firmen-Nr. CH-020.4.038.582-2)  
Eingetragener Firmensitz  
Dreikoenigstrasse 31a  
8002 Zürich  
Schweiz  
+41 (0) 44 208 3867

---

### Hongkong

Newport Beach Hauptsitz

---

### New York

---

### Singapur

---

### Sydney

---

### Tokio

---

### Toronto

[pimco.com](http://pimco.com)