

I/2018

Update

Das Kundenmagazin für
institutionelle Investoren



Alternative Anlagestrategien

Vitamine für das Portfolio

06

INVESTMENT FORUM
Ergebnisse – Hongkong – 2018

12

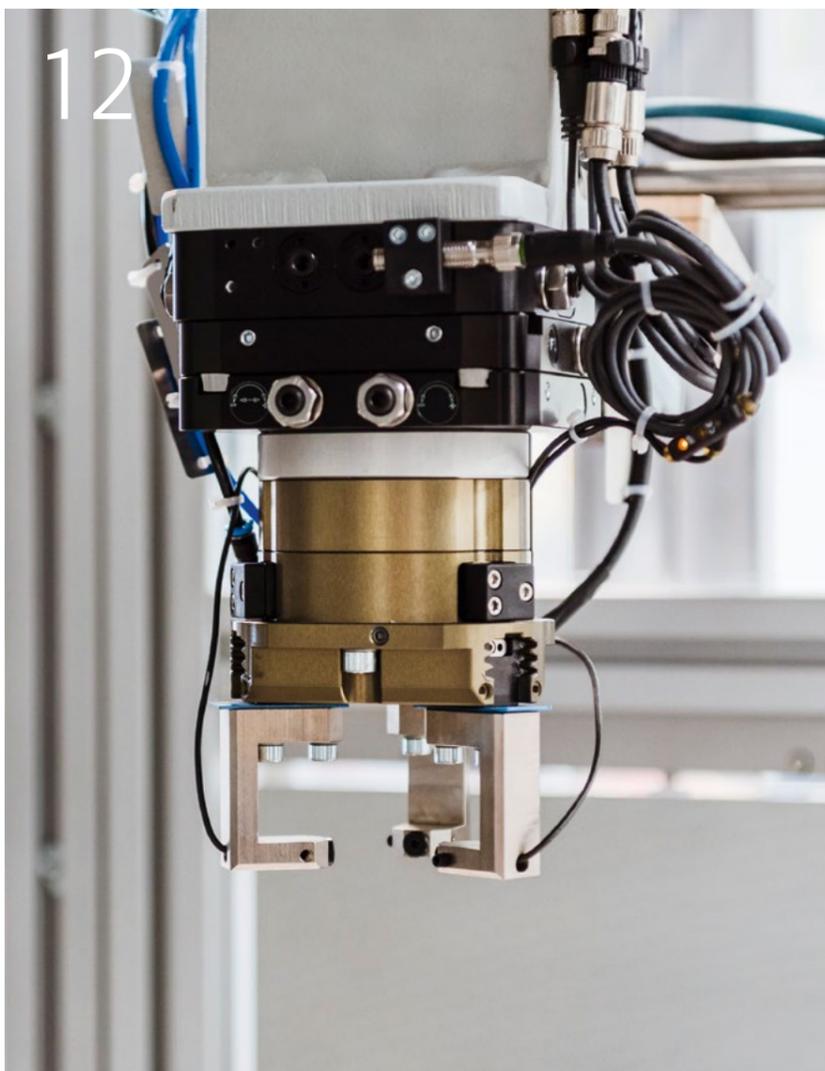
THEMA IM FOKUS
Innovation und höhere Produktivität sind nicht dasselbe.
Implikationen für Wachstum und Aktienmärkte

32

NACHHALTIGE INVESTITION
Infrastructure Debt und ESG: Die Bedeutung
strategischer Prioritätensetzung

Allianz 
Global Investors

Verstehen. Handeln.



04 | SPOTLIGHTS
Neues aus der Welt von Allianz Global Investors

06 | INVESTMENT FORUM
Ergebnisse – Hongkong – 2018

12 | THEMA IM FOKUS
Innovation und höhere Produktivität sind nicht dasselbe. Implikationen für Wachstum und Aktienmärkte

24 | KAPITALMARKTAUSBLICK
Kapitalmarkt-Implicationen 2018

26 | LIQUIDE ALTERNATIVE STRATEGIEN
Strategien in Zeiten niedriger Risikoprämien

32 | NACHHALTIGE INVESTITION
Infrastructure Debt und ESG: die Bedeutung strategischer Prioritätensetzung

37 | ALLIANZ GLOBAL INVESTORS AKTUELL
Allianz Capital Partners und Allianz Global Investors bündeln Kräfte im Bereich Alternatives

38 | INTERVIEW
Gerhard Single, Head of Family Offices, Allianz Global Investors

ALTERNATIVE ANLAGESTRATEGIEN

Sehr geehrte Leserin, sehr geehrter Leser,

es freut mich sehr, dass Sie die erste Ausgabe unseres Update Magazins des Jahres 2018 in den Händen halten.

Alternative Investments haben sich für Allianz Global Investors zu einem wichtigen Geschäftsbereich entwickelt, in dem wir unsere Kapazitäten stetig ausbauen. Seit der Einführung der Liquid-Alternatives-Strategie Structured Alpha im Jahr 2005 hat AllianzGI eine breite Palette an liquiden und illiquiden Anlagelösungen entwickelt. Damit bieten wir aktiv Lösungen für die sich wandelnden Anlageziele unserer Kunden an. Vor kurzem haben wir Allianz Capital Partners in die AllianzGI Familie aufgenommen und freuen uns darauf, unseren Kunden künftig dieses bewährte Angebot an Private Equity Investmentlösungen zugänglich machen zu können. Und das Interesse nach alternativen Strategien sollte anhalten: Die Nachfrage nach Möglichkeiten, um traditionelle Portfolios mit Hilfe neuer und häufig unkorrelierter Ertragsquellen zu diversifizieren, ist ungebrochen.

In dieser Ausgabe skizzieren Arne Tölsner, Head of Institutional D/A/CH und Dr. Wolfgang Mader, Head of Investment & Risk Strategy, risklab, welche Argumente für Liquid-Alternatives-Strategien sprechen und welche Bedeutung diese im anhaltenden Niedrigzinsumfeld haben können. Adrian Jones, Director of Infrastructure Debt, erläutert, wie ESG-Parameter bei der Beurteilung der Risikoprofile möglicher Emittenten von Infrastrukturanleihen eingesetzt werden können und warum Anleger, die das Thema ESG ernst nehmen, ihre Fixed-Income-Portfolios durch eine Allokation in Infrastrukturanleihen diversifizieren können.

Makroökonomisches Research ist auch im Alternative Investment Bereich wichtig, und so kamen im Januar bei unserem halbjährlichen Investment Forum in Hongkong wieder einmal zahlreiche Anlagespezialisten von AllianzGI zusammen. Neil Dwane fasst die Schlüsselthemen und Erkenntnisse dieser aufschlussreichen Veranstaltung zusammen, und Stefan Hofrichter erläutert die Auswirkungen von Produktivität und Innovation auf das Wirtschaftswachstum. Zu guter Letzt stellen wir Ihnen Gerhard Single vor, der das Team Family Office D/A/CH leitet. In einem Interview gibt er Einblicke in dieses vielfältige Kundensegment.

Ich hoffe, dass Ihnen diese Ausgabe interessanten und anregenden Lesestoff bietet.

Mit freundlichen Grüßen



Deborah Zurkow Global Head of Alternatives, Allianz Global Investors

**AUSBLICK****Sechs Erkenntnisse von unserem Investment Forum in HongKong**

Hongkong bildete auch dieses Jahr wieder die Kulisse für das erste halbjährlich stattfindende Investment Forum, bei dem Investmentspezialisten von AllianzGI zum intensiven Austausch zusammentreffen. Der Fokus lag dabei auf den wichtigsten geopolitischen und wirtschaftlichen Entwicklungen, welche das aktuelle Investmentumfeld beeinflussen und somit die Chancen und Risiken für die Investmententscheidungen unserer Kunden bestimmen.

Während des sehr intensiven Tages fand eine Vielzahl von Präsentationen und Diskussionen statt, die in einer Serie von Strategiepapieren ihren Niederschlag fanden. In seinem Artikel auf Seite 6 fasst unser globaler Strategie Neil Dwane die wichtigsten Ergebnisse zusammen.



➔ **MEHR DAZU UNTER**
www.updatemagazineonline.com/de/Investmentforum

**STRATEGIE****ACP kommt unter das Dach von Allianz Global Investors**

Allianz Global Investors und Allianz Capital Partners (ACP) bündeln ihre Kräfte, um der globalen und breit gefächerten Kundenbasis von AllianzGI eine noch größere Bandbreite an Anlageexpertise anbieten zu können und das Angebot im Bereich Alternatives weiter auszubauen. Ziel ist es, das langjährige Know-how von ACP bei Private-Equity-Anlagen nun auch externen Kunden zugänglich zu machen. ACP wird dabei weiterhin als eigenständige Einheit unter dem Dach von AllianzGI operieren. ACP verwaltet derzeit im Auftrag der Allianz 22 Mrd. Euro an alternativen Eigenkapitalanlagen. Mit der Eingliederung von ACP steigt das von AllianzGI in alternativen Anlagen verwaltete Vermögen auf mehr als 58 Milliarden Euro.



➔ **MEHR DAZU UNTER**
www.updatemagazineonline.com/de/acp

**INSTITUTIONAL****Neues aus der Institutionellen Kundenbetreuung**

Per Jahresbeginn wechselte das von Gerhard Single geleitete Family Office Team zu Institutional D/A/CH. Hintergrund sind die spezifischen Anforderungen dieser anspruchsvollen Klientel, die denen institutioneller Anleger in vielen Belangen ähnlich sind. Ein Schwerpunkt des Teams wird der Ausbau des Geschäfts mit Family Offices in der Schweiz sein. Des Weiteren leitet Heiko Wunderlich von nun an die neue Financial Institutions Group, welche aufgrund der thematischen Verwandtschaft das bisherige Banken- und das Versicherungsteam (zuvor im Bereich Corporates) vereint. Sowohl Gerhard Single als auch Heiko Wunderlich berichten an Arne Tölsner, Head of Institutional D/A/CH.



➔ **MEHR DAZU UNTER**
de.allianzgi.com/family-offices

**DIVERSIFIKATION****Multi Asset – die perfekte Balance für Ihr Vermögen**

Das größte Risiko der Anleger besteht unverändert darin, kein Risiko einzugehen. Denn die Inflation frisst zumeist die spärlichen Zinsen bei sicheren Anlagen auf. Für den Kaufkraft- bzw. Vermögenserhalt kommt es darauf an, Risiken ausgewogen und mit Augenmaß einzugehen. Diversifikation heißt das Gebot der Stunde. Multi-Asset-Strategien liegen da auf der Hand.



➔ **MEHR DAZU UNTER**
www.updatemagazineonline.com/de/multiasset

**ANALYSE****Marktneutrale Aktienstrategien**

Das aktuelle Niedrigzinsumfeld, die hohen Bewertungsniveaus in einigen Assetklassen und die sich abzeichnende höhere Marktvolatilität veranlassen Investoren zunehmend, ihre bisherige Asset-Allokation zu überdenken. Für Investoren, die vor allem auf der Suche nach Produkten mit geringer Korrelation zum Gesamtmarkt oder Aktienmarkt sind, rücken Alphaquellen, Volatilitätsmanagement und marktneutrale Strategien mit niedrigem Beta verstärkt in den Fokus.



➔ **MEHR DAZU UNTER**
www.updatemagazineonline.com/de/aktienstrategie

**AUSZEICHNUNG****Update Magazin mit dem German Design Award 2018 ausgezeichnet**

Das Update Magazin und unsere Kreativagentur Rotwild wurden für den gelungenen Relaunch des Magazins im Jahr 2016 mit dem German Design Award geehrt. Der German Design Award zeichnet innovative Produkte und Projekte, ihre Hersteller und Gestalter aus, die in der deutschen und internationalen Designlandschaft wegweisend sind. Vergeben wird der German Design Award vom Rat für Formgebung, der 1953 auf Initiative des Deutschen Bundestages gegründet wurde.

Die Begründung der Jury: „Das prägnante, zeitgemäße und bis ins Detail stimmige Design verleiht der Marke Allianz Global Investors eine unverwechselbare Identität, wobei die Informationen sinnvoll und lesefreundlich aufbereitet dargeboten werden. Ein extrem professionell wirkendes Magazin, das in seiner Gesamtheit überzeugt.“



➔ **MEHR DAZU UNTER**
www.updatemagazineonline.com/de/award

Sechs Erkenntnisse von unserem Investment Forum in Hongkong

AUTOR: NEIL DWANE

Kürzlich trafen sich unsere Strategieexperten, Volkswirte und Portfoliomanager in Hongkong, um die aktuelle Lage der Weltwirtschaft – und deren Entwicklung in den nächsten drei bis fünf Jahren – zu erörtern. Dabei gelangten wir zu der Einschätzung, dass mit einer allmählichen Straffung der Geldpolitik wieder verstärkte Kursschwankungen an den Finanzmärkten verbunden sein könnten, vor allem in den entwickelten Ländern. Positivere Perspektiven sahen wir dagegen in Asien, insbesondere in China.



1 US-GELDPOLITIK IM BLICK BEHALTEN

Die Notenbanken haben durch Ausweitung der Geldmenge und extrem niedrige Zinsen eine Stagnation der westlichen Volkswirtschaften verhindert. Mittlerweile sprechen die Notenbankvertreter jedoch von einem wirtschaftlichen Aufschwung und nicht lediglich von einer Erholung – dies lässt eine Straffung der Geldpolitik erwarten, wenngleich nicht in allen Regionen im selben Tempo. Die US-Notenbank hat bereits mit der geldpolitischen Normalisierung

begonnen, was ebenso zu verstärkter Volatilität an den Finanzmärkten führen könnte wie eine nachlassende Wachstumsdynamik. Allerdings wird der neue Chef der US-Notenbank, Jerome Powell, wahrscheinlich Vorsicht bei der Anhebung der Zinsen walten lassen und sich für verstärkte Deregulierung an den Märkten einsetzen – einer der Gründe, weshalb Finanztitel weiterhin zu unseren Favoriten gehören.

2 DER ERFOLG CHINAS UND ASIENS WIRD RISIKOBEREITSCHAFT BELOHNEN

Der Aufstieg Asiens bleibt der bedeutendste Wirtschaftstrend zu Beginn des 21. Jahrhunderts. Dazu trägt im Wesentlichen die erwartete Transformation Chinas von einer exportorientierten hin zu einer stärker vom Inlandskonsum bestimmten Volkswirtschaft bei. Hinzu kommt, dass das chinesische „One Belt, One Road“-Projekt weit mehr als nur ein künstlich aufgebautes Vorhaben ist. Die damit verbundenen beträchtlichen Infrastrukturinvestitionen sind bereits in mehreren Ländern der Region sichtbar – beispielsweise im wirtschaftlichen Korridor zwischen China und Pakistan. Zwar wird sich nicht jede Maßnahme in den jeweiligen Ländern auszahlen und die Bedienung der entsprechenden Kredite dürfte für einige von ihnen zum Problem werden, doch insgesamt bedeutet das Projekt einen erheblichen Impuls für viele Volkswirtschaften. Zu den Profiteuren dieser Initiative dürften vor allem Infrastruktur- und Bauunternehmen gehören.

Natürlich bestehen auch Risiken in China, wo das Verhältnis des Schuldenstandes zum Bruttoinlandsprodukt bei 258% liegt. Allerdings dürfte die hohe Gesamtverschuldung der chinesischen Volkswirtschaft beherrschbar sein. Dafür sprechen die nach wie vor moderate Staatsschuldenquote, die hohen Devisenreserven und der niedrige Anteil externer Finanzierung. Zuversichtlich stimmt uns auch, dass MSCI im Mai 2018 erstmals eine Reihe chinesischer A-Aktien in seinen Emerging-Market-Index aufnimmt. Der Gesamtmarkt für A-Aktien hat ein Volumen von rund 8 Billionen US-Dollar – das sind gut 30% mehr als der Aktienmarkt im Euroraum – und könnte für beträchtliches Anlegerinteresse sorgen.

6 INVESTMENTFORUM KURZGEFASST: DIESE SECHS TRENDS SOLLTEN ANLEGER AUF DEM RADAR HABEN

1 ZINSERHÖHUNG IN DEN USA
Stärkere Volatilität möglich
Aber: Vorsichtige Zinsschritte sollten Märkte stützen.

2 ASIEN: GRÖßTES POTENZIAL DES 21. JAHRHUNDERTS
Chinas „Neue Seidenstraße“: mehr als ein Hype
Einerseits: Chinas Verschuldung **258 %** des BIP
Andererseits: A-Share-Markt ist **30 %** größer als Eurozone.

3 AKTUELLE POLITIK VERÄNDERT WELTHANDEL.
Steuerreform soll US-Wirtschaft stimulieren.
Was bedeutet „America First“ für China?
EU scheint robust, aber der Brexit steht vor der Tür und Italien ist anfällig.

4 ALTERNDE GESELLSCHAFTEN ALS GLOBALE HERAUSFORDERUNG
Japan ergraut erhobenen Hauptes.
● Abenomics
● Wirtschaftsfreundliche Steuerreform
● Aktionärsfreundliche Unternehmenspolitik
900 Mio. Menschen > 60 Jahre

5 FANGs Facebook, Amazon, Netflix, Google
BATs Baidu, Alibaba, Tencent
Wird die zunehmende Regulatorik selbst disruptiv?
DISRUPTIVE UNTERNEHMEN PRÄGEN ZUNEHMEND DIE WELT.
Aktive Manager wollen Gewinner identifizieren und Verlierer meiden.

6 JAGD NACH EINKOMMEN, ABER MIT RISIKOMANAGEMENT
Schwellenländer-Anleihen + Dividendenaktien
Vielversprechende Ertragschancen
Inflation
Jetzt: Das „Goldilocks“-Umfeld wird zu Ende gehen

3 DIE POLITIK VERÄNDERT DIE PERSPEKTIVEN DES WELTHANDELS

US-Präsident Donald Trump macht aus seiner Geringschätzung für viele Außenhandelsabkommen keinen Hehl. So könnte er mit einem einfachen Dekret das NAFTA-Handelsabkommen zwischen Kanada, Mexiko und den USA beenden. Auch wenn sein erklärtes Motto darin besteht, die Interessen Amerikas an erste Stelle zu setzen, könnten die USA letztlich ihre globale Führungsrolle an China verlieren, wo man nur zu gerne die Nachfolge der Vereinigten Staaten antreten würde.

Immobilien das Gegenteil der Fall war. Der Zeitpunkt der Reform ist jedoch nicht ideal, da sich die USA bei Inkrafttreten am Ende des Konjunkturzyklus befinden. Infolgedessen könnte es zu mehr geldpolitischen Schritten kommen, als am Markt bislang unterstellt wurde. Insgesamt gewinnt durch diese Reform die Einzeltitelauswahl an Bedeutung, was den Mehrwert aktiven Managements zusätzlich unterstreicht.

Allerdings hat Präsident Trump 2017 mit seiner Steuerreform einen großen gesetzgeberischen Erfolg errungen, die der US-Wirtschaft zusätzlichen Schub verleihen dürfte. Einige Unternehmen werden davon wahrscheinlich stärker profitieren als andere: So sind die Ertragsprognosen für die Sektoren Finanzen und Industrie nach oben korrigiert worden, während in den Sektoren Versorger und

Der Europäischen Union machen die Brexit-Verhandlungen und die schwache Wirtschaft in Italien zu schaffen, obwohl sich die Konjunktur im Euroraum insgesamt als robust erwiesen hat. Auch die britische Wirtschaft hat sich trotz der Abwertung des Pfunds und sinkender Konsumausgaben im Anschluss an den Brexit-Volksentscheid relativ gut gehalten.

4 JAPAN STEHT TROTZ ALTERNDER BEVÖLKERUNG RECHT GUT DA

Die Alterung der Bevölkerung stellt etliche entwickelte Länder vor ganz erhebliche Herausforderungen – dies gilt vor allem für Japan und Deutschland. Weltweit sind mehr als 900 Millionen Menschen über 60 Jahre alt; ihre Zahl könnte in den nächsten zehn Jahren auf 2,1 Milliarden steigen.

Positiv hervorzuheben ist allerdings, dass Japan ein gutes Beispiel dafür gibt, wie man mit einer alternden Bevölkerung umgeht und eine stagnierende Wirtschaft wieder in Schwung bringt:

1/ Die Reformen von Premierminister Abe beginnen allmählich zu greifen. Gleichzeitig dämpft die höhere Beschäftigungsquote von Frauen und älteren Menschen die Sorgen um eine Verknappung von Arbeitskräften und niedrige Produktivität.

2/ Die geplanten steuerlichen Anreize sollten japanische Unternehmen dazu veranlassen, ihre Produktivität zu erhöhen, die

Investitionsausgaben zu steigern und die Löhne anzuheben. Wenn dadurch am Ende die Ausgaben im privaten Sektor zunehmen, könnten sich die mittelfristigen Aussichten Japans erheblich verbessern.

3/ Der Übergang zu einer die Interessen der Aktionäre stärker berücksichtigenden Corporate Governance hat die durchschnittlichen Eigenkapitalrenditen japanischer Unternehmen in den letzten fünf Jahren von 5 auf 10% steigen lassen. Insgesamt macht das Land gute Fortschritte, was die Aspekte Umwelt, Soziales und Governance („ESG“) angeht.

4/ Der Kursanstieg am japanischen Aktienmarkt um 120% über die letzten fünf Jahre (Stand: 30.11.2017) wurde hauptsächlich von steigenden Gewinnen und nur in weit geringerem Umfang von höheren Bewertungen gestützt.

DIE WICHTIGSTEN HIGHLIGHTS

1/ Das Spannungsfeld aus geopolitischen Turbulenzen, demographischem Wandel und technologischem Fortschritt wird 2018 für ein abwechslungsreiches und zugleich unsicheres Marktumfeld sorgen.

2/ Das Ausmaß der geldpolitischen Stimuli nimmt weltweit ab, wobei wir jedoch insgesamt von einer nur behutsamen Straffung ausgehen. Wer für Engagements jenseits klassischer Anleihen aufgeschlossen ist, dem bieten sich zahlreiche Möglichkeiten zur Ertragszielung.

3/ Die Aussichten für China und generell für die asiatischen Märkte sind weiterhin günstig – tatsächlich könnte eines der größten Risiken für Investoren darin bestehen, dass ihre Portfolios eine „unbewusste“ Untergewichtung Chinas aufweisen.

4/ „Disruptive“ Geschäftsmodelle sorgen rund um den Globus für neue Anlagechancen. Gleichzeitig müssen die USA und Europa im Bereich der Hochtechnologie auf chinesische Wettbewerber reagieren.

»DIE ALTERUNG DER BEVÖLKERUNG STELLT ETLICHE ENTWICKELTE LÄNDER VOR GANZ ERHEBLICHE HERAUSFORDERUNGEN – DIES GILT VOR ALLEM FÜR JAPAN UND DEUTSCHLAND.«

5 TRANSFORMATION VON BRANCHEN UND VOLKSWIRTSCHAFTEN DURCH DISRUPTION

Einige der am stärksten disruptiv wirkenden Unternehmen unserer Zeit – Facebook, Amazon, Netflix und Google („FANG“) in den USA sowie Baidu, Alibaba und Tencent („BAT“) in China – werden weiterhin sektorübergreifend Marktanteile gewinnen und hohe Marktzutrittsbarrieren für Wettbewerber schaffen. Die Verbraucher schätzen zunehmend disruptiv wirkende Dienstleistungen wie elektronische Direktzahlungen („E-Payments“). Damit werden in einigen Ländern die Banken ganz umgangen – dies gilt vor allem für China, das sich zunehmend zu einer bargeldlosen Gesellschaft entwickelt. Ungeachtet ihres großen Erfolgs rufen die Geschäftspraktiken der Technologiegiganten vermehrt die Aufsichtsbehörden auf den Plan – wobei die Unternehmen in China am Ende eher zur Einhaltung staatlicher Vorgaben bereit sein dürften als ihre amerikanischen Pendants.

Im Bereich künstliche Intelligenz (KI) zeichnet sich ein scharfer Wettbewerb zwischen den USA und China ab. Dabei könnte China entschlossener sein, sich mit entsprechenden Investitionen am Markt durchzusetzen. Die Ausgaben für Forschung und Entwicklung in China sind höher als in der gesamten Europäischen Union, wo sich der Mangel an „FANG“- und „BAT“-Unternehmen mittlerweile als echte Schwäche zu erweisen scheint. Möglicherweise ist Europa diesbezüglich bereits zu weit im Wettbewerb zurückgefallen, um die Zukunft seiner Unternehmen neu zu gestalten. Auch die Schwellenländer müssen auf die disruptiven Wirkungen des Einsatzes von Künstlicher Intelligenz reagieren, indem sie freierwerdende Arbeitskräfte im Dienstleistungssektor unterbringen.

6 MIT KONTROLLIERTEM RISIKO ERTRAG ERZIELEN

Die Weltwirtschaft scheint sich in guter Verfassung zu befinden; dank des Einsatzes der Notenbanken ist das Wachstum weder zu hoch noch zu niedrig und die Inflationserwartungen sind weiterhin moderat. Es stellt sich die Frage, wie lange das noch der Fall sein wird. In den nächsten ein, zwei Jahren jedenfalls halten wir weder eine Rezession noch einen Abschwung des Kreditzyklus für wahrscheinlich. Auch wenn die Inflation vorerst auf dem jetzigen Niveau bleiben dürfte, rechnen wir jedoch damit, dass sie in den nächsten fünf Jahren ansteigt.

Für viele Anleger ist die Erzielung laufender Erträge eine der Hauptsorgen, da klassische Anleihen keine ausreichenden Renditen

abwerfen. Eine attraktive Option können verzinsliche Wertpapiere aus Schwellenländern sein: Sie bieten ein höheres Ertragspotenzial und viele aufstrebende Volkswirtschaften profitieren von günstigeren gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen. Dividendenstarke Aktien bieten sich ebenfalls als Renditequelle für Ertrag suchende Anleger an.

Insgesamt betrachtet erwarten unsere Anlageexperten, dass die Marktrenditen in den nächsten drei bis fünf Jahren zurückgehen. Obwohl viele Marktteilnehmer diesbezüglich etwas sorglos erscheinen, bieten sich auch weiterhin zahlreiche Möglichkeiten zum Eingehen beherrschbarer Risiken.

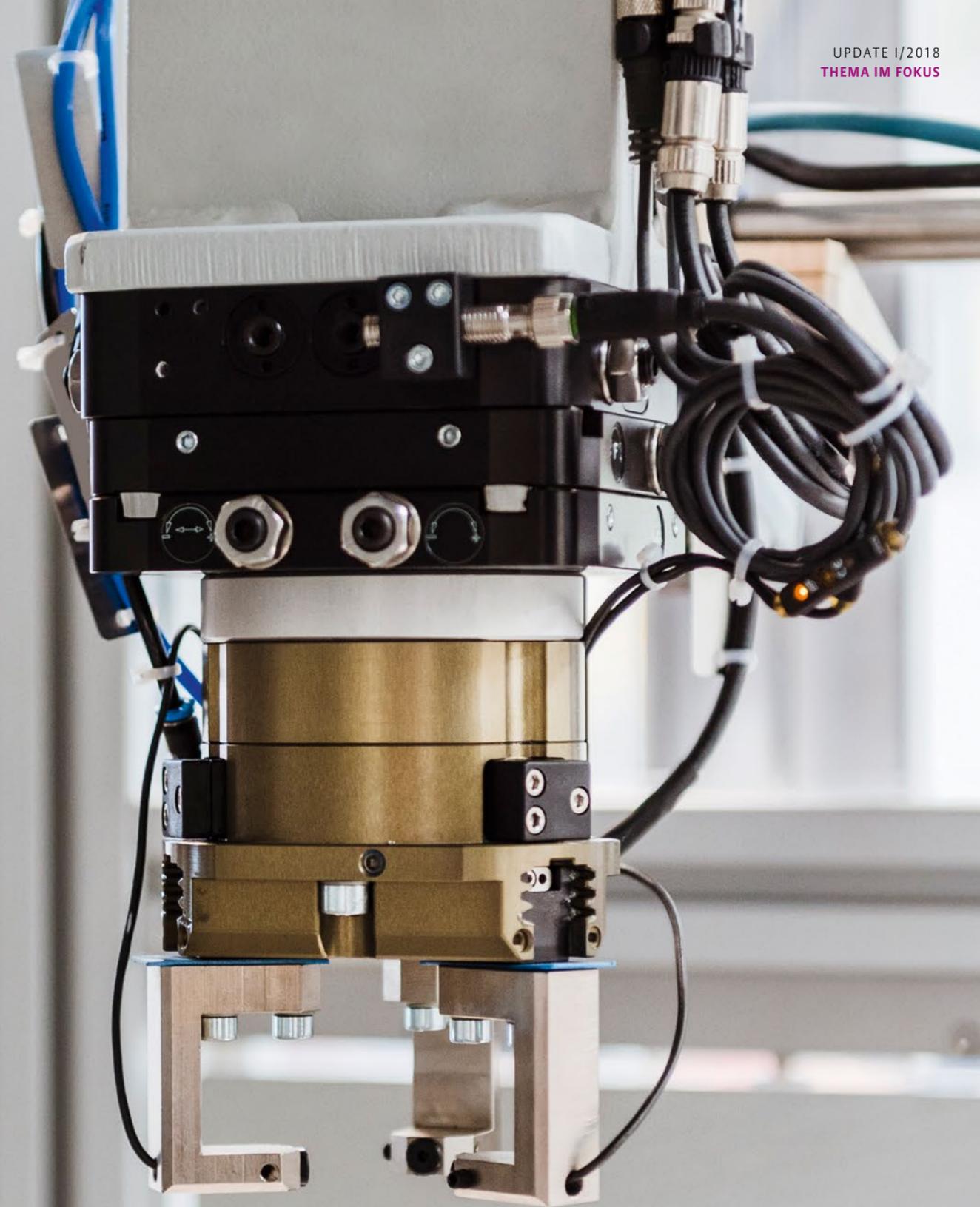


Neil Dwane, Global Strategist, Allianz Global Investors

Innovation und höhere Produktivität sind nicht dasselbe. Implikationen für Wachstum und Aktienmärkte

AUTOR: STEFAN HOFRICHTER

Die Wachstumsraten für Produktivität sind laut offiziellen Statistiken seit Jahren rückläufig. Dies überrascht insofern, als das Innovationstempo vor allem im High-Tech-Sektor sehr hoch ist. Auch wenn technische Innovationen – zumindest bisher – noch nicht zu einem Anstieg der Produktivität geführt haben, sorgen sie bereits jetzt für „Disruptionen“ in vielen bestehenden Geschäftsmodellen und haben signifikante Auswirkungen auf Arbeitsmärkte. Letzteres könnte zu unvorhergesehenem gesellschaftlichen und politischen Wandel führen. Für Investoren ergeben sich bereits jetzt neue und interessante Anlagemöglichkeiten.



1

WIR STEHEN AM BEGINN DER 4. INDUSTRIELLEN REVOLUTION.

Das derzeitige Innovationstempo ist hoch und nimmt weiter zu: Anwendungen auf unseren Smartphones ermöglichen uns die Beschaffung von Informationen in einem Ausmaß, das noch vor wenigen Jahren undenkbar war. Die digitalen Spuren, die wir im Internet hinterlassen, ermöglichen es Unternehmen, anhand dieser Daten individuell zugeschnittene Werbung zu platzieren. Selbstfahrende Autos werden wahrscheinlich in nicht allzu ferner Zukunft alltäglich sein, während selbstlernende Maschinen schon jetzt Aufgaben übernehmen, die früher von hochqualifizierten Fachleuten wahrgenommen wurden. Dies sind lediglich einige wenige Beispiele. Auf digitaler Technologie basierende Innovationen, vor allem künstliche Intelligenz (KI), werden künftig wahrscheinlich in sämtlichen Branchen fundamentale Auswirkungen haben, sei es im Energiesegment, in der Industrieproduktion oder in Dienstleistungsbereichen wie Einzelhandel, Finanzen, Recht und sogar Gesundheit.

Das Ausmaß und der Umfang der derzeitigen technologischen Veränderungen werden oft als der Beginn einer neuen, nämlich der 4. „industriellen Revolution“ angesehen. Bei der 1. industriellen Revolution (spätes 18. Jahrhundert bis Mitte des 19. Jahrhunderts) stand die Einführung mechanischer Produktionsprozesse, der Dampfkraft

und der Eisenbahn im Mittelpunkt. Die 2. industrielle Revolution (spätes 19. Jahrhundert bis Anfang der 1930er Jahre) war durch bedeutende Durchbrüche beim Einsatz von Elektrizität charakterisiert, der Erfindung des Telefons, des Automobils, des Radios und erster Kunststoffe. In der 3. industriellen Revolution (von etwa 1950 bis zum Jahr 2000) ging es um die Entwicklung von Großrechnern, PCs, Mobiltelefonen und des Internets. Heute sind wir Zeuge der 4. industriellen Revolution, die zu Beginn dieses Jahrzehnts eingesetzt hat und in der wir die Verschmelzung der digitalen, physischen und biologischen Sphären beobachten. Laut Klaus Schwab, dem Gründer des Weltwirtschaftsforums in Davos, sind die „Änderungen so grundlegend, ... nie zuvor waren die Verheißungen oder die potenziellen Gefahren größer“. Das bedeutet, dass die derzeitigen technologischen Innovationen auf der einen Seite zu einer wesentlich höheren Produktivität führen können (häufig gemessen als Wertschöpfung pro Arbeitsstunde). Auf der anderen Seite werden die neuen Technologien viele bestehende Geschäftsabläufe dramatisch verändern, was erhebliche Auswirkungen auch auf die Arbeitsmärkte haben kann, was wiederum soziale und politische Veränderungen mit sich bringt.



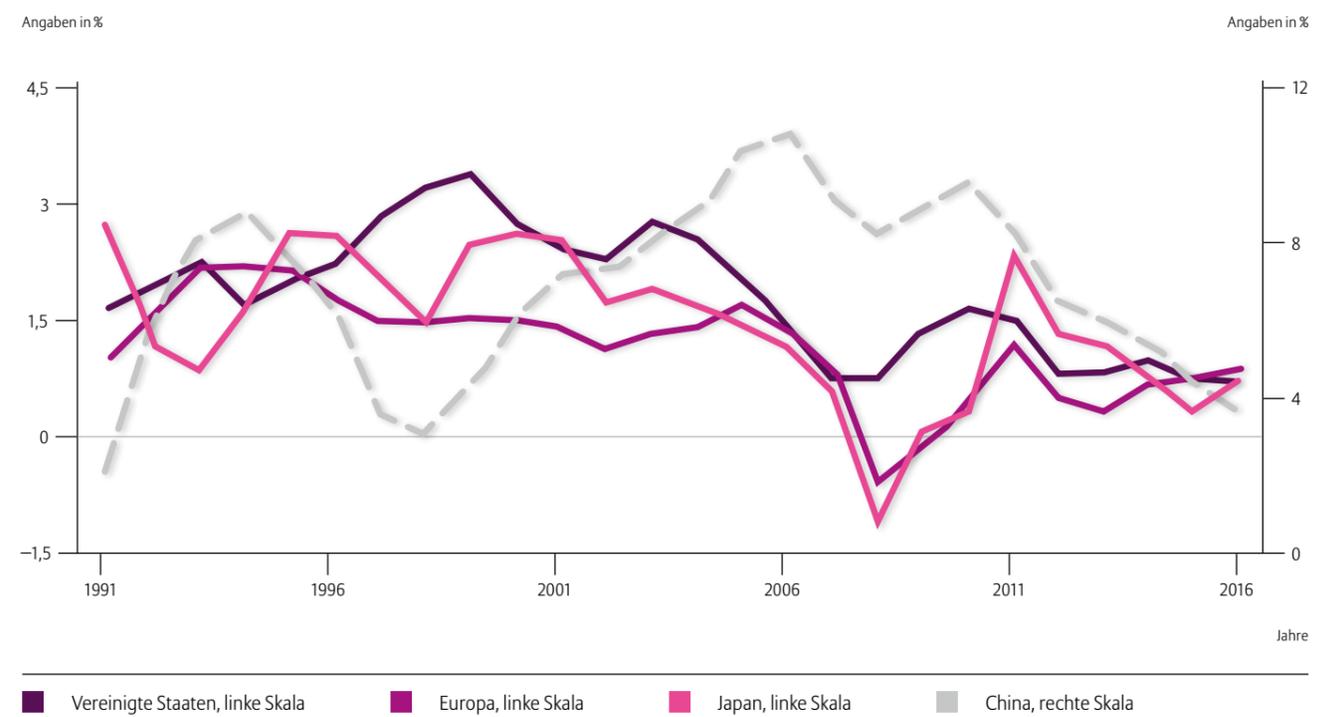
2

WO BLEIBT DER PRODUKTIVITÄTSZUWACHS?

Betrachten wir zunächst das Produktivitätsargument. Die Annahme liegt nahe, dass die Produktivität positiv auf die bedeutenden technologischen Innovationen der letzten Jahre reagiert hat. Betrachtet man aber die offiziellen Produktivitätsdaten in den entwickelten und den aufstrebenden Ländern, fühlt man sich an das Zitat von Robert M. Solow aus dem Jahr 1987 erinnert: „Man sieht das Computerzeitalter überall, außer in der Produktivitätsstatistik.“ Laut Robert Gordon, einem der führenden Köpfe der Produktivitätsforschung, stieg die Arbeitsproduktivität in den USA vom Ende des 19. Jahrhunderts bis in die frühen 1970er Jahre im Schnitt um ca. 2 1/3 % pro Jahr. Seither ist das Produktivitätswachstum jedoch auf rund 1 1/3 % p.a.

gesunken, wenn man von einem kurzen Zeitraum um das Jahr 2000 absieht. Bestätigt wird dies durch Daten des Conference Board, wonach das Wachstum der Arbeitsproduktivität in den entwickelten Ländern bereits seit vielen Jahren rückläufig ist (siehe **Grafik A**). Dieser Trend hat bereits deutlich vor der Finanzkrise (2007/2008) eingesetzt. In China, der größten Volkswirtschaft in den Schwellenländern, erreichte das Wachstum der Arbeitsproduktivität seinen Höchststand im Jahr 2006. Wie lässt sich die scheinbare Abkopplung des Produktivitätszuwachses vom Tempo der technologischen Innovation erklären?

A ARBEITSPRODUKTIVITÄT, VERÄNDERUNG GEGENÜBER VORJAHR IN %



Quelle: Allianz Global Investors Global Economics & Strategy, The Conference Board; Durchschnitt über 3 Jahre, Datenstand: 2017

Wie so oft bei wirtschaftlichen Fragen gibt es keine eindeutige Antwort. Optimisten würden die Auffassung vertreten, dass wir uns noch in der Frühphase einer technologischen Revolution befinden. In der aktuellen Phase der Einführung von Innovationen ist das gesamte wirtschaftliche Produktivitätswachstum tendenziell noch relativ gering. Nach und nach werden aber die neuen Technologien ausgerollt und in der Breite eingesetzt und Arbeitskräfte werden lernen, wie sie diese am besten anwenden. In Folge dessen wird die Produktivität dann wahrscheinlich steigen. Anders gesagt ist es nur eine Frage der Zeit, wann – nicht ob – sich das gesamtwirtschaftliche Produktivitätswachstum beschleunigt. Am stärksten zum Produktivitätszuwachs beitragen werden voraussichtlich diejenigen Bereiche, die die intensivsten Nutzer digitaler Technologien sind, weniger die Technologiebranche selbst, deren Produktivitätswachstum vermutlich relativ konstant hoch bleiben wird.

Ein weiteres Argument der Produktivitätsoptimisten halten wir hingegen für wenig stichhaltig: Eine Unterschätzung der tatsächlichen Produktivitätsgewinne aufgrund einer unzureichenden Berücksichtigung technologischer Innovationen in den offiziellen Statistiken ist vernachlässigbar, wie verschiedene wissenschaftliche Studien zeigen.

Robert Gordon¹ und andere Wissenschaftler sehen die langfristige Entwicklung der Produktivität weit pessimistischer. Ihrer Ansicht nach ist es das Fehlen einer „neuen Grundlagentechnologie“, das den strukturellen Rückgang des Produktivitätswachstums erklärt. Einer der wesentlichen Fortschritte während der 2. industriellen Revolution war der Einsatz der Elektrizität, einer unverzichtbaren Technologie, die sämtliche Produktionsprozesse drastisch verändert und das Verbraucherverhalten grundlegend beeinflusst hat (schon bei einem Stromausfall von wenigen Stunden scheint die Welt stillzustehen). Dagegen ist die grundlegende Bedeutung der heutigen technologischen Innovationen nach Auffassung der Produktivitätspessimisten weit geringer. Robert Gordon führt außerdem den Rückgang des Bildungsniveaus, nicht nur in den Vereinigten Staaten, als zusätzlichen Grund für das relativ schwache Produktivitätswachstum an.

Eine völlig andere Erklärung für den strukturell nachlassenden Produktivitätszuwachs steht im Zusammenhang mit der Geldpolitik:

Ein zu langes Festhalten an einer lockeren Geldpolitik und damit einhergehende niedrigere Kapitalkosten begünstigen die Fehlallokation von Ressourcen. Da die Gewinnschwelle von Investitionen künstlich gesenkt wird, steigt in diesem Szenario die Wahrscheinlichkeit der Umsetzung von Investitionsvorhaben, die nur wenig oder gar nicht zum Produktivitätswachstum beitragen. Ein klassisches Beispiel dafür ist der Immobilienboom nach dem Ende der Technologieblase im Jahr 2000, der letztlich in einer Finanzkrise endete. In diesem Zusammenhang könnte man sogar argumentieren, dass die Geldpolitik in den USA und in Europa seit Mitte der 1980er Jahre asymmetrisch war: Sie war in Zeiten tatsächlicher oder erwarteter wirtschaftlicher Schwächephase und Krisen expansiv, aber in Boomphasen nicht restriktiv genug, was zum langfristigen Rückgang des Produktivitätswachstums beigetragen haben könnte. Aus dieser Perspektive ist daher eine Normalisierung der Geldpolitik eher angebracht als das Festhalten oder sogar die Ausweitung der derzeit extrem lockeren Geldpolitik.

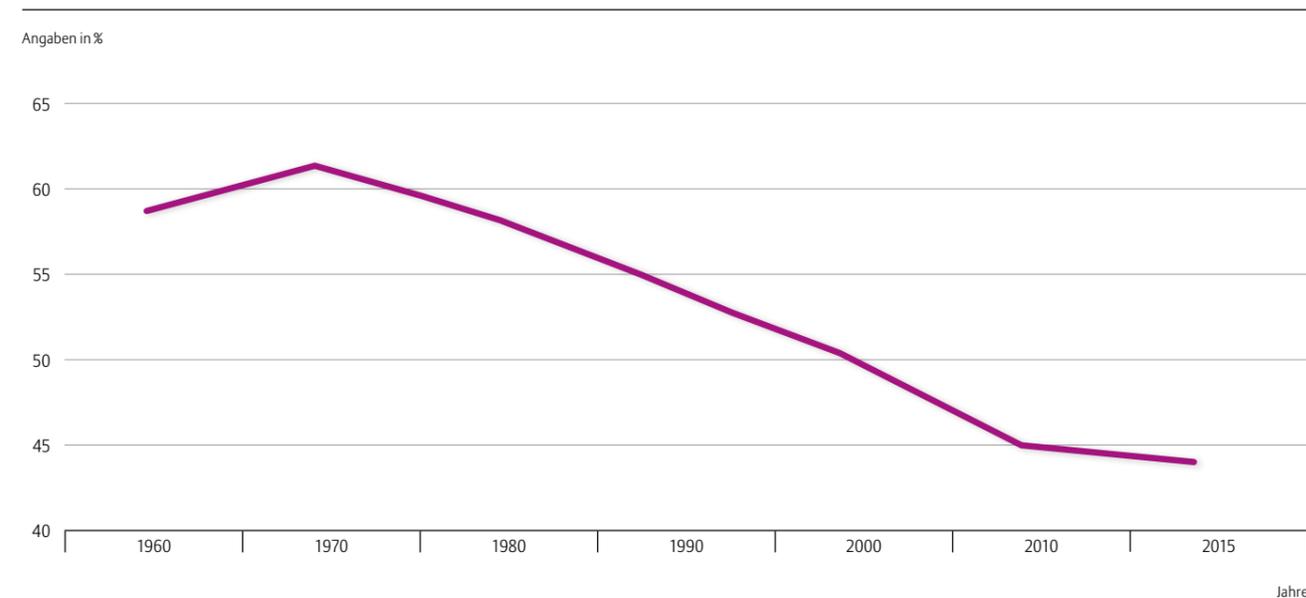
Wer letztlich hinsichtlich des künftigen Produktivitätswachstums richtig liegt – die Optimisten oder Pessimisten –, wird die Zeit zeigen. Dennoch bleibt zumindest bis dato festzuhalten, dass die jüngste Welle technologischer Innovationen noch nicht zu einem messbaren Effizienzgewinn auf gesamtwirtschaftlicher Ebene geführt hat.

Dessen ungeachtet wird die aktuelle technologische Revolution wahrscheinlich einen Arbeitsmarkttrend verschärfen, der sich bereits seit den 1980er Jahren abzeichnet und die Folge zunehmender Automatisierung und Globalisierung ist:

So geht die Nachfrage nach Routinetätigkeiten, von denen viele im mittleren Einkommenssegment angesiedelt sind (einschließlich zahlreicher Bürojobs und Tätigkeiten in der Produktion) zurück (siehe **Grafik B/**). Gleichzeitig steigt in allen großen entwickelten Volkswirtschaften der Beschäftigtenanteil im Hochlohnsektor aufgrund des zunehmenden Bedarfs an hochqualifizierten Mitarbeitern. Interessanterweise ist der Beschäftigtenanteil im Niedriglohnsegment in den meisten Ländern stabil geblieben, wenn auch um den Preis fallender Reallöhne.

Diverse Untersuchungen kommen zu dem Schluss, dass sich dieser Trend wahrscheinlich fortsetzen wird, da neue Technologien

B ANTEIL VON ROUTINEJOBS IN DEN USA



Quelle: C. B. Frey, T. Berger, C. Che, Political Machinery: Automation Anxiety and the 2016 U.S. Presidential Election, 2017

Routinejobs und manuelle Tätigkeiten zunehmend überflüssig machen. Man denke nur an Taxi- oder Lkw-Fahrer, die durch autonome Fahrzeuge ersetzt werden könnten. Die besten Chancen, vom Wandel in der Arbeitswelt zu profitieren, haben Tätigkeiten, die sehr gute IT-Kenntnisse und analytische Fähigkeiten voraussetzen (z. B. Datenwissenschaftler), aber auch angemessene „Soft Skills“ erfordern, insbesondere Kreativität, Kommunikationsfähigkeit und soziale Intelligenz (z. B. im Bereich Öffentlichkeitsarbeit), außerdem Tätigkeiten, die mit komplexen Anforderungen in Bezug auf Wahrnehmung und handwerkliches Können einhergehen (z. B. Ärzte). Die Schätzungen, wie viele Tätigkeiten von der Einführung neuer Technologien betroffen sein werden, reichen von weniger als 10% bis fast 50%. Jedoch stimmen alle Untersuchungen darin überein, dass die Nachfrage nach hochbezahlten Tätigkeiten steigen und der Bedarf an geringqualifizierten Arbeitskräften sinken wird.

Daraus ergibt sich eindeutig das Risiko, dass die Einkommensungleichheit weiter steigen wird. Dies hat wichtige Implikationen: So halten wir zunehmende Ungleichheit für einen der Hauptgründe

für vermehrten Zuspruch für populistische Parteien und Politiker in Europa und den USA seit den 1980er Jahren und vor allem seit der Finanzkrise. Die Umsetzung populistischer Forderungen könnte unserer Meinung nach negative Auswirkungen auf Wirtschaft und Finanzmärkte haben (siehe unser Papier „The Economics of Populism“ von 2017). Da Populismus für (wirtschaftlichen) Nationalismus, geringere ökonomische Integration und weniger internationale Migration steht, dürfte das Produktivitätswachstum leiden, wenn sich die politische Stimmung weiter in Richtung populistischer Positionen entwickelt. Der Grund dafür ist, dass der Freihandel die Produktivitätsentwicklung aufgrund einer besseren internationalen Arbeitsteilung und des Transfers von Know-how (relevant insbesondere für ärmere Länder) begünstigt. Ähnliches gilt für Migration, vor allem wenn das Arbeitskräftepotenzial eines Landes durch ausländische Arbeitnehmer mit abweichender Qualifikation ergänzt wird. Selbst wenn technologische Fortschritte zu einem höheren Produktivitätswachstum führen würden, könnten ihre disruptiven Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt politische Reaktionen auslösen, die im wahrsten Sinne des Wortes kontraproduktiv sind.

»SELBST WENN TECHNOLOGISCHE FORTSCHRITTE ZU EINEM HÖHEREN PRODUKTIVITÄTSWACHSTUM FÜHREN WÜRDEN, KÖNNTEN IHRE DISRUPTIVEN AUSWIRKUNGEN AUF DEN ARBEITSMARKT POLITISCHE REAKTIONEN AUSLÖSEN, DIE IM WAHRSTEN SINNE DES WORTES KONTRAPRODUKTIV SIND.«

3

PRODUKTIVITÄT UND KAPITALMÄRKTE

Welche Relevanz hat die Diskussion um die Produktivitätsentwicklung für die Kapitalmärkte? Sollte durch technologische Innovation tatsächlich die Produktivität steigen, würde bei sonst unveränderten Gegebenheiten auch das potenzielle Wirtschaftswachstum höher und die Inflation niedriger ausfallen. Davon könnten Aktien zumindest auf lange Sicht profitieren. So weit die Theorie.

In der Praxis findet die Theorie aber keine wirkliche Bestätigung: Wir untersuchten die rollierenden realen 10-Jahres-Renditen am Aktienmarkt in Großbritannien seit dem späten 18. Jahrhundert (als England die führende Volkswirtschaft der Welt war – eine Rolle, die es bis zum Ersten Weltkrieg behalten sollte) sowie den rollierenden 10-Jahres-Durchschnittsertrag (gleichgewichtet) 15 internationaler Aktienmärkte von 1870–2017.

Es ergab sich, dass Phasen überdurchschnittlicher langfristiger Aktienerträge gelegentlich, aber nicht systematisch, mit wichtigen technologischen Innovationen einhergingen (siehe Grafik C/). Beispielsweise erzielten Anleger bei einer Investition am Aktienmarkt Mitte der 1970er Jahre (kurz nach der Entwicklung des PC) oder in den frühen 1990er Jahren (als das Internet und die zweite Generation digitaler Mobiltelefone aufkamen) überdurchschnittliche Erträge bei einem Investmenthorizont von 10 Jahren. Das gleiche galt, wenn man eine langfristige Aktienanlage in den 1950er Jahren tätigte, als Mainframe-Computer und die Nutzung der Kernenergie wichtige Innovationen waren.

Unterdurchschnittlich waren die langfristigen Aktienerträge dagegen nach der Erfindung des Telefons (1876), der Einführung von Elektrizität in den Städten der westlichen Welt (1882), der Erfindung des Automobils (1886), der Flugzeuge (1903), des Radios (1920) oder der ersten Kunststoffe (frühe 1930er Jahre). Nach der Erfindung der Dampfmaschine (1781), der Eisenbahn (1825) und der modernen Stahlproduktion (1850er Jahre) bot sich für langfristig orientierte Investoren nur kurzzeitig eine attraktive Einstiegsgelegenheit am Aktienmarkt. Langfristanleger, die etwas später kamen, erzielten dagegen nur niedrige, mitunter sogar negative reale Erträge, so wie z. B. auch Technologie-Investoren Ende der 1990er Jahre.

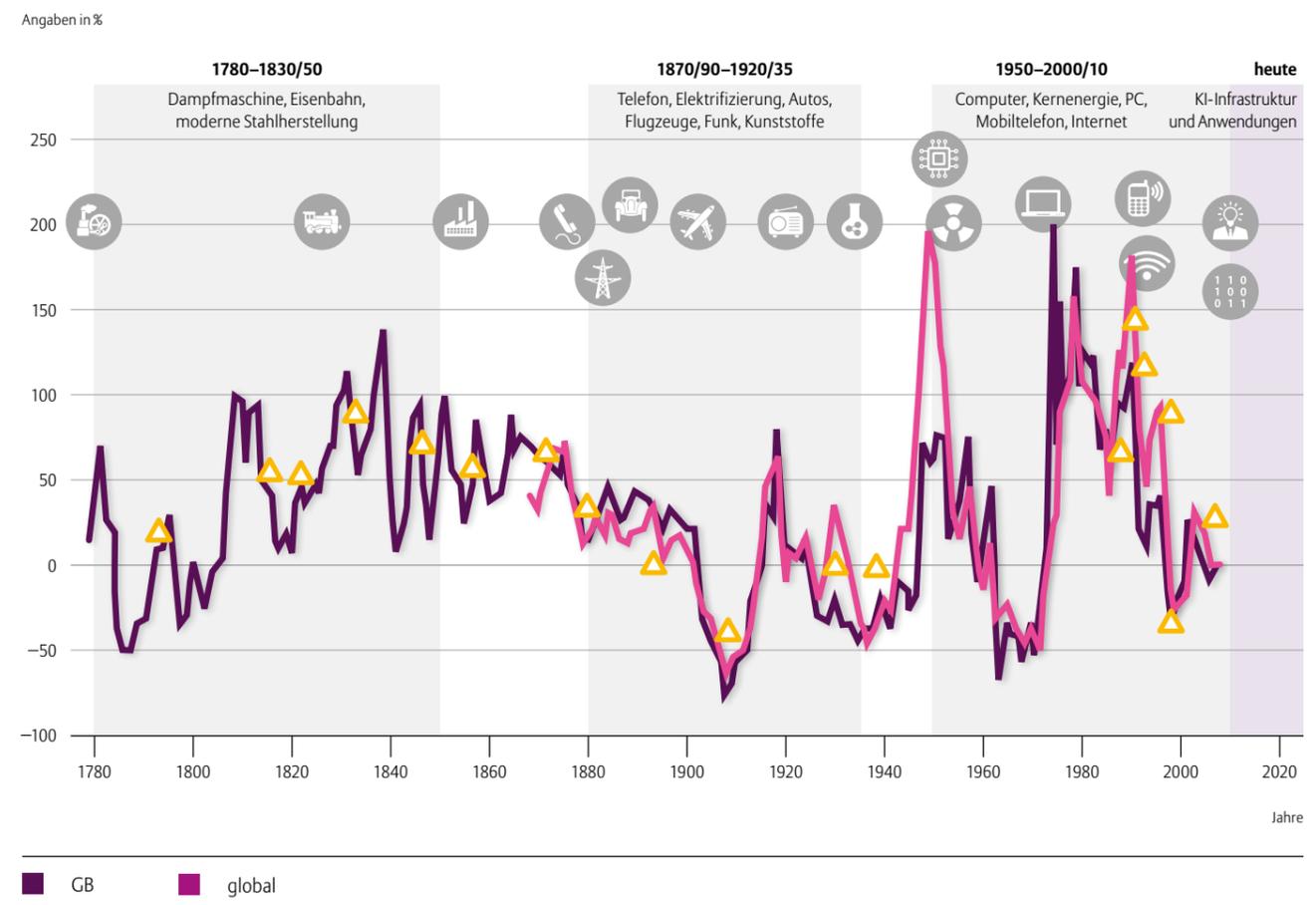
Wie ist das zu erklären? Zunächst ist nochmals zu betonen, dass Innovation und Produktivitätswachstum nicht dasselbe sind. Zwar kann jeder neue technologische Durchbruch zu höherer Produktivität führen, doch ist dies möglicherweise nur mit einer erheblichen Zeitverzögerung der Fall. Dies war die Erfahrung von Robert M. Solow in den 1980er Jahren.

Des Weiteren können negative Auswirkungen die möglichen positiven Folgen einer neuen Technologie auf die Produktivitätsentwicklung überkompensieren. So haben z. B. die wichtigsten Innovationen im späten 19. Jahrhundert erst ab Anfang des 20. Jahrhunderts zu einem nachhaltigen Produktivitätsschub geführt (wenngleich dann für mehr als ein halbes Jahrhundert), während das letzte Viertel des 19. Jahrhunderts in vielen Ländern von einer langen Phase relativ moderaten Wirtschaftswachstums geprägt war, die auch als „Lange Depression“ (1873 bis 1896) bezeichnet wird. Überinvestitionen in den 1860er und frühen 1870er Jahren, der Anstieg der Verschuldung im privaten Sektor und die Entscheidung der USA, von einer auf Gold und Silber basierten Währung zu einem reinen Goldstandard überzugehen (1873), was faktisch eine Straffung des geldpolitischen Rahmens bedeutete, belasteten die Produktivitätsentwicklung und das Wirtschaftswachstum. Ab 1910 bzw. 1940 hemmten die beiden Weltkriege die gesamtwirtschaftliche Produktivität.

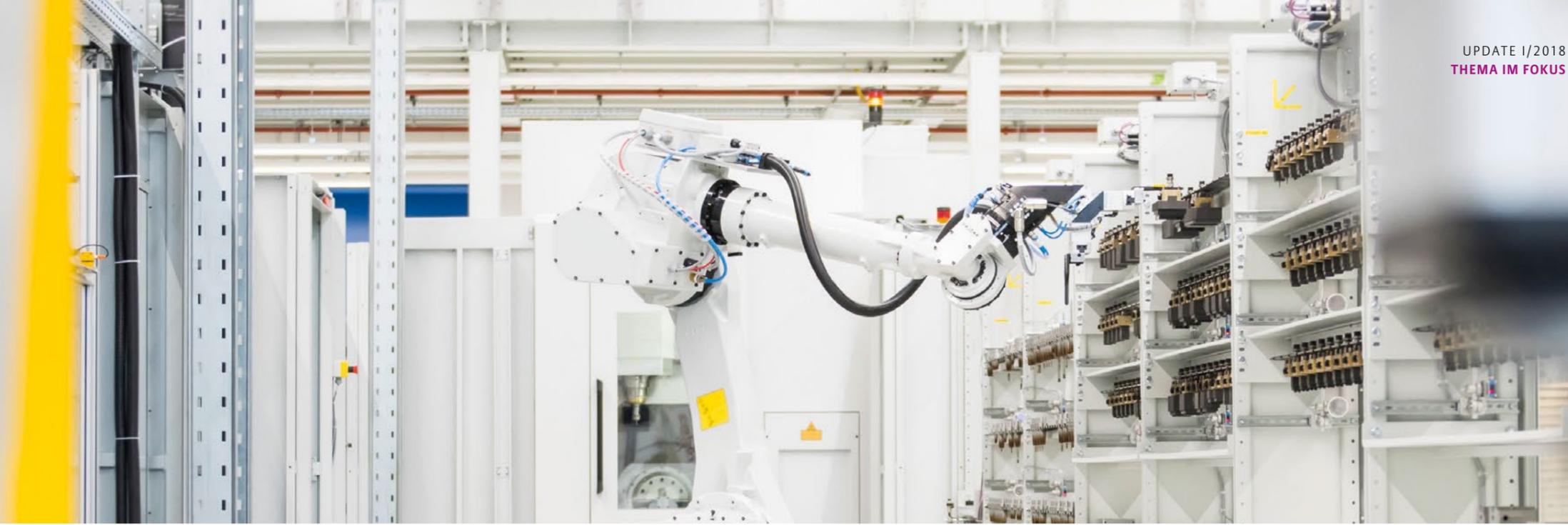
Aus der Investmentperspektive am wichtigsten ist schließlich, dass die Bewertungsniveaus – wenig überraschend – eine Rolle spielen. So war das zyklisch adjustierte durchschnittliche Kurs-Gewinn-Verhältnis im S&P-500-Index Anfang des 20. Jahrhunderts besonders hoch, nachdem eine mehrjährige Phase bedeutender technologischer Innovationen vorangegangen war. Dasselbe gilt für das Ende der „Goldenen 20er Jahre“, in denen es zu schwindelerregenden technologischen Fortschritten (z. B. dem Radio) kam; die von einer Hochkonjunktur geprägten 1960er Jahre („Go-Go-Years“), als vor allem Technologieaktien im Kurs stiegen; die späten 1990er Jahre, als die Technologieblase entstand und schließlich platzte, sowie die Zeit unmittelbar vor der Finanzkrise (2007/2008). In allen diesen Phasen zahlten die Investoren schlicht zu viel für das künftige Wachstum, weshalb die anschließende Wertentwicklung ihrer Aktienanlagen niedrig war, häufig (wenn auch nicht immer) verschärft durch gravierende Marktshocks oder Finanzkrisen (1901, 1929, 2000, 2007). Auch aktuell sind die zyklisch adjustierten Kurs-Gewinn-Verhältnisse in den USA sehr hoch und ähneln denjenigen im Jahr 1929. Dies deutet darauf hin, dass der Ertrag am breiten Aktienmarkt in den kommenden 10 Jahren im historischen Vergleich höchstwahrscheinlich niedrig ausfallen wird (keinesfalls zulässig wäre aber die Schlussfolgerung, dass ein Kurssturz bevorsteht). Angeführt wurde der Aktienboom in den letzten Jahren von den populären neuen Technologietiteln Facebook, Amazon, Netflix, Google/Alphabet (FANG-Aktien). Dagegen erwiesen sich Aktienanlagen, die in Zeiten ohne wesentliche technologische Innovationen erfolgten, z. B. in den 1940er oder 1980er Jahren, oftmals als sehr profitabel. Dabei profitierten antizyklisch agierende Anleger von niedrigen Aktienbewertungen.

»ZWAR KANN JEDER NEUE TECHNOLOGISCHE DURCHBRUCH ZU HÖHERER PRODUKTIVITÄT FÜHREN, DOCH IST DIES MÖGLICHERWEISE NUR MIT EINER ERHEBLICHEN ZEITVERZÖGERUNG DER FALL.«

REALE AKTIENERTRÄGE AUF SICHT VON 10 JAHREN IN GROSSBRITANNIEN/GLOBAL BEI EINER INVESTITION IM JAHR ...



Quellen?: Allianz Global Investors, Bloomberg, Wikipedia, Federal Reserve Bank of St. Louis, Óscar Jordà, Moritz Schularick und Alan M. Taylor (2017) „Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts.“ in: NBER Macroeconomics Annual 2016, Band 31, hrsg. von Martin Eichenbaum und Jonathan A. Parker, University of Chicago Press; Macrohistory Lab, Universität Bonn
 Legende: Jahresenddaten außer für das Jahr 2017 (Stand: 21.09.2017). Globale reale Renditen: Durchschnitt der Länder AUS, BEL, CAN, CHE, DEU, ESP, FIN, FRA, GBR, ITA, JPN, NLD, PRT, SWE, USA; Jahr bedeutender Innovationen (Näherungsangabe oder Jahr des ersten kommerziellen Einsatzes): Dampfmaschine (1775), Eisenbahn (1825), moderne Stahlherstellung (1855), Telefon (1876), Elektrizität (1882), Automobil (1886), Funk (1920), Kunststoffe (frühe 1930er Jahre), Mainframe-Computer (1950er Jahre), Kernenergie (1954), PC (1974), digitales Mobiltelefon (1991), Internet (1991), KI (ca. 2010)
 ▲ Finanzkrisen oder ausgeprägte Korrekturen am Markt: UK, USA 1796/97, USA 1819, UK 1825, USA 1837, UK 1847, USA 1857, USA 1873 und Lange Depression 1873–1896, Frankreich 1882, Norwegen 1899, USA 1901, USA 1907, USA 1929 und Große Depression, USA 1937/38, USA 1987, Japan 1989, Skandinavien ca. 1990, Asien/Russland 1997/98, globale TMT-Blase 2000, globale Finanzkrise 2007



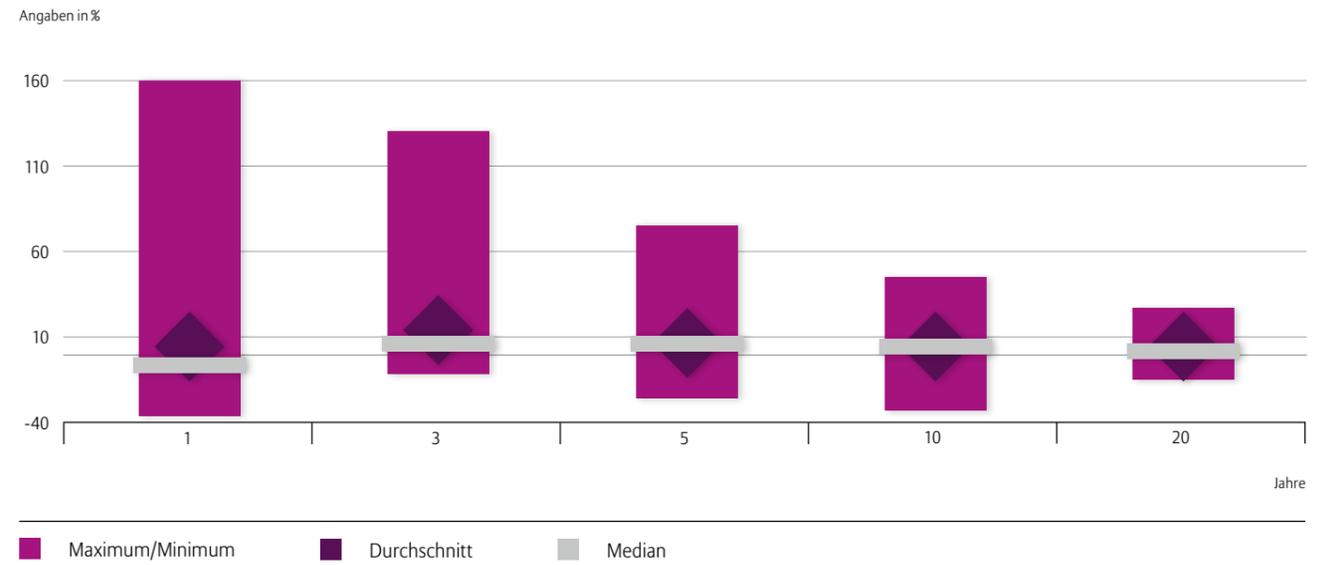
Auch wenn technologische Innovationen demnach nicht notwendigerweise ein gutes Vorzeichen für die Entwicklung des breiten Aktienmarkts sind, heißt das nicht, dass Innovation für die Börsen völlig irrelevant wäre. So haben wir zwei wesentliche Implikationen identifiziert:

Interessant sind zum einen „disruptive“ Marktsegmente, die für bahnbrechende technologische Innovationen stehen und sich nach unseren Untersuchungen auf Sicht von 3, 5, 10 und sogar 20 Jahren besser als der breite Markt entwickeln (siehe **Grafik D**). Dazu analysierten wir die Wertentwicklung von US-Aktienmarktsegmenten, die für technologische Innovationen seit dem späten 19. Jahrhundert stehen (Telefon, Elektrizität, Automobil, Fließbandfertigung, Flugzeuge, Radio, Kunststoffe, Fernsehen, Computer, PC, digitale Mobiltelefone, Internet, künstliche Intelligenz). Natürlich trifft dieses positive Fazit nicht für jeden Sektor und nicht für jeden Subsektor gleichermaßen zu; tatsächlich streuen die Ergebnisse relativ stark. Beispielsweise entwickelten sich nach Vorstellung des ersten kommerziellen PC Mitte der 1970er Jahre Softwareaktien (vor allem Microsoft) weit überdurchschnittlich, während dies bei Hardwareherstellern nicht der Fall war. Ebenso haben IT-Aktien nach der Einführung des Internets und der digitalen Telefonie im Jahr 1991

vergleichsweise gut abgeschnitten, Titel von Telekommunikationsunternehmen dagegen nicht. Hinzu kommt, dass die Outperformance der Profiteure keine stetige Entwicklung war. So nehmen die Gewinnerwartungen der Anleger einige Jahre nach einer Innovation häufig ein übertriebenes Ausmaß an. Auf die damit einhergehenden hohen Bewertungen in den begehrten Marktsegmenten folgten dann Kursrückschläge.

Nichtsdestoweniger, haben, sofern historische Erfahrungen eine Richtschnur auch am aktuellen Rand sind, Marktsegmente und Unternehmen mit Bezug zu KI-Infrastruktur (z. B. Big Data, Internet der Dinge, Cloud Computing), KI-Anwendungen (z. B. Robotik, Deep Learning) sowie von künstlicher Intelligenz profitierende Branchen (z. B. Gesundheit, Transport, Automobile) gute Chancen auf eine insgesamt weiterhin überdurchschnittliche Entwicklung, solange die Bewertungen nicht übertrieben hoch sind. Mit einem durchschnittlichen Kurs-Gewinn-Verhältnis von rund 30 erscheinen Technologieaktien aus den USA derzeit zwar nicht mehr billig, aber im historischen Vergleich auch nicht überzogen teuer. Tatsächlich wird das hohe Bewertungsniveau des US-Aktienmarkts insgesamt von anderen Segmenten bestimmt, vor allem vom klassischen Konsum und der Industrie.

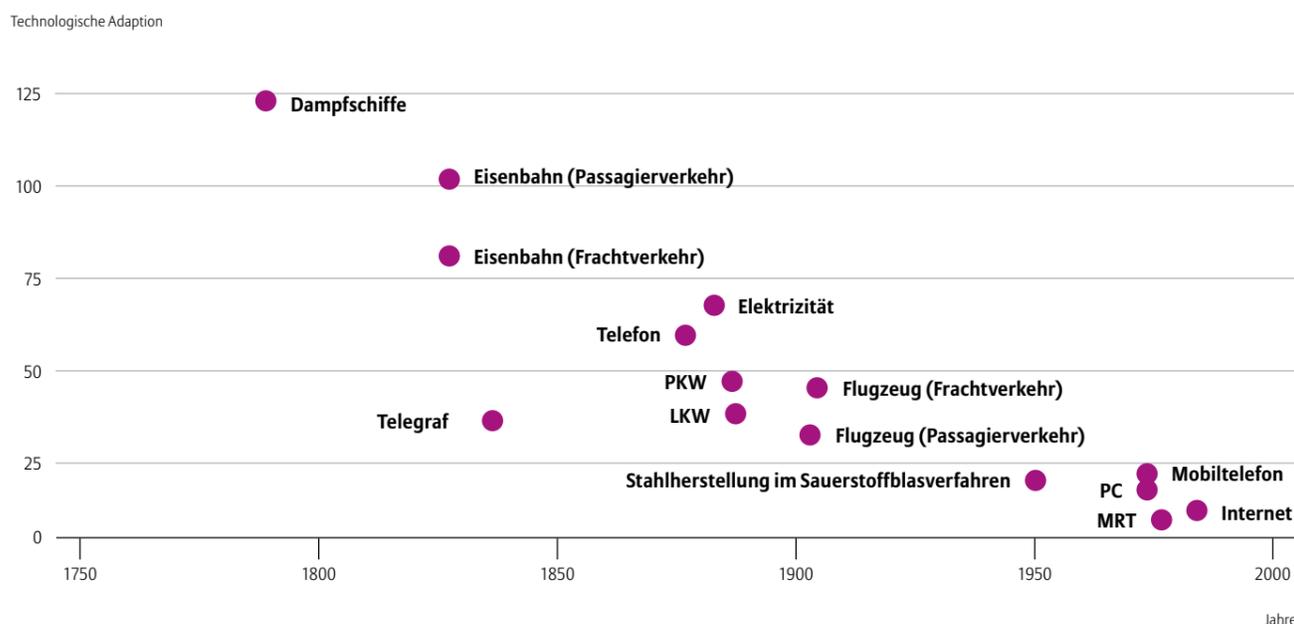
D WERTENTWICKLUNG VON SEGMENTEN DES US-AKTIEAMARKTS, DIE FÜR NEUE TECHNOLOGIEN STEHEN, IN DEN JAHREN IM ANSCHLUSS AN EINE WESENTLICHE TECHNOLOGISCHE INNOVATION



Quelle: Allianz GI, Fama, Cowles, Datastream, Daten per 12/2017

Legende: Die Grafik zeigt Median, Durchschnitt, Minimum und Maximum des nominalen Mehrertrags gegenüber dem breiten US-Aktienmarkt von Sektoren, in denen wesentliche technologische Innovationen stattfanden, auf Sicht von 1, 3, 5, 10 und 20 Jahren nach dem jeweiligen technologischen Durchbruch. Insgesamt wurden 13 technologische Innovationen seit dem späten 19. Jahrhundert untersucht.²

E DAS INNOVATIONSTEMPO WIRD IMMER SCHNELLER: ERSTEINSATZ NEUER TECHNOLOGIEN



Quelle: D. Comin und B. Hobijn (2010) „An Exploration of Technology Diffusion“
Legende: Die y-Achse zeigt den Zeitraum in Jahren, bis in 50% aller Länder die neue Technologie eingeführt war.

Zum anderen wird der Innovationszyklus immer dynamischer – beispielsweise dauerte es rund 100 Jahre, bis sich Eisenbahnen in der Hälfte der Länder der Welt etablierten, während dies beim Internet in weniger als 10 Jahren der Fall war (siehe **Grafik E**). Folglich haben Anleger immer weniger Zeit, um die Auswirkungen von Innovationen zu erfassen und die potenziellen Gewinner auf

Branchen- und Unternehmensebene zu identifizieren. Die vom österreichischen Ökonomen Joseph Schumpeter beschriebene „schöpferische Zerstörung“ – heute neudeutsch „Disruption“ bezeichnet – scheint weiter an Dynamik gewonnen zu haben. Das spricht umso mehr für aktives Anlagemanagement.



Stefan Hofrichter, Global Head of Economics and Strategy, Allianz Global Investors

»Thema im Fokus«: Antworten auf einen Blick

WAS KENNZEICHNET DIE 4. INDUSTRIELLE REVOLUTION?



Ihr Hauptmerkmal ist die Verschmelzung von Technologien. Dabei lösen sich die Grenzen der digitalen, der physischen und der biologischen Sphäre zunehmend auf. Dieser Wandel ist so grundlegend, dass die Verheißungen nie zuvor größer waren – ebenso wie die potenziellen Gefahren.

OFFIZIELLE STATISTIKEN WEISEN SEIT DEN 1970ER JAHREN – MIT KURZER UNTERBRECHUNG UM DIE JAHRTAUSENDWENDE – EINEN RÜCKGANG DER ZUWACHSRATEN DER ARBEITSPRODUKTIVITÄT AUF. WIE KANN DAS SEIN?



Technologische Innovation und Produktivitätswachstum sind nicht identisch. Optimisten gehen davon aus, dass die technologischen Innovationen über kurz oder lang zu höherem Produktivitätswachstum führen werden, sobald diese im großen Stil ausgerollt sind. Andere Stimmen sind pessimistischer. Für eine signifikante Steigerung der Arbeitsproduktivität vermissen sie etwas Entscheidendes: eine neue Grundlagentechnologie.

WIE WIRKT SICH DIE 4. INDUSTRIELLE REVOLUTION AUF DIE ARBEITSMÄRKTE AUS?



Aktuelle Technologien werden voraussichtlich zwei Trends verschärfen, die sich seit den 1980er Jahren abzeichnen: die Automatisierung von Routinetätigkeiten auf der einen Seite und ein steigender Bedarf an hochqualifizierten Mitarbeitern auf der anderen. Durch diese Entwicklung wächst das Risiko einer steigenden Einkommensungleichheit – ein idealer Nährboden für populistische Parteien und somit eine Gefahr für Wirtschaft und Kapitalmärkte.

WELCHE RELEVANZ HAT DIE DISKUSSION UM DIE PRODUKTIVITÄTSENTWICKLUNG FÜR DIE KAPITALMÄRKTE?



Wenn technologische Innovation auch zu höherem Produktivitätswachstum führt, sollte sich dies positiv auf Aktien auswirken – so zumindest die Theorie. In der Realität trifft dies aber nicht immer zu: a) weil technologische Innovationen nicht stets auch mit höherem Produktivitätswachstum einhergehen; b) weil andere Faktoren, v. a. Aktienbewertungen, den fundamentalen Zusammenhang überlagern können.

WIE SOLLTEN INVESTOREN REAGIEREN?



Investoren sollten nach „disruptiven“ Marktsegmenten Ausschau halten, die für bahnbrechende technologische Innovationen stehen, und auf das Bewertungsniveau achten. Aufgrund von sehr dynamischen Innovationszyklen bleibt allerdings immer weniger Zeit, potenzielle Gewinner zu identifizieren. Daher ist ein aktives Anlagemanagement umso wichtiger.

Kapitalmarkt- Implikationen 2018

Unser Kapitalmarktausblick gibt Ihnen einen kurzen Abriss über die aktuelle Entwicklung makroökonomischer Basisfaktoren. Darüber hinaus erfahren Sie, wohin sich die Kapitalmärkte nach unserer Einschätzung bis zum Jahresende 2018 bewegen könnten.

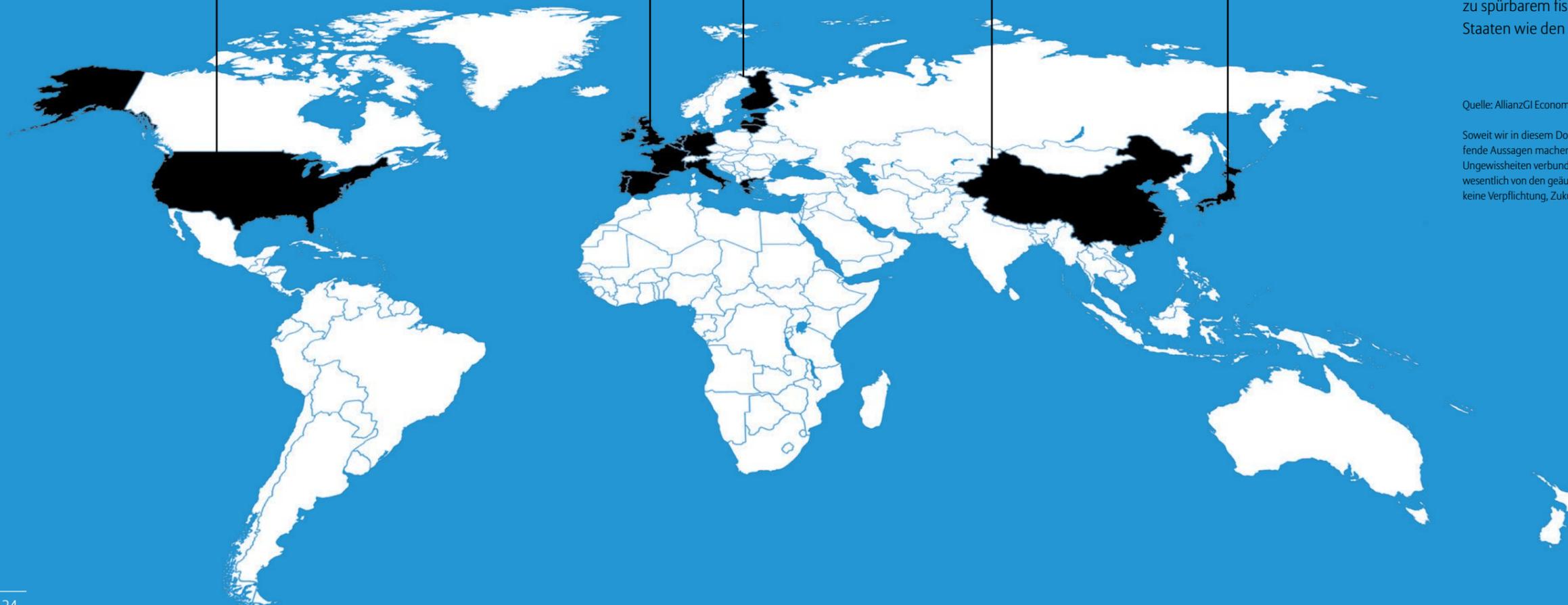
USA	2018
S&P 500	2.650
10J UST	3,35%
FFR	2,00–2,25%

UK	2018
FTSE	8.000
10J Gilt	2,00%
\$/£	1,35

EUROZONE	2018
EURO STOXX 50	3.900
DAX	14.250
10J Bund	1,25%
€/€	1,20

CHINA	2018
HSCEI	11.000
PBOC	4,35%
¥/\$	6,50

JAPAN	2018
Nikkei 225	23.500
10J JGB	0,10%
¥/\$	110



MAKROÖKONOMISCHES BASISZENARIO

1/ KONJUNKTUR

Viertes Quartal 2017 mit bestem Wachstum seit 2010. Wachstum über Potenzial, auch für die nächsten Monate. Produktionslücken schließen sich.

2/ PREISENTWICKLUNG

Wir erwarten steigende Gesamt- und Kerninflationen in den kommenden Monaten. Auf Produzentenebene weitere Anzeichen für steigenden Preisdruck.

3/ GELDPOLITIK

Weiterhin locker, aber Anzeichen für Ende der geldpolitischen Dominanz und nahenden Höhepunkt der Zentralbankliquidität verdichten sich. Fortgesetzte Divergenz. Risiko einer straffer als erwarteten Fed-Politik.

4/ FISKALPOLITIK

Steigender Druck, den „Staffelstab“ von der Geldpolitik zu übernehmen, aber nur begrenzter Spielraum und geringe Bereitschaft zu spürbarem fiskalischem Impuls weltweit, mit Ausnahme einzelner Staaten wie den USA und Japan.

Quelle: AllianzGI Economics and Strategy, Stand: März 2018.

Soweit wir in diesem Dokument Prognosen oder Erwartungen äußern oder die Zukunft betreffende Aussagen machen, können diese Aussagen mit bekannten und unbekanntem Risiken und Ungewissheiten verbunden sein. Die tatsächlichen Ergebnisse und Entwicklungen können daher wesentlich von den geäußerten Erwartungen und Annahmen abweichen. Es besteht unsererseits keine Verpflichtung, Zukunftsaussagen zu aktualisieren.

Strategien in Zeiten niedriger Risikoprämien

AUTOREN: ARNE TÖLSNER UND DR. WOLFGANG MADER

Das anhaltende Niedrigzinsumfeld erfordert von institutionellen Investoren neue Strategien, um die gesteckten Renditeziele zu erreichen. So kann die Erweiterung einer traditionellen Portfolioallokation um alternative Investments zu einer höheren risikoadjustierten Rendite, einer verbesserten Diversifikation und einer niedrigeren Marktsensitivität führen. Die konkrete Umsetzung bringt jedoch besondere Herausforderungen mit sich.

1

ANHALTENDES NIEDRIGZINSUMFELD

Auch in diesem Jahr sind die Herausforderungen für institutionelle Investoren, ihre Renditeziele zu erreichen, keinesfalls geringer geworden. Der Umgang mit schwindenden Risikoprämien im nun bereits über 100 Monate anhaltenden Niedrigzinsumfeld hat zwar sehr viele Innovationen hervorgerufen, stößt aber immer schneller an seine Grenzen. Viele Entscheidungsträger leiden nicht unter Ideenmangel oder Innovationskraft, jedoch hält sie häufig der Kampf mit Anlagerichtlinien, die nicht mehr ihren Anforderungen entsprechen, von der Neuausrichtung ihrer Kapitalanlage, z. B. hin zu alternativen Anlagen ab.

Aus folgenden Gründen sollte der Bedarf an alternativen Renditequellen weiter wachsen³:

1/ Die finanzielle Repression hält nicht nur an, sie hat in den vergangenen Jahren sogar eine neue Stufe erreicht. Die Renditen von Staatsanleihen mit solider Bonität befinden sich nach wie vor in negativem Terrain. Damit erfüllen sie nicht länger ihre traditionelle Rolle als Ertragsanlage. Die für die kommenden Jahre erwartete Normalisierung der Geldpolitik ist einzupreisen und birgt weitere Abwärtsrisiken. Zudem werden Staatsanleihen vermutlich nicht mehr die bisherige stark negative Korrelation zu risikotragenden Anlageklassen aufweisen.

2/ Die Hausse an den Aktienmärkten wird weiterhin durch die anhaltend lockere Geldpolitik und eine in etwa mit ihrer Potenzialrate wachsende Weltwirtschaft gestützt. Aber wie viel Aufwärtspotenzial haben Aktien denn wirklich noch?

3/ Es wird langsam Zeit, sich auf eine erhöhte Volatilität einzustellen. Hohe Bewertungen, ein möglicher geldpolitischer Normalisierungskurs der relevanten Zentralbanken und verschärfte geopolitische Risiken könnten bald eine Korrektur bei den risikoreichen Assets hervorrufen.

In diesem Szenario empfiehlt es sich, alternative Anlagestrategien mit konservativem Rendite-Risiko-Profil als Substitute für Anleihen zu finden, die Aktienallokation um marktneutrale Strategien mit geringem effektivem Exposure (Beta) zu ergänzen, Volatilitätsmanagement zu betreiben und Absicherungsstrategien zu installieren. Durch die Erweiterung einer traditionellen Portfolioallokation um alternative Investments können eine höhere risikoadjustierte Rendite, eine verbesserte Diversifikation und eine potenziell niedrigere Marktsensitivität erreicht werden.⁴

Dieses ist oft leichter gesagt als getan. In diesem Beitrag möchte ich mich auf die Anwendung von liquiden alternativen Strategien fokussieren.

»DER UMGANG MIT SCHWINDENDEN RISIKOPRÄMIEN IM NUN BEREITS ÜBER 100 MONATE ANHALTENDEN NIEDRIGZINSUMFELD HAT ZWAR SEHR VIELE INNOVATIONEN HERVORGERUFEN, STÖSST ABER IMMER SCHNELLER AN SEINE GRENZEN.«

2

LIQUIDE ALTERNATIVE ANLAGESTRATEGIEN

Bei der mittlerweile großen Auswahl empfiehlt es sich, in ein diversifiziertes Portfolio aus verschiedenen alternativen Strategien zu investieren. Dieses diversifizierte Portfolio soll in der Praxis oftmals zwei Ziele erreichen: a) positive Erträge über einen Marktzyklus bei gleichzeitig niedrigem Risiko, b) einen wertvollen Rendite- und Diversifikationsbeitrag im Portfoliokontext.

Abhängig vom Risikobudget liegt eine realistische Bandbreite für Renditeziele nach unseren hauseigenen Schätzungen bei 1,5% bis 3,5% über dem EONIA-Zinssatz. Ausgehend von einem typischen institutionellen Aktien-Renten-Portfolio bei einer 10%igen Beimischung als Ersatz für Rentenanlagen kann eine mittelfristige Erhöhung der Renditeerwartung um 0,1 bis 0,3 Prozentpunkte, je nach Ausgestaltung des Absolute-Return-Portfolios, erzielt werden.³

3

SYSTEMATISCHER INVESTMENTPROZESS

Folgende Anlagephilosophie hat sich zur Zielerreichung bewährt:

- Die Vereinnahmung von unterschiedlichen alternativen Risikoprämien
- Ein Fokus auf Risikomanagement und Verlustreduktion
- Eine weitgehende Marktneutralität gegenüber Aktien- und Zinsrisiken

Zur Umsetzung dieser Anlagephilosophie empfiehlt sich ein systematisches Vorgehen⁴:

1/ STRATEGIEDEFINITION:

Zunächst sollte der Anleger unter Berücksichtigung eventueller Restriktionen seine Erwartungen im Hinblick auf das angestrebte Rendite-Risiko-Profil realistisch darstellen und das zulässige Strategiespektrum festlegen.

2/ MANAGERSELEKTION:

Der Anleger sollte Manager identifizieren, die die jeweiligen alternativen Risikoprämien zweckmäßig sowie stabil über die Zeit abbilden. Diese Manager sollten sich hinsichtlich ihres Strategiespektrums

unterscheiden. Einen besonders hohen Stellenwert hat bei der Selektion von alternativen Strategien immer die qualitative Analyse.

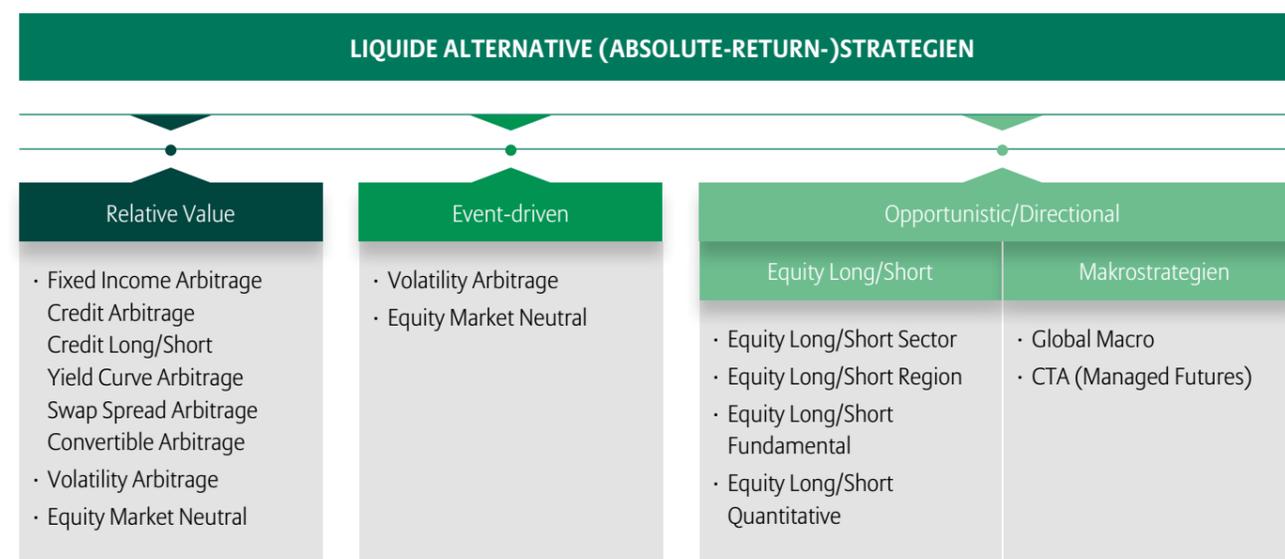
3/ PORTFOLIOKONSTRUKTION:

Bei der Erstellung eines Absolute-Return-Portfolios gilt es, neben dem Primärziel der Renditeerreichung bei Reduktion des Gesamtrisikos, Klumpenrisiken zu vermeiden. Es sollten quantitative Instrumente, wie beispielsweise eine in die Zukunft gerichtete Modellierung, eine Optimierung und eine Risikozerlegung, eingesetzt werden. Zusätzlich müssen die qualitativen Überlegungen als Nebenbedingungen in der Optimierung und Szenarioanalyse ergänzt werden.

4/ MONITORING:

Die laufende quantitative und qualitative Überwachung auf Ebene der Investitionen ist wichtig, um die Performance mit dem erwarteten Rendite-Risiko-Profil jeder Strategie zu vergleichen, eventuelle Performanceausschläge zu evaluieren und Portfolioänderungen bei Bedarf frühzeitig vorzunehmen.

A SEGMENTE DER LIQUIDEN ALTERNATIVEN (ABSOLUTE-RETURN-)STRATEGIEN



Quelle: AllianzGI Global Solutions



RISIKOPRÄMIEN UND PERFORMANCMUSTER

Um von der gesamten Bandbreite alternativer Strategien profitieren zu können, muss der Anleger die verschiedenen Arten bzw. die spezifischen Risikoprämien und Performancemuster kennen.

Die Strategien in den Segmenten „Relative Value“ und „Event-driven“ sind oft darauf spezialisiert, alternative Risikoprämien (z. B. Volatility, Merger Arbitrage) zu isolieren. Direktionales Marktexposure (gegenüber Aktien oder Renten) ist für diese Strategien kein Haupttrenditstreiber. „Makrostrategien“ setzen sich dagegen bewusst und dynamisch direktionalen Markteinflüssen aus. Sie versuchen von kurzfristigen und langfristigen Trends oder makro-

ökonomischen Entwicklungen zu profitieren. „Equity Long/Short“-Strategien sind dagegen stark durch Titelselektion mit entsprechenden Positionen auf dem Aktienmarkt getrieben, nehmen aber auch direktionales Exposure auf.

Bei einer Analyse unseres Hauses hat sich die im Portfoliokontext risikoreduzierende Wirkung der Segmente Equity Market Neutral, Merger Arbitrage sowie Credit Long/Short deutlich gezeigt. Die Segmente Global Macro und Managed Futures hingegen können eine Rendite generierende Rolle übernehmen.³

WAS IST DAS FAZIT?

Mit einem diversifizierten Portfolio von liquiden alternativen Strategien können Anleger eine attraktive risikoadjustierte Rendite bei niedrigem Risiko erzielen. Damit lässt sich ein wichtiger Rendite- und Diversifikationsbeitrag im Gesamtportfolio realisieren.

Vor dem Hintergrund der großen Heterogenität der angebotenen Strategien ist ein tiefes Verständnis für alternative Risikoprämien und eine intelligente Portfoliozusammensetzung wichtig, um die gewünschten Ergebnisse zu erzielen. Dabei hilft ein Investitionsprozess, in dem die Strategiedefinition, die Managerselektion, die Portfoliokonstruktion und das Monitoring speziell auf liquide alternative Strategien ausgerichtet sind.

B PROZESS FÜR DIE UMSETZUNG EINES PORTFOLIOS VON LIQUIDEN ALTERNATIVEN STRATEGIEN



Quelle: AllianzGI Global Solutions.



Dr. Wolfgang Mader, Head of Investment & Risk Strategy, risklab



Arne Tölsner, Head of Institutional D/A/CH, Allianz Global Investors

Infrastructure Debt und ESG: die Bedeutung strategischer Prioritätensetzung



Infrastructure Debt und ESG: die Bedeutung strategischer Prioritätensetzung

AUTOR: ADRIAN JONES

Unter ESG-Gesichtspunkten zeichnen sich Fremdkapitalinvestitionen in Infrastruktur (Infrastructure Debt) meist durch ein niedriges Risikoprofil und durch positive Effekte auf ESG-Faktoren aus. Für institutionelle Anleger kann sich die Investition in Infrastrukturprojekte mit potenziell höherem ESG-Risiko aber lohnen.

1 INFRASTRUCTURE DEBT

Fremdkapitalinvestitionen in Infrastruktur (Infrastructure Debt) besitzen im Hinblick auf ESG-Faktoren (Umwelt, Soziales und Corporate Governance) im Allgemeinen ein niedriges Risikoprofil, und sie zeichnen sich häufig durch eine positive Auswirkung auf ESG-Faktoren aus. Aufgrund ihres stark durch Strukturierung geprägten Charakters – Kreditauflagen (Covenants) räumen Fremdkapitalanlegern während der Investment-Phase eine gewisse Kontrolle über ihre Investitionen ein – kann eine strategische Segmentierung von Subsegmenten unter ESG-Gesichtspunkten sinnvoll sein. Dabei liefert der hohe Grad an Strukturierung die erforderlichen Mechanismen zur

positiven Einflussnahme, sofern sich Investoren dazu entschließen, in Infrastrukturprojekte mit potenziell höherem ESG-Risiko zu investieren.

Indem „Nachhaltigkeit“ zu einem zentralen Kriterium für Investoren wird, besteht allerdings die Gefahr, dass sich daraus eine Kultur des „bloßen Abhakens“ entwickelt. Hier ist eine klare Strategie gefragt, um die begrenzten Kapazitäten für ein ESG-Engagement auf jene Bereiche zu konzentrieren, in denen die ESG-Risiken wie auch die möglichen positiven Auswirkungen nachhaltiger Investments am größten sind.

2 DIE BEDEUTUNG EINES STRATEGISCHEN ESG-ANSATZES

Ohne einen effizienten strategischen Risikobewertungsrahmen werden im besten Fall große Mengen an Daten und Einschätzungen mit geringem Nutzwert zu Investitionsvorhaben mit im Wesentlichen niedrigen ESG-Risiken generiert. Hierdurch wird das Portfoliomanagement mit unnötigen Kosten belastet, die am Ende von den Investoren getragen werden müssen.

Acht, dass „aktives Nichtstun“ unter ESG-Gesichtspunkten häufig die schlechteste Option ist.

Insbesondere Umweltauswirkungen sind im Kontext und nicht absolut zu betrachten: Zwar ist die Luftverschmutzung in den dicht besiedelten Großstädten der westlichen Welt aufgrund des hohen Aufkommens von Benzin- und Dieselfahrzeugen besorgniserregend, allerdings sind es nach wie vor die Schwellenländer, in denen die Lebenserwartung der Bevölkerung am stärksten durch die Luftverschmutzung beeinträchtigt wird. Dort stellt vor allem die Verbrennung fossiler Brennstoffe oder tierischer Exkremente in häuslichen Feuerstätten zur Wärmegewinnung ein erheblich größeres Gesundheitsrisiko dar. Vor diesem Hintergrund dürften sich Investitionen in die Energieerzeugung in solchen Ländern grundsätzlich positiv auswirken, sei es durch die Nutzung erneuerbarer Energien oder durch die Modernisierung traditioneller Methoden der Energieerzeugung.

Im schlimmsten Fall werden Manager und Investoren ohne eine Fokussierung ihres ESG-Ansatzes auf Bereiche mit hohem ESG-Potenzial von einem Engagement bei Emittenten abgehalten, für die dieses notwendig und lohnenswert wäre. Im äußersten Fall könnte dies sogar zu einer Art „ESG-Protektionismus“ führen, bei dem beispielsweise Schwellenländer oder problematische Sektoren wie die Energieerzeugung aufgrund ihrer höheren ESG-Risiken generell ausgeklammert würden. Ein derartiger Ansatz würde nicht nur das Investmentrisiko der Investoren aufgrund geringerer Diversifizierung erhöhen. Er ließe zudem außer

3 DIE VORTEILE LIEGEN AUF DER HAND

Stärken bei den ESG-Faktoren finden generell ihren Niederschlag in höheren Bonitätseinstufungen und niedrigeren Fremdkapitalkosten. Diese Parameter fließen wiederum in die Bewertung von Schuldtiteln zur Finanzierung von Infrastrukturprojekten ein. Somit profitieren Infrastrukturprojekte auch in ihrem eigenen Rating und Pricing von einem guten ESG-Rating der beteiligten Vertragspartner.

Zusätzlich profitieren Fremdkapitalinvestitionen in Infrastruktur von mehreren zusätzlichen Merkmalen, die bei traditionellen Anleiheemissionen im ESG-Kontext nicht auftreten:

1/ In den Emissionsbedingungen von Fremdkapitalinvestitionen in Infrastruktur ist in der Regel präzise dargelegt, für welchen

Zweck die Finanzmittel verwendet werden, z.B. eine Projektfinanzierung zum Bau einer neuen Straße oder eines Windenergieparks.

2/ Im Unterschied zu Standardemissionen im Anleihen-Segment unterliegen Emittenten von Infrastrukturinvestments typischerweise zusätzlichen gesetzlichen oder vertraglichen Regulierungsvorschriften.

3/ Die Kreditauflagen (Covenants) von Fremdkapitalinvestitionen in Infrastruktur gehen üblicherweise weit über rein finanzielle Aspekte hinaus (z. B. Begrenzung des Fremdkapitalhebels oder Gewährung von Sicherheiten) und berühren die Durchführung der Geschäftsaktivitäten des Emittenten.

»STÄRKEN BEI DEN ESG-FAKTOREN FINDEN GENERELL IHREN NIEDERSCHLAG IN HÖHEREN BONITÄTSEINSTUFUNGEN UND NIEDRIGEREN FREMDKAPITALKOSTEN.«

4 RISIKOPROFILE

GERINGES ESG-RISIKO

Zu einer Projektfinanzierung mit geringem ESG-Risiko zählt beispielsweise ein Projekt zum Bau eines Studentenwohnheims in Zusammenarbeit mit einer Universität in einer gefestigten Demokratie wie Großbritannien.

Die EU besitzt ein ausgeprägtes Rechts- und Regulierungssystem mit strikten Umweltvorgaben, Arbeitnehmerrechten, Antidiskriminierungsgesetzen, strengen Bestimmungen zur Bekämpfung von Geldwäsche und robusten Regelungen zu Gesundheit und Arbeitsschutz, die in allen Phasen der Lebensdauer des Projekts – insbesondere jedoch in der Konstruktionsphase – von Bedeutung sind.

Neben den genannten defensiven ESG-Risikomerkmale stellt der Ausbau der Universität ein Investment mit positiver Auswirkung dar: Verbesserung der Karrierechancen von Studenten sowie Förderung von Forschung und wirtschaftlicher Entwicklung. Zudem spielen Universitäten in vielen Städten eine wichtige Rolle als Schnittstellen wirtschaftlicher, künstlerischer und kultureller Aktivitäten.

MITTLERES ESG-RISIKO

Ein Beispiel für eine fremdkapitalbasierte Projektfinanzierung mit mittlerem Risiko wäre der Bau einer neuen Straße in einem Land mit mittlerem Einkommensniveau, etwa in Osteuropa. Eine neue Straße könnte sich zwar theoretisch negativ auf die unmittelbare lokale Umwelt auswirken, da hierdurch ein höheres Verkehrsaufkommen entsteht. Allerdings könnte etwa der Bau einer Innenstadtumgehung die Umwelt- und Verkehrsbelastung senken und dadurch zur Steigerung der Lebensqualität der Stadtbewohner beitragen.

Für ein Projekt mit mittlerem Risiko wird im Vorfeld der Investition eine zusammenfassende Kurzform der ESG-Risiken und der risikomindernden Faktoren im Rahmen der allgemeinen Prüfung von Risiken und risikomindernden Faktoren herangezogen.

HOHES ESG-RISIKO

Ein Projekt mit hohem Risiko wäre beispielsweise die thermische Stromerzeugung in einem Schwellenland. Schwellenlandrisiken trägt Allianz Global Investors im Allgemeinen durch Zusammenarbeit mit Institutionen Rechnung, die beim Management dieser Risiken über eine entsprechende Erfahrung und Erfolgsbilanz verfügen. So hat AllianzGI einen der ersten Fonds zur Infrastrukturfinanzierung in Zusammenarbeit mit der IFC (International Finance Corporation, ein Mitglied der Weltbankgruppe) aufgelegt. Durch diesen Fonds können Investoren bei AllianzGI in ein Darlehensportfolio investieren, für das die IFC entsprechende Investments in Infrastrukturprojekte in Schwellenländern generiert und auch das Portfoliomanagement verantwortet.

Bei Co-Investments mit anderen internationalen Finanzinstitutionen wird in unserer ersten Due-Diligence-Phase die Angemessenheit ihrer ESG-Grundsätze und -Verfahren ermittelt, anstatt eine Due-Diligence-Prüfung für jedes Einzelinvestment vorzunehmen. Für unvorhergesehene Situationen behalten wir uns bestimmte Beteiligungs-Vetorechte vor.

AllianzGI verfolgt einen ganzheitlichen Bewertungsansatz, mit dem zunächst das ESG-Risikoprofil eines potenziellen Emittenten auf fundamentaler Basis ermittelt und anschließend einer von drei Kategorien (niedriges, mittleres oder hohes Risiko) zugeordnet wird.



5 RAHMENBEDINGUNGEN

Bei fremdkapitalbasierten Projektfinanzierungen mit geringem ESG-Risiko stellt die Einhaltung lokaler Gesetze, emittentenspezifischer Regelungen und Vertragsbedingungen der Gegenpartei in der Regel indirekt eine umfassende Garantie im Hinblick auf ESG-Faktoren dar. Dies ermöglicht Investoren eine äußerst kosteneffiziente Kontrolle durch Aufnahme marktüblicher Covenants für Finanzierungsverträge und typischer Sanktionen bei Verstößen gegen diese Covenants – Aussetzung von Ausschüttungen auf das Eigenkapital bei geringfügigen Verstößen (bis zur Beseitigung dieser Verstöße), Verwertung von Sicherheiten und vorzeitige Fälligkeitstellung bei erheblichen Verstößen. Eine spezifische ESG-Prüfung ist typischerweise nur für Investments mit höheren Risiken erforderlich.

Je stärker solche Projekte den in reifen Demokratien üblichen internationalen und regionalen Vereinbarungen zu Umweltzielen unterliegen, desto fraglicher ist es, dass ein Kapitalgeber mit den verschiedenen Facetten dieser politischen Rahmenbedingungen vertraut ist oder dass er gar am besten weiß, wie sich ein bestimmtes ökologisches oder sozioökonomisches Ziel erreichen lässt. Investoren sollten sich daher auf die Prüfung der Kreditwürdigkeit der zu finanzierenden Assets innerhalb des regulatorischen und vertraglichen Rahmens konzentrieren.

WAS IST DAS FAZIT?

Investoren, die das Thema ESG ernst nehmen, können ihr Rentenportfolio guten Gewissens diversifizieren, indem sie Teile in Fremdkapitalinvestitionen im Infrastrukturbereich allokalieren. Darüber hinaus erlauben die strengen Kreditaufgaben der zugrunde liegenden Transaktionen aktiven Managern eine Aufsichtsfunktion wahrzunehmen, in deren Rahmen sie die Einhaltung von Gesetzen und Vorschriften prüfen können, die in gefestigten Demokratien mit dem Ziel von Umweltschutz und Nachhaltigkeit eingeführt wurden⁵.



Adrian Jones, Director, Infrastructure Debt, Allianz Global Investors



Allianz Capital Partners und Allianz Global Investors bündeln Kräfte im Bereich Alternatives

Allianz Capital Partners (ACP) war bisher exklusiv für die Allianz-Gruppe tätig, einen der größten institutionellen Anleger weltweit.

Zukünftig sollen auch Drittkunden von der langjährigen Expertise der ACP im Bereich Alternative Equity profitieren.

Um künftig Investoren ein noch breiteres Spektrum alternativer Anlagemöglichkeiten anbieten zu können, arbeiten Allianz Capital Partners und Allianz Global Investors in diesem Bereich künftig eng zusammen. Zu diesem Zweck wechselt ACP, der Spezialist der Allianz-Gruppe für alternative Investments, als eigenständige Einheit unter das Dach von AllianzGI.

In der Vergangenheit hat AllianzGI selbst bereits 36 Milliarden Euro für institutionelle und private Kunden in liquiden und illiquiden alternativen Assets verwaltet; durch den Zusammenschluss mit ACP erhöht sich diese Zahl auf knapp 60 Milliarden Euro.

Während ACP bisher ausschließlich für Unternehmen der Allianz-Gruppe und deren Kunden tätig war, verfolgt die neue Kooperation das Ziel, Investmentlösungen für Drittkunden zu entwickeln, die auf der langjährigen Erfahrung und den bewährten Investmentprozessen von ACP basieren. Seinen bisherigen Hauptkunden – die Allianz-Gruppe – wird ACP selbstverständlich weiter betreuen.

INVESTMENTKOMPETENZEN ERGÄNZEN SICH.

In der Zusammenarbeit werden sich Allianz Global Investors und Allianz Capital Partners optimal ergänzen: Da beide Unternehmen zur Allianz-Gruppe gehören, teilen sie eine gemeinsame Unternehmenskultur und orientieren sich gegenüber Kunden und

Mitarbeitern an gemeinsamen Werten. Beide streben nach herausragenden Anlageergebnissen und für beide gilt als höchste Priorität, die Bedürfnisse der Kunden optimal zu erfüllen.

Viele Mitarbeiter von AllianzGI und ACP haben bereits in der Vergangenheit eng kooperiert und dabei Arbeitsbeziehungen aufgebaut, die künftig unter dem gemeinsamen Dach weiter vertieft werden. Darüber hinaus hat AllianzGI schon in den letzten Jahren immer wieder neue Teams und Investmentkompetenzen erfolgreich in das Unternehmen integriert und so seine „Alternatives-Plattform“ stetig erweitert. Andererseits ergänzen und vertiefen die Investmentfähigkeiten von ACP die bereits bestehende Expertise von AllianzGI im Bereich Alternatives. Dies gilt in besonderem Maß für Private Equity Dachfonds und Infrastructure Equity. Im Bereich erneuerbarer Energien etwa arbeiten die Teams von AllianzGI und ACP mit jeweils eigenen Investmentstrategien: So lassen sich komplementäre Anlagestrategien entwickeln, die unseren Kunden attraktive, langfristige und stabile Renditen in Aussicht stellen.

Offiziell trat die Kooperation zum 1. Januar 2018 in Kraft, bis erste gemeinsame Anlagelösungen angeboten werden, wird es aber noch bis zum Jahresbeginn 2019 dauern – zunächst ist noch eine Vielzahl organisatorischer und aufsichtsrechtlicher Fragen zu klären.

»Unser **breitgefächertes** Angebot und unsere Risikomanagement-DNA sind **wie geschaffen** für die Bedürfnisse der **Single Family Offices**.«



Interview

Gerhard Single, Head of Family Offices, Allianz Global Investors, im Gespräch mit **Kerstin Keller**, Head of Institutional Marketing und Chefredakteurin Update Magazin, Allianz Global Investors

?

Kaum einen Begriff greifen Medien aktuell so häufig auf wie den des Family Office. Wundert Sie das?

Gerhard Single: Erstaunlich ist es schon. Ganz so eindeutig wie er klingt, ist der Begriff nämlich nicht. Abgesehen davon, dass er nicht geschützt ist, existiert auch keine klare Definition. Am ehesten greifbar ist noch die Unterscheidung zwischen Single Family Offices und Multi Family Offices – trotz teilweise gewisser Parallelen in der Ausgestaltung und Umsetzung bei der Strukturierung von Familienvermögen.

Single Family Offices werden meist von Familien gegründet, die über institutionelle Vermögensgrößen von mindestens 200 bis 300 Millionen Euro verfügen. Ziel ist es, sich um die finanziellen, hin und wieder auch um die darüber hinausgehenden alltäglichen Belange der Familienmitglieder zu

kümmern. Der Fokus liegt aber ganz klar auf dem realen Erhalt und der Vermehrung des Familienvermögens. Das erste Single Family Office wurde 1838 von der Familie Morgan in den USA gegründet, das damals bekannteste war das 1882 etablierte der Familie Rockefeller.

Multi Family Offices dagegen bieten vermögenden Investoren unterschiedliche Dienstleistungen an – je nach Lizenzierung reicht das Spektrum hier vom reinen Reporting oder das Controlling bis hin zur klassischen Vermögensverwaltung. In diesem Bereich tummeln sich auch Banken, die manchmal unter dem eigenen Namen, manchmal unter einer gesonderten Firmierung Multi Family Office Dienstleistungen für ihre exklusivsten Kunden erbringen.

?

Was sind die Gründe für die anhaltende Popularität von Family Offices?

Gerhard Single: Auch hier begegnen wir wieder einer großen Vielschichtigkeit. Was Single Family Offices betrifft, liegt es sicher daran, dass sich immer häufiger mittelständische Unternehmer von ihren Firmen trennen. Gründe hierfür sind nicht selten Probleme bei der Nachfolgeregelung, aber auch, dass wegen einer regen M&A-Tätigkeit aktuell attraktive Preise für Firmen gezahlt werden. Ist der Verkauf dann abgeschlossen, erkennen die Unternehmer immer öfter, dass die Gründung eines Single Family Office die beste Lösung ist, um das Vermögen zu verwalten und den Zusammenhalt der Familie zu fördern.

Hinzu kommt ein zweiter Grund: Sowohl die Finanzkrise 2008/2009 als auch der Fall Schlecker haben gezeigt, dass es unter Umständen sinnvoll

sein kann, nicht alle Vermögenswerte, Anlagen und Investitionen im eigenen Unternehmen zu haben, sondern sich etwa über Ausschüttungen ein Single Family Office neben dem florierenden Unternehmen aufzubauen.

Bei Multi Family Offices sieht es etwas anders aus. Ihre Popularität und die hohe Anzahl an Neugründungen ist darauf zurückzuführen, dass viele Banken sich von Mitarbeitern trennen oder diese freiwillig den Weg in die Selbständigkeit wählen und dass diese mit einer kleinen Auswahl an bisher betreuten Kunden ein Multi Family Office gründen. Zudem führt auch die durch eine negative Presse geschürte Bankenverdrossenheit dazu, dass immer mehr Multi Family Offices entstehen.



Was ist das Besondere an der Investmentphilosophie von Single Family Offices?

Gerhard Single: So etwas wie eine einheitliche Investmentphilosophie gibt es schlichtweg nicht. Im Gegenteil: Mir ist keine professionelle Investorengruppe bekannt, die im Hinblick auf ihr operatives Setup und ihre Investmentphilosophie heterogener ist als die der Single Family Offices. Dies ist auch nicht weiter verwunderlich, wenn man bedenkt, dass das Familienunternehmen bei einigen Single Family Offices bereits verkauft wurde, bei anderen noch immer eine dominante Rolle spielt, da es den Großteil des Familienvermögens ausmacht. Oftmals ist bei mittelständischen Unternehmen der CFO nicht nur für die Finanzen der Firma zuständig, sondern auch für das Familienvermögen. Wir sprechen hier von einem integrierten Family Office, das zwar separiert betrachtet wird, aber doch vollständig im Unternehmen steckt. Aber auch bei Single

Family Offices mit vergleichbarem Hintergrund gleicht nahezu keines dem anderen.

Grundsätzlich kann man sagen, dass die meisten Single Family Offices aufgrund ihrer institutionellen Vermögensgröße ihre Investitionen entsprechend professionell verfolgen. Weil sie sich auf die Verwaltung des eigenen Vermögens konzentrieren, unterliegen sie im Vergleich zu anderen institutionellen Investoren zudem keinerlei Beschränkung hinsichtlich der Investition in Alternative Investments oder Beteiligungen. Nicht selten allozieren Single Family Offices an Stelle von Anleihen lieber konservative Hedgefonds-Strategien, Immobilien oder Infrastrukturprojekte/-investitionen, um ein vergleichbares Chance-Risiko-Profil zu erreichen.



Wieso ist Allianz Global Investors ein so interessanter Partner für Family Offices?

Gerhard Single: Für Single Family Offices und Familienunternehmer sind wir aus unterschiedlichen Gründen ein geschätzter Partner. Seit der Finanzkrise etwa findet das Thema Kontrahenten- und Reputationsrisiko bei vermögenden Familien und Familienunternehmern eine starke Beachtung. Mit einer soliden und hinsichtlich ihrer Reputation über jeden Zweifel erhabenen Allianz-Gruppe als Mutter im Rücken sind wir hier sehr gut aufgestellt. Darüber hinaus sind unser breitgefächertes Angebot und unsere Risikomanagement-DNA wie geschaffen für die Bedürfnisse der Single Family Offices und deren Interesse an unterschiedlichen Assetklassen und Investmentthemen.

Auf der Investmentseite bieten wir nahezu alles an – von traditionellen Aktien- und Renteninvestitionen in Europa, den USA und Asien über innovative liquide und illiquide alternative Investmentstrategien bis hin zu einem umfassenden Risiko-Overlay-

Management, also einer gesamthaften Risiko- und Investitionsquotensteuerung. Wenn gewünscht, kann ein erfahrenes Team von Analysten aus unserem Haus sogar den Due Diligence Prozess und die Auswahl externer Manager für unsere Kunden übernehmen. Umgesetzt werden können Mandate bei uns wahlweise über ein Managed Account, einen Spezialfonds oder – wenn verfügbar – über einen Publikumsfonds. Bei Bedarf berät unser Risikomanagementteam Single Family Offices außerdem bei der Erstellung und Umsetzung ihrer strategischen Asset Allocation.

Multi Family Offices, die als Vermögensverwalter agieren und für ihre Kunden in Aktien-, Renten- und Investmentfonds investieren, bietet AllianzGI eine umfassende Auswahl an interessanten Strategien für Aktien, Renten und Liquid Alternatives, die in Form eines Investmentfonds bereitgestellt werden und sich in der Praxis bewährt haben.



Was macht AllianzGI in der Betreuung von Single Family Offices anders als andere Anbieter?

Gerhard Single: Ich denke, dass unsere Kunden besonders unser Netzwerk innerhalb der Family Office Community schätzen. Nach Aussagen unserer Kunden ist es uns gelungen, in den letzten Jahren eine der renommiertesten Konferenzen im deutschsprachigen Raum für diese Investorengruppe zu etablieren. Positiv wird außerdem wahrgenommen, dass diese Kundengruppe bei AllianzGI von einem eigens darauf spezialisierten Team betreut wird.

Darüber hinaus stehen wir als Sparringspartner zur Verfügung, wenn ein neues Single Family Office gegründet werden soll. Dabei orchestrieren wir etwa Treffen mit anderen, im Single Family Office

Bereich bereits erfahrenen Familien, um über eine mögliche Vernetzung einen Mehrwert zu schaffen, der über unser eigentliches Angebot hinausgeht. Dies kann auch für bereits etablierte Single Family Offices erfolgen und Bereiche betreffen, die nicht zu unserer Kernkompetenz gehören, wie z. B. Family Governance oder die Nachbesetzung von Single Family Offices. Über unser erfahrenes Master-KVG-Team können wir zu guter Letzt sowohl bei Neugründungen als auch beim neuen Aufsetzen bereits etablierter Family Office Strukturen eine entsprechende Investmentinfrastruktur bereitstellen. Ich denke, der größte Beweis für die Zufriedenheit unserer Kunden ist, dass wir wichtige Neukontakte zumeist über Empfehlungen erhalten.



Sie sind für die Family Offices in Deutschland, Österreich und der Schweiz verantwortlich, wobei Deutschland und die Schweiz sicherlich die bedeutendsten Family Office Märkte in Kontinentaleuropa sind. Worin unterscheiden sich die beiden Märkte?

Gerhard Single: In Deutschland gibt es insbesondere Single Family Offices, hinter denen deutsche Familien stehen. Die relativ hohe Anzahl an hochvermögenden Familien in Deutschland hängt mit dem deutschen Mittelstand zusammen, der sich zumeist in der Nachkriegszeit etabliert hat und eine große Erfolgsgeschichte ist.

Im Vergleich dazu gibt es in der Schweiz bei Single Family Offices eine größere Durchmischung der Nationalitäten. Dort findet man deutsche Familien ebenso wie dänische, italienische oder englische,

aber auch von außerhalb Europas, etwa aus Indien, Brasilien, dem Mittleren Osten oder Russland. Vergleichbar ist diese Internationalität nur mit dem Single Family Office Markt in Großbritannien. Österreich ist kleiner, aber relativ zur Größe des Landes gibt es dort auch bedeutende Family Offices und sehr erfolgreiche Familienunternehmen.



Kerstin Keller, Head of Institutional Marketing und Chefredakteurin Update Magazin, Allianz Global Investors

Alle Quellen und Hintergründe

THEMA IM FOKUS

- Seite 16:** Zur Vertiefung: Rise and Fall of American Growth: The U.S. Standard of Living since the Civil War.v
- Seiten 19, 21:** Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.

Verwendete Literatur und Daten:

Allianz Global Investors: The Economics of Populism, 2017
 E. Brynjolfsson, A. McAfee: The Second Machine Age: Work, Progress, and Prosperity in a Time of Brilliant Technologies, 2016
 D. Comin, B. Hobijn: An Exploration of Technology Diffusion, 2010
 C. B. Frey, T. Berger, C. Chen: Political Machinery: Automation Anxiety and the 2016 U.S. Presidential Election, 2017
 C. B. Frey, M. A. Osborne: The Future of Employment: How susceptible are jobs to computerisation?, 2013
 Robert James Gordon: Is US Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds, 2012
 Óscar Jordà, Moritz Schularick, Alan M. Taylor: Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts, in: NBER Macroeconomics Annual 2016, Band 31, hrsg. von Martin Eichenbaum und Jonathan A. Parker, Chicago: University of Chicago Press, Macrohistory Lab, Universität Bonn
 S. Nairn: Engines that Move Markets, 2002
 The Conference Board: Prioritizing Productivity, 2014
 The Conference Board: Navigating the Digital Economy, 2016

Conference Board, Produktivitätsdatenbank
 Cowles Data, Yale School of Management: gängige Aktienindizes
 Fama/French: Datenbibliothek

STRATEGIEN IN ZEITEN NIEDRIGER RISIKOPRÄMIEN

- Seiten 27, 28, 30:** Soweit wir in diesem Dokument Prognosen oder Erwartungen äußern oder die Zukunft betreffende Aussagen machen, können diese Aussagen mit bekannten und unbekanntem Risiken und Ungewissheiten verbunden sein. Die tatsächlichen Ergebnisse und Entwicklungen können daher wesentlich von den geäußerten Erwartungen und Annahmen abweichen. Es besteht unsererseits keine Verpflichtung, Zukunftsaussagen zu aktualisieren.
- Seiten 27, 28:** Ein Erfolg der Strategie kann nicht garantiert und Verluste können nicht ausgeschlossen werden.

INFRASTRUCTURE DEBT UND ESG: DIE BEDEUTUNG STRATEGISCHER PRIORITÄTENSETZUNG

- Seite 36:** Ein Erfolg der Strategie kann nicht garantiert und Verluste können nicht ausgeschlossen werden.

Impressum

Update I/2018
 Das Kundenmagazin für institutionelle Investoren

Herausgeber:
 Allianz Global Investors GmbH
 Bockenheimer Landstr. 42 – 44
 60323 Frankfurt a. M.
 ch.allianzgi.com
 ch.allianzgi.com/de-de/updatemagazin

Chefredakteurin:
 Kerstin Keller

Projektleiterin:
 Maria Rita Raffaele

Redaktion:
 Peter Berg, Kerstin Keller, Hans-Joachim Kollmannsperger,
 Hans-Jörg Naumer, Klaus Papenbrock, Maria Rita Raffaele,
 Oliver Schütz, Christian Subbe, Caroline Tschesche

Kontakt zur Redaktion:
 update-redaktion@allianzgi.com

Layout:
 Rotwild GmbH, Köln

Satz:
 Rotwild GmbH, Köln

Druck:
 Schleunungdruck GmbH, Marktheidenfeld

Fotografien:
 Allianz Global Investors, Getty Images, iStock

Stand: März 2018

Ein Ranking, Rating oder eine Auszeichnung ist kein Indikator für die künftige Entwicklung und unterliegt Veränderungen im Laufe der Zeit. Soweit wir in diesem Dokument Prognosen oder Erwartungen äußern oder die Zukunft betreffende Aussagen machen, können diese Aussagen mit bekannten und unbekanntem Risiken und Ungewissheiten verbunden sein. Die tatsächlichen Ergebnisse und Entwicklungen können daher wesentlich von den geäußerten Erwartungen und Annahmen abweichen. Es besteht unsererseits keine Verpflichtung, Zukunftsaussagen zu aktualisieren. Investieren birgt Risiken. Der Wert einer Anlage und Erträge daraus können sinken oder steigen. Ein Erfolg der Strategie kann nicht garantiert und Verluste können nicht ausgeschlossen werden. Investoren erhalten den investierten Betrag gegebenenfalls nicht in voller Höhe zurück.

Die Volatilität der Preise für Fondsanteilewerte kann erhöht oder sogar stark erhöht sein. Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Wenn die Währung, in der die frühere Wertentwicklung dargestellt wird, von der Heimatwährung des Anlegers abweicht, sollte der Anleger beachten, dass die dargestellte Wertentwicklung aufgrund von Wechselkursschwankungen höher oder niedriger sein kann, wenn sie in die lokale Währung des Anlegers umgerechnet wird.

Dies ist nur zur Information bestimmt und daher nicht als Angebot oder Aufforderung zur Abgabe eines Angebots, zum Abschluss eines Vertrags oder zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren zu verstehen. Die hierin beschriebenen Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar.

Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Die darin beschriebenen Anlagemöglichkeiten berücksichtigen nicht die Anlageziele, die finanzielle Situation, die Kenntnisse, die Erfahrung oder die besonderen Bedürfnisse einer einzelnen Person und sind nicht garantiert. Die dargestellten Einschätzungen und Meinungen sind die des Herausgebers und/oder verbundener Unternehmen zum Veröffentlichungszeitpunkt und können sich – ohne Mitteilung darüber – ändern. Die verwendeten Daten stammen aus verschiedenen Quellen und wurden als korrekt und verlässlich bewertet, jedoch nicht unabhängig überprüft; ihre Vollständigkeit und Richtigkeit sind nicht garantiert. Es wird keine Haftung für direkte oder indirekte Schäden aus deren Verwendung übernommen, soweit nicht grob fahrlässig oder vorsätzlich verursacht. Bestehende oder zukünftige Angebots- oder Vertragsbedingungen genießen Vorrang.

Tagesaktuelle Fondspreise, Verkaufsprospekte, Gründungsunterlagen, aktuelle Halbjahres- und Jahresberichte und wesentliche Anlegerinformationen in deutscher Sprache sind kostenlos beim Herausgeber postalisch oder als Download unter der Adresse www.allianzgi-regulatory.eu erhältlich. Bitte lesen Sie diese alleinverbindlichen Unterlagen sorgfältig vor einer Anlageentscheidung.

Dies ist eine Marketingmitteilung, herausgegeben von Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.de, einer Kapitalverwaltungsgesellschaft mit beschränkter Haftung, gegründet in Deutschland; Sitz: Bockenheimer Landstr. 42 – 44, 60323 Frankfurt/M., Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt/M., HRB 9340; zugelassen von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (www.bafin.de). Diese Mitteilung genügt nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung solcher Empfehlungen. Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form sind nicht gestattet.



Steht Ihr Portfolio auch langfristig auf einem stabilen Fundament?

Investieren Sie in Infrastruktur!



Anlageformen wie Infrastructure Equity oder Infrastructure Debt bieten institutionellen Investoren vielversprechendes Diversifizierungspotenzial für ihr Portfolio aufgrund der geringen Volatilität und Korrelation zu anderen Assetklassen. Um die Chance zu haben, langfristig stabile und nachhaltige Erträge zu erzielen, ist fundiertes Know-how erforderlich. Mit Allianz Global Investors steht Ihnen ein kompetenter Partner zur Seite, mit dem Sie auch in komplexe Großprojekte investieren können. Seit vielen Jahren verwalten wir für unsere Kunden milliardenschwere Investitionen in diesen Anlageklassen – eine Erfahrung, auf die Sie bauen können.

Sie wollen mehr dazu erfahren? Dann sprechen Sie uns an!

Allianz 
Global Investors

Investieren birgt Risiken. Der Wert einer Anlage und Erträge daraus können sinken oder steigen. Investoren erhalten den investierten Betrag gegebenenfalls nicht in voller Höhe zurück. Dies ist eine Marketingmitteilung, herausgegeben von Allianz Global Investors (Schweiz) AG, einer 100%igen Tochtergesellschaft der Allianz Global Investors GmbH, die über Bewilligungen der FINMA (www.finma.ch) als Vertriebssträger sowie der OAKBV (Oberaufsichtskommission berufliche Vorsorge) zur Verwaltung von Vermögen der beruflichen Vorsorge verfügt. Stand: März 2018

Verstehen. Handeln.