

Update Magazin



Active is: Allianz Global Investors

- 06 Investment Forum
- 12 Einkommens- und Vermögensverteilung
- 24 Infrastrukturanlagen

Inhalt

- 04 | Spotlights**
Neues aus der Welt von Allianz Global Investors
- 06 | Investment Forum**
Sechs Erkenntnisse von unserem Investment Forum in London
- 12 | Einkommens- und Vermögensverteilung**
Ungleichheit: die Rolle der Geldpolitik
- 22 | Kapitalmarktausblick**
Kapitalmarkt-Implikationen 2018
- 24 | Infrastrukturanlagen**
Investitionen in Infrastruktur – Nutzen für die Gesellschaft und stabile Erträge für Investoren
- 32 | Rentenexpertise**
Erweiterte Kompetenz: das neue US Fixed Income Team
- 36 | Allianz Global Investors aktuell**
Allianz Global Investors ermöglicht Investoren den Zugang in die Assetklasse Trade Finance.
- 38 | Interview**
Tobias Pross, Head of EMEA, Allianz Global Investors

Ein weites Feld...

Sehr geehrte Leserin, sehr geehrter Leser,

sind Sie auch auf der Suche? Immer mehr Investoren wollen im Umfeld niedriger Zinsen neben den klassischen Anlagen wie Renten und Aktien zusätzliche Renditequellen erschließen – und setzen auf Alternative Investments. Die Vorteile liegen auf der Hand: Mit einer Ergänzung der traditionellen Portfolioallokation können höhere risikoadjustierte Renditen erzielt werden und das bei gleichzeitig verbesserter Diversifikation und niedrigerer Marktsensitivität. Wie so oft steckt aber die Tücke im Detail. Es gibt ein weites, sehr heterogenes und gleichzeitig komplexes Feld an alternativen Strategien, und deshalb ist ein tiefes Verständnis der Besonderheiten einzelner Strategien und eine gut ausbalancierte Portfoliostrukturierung entscheidend für einen nachhaltigen Anlageerfolg.

Für Allianz Global Investors sind alternative Kapitalanlagen der am stärksten wachsende Geschäftsbereich, in welchem wir unser Angebot an Lösungen kontinuierlich erweitern. Beispielsweise um die Assetklasse Trade Finance, die wir Ihnen in dieser Ausgabe vorstellen. Mit der Allianz-Working-Capital-Strategie stellen wir Ihnen eine Anlagelösung für eine große komplexe Assetklasse vor. Was können Investoren erwarten? Unsere Strategie bietet attraktive Renditen und einen großen Diversifikationseffekt bei geringer Volatilität und sehr kurzer Laufzeit, durch Investitionen in die Finanzierung von Handelstätigkeiten der Realwirtschaft.

Langfristig investieren und stabile Erträge sichern – auch das ist ein wichtiges Anlagethema und zugleich das Grundprinzip von Infrastrukturinvestitionen.

Dr. Christian Fingerle, der CIO von Allianz Capital Partners, schreibt in seinem Beitrag über die Chancen, die sich für institutionelle Investoren durch die Investitionslücke und die wachsende Anzahl von Infrastrukturprojekten ergeben können.

Wie wichtig Infrastrukturanlagen für ein ausgewogenes Anlageportfolio sind, haben im Übrigen auch unsere Experten beim Investment Forum in London betont. Beim Treffen im September haben wir die aktuelle Lage der Weltwirtschaft erörtert und sind der Frage nachgegangen, wie sich Anleger im aktuellen Umfeld verhalten sollen.

Der Befund: Die Weltwirtschaft ist noch in guter Verfassung, aber es gibt immer mehr Störfuer. Die Hintergründe erfahren Sie im Beitrag von Neil Dwane.

Ich wünsche Ihnen eine anregende Lektüre.

Ihr Arne Tölsner




Arne Tölsner, Head of Institutional Germany, Austria & Switzerland, Allianz Global Investors



Spotlights



Ausblick



Auszeichnung



Neue Seidenstraße



Analyse



Künstliche Intelligenz

Sechs Erkenntnisse von unserem Investment Forum in London

Diesen September kamen unsere Experten wieder zusammen, um die Lage der Weltwirtschaft zu erörtern und der Frage nachzugehen, wie sich die Anleger an den Finanzmärkten verhalten sollten. Übereinstimmung erzielten wir in folgender Hinsicht: Die Weltwirtschaft ist noch in guter Verfassung, doch beeinflusst das Geschehen auf Ebene von Politik und Handel die Märkte in zunehmend unerwarteter Weise. In diesem Umfeld kann ein aktives Management von Risiken und Chancen – insbesondere die Diversifikation in Länder, Assetklassen und Sektoren – von Vorteil sein.

Mehr dazu in dieser Ausgabe auf den Seiten 6–11 sowie unter:



MEHR DAZU UNTER
www.updatemagazineonline.com/de/investmentforum

Zum zweiten Mal Greenwich Quality Leader in Europa.

Zum zweiten Mal wurde Allianz Global Investors dieses Jahr als Greenwich Quality Leader im institutionellen Investment Management in Europa ausgezeichnet. In Deutschland erhielt AllianzGI diese Auszeichnung nun bereits zum achten Mal.

In allen führenden Märkten liegt AllianzGI bei der Servicequalität im ersten Quartil. Darüber hinaus konnte sich AllianzGI gemäß der Studie als führender Anbieter für aktives Asset Management in Kontinentaleuropa behaupten. AllianzGI konnte hierbei zunehmend von der Wahrnehmung als Spezialist für Alternative Assets profitieren.

Die neue Seidenstraße (One Belt, One Road)

China ist ein Land der Superlative und als solches gibt es sich nicht mit einfachen Projekten zufrieden. Vom weltgrößten Radioteleskop über die längste Überwasserbrücke der Welt bis hin zum Drei-Schluchten-Staudamm – China beeindruckt immer wieder, wenn es um aufsehenerregende Vorhaben geht.

Das Projekt „Neue Seidenstraße“, auch bekannt unter „One Belt, One Road“, ist ebenfalls herausragend: Knapp 70 Länder (vorwiegend Schwellenländer), die 30% der weltweiten Wirtschaftsleistung und 60% der Weltbevölkerung ausmachen, sollen stärker vernetzt werden, insbesondere durch einen Ausbau ihrer Infrastruktur. Dem enormen wirtschaftlichen Potenzial stehen jedoch einige Herausforderungen gegenüber.



MEHR DAZU UNTER
www.updatemagazineonline.com/de/seidenstrasse

Die Inflation könnte schneller steigen, als viele denken

Inflation oder Nichtinflation? Die Frage stellen sich derzeit viele Anleger, denn es ist für die wenigsten eindeutig, wie die aktuellen Daten zu interpretieren sind. In seiner aktuellen Publikation schreibt Chefstrategie Neil Dwane darüber, dass Inflation schneller steigen kann, als man denkt, und wie sich Anleger darauf vorbereiten können.



MEHR DAZU UNTER
www.updatemagazineonline.com/de/inflation

AllianzGI Fonds für künstliche Intelligenz überschreitet Volumen von 1 Mrd. Euro

Das verwaltete Vermögen des im Frühjahr 2017 aufgelegten Allianz Global Artificial Intelligence Fonds hat die Marke von 1 Mrd. Euro überschritten. Der Fonds war der erste dieser Art in Europa. Er investiert in Unternehmen, die auf das disruptive Potenzial künstlicher Intelligenz setzen. Die Strategie des Fonds zielt darauf ab, vom rasanten technischen Fortschritt in Bereichen wie Big Data, lernenden Maschinen, selbstfahrenden Autos sowie dem Internet der Dinge zu profitieren. Insgesamt verwaltet AllianzGI weltweit über 4 Mrd. Euro im Rahmen dieser Strategie, die im September 2016 gemeinsam mit Nikko und Sumitomo Mitsui Asset Management in Japan aufgelegt worden war.



Sechs Erkenntnisse von unserem Investment Forum in London

AUTOR: NEIL DWANE

Diesen September kamen unsere Experten wieder zusammen, um die Lage der Weltwirtschaft zu erörtern und der Frage nachzugehen, wie sich die Anleger an den Finanzmärkten verhalten sollten. Übereinstimmung erzielten wir in folgender Hinsicht: Die Weltwirtschaft ist noch in guter Verfassung, doch beeinflusst das Geschehen auf Ebene von Politik und Handel die Märkte in zunehmend unerwarteter Weise. In diesem Umfeld kann ein aktives Management von Risiken und Chancen – insbesondere die Diversifikation in Länder, Assetklassen und Sektoren – von Vorteil sein.

1/ Der Brexit ist nicht mit einer einzelnen Entscheidung abgeschlossen – und nicht alle Branchen werden auf der Verliererseite stehen.

Das Wirtschaftswachstum in Großbritannien hat sich in den letzten Jahren verlangsamt und das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) hat durch den Brexit-Prozess bereits Schaden genommen. Unabhängig davon, was Anfang 2019 in puncto Brexit geschieht, wird zunächst nur wenig Klarheit bestehen. Die Details der Loslösung von der EU werden erst über Monate und Jahre zutage treten. Klar ist jedoch, dass nicht alle Branchen in gleicher Weise vom Brexit betroffen sein werden. Beispielsweise würde im Fall eines „harten Brexits“ das Pfund abwerten, was wahrscheinlich den großen Exportfirmen in Großbritannien ebenso zugutekäme.

Bei einem harten Brexit würde Großbritannien auch eine beträchtliche Lücke im Außenhandel auszugleichen haben, wenn es den Zugang zu den Märkten der Europäischen Union verliert. Die EU ist der größte Handelspartner des Landes, während diese selbst weniger von einer Beeinträchtigung der Handelsbeziehungen mit Großbritannien betroffen wäre. Dasselbe gilt für die übrigen großen Handelspartner Großbritanniens, darunter China, die USA und das Commonwealth. Anleger sollten daher britische Unternehmen bevorzugen, die besser auf den Brexit vorbereitet sind oder in erheblichem Umfang außerhalb der EU tätig sind. Dabei handelt es sich eher um große Firmen als um kleinere oder mittlere Anbieter.

2/ Handelskonflikte sind schlecht für die Märkte, aber nicht unbedingt für aktive Anleger.

US-Präsident Donald Trump verändert die Rahmenbedingungen für den Welthandel weiter. Dies hat zwar die US-Märkte bislang nicht beeinträchtigt, doch einige Bereiche tun sich schwer. Beispielsweise entfällt mehr als die Hälfte der von den USA nach China exportierten Agrarprodukte auf Sojabohnen, und laut Bloomberg sind die Preise seit März um mehr als 20% gefallen, was den Landwirten zu schaffen macht. Dagegen könnten Unternehmen, die weiter oben in der Wertschöpfungskette angesiedelt sind, imstande sein, höhere Kosten an die Abnehmer weiterzureichen. Solche Firmen zu identifizieren, könnte sich für aktive Anleger als Chance erweisen.

Investoren sollten auch nach Gelegenheiten Ausschau halten, die sich aus Kursschwankungen im Zusammenhang mit der Aushandlung neuer Verträge mit Mexiko, Kanada und Deutschland sowie anderen wichtigen Handelspartnern ergeben. US-Präsident Trump hat eindeutig China im Visier, doch könnte das Land bereit sein, seinen Konflikt mit den

USA gütlich beizulegen, zumal China seine Wirtschaft für ausländische Investoren öffnen möchte. Sollte es zu einer Wachstumsverlangsamung in den Schwellenländern kommen oder legte es China auf Vergeltung an, würden die USA wahrscheinlich weiterhin der sicherste Markt für Anleger sein.

Die amerikanische Zentralbank Federal Reserve (Fed) wird bei ihrer weiteren Straffung der Geldpolitik auf mögliche Auswirkungen des Handelskonflikts auf Wachstum und Inflation achten. Dabei handelt es sich um einen anspruchsvollen Balanceakt. So will die Fed die Leitzinsen weiter erhöhen, um die Inflation in Schach zu halten und um in Zukunft wieder über mehr Handlungsspielraum zu verfügen. Jedoch könnte sie den Fehler machen, die Zinsen zu stark oder zu schnell anzuheben und damit das Wachstum zu beeinträchtigen und die Kursschwankungen an den Märkten zu verstärken.

Wichtigste Aspekte

- 1/ Die Aussichten für die Weltwirtschaft sind von Unsicherheit und starken Schwankungen geprägt. Für aktive Manager ist das eine Chance, die Gewinner zu identifizieren und die Verlierer zu meiden.
- 2/ Der Brexit und die Außenhandelspolitik der USA tragen zusätzlich zur Unsicherheit bei. Allerdings wird auf längere Sicht erkennbar, wer die Profiteure der weiteren Entwicklung sein werden.
- 3/ Ungleichheit stellt eine echte Bedrohung für die wirtschaftliche und soziale Stabilität dar. Unternehmen, die dem entgegenwirken wollen, verfügen aber über viele Optionen.
- 4/ Cyberangriffe können erhebliche finanzielle Schäden verursachen. Durch aktiven Dialog mit den Unternehmen lässt sich besser einschätzen, inwieweit sie mit Cyberrisiken umgehen können.



3/ Wirtschaftliche Ungleichheit wirkt disruptiv – ein Fokus auf ESG ist vorteilhaft.

Ökonomische Ungleichheit nimmt immer mehr Raum in der politischen Diskussion in den USA und in Europa ein, da sich die Ungleichverteilung der Vermögen verschärft. Dieses Warnsignal ist von den Anlegern zu beachten – nicht zuletzt, weil Ungleichheit zu Disruption, Instabilität, einer Verschlechterung des gesellschaftlichen Umfelds und etlichen sozialen Fehlentwicklungen führen kann.

Aus Investorensicht lässt sich das Problem auf zwei Wegen angehen:

- Der erste Ansatz besteht darin, mit der Führung der Unternehmen Themen aus dem Bereich Governance zu erörtern – ein wesentliches Element des immer wichtiger werdenden ESG-Investmentansatzes, der sich auf die Aspekte Umwelt, Soziales und Governance konzentriert. Eine stärkere Verknüpfung der Vergütung an der Unternehmensspitze mit der Ertragsentwicklung kann zur Verringerung von Einkommensunterschieden beitragen. Daneben können ernsthafte

Bemühungen zur Weiterbildung es den Belegschaften ermöglichen, trotz zunehmender Automatisierung und Verbreitung künstlicher Intelligenz weiterhin ein Auskommen zu haben.

- Der zweite Ansatz ist eine verstärkte Teilhabe an den Kapitalmärkten durch Verbesserung des Zugangs für die breite Bevölkerung. Dies kann dadurch geschehen, dass man entsprechende Finanzdienstleistungen auf breiterer Grundlage und in günstigerer Form zur Verfügung stellt, also die finanzielle Inklusion verbessert. Des Weiteren kann man dazu beitragen, das Finanzwissen der Menschen zu vertiefen. Nicht zuletzt lassen sich Lösungen bereitstellen, die es mehr Anlegern ermöglichen, Risiken zu managen und ihr Vermögen im Zeitverlauf zu mehren. Wenn Investoren und Anlagemanager Mehrwert schaffen und teilen, können wir auch unsere gemeinsamen sozialen Verpflichtungen besser erfüllen.



Einbeziehung von Infrastruktur als Mittel der Portfoliodiversifikation in Verbindung mit nachhaltigem langfristigem Ertragspotenzial

4/ Es ist höchste Zeit, dass die Unternehmen etwas gegen Cyberrisiken tun.

Cyberangriffe auf große Unternehmen haben sich von einer Plage zu einer Bedrohung entwickelt. Heute sind Unternehmen in allen Branchen, Ländern und Größenklassen breit angelegten, unvorhersehbaren Attacken ausgesetzt. So haben Angriffe auf bedeutende Firmen bereits dazu geführt, dass die Fertigung angehalten werden musste und wichtige Produkte nicht ausgeliefert werden konnten. Für Anleger kann dies Kursrückgänge zur Folge haben, entweder aufgrund der Ausgaben für Gegenmaßnahmen oder infolge des damit einhergehenden Rufschadens.

Die gute Nachricht ist, dass viele Unternehmen erstaunliche Fortschritte beim Kampf gegen Cyberattacken machen. Allerdings sind einige besser dafür gerüstet als andere. Die Herausforderung besteht darin, diese Unternehmen zu identifizieren. Ein aktiver Dialog mit der Unternehmensführung kann zutage fördern, welche Firmen besser gegen Cyberangriffe gewappnet sind.

5/ Anlagen im Bereich Infrastruktur haben sich aus gutem Grund seit 2008 vervierfacht.

Viele Anleger betrachten Infrastrukturanlagen zunehmend als eine Möglichkeit, ihre Portfolios besser auszubalancieren. Nach Angaben von Preqin¹ hat sich das verwaltete Vermögen im Bereich Infrastruktur in den letzten zehn Jahren mehr als vervierfacht.

Diese alternative Anlageklasse ist deshalb für Anleger attraktiv, weil sie ein robustes Risiko-Ertrags-Profil aufweist. Sie bietet ein stabiles langfristiges Renditepotenzial, verbesserte Diversifikation und die Möglichkeit des Schutzes gegen Inflation. Außerdem verfügt die Anlageklasse über günstige Voraussetzungen für umfangreiche staatliche Unterstützung, speziell

im Bereich „grüner“ Infrastruktur. Nach Angaben der International Finance Corporation könnte die Nachfrage nach Investitionen im Bereich städtischer Wasserversorgung bis 2030 mehr als 13 Billionen US-Dollar betragen, während der Markt für Wind- und Solarstrom bis 2040 einen Investitionsbedarf von 6 Billionen Dollar haben könnte.

Wie bei jeder Geldanlage sind mit Infrastrukturanlagen auch Risiken verbunden. Jedoch glauben wir, dass diese durch sorgfältige Überwachung und Dialog mit den bei Infrastrukturprojekten involvierten Unternehmen beherrscht werden können.

6/ Prozyklisches Handeln durch langfristiges aktives Investieren vermeiden

Auch wenn die Weltwirtschaft derzeit in relativ guter Verfassung ist, scheint die Zukunft weniger gewiss und anfälliger für Schwankungen. Die Anlageerträge dürften in den nächsten 5 bis 10 Jahren geringer ausfallen, sodass man als Investor mehr für den Anlageerfolg tun muss und weniger prozyklisch agieren darf. Man sollte nicht den Fehler machen, nur

Strategien zu verfolgen, die sich in der Vergangenheit gut entwickelt haben, und gleichzeitig Strategien zu ignorieren, die möglicherweise das größte Zukunftspotenzial aufweisen. Ein aktiver, engagierter Anlageansatz kann dazu beitragen, Mehrwert zu erwirtschaften und die Risiken im Portfolio möglichst gering zu halten.



Neil Dwane, Global Strategist, Allianz Global Investors

Ungleichheit: die Rolle der Geldpolitik

AUTOR: STEFAN HOFRICHTER

Seit Anfang der 1980er Jahre hat weltweit die Einkommens- und auch Vermögensungleichheit deutlich zugenommen. Dies gilt nicht nur für entwickelte Industrieländer, sondern, mit wenigen Ausnahmen, auch für Schwellenländer. Besonders augenfällig ist die Entwicklung in den USA: Der Gini-Koeffizient – ein übliches statistisches Maß für Ungleichheit – ist auf dem höchsten Wert seit den 1930er Jahren. Der Rückenwind für populistische Parteien und Politiker seit Mitte der 1980er Jahre, insbesondere seit Ausbruch der Finanzkrise, und der Einsatz unkonventioneller geldpolitischer Instrumente sowie historisch niedrige, z. T. negative Nominalzinsen, gaben der Diskussion um Ungleichheit neuen Aufwind.

1/ Gründe für steigende Ungleichheit: die konventionelle Argumentationslinie

Als Hauptursache für zunehmende Einkommensdivergenz wird in der wissenschaftlichen Literatur zumeist die in den 1970er und 1980er Jahren beginnende Automatisierung von Produktionsprozessen angesehen, die dafür sorgte, dass manuelle und repetitive Tätigkeiten zunehmend von Maschinen und neuen Technologien übernommen wurden. Der Aufschwung im internationalen Handel Anfang der 1980er Jahre, der durch die wirtschaftliche Öffnung Chinas (ab 1979) und den Zusammenbruch des Kommunismus (1989/90) beschleunigt wurde, steht dabei in einem engen Zusammenhang mit der Automatisierung, ermöglichte und erleichterte er doch die Verlagerung von Produktionsstandorten im großen Stil ins Ausland.

Konsequenz: Die Nachfrage nach und damit auch die Kompensation von hochqualifizierten und gut bezahlten Beschäftigten ist überdurchschnittlich angestiegen, während die Entlohnung von Geringqualifizierten inflationsbereinigt sogar rückläufig war. Die Dynamik in der Entlohnung von Beziehern mittlerer Einkommen war zwar leicht positiv, allerdings ist der Anteil der Beschäftigten dieser Einkommensgruppe zurückgegangen. Gerade die mittlere Einkommensgruppe litt besonders unter der Verdrängung von Routinetätigkeiten durch neue Technologien.

Ein weiterer Erklärungsansatz für die zunehmende Einkommensdivergenz verweist auf die rückläufige gewerkschaftliche Organisation von Arbeitnehmern. Die damit verbundene gesunkene Verhandlungsmacht bei Lohnverhandlungen traf besonders untere und mittlere Einkommenschichten.

Auch der Finanzsektor wird als erklärender Faktor für gestiegene Ungleichheit angeführt. Von der gestiegenen internationalen Kapitalmobilität infolge der Kapitalmarktderegulierung der letzten Jahrzehnte profitier(t)en besonders größere und international ausgerichtete Unternehmen sowie deren Beschäftigte. Gerade in Schwellenmärkten stellt auch der Zugang zu Finanzinstrumenten und die damit verbundene Möglichkeit, Können und Wissen zu erwerben bzw. zu hebeln (z. B. in Form von Ausbildungskrediten), einen Erklärungsansatz dar. Jedoch wird die Bedeutung des Finanzsektors für die Erklärung zunehmender Ungleichheit relativ zu den realwirtschaftlichen Entwicklungen (Automatisierung, internationaler Handel) als deutlich untergeordnet angesehen.

Sowohl staatliche Umverteilung in Form eines progressiven Steuersatzes auf Einkommen als auch Erbschafts- bzw. Vermögenssteuern führen schließlich dazu, dass die Ungleichheit nach Steuern deutlich geringer ausfällt als vor Steuern, ohne dass es zwingend zu einer negativen Wachstumsauswirkung kommen muss.

2/ Geldpolitik und Ungleichheit: die Sichtweise der Zentralbanken

Zentralbanken teilen im Kern die oben genannten Einschätzungen. Ungleichheit wird demnach primär durch Faktoren erklärt, die außerhalb der Kontrolle der Geldpolitik liegen, nämlich technologischer Wandel und Globalisierung. Die ultraexpansive Notenbankpolitik weltweit seit 2007 wird keinesfalls als eine weitere Ursache für Ungleichheit angesehen, sondern hätte – ganz im Gegenteil – positive Verteilungseffekte. Warum?

Der geldpolitische Stimulus sorgte für eine Erholung der Wirtschaft und folglich auch für eine deutliche Verbesserung der Arbeitsmärkte und des verfügbaren Arbeitnehmerentgelts. Zwar nehmen auch die Unternehmens- und Vermögenseinkommen zu und die Nettozinseinnahmen der privaten Haushalte sinken im Niedrigzinsumfeld. Der Nettoeffekt auf die Einkommensverteilung ist aber positiv. Ein Zitat von Mario Draghi aus dem Jahr 2016 fasst diese Denkweise sehr gut

zusammen: „ Monetary policy actions that boost the economy typically reduce income inequality ...“ Dies schließt nicht aus, dass sich die Vermögensungleichheit in Folge eines geldpolitischen Stimulus erhöht. Der Nettoeffekt auf die Vermögensverteilung hängt aber letztlich davon ab, welche Assetklassen (Rentenpapiere, Aktien, Immobilien) in welchem Umfang steigen, welche Assetallokation private Haushalte haben (es gibt deutliche Unterschiede je nach Land) und wie die verschiedenen Assetklassen finanziert werden (Eigen- oder Fremdkapital).

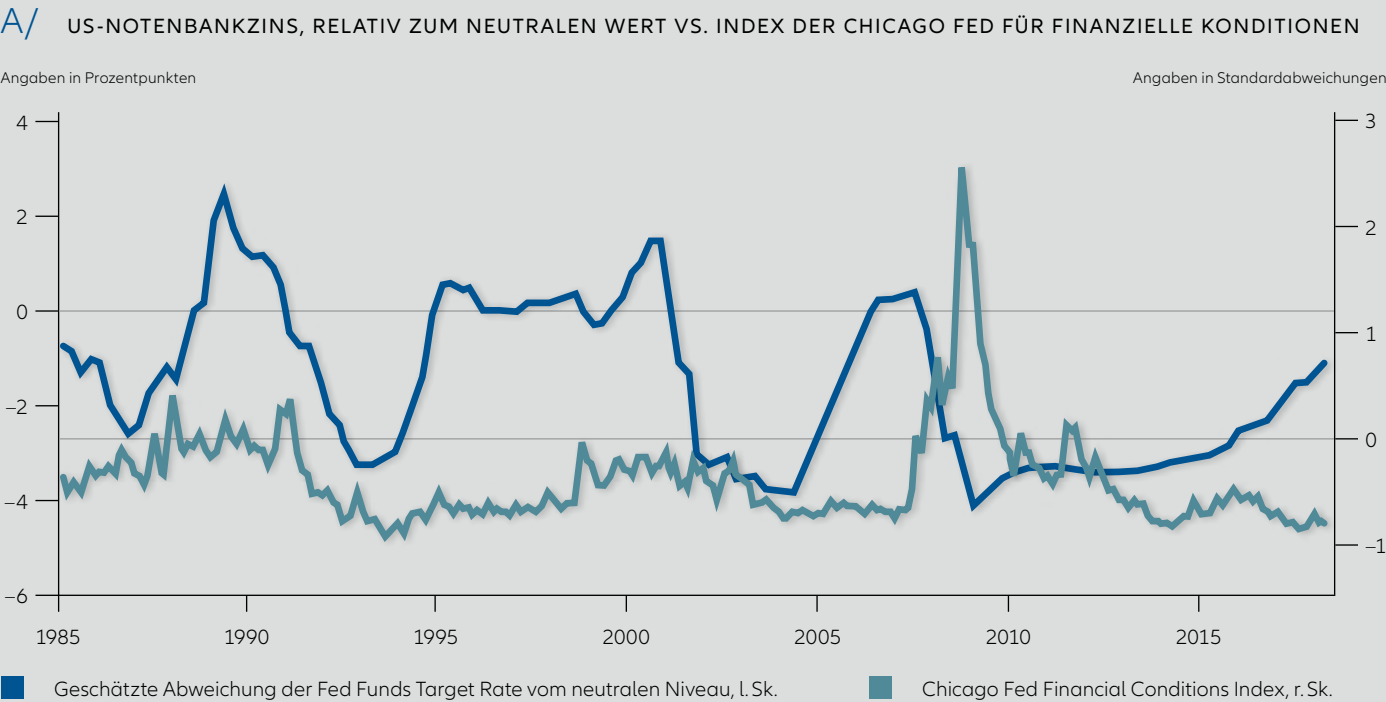
Mittel- bis langfristig wäre Geldpolitik, so die Sicht der Notenbanken, aber ohnehin verteilungsneutral: Wenn die Geldpolitik symmetrisch ist, d. h. Phasen geldpolitischer Stimulierung und Straffung ähnlich stark ausgeprägt sind, sollten sich die positiven und negativen Verteilungseffekte im Zeitablauf ausgleichen.

3/ Asymmetrische Geldpolitik seit den 1980er Jahren

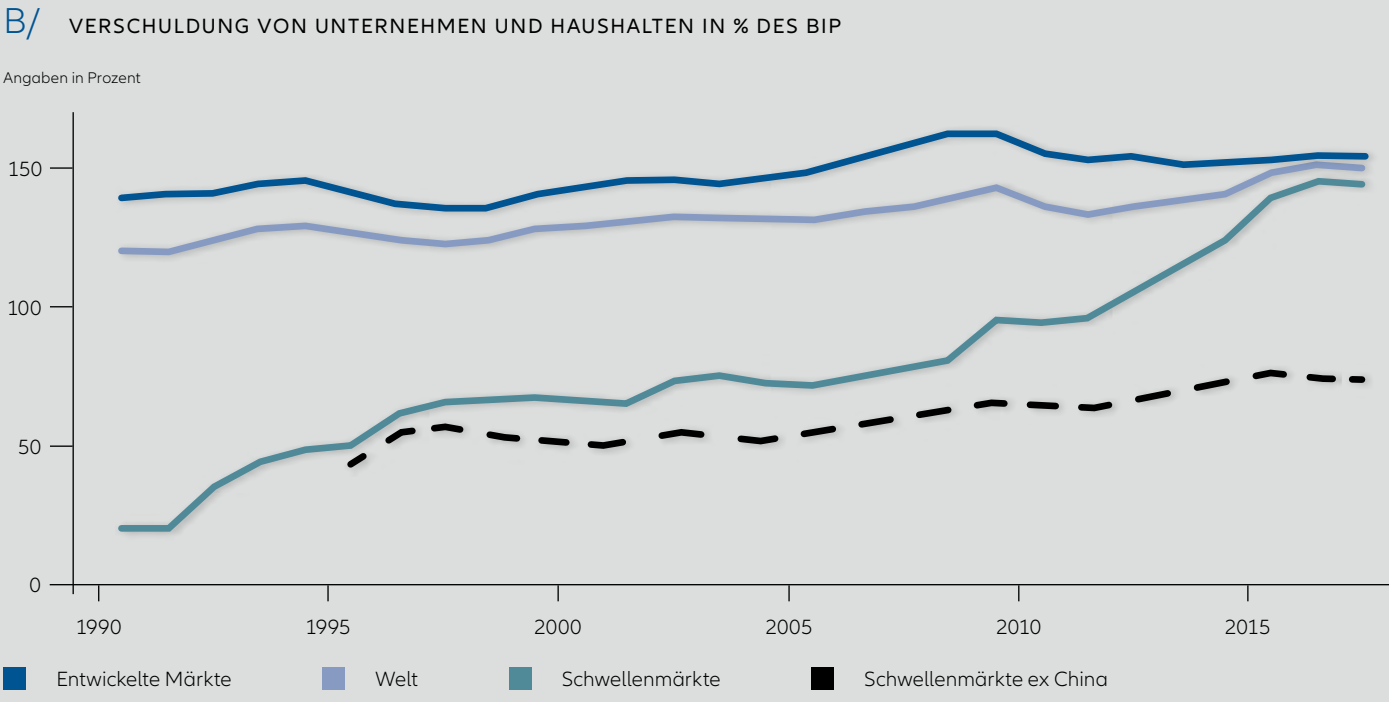
Gerade diese Annahme kann und muss man aber in Frage stellen, wie wir bereits in früheren Studien herausgestellt haben. Wir teilen hier u. a. die Meinung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich.

Auf Basis unserer Schätzungen war die Geldpolitik in den USA und Europa im Mittel seit den 1980er Jahren etwas zu locker und unter dem geschätzten „neutralen“ Wert, bei dem die Wirtschaft weder stimuliert noch abgebremst wird (siehe [Grafik A/](#)): In Rezessionszeiten bzw. in Antizipation möglicher Verwerfungen auf den Kapitalmärkten (die Fed gab Ende 1999 einen Liquiditätsschub, um mögliche Verwerfungen in den Finanzmärkten aufgrund potenzieller „Y2K-Computerfehler“ abzufedern) wurde die Geldpolitik gelockert. Eine rückläufige Güterpreis-inflation rechtfertigte es dann aber aus Sicht der Zentralbanken, die Zinsen in wirtschaftlichen Boomphasen nicht übermäßig zu erhöhen. Gleichzeitig steigende Assetpreise spielten lange für die Geldpolitik keine Rolle („Jackson Hole Consensus“). Selbst heute, mehr als zehn

Jahre nach Ausbruch der globalen Finanzkrise, ist die Relevanz von Assetpreisen für die Geldpolitik alles andere als klar und spielt höchstens eine untergeordnete Rolle in der Ziel-funktion von Zentralbanken. Lockere finanzielle Konditionen für den Unternehmenssektor sind die Folge. Dies gilt auch am aktuellen Rand: Bei einem nominalen Trendwachstum in den USA von ca. 3,5 % liegt die „neutrale“ nominale Fed Funds Target Rate eher bei 3 % als bei aktuell knapp 2 %. Der von der Chicago Fed errechnete Index für Finanzkonditionen deutet ebenfalls auf ein deutlich zu lockeres Niveau hin – und dies schon seit 2013. Wir kommen für die Europäische Zentralbank (EZB) und die Bank von England (BoE) zu einer ähnlich gelagerten Einschätzung. In Japan war gerade in den Jahren nach dem Plaza Accord 1985 und vor Platzen der Blase 1989/90 die Geldpolitik ebenfalls zu expansiv, als die Yen-Stärke und folglich eine relativ niedrige Güterpreis-inflationsrate die Bank von Japan (BoJ) von einer restriktiveren Geldpolitik abgehalten hatten.



Quelle: Thomas Reuters Datastream, AllianzGI Economics & Strategy; Stand: 13.08.2018



Quelle: AllianzGI, BIS, Daten per Q4 2017
Legende: Analyse umfasst G20-Länder, BIP (USD-Gewichtung)

Die günstigen Finanzierungsbedingungen wurden und werden durch die internationale Kapitalmobilität in den Rest der Welt exportiert.



4/ Strukturelle Unterstützung von Assetmärkten durch asymmetrische Geldpolitik

Inwieweit ist dies relevant in der Diskussion um steigende Ungleichheit? Eine strukturell zu expansive Geldpolitik stimuliert zu einem Preis für riskante Assets, da Marktteilnehmer eine künftige stärkere Wirtschaftsaktivität diskontieren. In der Tat haben Aktien seit Mitte der 1980er Jahre überdurchschnittliche Erträge weltweit generiert – und dies trotz des Platzens der vermutlich größten Aktienblase in der Finanzmarktgeschichte im Jahr 2000 und trotz der Finanzkrise 2007/08. So waren die annualisierten realen Aktienreturns in den USA bei knapp 9% und in Europa bei annähernd 7% im Vergleich zu einem langfristigen Durchschnitt von etwas unter 7% bzw. 6%. Immobilien haben in dieser Zeitspanne

ebenfalls im Mittel solide Erträge erwirtschaftet (real zwischen 3 und 4% p.a.), auch weil sich die Immobilienpreise nach Platzen der Blase in vielen westlichen Industrieländern in den Jahren nach 2006/2007 wieder deutlich erholt haben. Selbst globale Anleihenmärkte erzielten leicht überdurchschnittliche Returns, auch wenn diese deutlich niedriger waren als die von Aktien: Niedrigere Zentralbankzinsen führten auch zu fallenden Renditen am langen Ende der Zinskurve und somit zu steigenden Anleihepreisen. Vermögensbesitzer haben folglich vom Anstieg der Vermögenspreise und der Kapitaleinkommen profitiert, die Vermögens- und Einkommensungleichheit ist somit strukturell angestiegen.

5/ Fehlallokation von Ressourcen – negativ für Wachstum und Verteilung

Zu niedrige Zinsen fördern zunächst auch die Wirtschaftsaktivität. Die Investitionstätigkeit und die Nachfrage nach Krediten steigt an. Die globale Investitionsquote hat in der Tat 2015 den höchsten Wert seit 1990 erreicht (26%) und liegt aktuell nur wenig unter diesem Wert. Ebenso hat der Verschuldungsgrad des Privatsektors weltweit in den letzten Jahrzehnten und auch gerade nach der Finanzkrise massiv zugenommen: Relativ zum BIP ist die Verschuldung von Unternehmen und Haushalten derzeit auf einem Allzeithoch von 150% (siehe [Grafik B/](#)). Zwar ist die Verschuldung in vielen Industriestaaten seit der Finanzkrise leicht gesunken, in einigen Staaten aber, die nicht oder kaum von der Finanzkrise betroffen waren (z.B. Australien, Hong Kong, Kanada, Neuseeland, Schweden, Singapur) ebenso wie in einigen Schwellenländern (insbesondere China, aber auch z.B. Korea, Thailand, Türkei) hat die Verschuldung deutlich zugenommen. Grund: Die günstigen Finanzierungsbedingungen wurden und werden durch die internationale Kapitalmobilität in den Rest der Welt exportiert.

Diese Entwicklung hat mittel- und langfristig negative Auswirkungen nicht nur auf die gesamtwirtschaftliche Produktivität, sondern erhöht à la longue auch die Ungleichheit. Warum? Bei zu niedrigen Finanzierungskosten sinkt die Hürde für die Rentabilität von Investitionen: Auch weniger effiziente Investitionsvorhaben lohnen sich. Es kommt somit zu einer Fehlallokation von Ressourcen. Die wiederholt aufgetretenen Immobilienblasen in den letzten drei Jahrzehnten (z.B. in Australien und Japan Ende der 1980er Jahre, in Nordeuropa um 1990, in den USA, in Großbritannien, Irland und Spanien Mitte der letzten Dekade) sowie überhitzte Immobilienmärkte derzeit in Ländern wie Australien, China, Kanada, Schweden oder Türkei, um nur einige zu nennen, sind anschauliche Beispiele dafür.

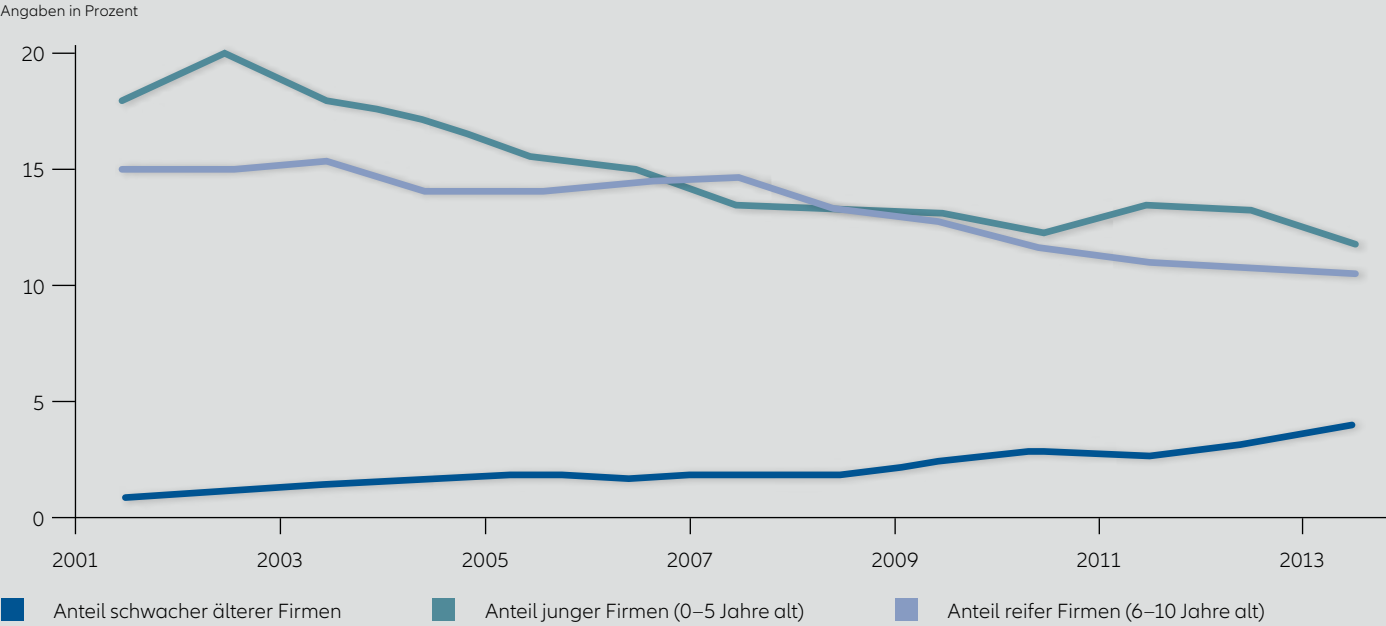
C/ ANTEIL DER „ZOMBIE-FIRMEN“ VS. WAHRSCHEINLICHKEIT, EINE „ZOMBIE-FIRMA“ ZU BLEIBEN



Quelle: Allianz GI, BIS, Daten per 2014

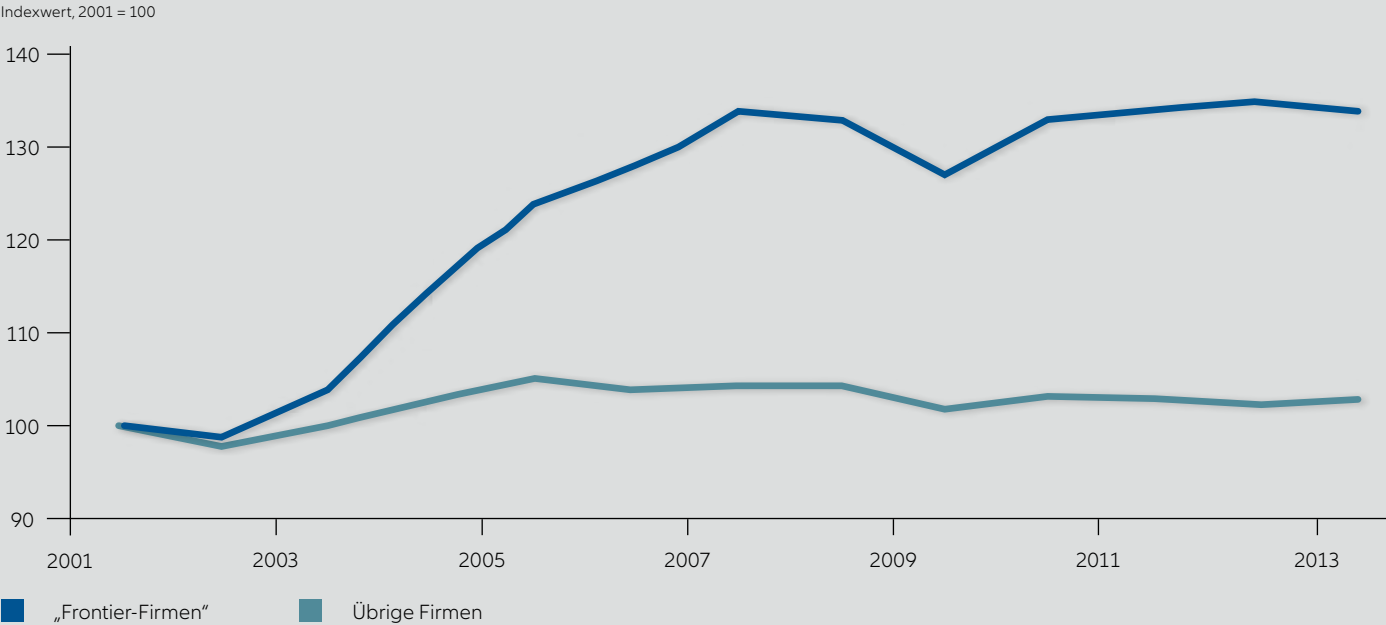
Legende: BIS-Definition von Zombie-Firmen analog der OECD-Definition: Unternehmen aus allen Sektoren außer Finanzsektor mit Zinsdeckung < 1 für mindestens 3 Jahre in Folge, die mindestens 10 Jahre alt sind und über 20+ Beschäftigte verfügen, aus folgenden Ländern: Australien, Belgien, Dänemark, Deutschland, Frankreich, Italien, Japan, Niederlande, Schweden, Schweiz, Spanien, UK und USA. Wahrscheinlichkeit, eine Zombie-Firma zu bleiben = Anteil der Firmen, die bereits in der Vorperiode eine Zombie-Firma waren.

D/ ANTEIL JÜNGERER FIRMEN UND SCHWACHER ÄLTERER FIRMEN



Quelle: OECD, Allianz GI, Daten per 2013
Legende: Daten basierend auf Unternehmen aus allen Sektoren mit Ausnahme des Finanzsektors mit 20+ Beschäftigten und älter als 10 Jahre aus 24 OECD-Ländern. Datenbasis BVD. Schwache ältere Firmen = Firmen mit negativem EBIT in drei aufeinanderfolgenden Jahren bzw. einem Rekordverlust

E/ PRODUKTIVITÄT „FRONTIER-FIRMEN“ VS. ÜBRIGE FIRMEN (INDEXIERT)



Quelle: Andrews D., Criscuolo C., Gal P. (2016), „The Best versus the Rest: The Global Productivity Slowdown, Divergence across Firms and the Role of Public Policy“, OECD Productivity Working Papers, No. 5, Orbis data of Bureau van Dijk (BVD), OECD, Allianz GI, Daten per 2013

6/ Zunahme des Anteils an „Zombie-Firmen“ – Rückgang des Anteils junger Firmen

Darüber hinaus bedeutet aber eine hohe Verschuldung des privaten Sektors auch, dass in konjunkturellen Abschwungphasen, besonders nach Platzen einer schuldenfinanzierten Vermögensblase, der Abschreibungsbedarf von Banken auf ihr Kreditportfolio deutlich steigt. Allerdings haben Banken einen Anreiz, die Abschreibungen möglichst gering zu halten, um Verluste zu begrenzen und teure Rekapitalisierungen zu vermeiden. Dies führt letztlich dazu, dass sie Kredite an bestehende und eigentlich schwache Schuldner verlängern. Schlagwort „Evergreening“. Konsequenz: Schwache Unternehmen haben ihre Verschuldung immer weniger zurückgefahren und zeigten weniger Disziplin bei ihren Investitionsaktivitäten und dem Verkauf von Vermögensbestandteilen. Verschiedene empirische Studien, wie z. B. von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, bestätigen dies. Gleichzeitig schränken Banken Kredite an gesunde, junge und innovative Unternehmen ein, um das Gesamtrisiko ihres Kreditportfolios nicht zu erhöhen. Es sind primär große, gesunde und international ausgerichtete Unternehmen, die aufgrund ihrer Möglichkeit der Kapitalmarktfinanzierung die Abhängigkeit von Bankkrediten umgehen können.

Der Trend des Evergreenings wird verlängert, in Gang gehalten und letztlich verschärft, wenn Zentralbanken in Aufschwungphasen die Geldpolitik nicht oder zu spät normalisieren, weil

zu niedrige Zinsen gerade den schwachen Firmen bzw. den Industriezweigen zugutekommen, die entweder aus dem Markt ausscheiden oder eine harte Anpassungskur durchlaufen müssten. Zudem erhöhen sie die Wahrscheinlichkeit des Auftretens von Asset- und Kreditblasen, wie wir sie in der Tat seit den 1980er Jahren weltweit beobachten. Eine striktere Bankenregulierung mit schärferen Eigenkapitalanforderungen, wie sie nach Platzen einer Blase üblich ist, kann zu einer zusätzlichen Limitierung der Kreditgewährung an Neukunden führen.

Dies ist zumindest eine plausible Erklärung dafür, dass in den letzten drei Jahrzehnten, die gekennzeichnet sind durch eine relativ expansive Geldpolitik, der Anteil älterer und schwacher Firmen, sogenannte „Zombie-Firmen“ (definiert als Firmen mit Zinsausgaben, die den operativen Gewinn übersteigen) im Trend deutlich angestiegen ist. Gleichzeitig ist der Anteil jüngerer Unternehmen deutlich zurückgegangen. Ein schwächeres gesamtwirtschaftliches Produktivitätswachstum ist die Folge. Anders ausgedrückt: Im Gegensatz zur ökonomischen Konsensmeinung könnte das aktuelle Niedrigzinsumfeld nicht die Folge, sondern zumindest teilweise die eigentliche Ursache niedrigen Produktivitätswachstums sein (siehe [Grafik C/](#) und [Grafik D/](#)).

7/ Produktivitätsdifferenz zwischen den Firmen nimmt stetig zu.

Die OECD kommt in ihren Analysen zu weiteren interessanten Ergebnissen: Die Produktivitätsdifferenz zwischen den effizientesten Unternehmen („Frontier-Firmen“) und den übrigen hat merklich zugenommen (siehe [Grafik E/](#)). Zudem kommt die OECD zur Schlussfolgerung, dass die Wahrscheinlichkeit, in der Gruppe der effizientesten Unternehmen zu bleiben, im Zeitablauf gestiegen ist. Die zunehmende Digitalisierung dient nur in eingeschränktem Maß als Erklärungsansatz, beobachtet man doch gerade auch in Sektoren mit niedrigem absoluten Produktivitätswachstum ein Auseinanderdriften in der Produktivität. Beide Beobachtungen deuten ganz klar

auf einen Verlust an Marktkräften und Wettbewerb hin, was konsistent mit einem Anstieg des Anteils von „Zombie-Firmen“ und dem Rückgang des Anteils jüngerer Unternehmen ist. Auch könnte eine erhöhte M&A-Aktivität, die durch steigende Aktienkurse begünstigt wird, den Rückgang an Wettbewerbsdynamik erklären.

Die zunehmende Produktivitätsdifferenz ist somit auch verteilungsrelevant, erklärt sie doch auch ein zunehmendes Auseinanderdriften in der Entlohnung von Mitarbeitern bei „Frontier-Firmen“ relativ zu denen in den übrigen Unternehmen.

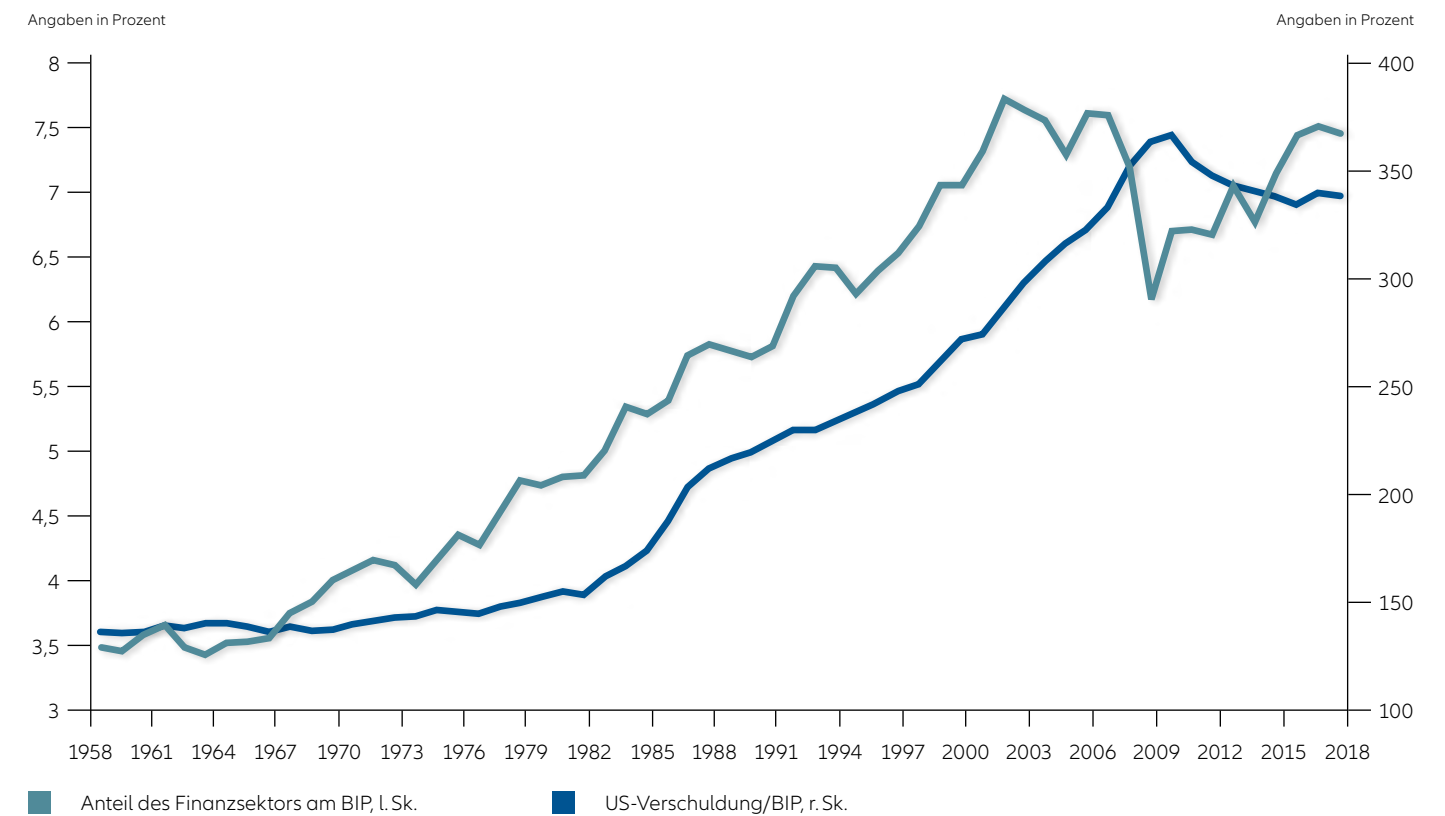
8/ Steigender Anteil des Finanzsektors

Asymmetrische Geldpolitik kann die Einkommensverteilung letztlich noch über einen weiteren Kanal negativ beeinflussen. Von der positiven Entwicklung an den Kapital- und Kreditmärkten profitiert zunächst besonders der Finanzsektor. Zum einen, weil er unmittelbar in Vermögensklassen (Aktien, Renten) investiert, deren Kurse positiv von einer expansiven Geldpolitik beeinflusst werden. Niedrigeres Produktivitätswachstum in der Realwirtschaft und das zunehmende Risiko eines Boom-Bust-Szenarios erklären zudem, dass Unternehmen selbst verstärkt in finanzielle Assets anstatt in produktive investieren. Zum Zweiten erzielen Banken in einem günstigen Finanzmarktumfeld überdurchschnittlich steigende Kommissions- und Zinserträge. In der Tat ist der Anteil von Banken und Versicherungen an der gesamten Wertschöpfung seit Mitte der 1980er Jahre deutlich angestiegen, z. B. in den USA von ca. 4 auf über 7%. Unmittelbar nach der Finanzkrise

sank der Anteil zwar wieder, hat sich inzwischen aber wieder auf dem Vorkrisenniveau eingependelt (siehe **Grafik F/**). Synchron mit dem Anteil am BIP stieg auch die relative Entlohnung von Beschäftigten im Finanzsektor, insbesondere in den USA für Beschäftigte im Wertpapierbereich, relativ zu denen in den übrigen Wirtschaftszweigen.

In Europa ist die Entwicklung etwas anders: Dort geht der Anteil des Finanzsektors am BIP seit der Finanzkrise leicht zurück, gleiches gilt für Japan seit den 1990er Jahren. In vielen Ländern, die von der Finanzkrise 2007/08 ganz oder weitgehend verschont geblieben sind (z. B. Australien, China, Hong Kong, Kanada, Schweden), ist der Finanzsektor aber weiter auf dem Vormarsch und spiegelt den Anstieg der Verschuldung und des Immobilienmarktes wider.

F/ US-FINANZSEKTOR: ANTEIL AM BIP VS. VERSCHULDUNG



Quelle: Thomson Reuters Datastream

9/ Monetäre Entwicklungen sind auch langfristig mehr als ein Schleier für die Realwirtschaft.

Unsere Sicht auf die Geldpolitik in der Diskussion um Verteilung und auch Produktivität ist somit dezidiert anders als die des Mainstreams: Zwar dienen geldpolitische Verzerrungen auch für uns nicht als alleiniger Ansatz zur Erklärung von niedrigem Produktivitätswachstum und steigender Ungleichheit. Andere

Faktoren wie Wettbewerbspolitik, Bankenregulierung und Steuerpolitik sind ebenfalls relevant. Allerdings ist der monetäre Rahmen mehr als nur ein „Schleier“ über realwirtschaftlichen Entwicklungen und kann selbst negative Effekte auf Produktivität, Wachstum sowie Verteilung auslösen.

Unsere Sicht auf die Geldpolitik in der Diskussion um Verteilung und auch Produktivität ist somit dezidiert anders als die des Mainstreams.



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

Kapitalmarkt-Implikationen 2018

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

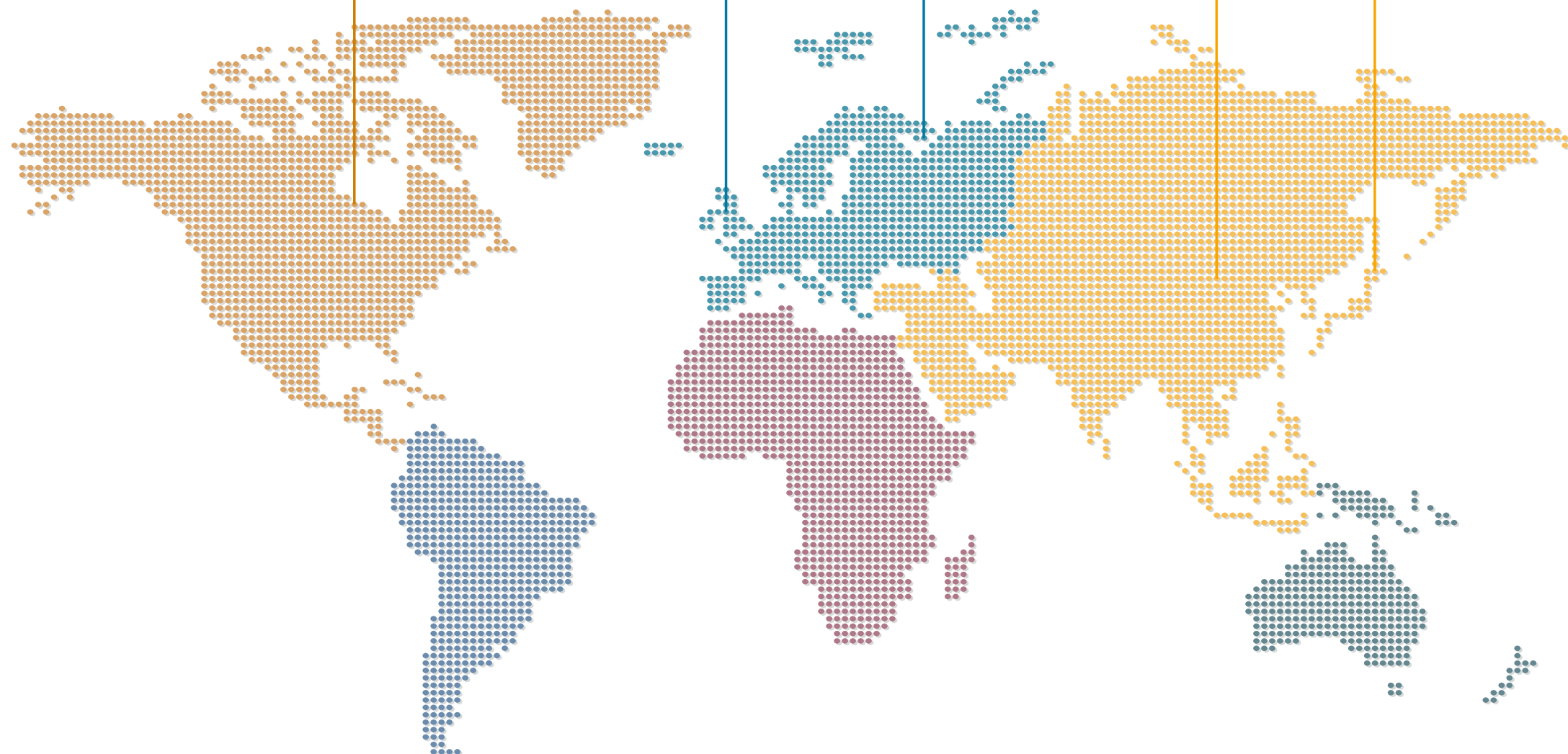
USA	2018
S&P 500	2.650
10J UST	3,15 %
FFR	2,25 – 2,50 %

UK	2018
FTSE	8.000
10J Gilt	1,5 %
\$/£	1,25

EUROZONE	2018
EURO STOXX 50	3.900
DAX	14.250
10J Bund	0,75 %
€/€	1,13

CHINA	2018
HSCEI	11.000
PBOC	4,35 %
¥/\$	6,80

JAPAN	2018
Nikkei 225	23.500
10J JGB	0,15 %
¥/\$	113



MAKROÖKONOMISCHES BASISZENARIO

1/ KONJUNKTUR

Weltwirtschaft mit zunehmender regionaler Differenzierung – Momentum lässt nach – spätzyklische Reflationierungsphase – Handelskrieg wird konkreter.

2/ ARBEITSMÄRKTE

Arbeitslosigkeit sinkt global weiter – merklich zurückgehende Unterbeschäftigung in der Eurozone – wann steigen die Löhne stärker?

3/ PREISENTWICKLUNG

Basiseffekte der Rohstoffpreisentwicklung bestimmen Verlaufsprofil auch im Jahr 2018 – Reflationierung im Kern weiter intakt.

4/ GELDPOLITIK

Divergenz der Geldpolitik Hauptthema für 2018 – Fed vs. EZB, BoE und BoJ – APP der EZB läuft Ende 2018 aus – keine Zinserhöhung bis Mitte 2019.

5/ FISKALPOLITIK

US-Steuerreform lässt Haushaltsdefizit steigen – Frankreich auf Konsolidierungskurs.

6/ RISIKOFAKTOREN

Handelskrieg – Konflikte Ukraine, Mittlerer Osten, Nordkorea – NAFTA- und Brexit-Verhandlungen – US-Schuldenlimit – EU: Nationalismus/Flüchtlinge – Türkei.

Quelle: AllianzGI Economics and Strategy. Stand: November 2018.

Soweit wir in diesem Dokument Prognosen oder Erwartungen äußern oder die Zukunft betreffende Aussagen machen, können diese Aussagen mit bekannten und unbekannten 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.

Investitionen in Infrastruktur – Nutzen für die Gesellschaft und stabile Erträge für Investoren

AUTOR: DR. CHRISTIAN FINGERLE



Eine intakte Infrastruktur ist die wesentliche Voraussetzung für eine funktionsfähige Gesellschaft und langfristiges Wirtschaftswachstum. Jedoch sind in vielen Ländern die Infrastrukturausgaben seit Jahren unzureichend, um deren Bestand und Ausbau weiter zu sichern. Der Rückstand ist sogar gestiegen, da die Regierungen infolge der Staatsschuldenkrise und steigender Lasten im Renten- und Gesundheitswesen unter finanziellem Druck stehen. Aus dieser Investitionslücke ergibt sich eine wachsende Zahl an Infrastrukturprojekten, die eine geeignete Anlage für private Investoren darstellen können, da sie essentielle Leistungen für die Allgemeinheit erbringen und durch die meist staatlich regulierten bzw. vertraglich abgesicherten Einnahmen ein hohes Maß an Sicherheit bieten.

1/ Bedeutung von Infrastruktur

Infrastruktur ist eine wesentliche Voraussetzung für gesellschaftlichen Wohlstand und langfristiges Wirtschaftswachstum. Dennoch gibt es auf der ganzen Welt Investitionslücken im Bereich Infrastruktur. Das McKinsey Global Institute (MGI) legte in einem Diskussionspapier im vergangenen Jahr dar, dass weltweit 3,7 Billionen US-Dollar in Bereichen wie Eisenbahn, Flughäfen, Straßen und Energieversorgung investiert werden müssten, um dem erwarteten Wachstum gerecht zu werden. Das Problem unzureichender Infrastrukturinvestitionen beschränkt sich aber keineswegs nur auf Schwellenländer.

Auch in Europa werden dringend Investitionen in die Infrastruktur benötigt, um die Wettbewerbsfähigkeit der Region aufrechtzuerhalten. Das MGI schätzt den jährlichen Investitionsbedarf auf 500 Mrd. US-Dollar und konstatiert demgegenüber einen Investitionsrückstand von 50 Mrd. US-Dollar

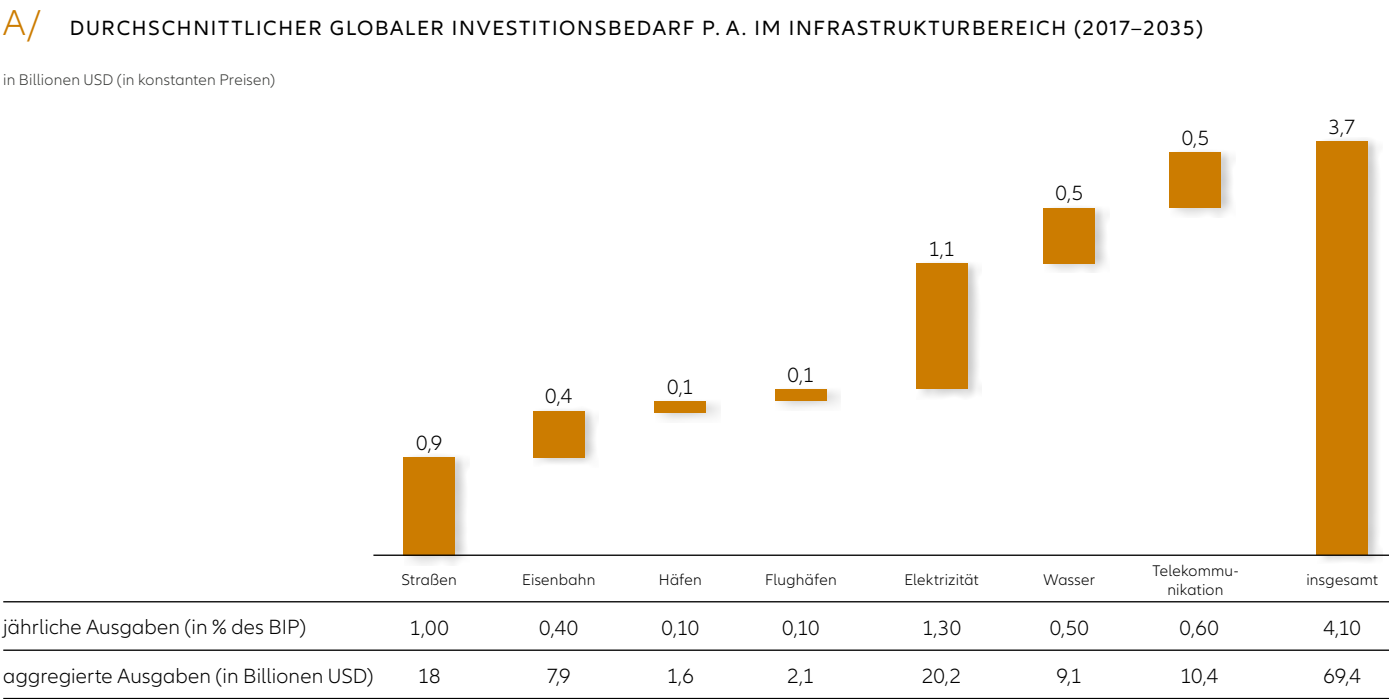
2/ Infrastrukturlücken in Europa

Zwar verfügt Europa im Vergleich zu anderen Regionen über eine gute Infrastruktur, doch altert diese und muss erneuert werden. Außerdem findet in einigen Infrastrukturbereichen ein struktureller Wandel statt, der auf absehbare Zeit einen enormen Kapitalbedarf zur Folge hat. Beispielhaft befindet sich insbesondere der Energiesektor im Wandel, da die Dekarbonisierung für viele europäische Länder zu den wichtigsten Prioritäten zählt. Auch fordert der Ersatz konventioneller Stromerzeugung, die dezentralisierte Energiegewinnung und die Elektrifizierung bestimmter Bereiche Investitionen in neue Produktionskapazitäten. Des Weiteren müssen die Stromnetze verstärkt und mehr Speicherkapazität geschaffen werden. Auch der Transportsektor wird von einer Reihe disruptiver technologischer Entwicklungen geprägt, darunter fallen das

pro Jahr. Diese Lücke hat sich vergrößert, da die Regierungen infolge der Staatsschuldenkrise und aufgrund immer weiter steigender Zahlungsverpflichtungen für Altersversorgung und Gesundheitswesen unter finanziellem Druck stehen. Hinzu kommt, dass sich die traditionell als Kreditgeber auftretenden Banken durch die Vorgaben von Basel III und weiterer regulatorischer Vorschriften aus diesem Geschäftsfeld verstärkt zurückziehen. Vor diesem Hintergrund gibt es eine wachsende Zahl an Infrastrukturprojekten, die eine geeignete Investitionsmöglichkeit darstellen können, da sie essentielle Leistungen für die Allgemeinheit erbringen und sich durch staatlich regulierte bzw. vertraglich abgesicherte Einnahmen oder eine sehr gute Marktposition auszeichnen.

Aufkommen autonomer Fahrzeuge, Car-Sharing-Modelle oder die stärkere Verbreitung von Elektrofahrzeugen. Der Telekommunikationsbereich ist ein weiterer Sektor mit hohem Investitionsbedarf, zum einen aufgrund des rapiden Anstiegs des Datenverkehrs, zum anderen aufgrund des übergeordneten politischen Ziels, strukturelle Versorgungsunterschiede nicht nur in Europa, sondern auch zwischen den Städten und ländlichen Gebieten zu überwinden. Ein Zufluss privaten Kapitals ist auch im Umweltsegment zu erwarten, beispielsweise im Bereich der Wasserversorgung, da Klimawandel, Bevölkerungswachstum und fortschreitende Urbanisierung erhebliche Herausforderungen für die globale Wasserversorgung darstellen.

Vor diesem Hintergrund gibt es eine wachsende Zahl an Infrastrukturprojekten, die eine geeignete Anlage für uns darstellen, da sie essentielle Leistungen für die Allgemeinheit erbringen und sich durch staatlich regulierte bzw. vertraglich festgelegte Einnahmen oder eine sehr gute Marktposition auszeichnen.



Durchschnittlicher jährlicher Investitionsbedarf im Infrastrukturbereich (global), McKinsey Global Institute 10/2017



Entscheidend für den Erfolg sind stets die richtigen Fachleute.

3/ Investmentansatz von Allianz Capital Partners²

Wir investieren bislang ausschließlich Gelder von Pensionsfonds und Versicherungen aus dem Allianz Verbund in Infrastruktur und sind ein langfristig orientierter Anleger mit dem Ziel, regelmäßige Cashflows zu erwirtschaften, um fällige Pensions- und Versicherungsverpflichtungen decken zu können. Allianz Capital Partners ist auf alternative Eigenkapitalanlagen in den Bereichen Private Equity, erneuerbare Energien und Infrastruktur fokussiert. Im November 2018 betrug das verwaltete Vermögen 12,3 Mrd. Euro im Private-Equity-Segment, 3,9 Mrd. Euro im Bereich erneuerbare Energien und 9,7 Mrd. Euro in Infrastrukturanlagen. Während Allianz Global Investors in diesem Bereich seinen Schwerpunkt auf fremdkapitalfinanzierte Infrastrukturanlagen hat, ist Allianz Capital Partners auf Eigenkapitalanlagen spezialisiert und investiert vorwiegend direkt in das Eigenkapital von Unternehmen oder Joint Ventures, die Infrastrukturprojekte entwickeln.

Aufgrund unseres langfristigen Investitionsansatzes liegt unser Fokus auf stetigen und verlässlichen Cashflows im Gegensatz zu einem einmaligen Kapitalgewinn. Unsere Investitionen in Infrastruktur erfüllen typischerweise folgende Kriterien:

1) Erbringung essentieller Leistungen für Wirtschaft und Gesellschaft, 2) Unternehmen mit Eigentums- oder Betriebsrechten an physischen Anlagen, 3) Cashflows, die durch einen etablierten regulatorischen Rahmen oder durch einen soliden vertraglichen Schutz abgesichert sind, sodass Verlustrisiken gering gehalten werden, 4) Einhaltung der strengen ESG-Grundsätze der Allianz, 5) Länder mit Erfahrung in der Zusammenarbeit mit privaten Investoren, und 6) hohe Markteintrittsbarrieren und ein geringes Substitutionsrisiko aufgrund anlagenspezifischer Eigenschaften. Wir streben stets Finanzierungsstrukturen im Bereich Investment Grade und lange Laufzeiten an, um das Zinsänderungsrisiko zu verringern. Als Eigenkapitalinvestor investieren wir im Normalfall gemeinsam mit gleichgesinnten und erfahrenen internationalen Anlegern und streben dabei eine gemeinsame Kontrolle bzw. starke Vetorechte an, um signifikanten Einfluss auf das Unternehmen ausüben zu können.

4/ Langfristiger und aktiver Ansatz

Infrastrukturprojekte sind per definitionem langfristige Anlagen, die häufig mit hoher öffentlicher Aufmerksamkeit einhergehen. Eigentümer von Infrastrukturanlagen, die grundlegende Leistungen für die Gesellschaft erbringen, müssen daher als deren verantwortungsbewusste Treuhänder handeln. Einer der Vorteile als langfristiger Investor besteht darin, dass wir bei der Eigenkapitalanlage darauf achten, nachhaltigen Mehrwert sowohl für die Allgemeinheit als auch für die Investoren über die gesamte Lebensdauer der Anlage zu stiften, statt lediglich auf kurzfristig möglichst hohe Gewinne abzu zielen.

Als aktiver Investor arbeiten wir gemeinsam und in Abstimmung mit unseren Partnern an den fundamentalen Wert-

treibern unserer Investitionen. Besonderen Fokus legen wir dabei auf eine klar ausgerichtete Unternehmensstrategie, welche von einem kompetenten Managementteam umgesetzt wird in einem Corporate-Governance-Rahmen, der eine nachhaltige und transparente Unternehmenssteuerung erlaubt. Themen wie Kapitalstrukturoptimierung, operative Exzellenz oder Wachstumsinitiativen gehören ebenso regelmäßig auf die Tagesordnung wie auch das Engagement mit allen Anspruchsgruppen und ein adäquates Risikomanagement. Bei unseren Beteiligungsunternehmen schaffen wir auch dadurch Wert, dass wir grundsätzlich eine Verringerung der Risiken anstreben wie zum Beispiel durch Implementierung von langfristigen Investment-Grade-Finanzierungen.

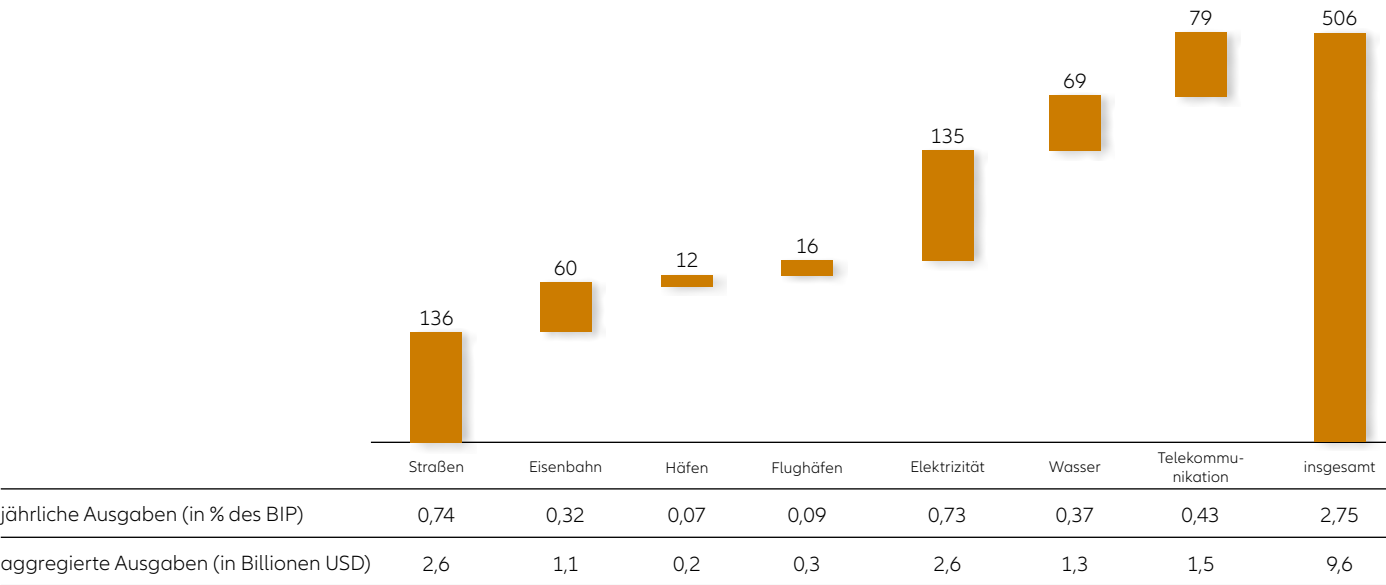
5/ Bedeutung der Faktoren Umwelt, Soziales und Governance

Die Allianz gehört zu den führenden Investoren im Bereich ESG-konformer Anlagen und verfolgt seit 1991 einen sozialverantwortungsbewussten Ansatz. Erst kürzlich ist die Allianz im Rahmen des Dow Jones Sustainability Index als der weltweit nachhaltigste Versicherer ausgezeichnet worden. Als Tochtergesellschaft der Allianz haben wir deren strenge ESG-Leitlinien

in unsere Anlageentscheidungen und unseren Asset-Management-Ansatz übernommen. Die Berücksichtigung von ESG-Kriterien ist maßgeblich für unsere Investitionsentscheidungen, da sich diese zu erheblichen Risiken entwickeln können, wenn diese nicht entsprechend adressiert werden.

B/ DURCHSCHNITTLICHER INVESTITIONSBEDARF P. A. IM EUROPÄISCHEN INFRASTRUKTURBEREICH (2017–2035)

in Billionen USD (in konstanten Preisen)



Durchschnittlicher jährlicher Investitionsbedarf im Infrastrukturbereich (Europa), McKinsey Global Institute 10/2017



6/ Anstehende Neuinvestitionen

In Europa wird es in den kommenden Jahren weiterhin eine Reihe von interessanten Transaktionen in unseren Kernsegmenten Energie, Transport, Umwelt und Telekommunikation geben, die ein Volumen von mehr als 10 Milliarden Euro repräsentieren. Derzeit arbeiten wir beispielsweise an Transaktionen in den Bereichen integrierter Versorger, Glasfasernetze und in bestimmten Bereichen des Transportsektors. Des Weiteren beteiligen wir uns an sogenannten Greenfield-Investments, d.h. noch zu entwickelnden Infrastrukturanlagen, wie beispielsweise der Stromverbindung „NeuConnect“ mit einer Übertragungskapazität von 1,4 GW, die in Großbritannien erzeugten Strom über ein 650 km langes Unterseekabel nach Deutschland transportieren soll und umgekehrt. Bald haben auch unsere institutionellen Kunden die Möglichkeit, von dieser attraktiven Assetklasse zu profitieren.³



Dr. Christian Fingerle, CIO Allianz Capital Partners

Erweiterte Kompetenz: das neue US Fixed Income Team

AUTOREN: MARC PRODGERS UND THOMAS KNIGGE



1/ Allianz Global Investors hat die Rentenexpertise um das lokale US Fixed Income Team erweitert.

Seit November 2017 haben wir unsere Expertise für US-amerikanische Rentenpapiere in den USA mit dem Aufbau des US Fixed Income Teams um Carl Pappo, CIO US Fixed Income, signifikant verstärkt. Das US Fixed Income Team besteht aus 12 Experten, die durchschnittlich über 19 Jahre Erfahrung im Management von Vermögenswerten in institutionellen Portfolios und Investmentfonds in den Strategien Core, Core Plus und Liability-Driven Investments (LDI) verfügen. Die Mehrheit des Teams arbeitet bereits seit mehr als einem Jahrzehnt erfolgreich zusammen und kommt von Columbia Threadneedle Investments. Das Team arbeitet in New York und Boston.

In dem herausfordernden Umfeld für Rentenanlagen der letzten Jahre haben wir unser Kundenangebot durch den Ausbau von lokalen (u. a. asiatischen und amerikanischen Rentenexperten) und globalen Kapazitäten (Integration von Rogge Global Partners) fortwährend verbessert. Die Investmententscheidungen in den einzelnen Strategien werden durch die lokalen und regionalen Perspektiven auf ein noch breiteres Fundament gestellt. Diese Expertenmeinungen helfen den Herausforderungen unserer Kunden gezielt zu begegnen und alternative Lösungswege aufzuzeigen.

2/ Ein aktiver Manager mit den Stärken Einzeltitelauswahl und Sektorallokation

Die Sektorallokation ist eine der Stärken des US-Teams, die mit hoher Konsistenz zur Überschussrendite der Strategien beigetragen hat (siehe **Grafik A/**). Carl Pappo fasst das monatliche Asset-Allocation-Meeting, in dem die Sektorgewichtungen diskutiert werden, zusammen: „Wir bleiben also trotz der teilweise ambitionierten Bewertung der Unternehmensanleihen (Corporate) und der besicherten Anleihen (Securitized Bonds) weiterhin übergewichtet in diesen Segmenten, fokussieren uns aber auf die variabel verzinslichen Emissionen von Emittenten mit guter und sehr guter Bonität. Des Weiteren bevorzugen wir eine neutrale Position in der Duration. Insgesamt setzen wir unser Risikobudget in den Kreditmärkten ein.“ Die drei weiteren Mitglieder der Runde, Stephen Sheehan (Credit), Michael Zazzarino (Structured Assets) und Frank Salem (Government/Rates/LDI) nicken und haben damit einen wichtigen Faktor in der Portfolioaufstellung festgelegt.

„Als zweite herausragende Fähigkeit des Teams ist die Einzeltitelselektion zu nennen“, beschreibt Carl Pappo die weitere Stärke des Teams. „Sie ist der Hauptgrund für die erzielte Outperformance des US-Teams“, führt Carl weiter aus. Auf Basis eines sorgfältigen Emittenten-Researchs erstellen die US-Kreditanalysten mithilfe von proprietären Unternehmensmodellen interne Einschätzungen zur fundamentalen Stärke

der einzelnen Emittenten für die nächsten 12 Monate und zur Stabilität dieser Kreditkennzahlen sowie zur relativen Stärke des Emittenten innerhalb seiner Peergroup. Aus Sicht von Carl Pappo sollte sich diese umfangreiche und detaillierte Analysetätigkeit auch in Zukunft auszahlen. Das neue US-Team ist überzeugt, dass die US-amerikanischen Märkte für Festverzinsliche signifikante und wiederkehrende Bewertungsineffizienzen aufweisen, die mit der richtigen Einzeltitelauswahl und Sektorallokation erfolgreich ausgenutzt werden können. Und die Quellen für Ineffizienzen sind vielfältig. So sind große Teile der Käufer im US-Fixed-Income-Segment nicht auf die Gesamtrendite fokussiert – darunter Zentralbanken und passive Manager – oder sie präferieren bzw. vermeiden aufgrund der regulatorischen Vorgaben z. B. Banken, Versicherungen und Pensionskassen, bestimmte Segmente oder Emissionen. Des Weiteren kann die teilweise geringe Liquidität des OTC-Handels (Over-the-Counter-Handel oder außerbörslicher Handel) Kursverzerrungen bedingen. Tatsächlich hat sich die Anzahl dieser Möglichkeiten in den letzten Jahren aufgrund des regulatorischen Umfelds noch erhöht, nachdem die Bedeutung vieler Finanzinstitute und Broker als Market-Maker nach der Finanzkrise 2008 deutlich geschmälert wurde.

A/ TRACK-RECORDS

US Core and Core Plus					
Legacy Firm Gross Returns (%)	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	7 Jahre	10 Jahre
Core Fixed Income Fund (UMMGX)	1,12%	3,57%	2,62%	3,68%	4,91%
Core Plus Fixed Income Fund (SRBFX)	1,97%	3,86%	3,18%	4,21%	5,36%
Bloomberg Barclays US Aggregate Index	0,07%	2,71%	2,06%	2,95%	2,95%

US Long Term Gov./Credit					
Legacy Firm Gross Returns (%)	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	7 Jahre	10 Jahre
Long Duration Gov./Credit Composite	0,30%	5,96%	4,42%	6,54%	7,98%
Bloomberg Barclays US Long G/C Index	-0,79%	5,45%	3,94%	6,16%	7,37%

Quelle: Morningstar und eVestment; Stand: 30.11.2017

3/ „Unser Investmentprozess zielt darauf ab, Bewertungseffizienzen auszunutzen“, erläutert Carl Pappo.

„Aus diesem Investorenverhalten und den beschriebenen Marktgegebenheiten ergeben sich Opportunitäten, die durch den Investmentprozess des US Fixed Income Teams gezielt ausgenutzt werden“, erläutert Carl Pappo.

Das Team verfolgt einen rigorosen Investitionsprozess, der von Unternehmensanalysen, Einzeltitelauswahl und strategischer Sektor-Rotation angetrieben wird. Er beinhaltet vier verschiedene Schritte:

- 1/ Benchmark-Zerlegung – Analyse und Bewertung des Anlageuniversums und damit verbundener Risikofaktoren
- 2/ Strategie und Aktionsplan-Festlegung der Risiko- und Sektorallokation sowie Duration und Kurvenpositionierung
- 3/ Portfolio-Konstruktion – Einzeltitelauswahl mit aufmerksamem Blick auf den jeweiligen Risikobeitrag
- 4/ Aktives Management – Sicherstellung des Alpha-Generierungs-Potenzials im Portfolio

Risikomanagement

1. Benchmark-Zerlegung
2. Strategie und Aktionsplan
3. Portfolio-Konstruktion
4. Aktives Management

Das US-Team ist davon überzeugt, dass diese Vorgehensweise wie auch in der Vergangenheit zu einer positiven relativen Wertentwicklung führt. Daher erwarten sie für US-Core-Mandate eine Outperformance der Benchmark Bloomberg Barclays US Aggregate Index von 65–75 Basispunkten p. a. über den Marktzyklus hinweg. In reinen US-Corporate-Mandaten ist eine vergleichbare relative Wertentwicklung über einen 3- bis 5-jährigen Anlagehorizont das Ziel. Diese Ergebnisse werden bei moderatem Risiko (Tracking-Error um 1–1,5%) anvisiert, so dass eine Information-Ratio von 0,5 und besser realistisch erscheint.

4/ US-amerikanische Anleihen können ein attraktives Investment zur Erzielung von Einkommen sein.

Die Fed hat die Leitzinsen seit Dezember 2015 bereits mehrfach erhöht – zuletzt am 26. September – und hat derzeit eine Spanne von 2–2,25% erreicht. Währenddessen hat die EZB ihren Zins bei –0,40% belassen und wird nach der Meinung des Marktes erst Mitte 2019 damit beginnen, die Zinsen gemächlich zu erhöhen (siehe **Grafik B/**). Es bleibt also in der Eurozone in den nächsten Monaten, wenn nicht sogar für die nächsten 2–3 Jahre, schwierig, mit kurzfristigen Anleihen

attraktive Renditen zu erwirtschaften. Vor diesem Hintergrund kann es sich für Investoren, die sich im US-Dollar wohl fühlen, lohnen, die amerikanischen Rentenmärkte als eine mögliche Anlagealternative in Betracht zu ziehen (siehe **Grafik C/**). Zumal es neben dem Staatsanleihen-Segment weitere hoch liquide Anlageklassen mit guter und sehr guter Bonität gibt, die eine attraktive Einkommensquelle darstellen können.

5/ Allianz Short Term Plus Fonds: US-Anleihen mit kurzer Duration, hohem Einkommenspotenzial und begrenzter Volatilität

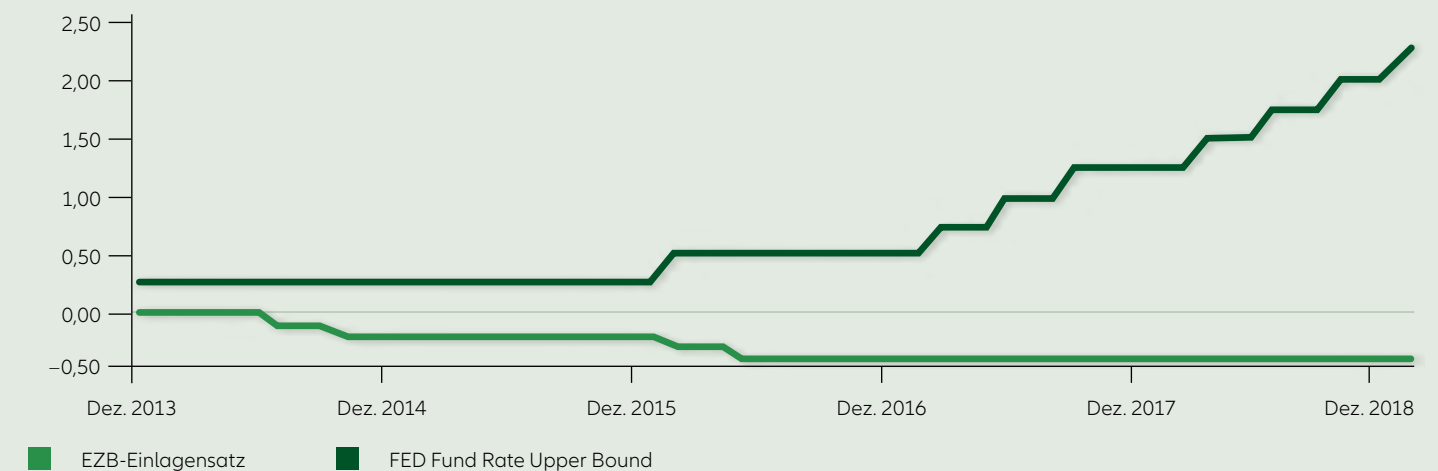
Allianz Global Investors wird im 4. Quartal die Expertise unseres US Fixed Income Teams nach Europa bringen und eine Strategie auflegen, die sich auf die oben beschriebenen Einkommensquellen fokussiert. Das Investment-Team investiert für den Allianz Short Term Plus in ein flexibles und diversifiziertes Portfolio mit einer durchschnittlichen Laufzeit von unter einem Jahr und einem Durchschnittsrating „Investment Grade“. Im Fokus stehen Wertpapiere, die überwiegend von US-Unternehmen ausgegeben werden und in US-Dollar denominated sind. Die zu erwartende Portfoliorendite dieses Ultra-Short-Duration-Fonds dürfte bei rund 3% liegen.

Mit dieser Kombination von sehr geringer Laufzeit und begrenzter Preisvolatilität bietet der Allianz Short Term Plus ein Ertragsprofil, das für die kommende Übergangsphase zu einem höheren Zinsniveau in Europa eine Alternative darstellen kann.

Diese Strategie unseres US Fixed Income Teams ist eine Idee, mit der das höhere Zinsniveau in den USA unseren europäischen Kunden potenziell helfen könnte, ihre Anlageziele zu erreichen.

B/ ZENTRALBANKSÄTZE IM ZEITABLAUF

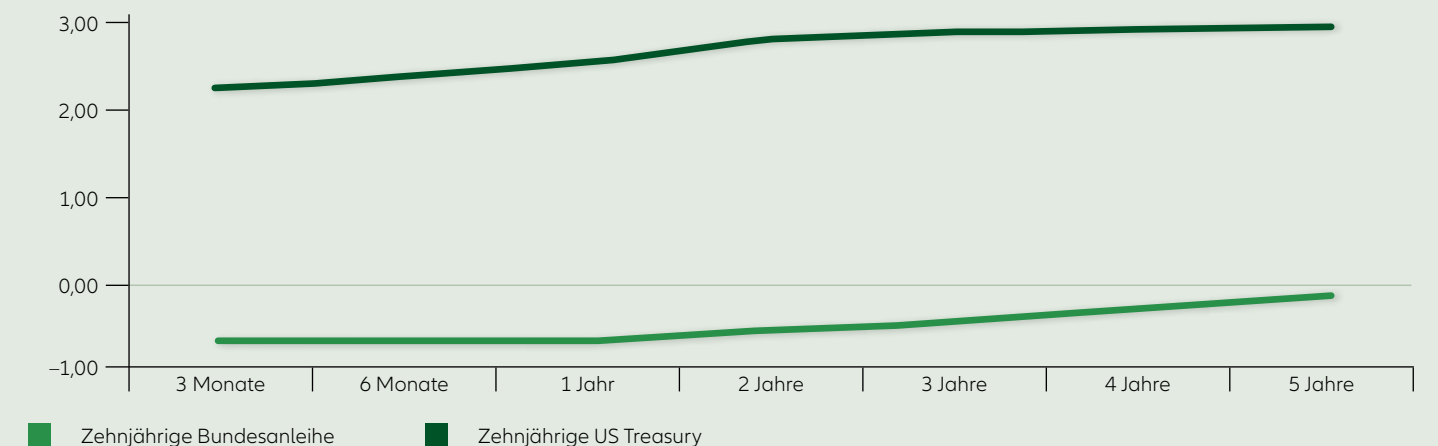
Angaben in Prozent



Quelle: Bloomberg, Allianz Global Investors; Stand: 25.09.2018

C/ VERGLEICH US TREASURY ZU BUNDESANLEIHE

Angaben in Prozent



Quelle: Bloomberg, Allianz Global Investors; Stand: 25.09.2018



Marc Prodgors, Fixed Income Product Specialist, Allianz Global Investors



Thomas Knigge, Fixed Income Product Specialist, Allianz Global Investors

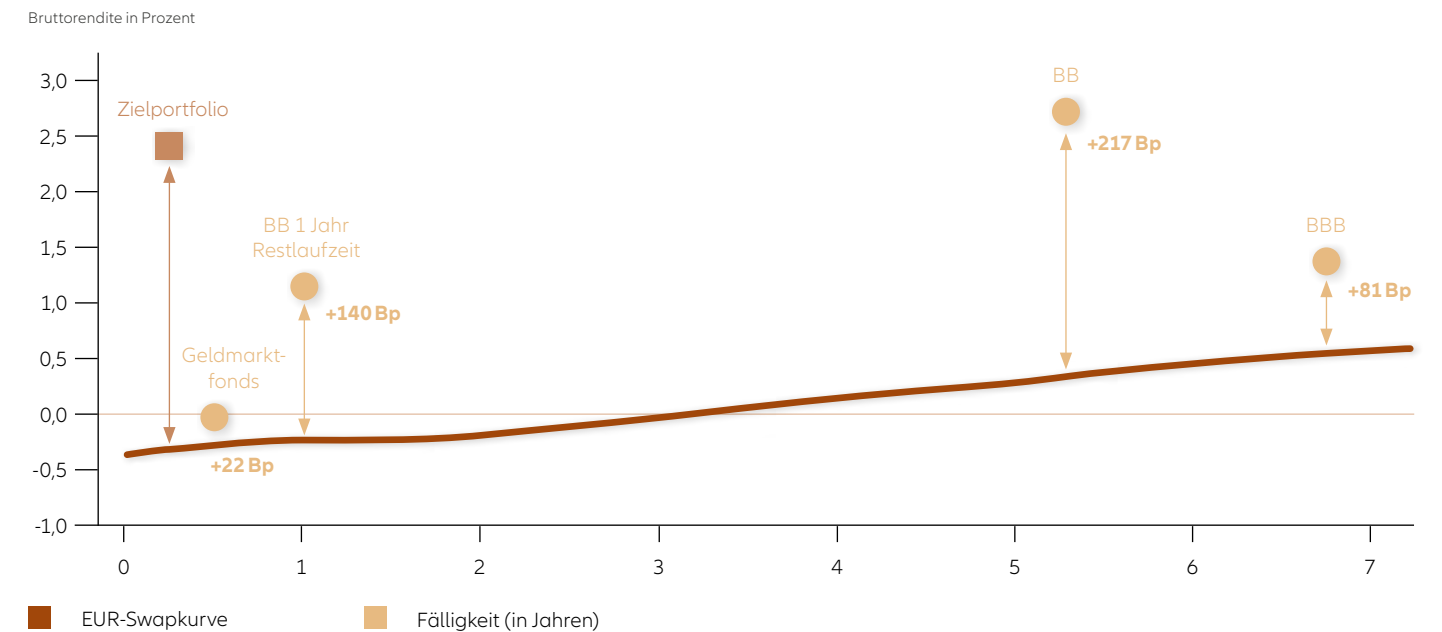
Allianz Global Investors ermöglicht Investoren den Zugang zur Assetklasse Trade Finance.

Attraktive Renditen und ein großer Diversifikationseffekt bei geringer Volatilität und sehr kurzer Laufzeit – das verspricht Trade Finance. Mit dem Allianz Working Capital Fund bietet Allianz Global Investors interessierten Investoren in Kürze eine einfache Anlagelösung in dieser komplexen Assetklasse an.

3 wichtige Aussagen

- 1/ Der Allianz Working Capital Fund strebt eine Rendite von Euribor +275 Basispunkten und eine Laufzeit der Anlagen von rund 120 Tagen an.
- 2/ Trade Finance bietet kurzfristige Anlagen mit attraktiver Rendite. Aufgrund einer niedrigen Korrelation erhöht Trade Finance die Portfoliodiversifikation.
- 3/ Die weltweite Nachfrage nach Trade Finance übersteigt das Angebot um 1,5 Billionen US-Dollar. Neuere Trends ermöglichen institutionellen Investoren erstmals den Einstieg in diese attraktive Assetklasse.

A / ALLIANZ WORKING CAPITAL FUND: EINE LÖSUNG FÜR DIE SORGEN DER ANLEGER



Quelle: Bloomberg Barclays EUR Industrial Bond Benchmark & Bloomberg 1y Industrial BB Benchmark, Stand: 30.07.2018. AllianzGI 2018.⁴

Wird die EZB die Zinsen anheben? Welche Auswirkungen haben steigende geopolitische Risiken auf das Portfolio? Wie lässt sich das begrenzte Risikokapital am besten nutzen? Wie kann eine positive Rendite bei festverzinslichen Wertpapieren erzielt werden? Was passiert, wenn sich die Kapitalmärkte abschwächen? Investoren stehen bei der Kapitalanlage vor großen Herausforderungen – für die Trade Finance eine Lösung darstellt.

Im Rahmen dieser Assetklasse finanzieren Anleger kurzfristig Handelstätigkeiten in der Realwirtschaft. Investoren können zum Beispiel in der Zukunft fällige Rechnungen von Industrieunternehmen heute mit einem Abschlag von Zulieferern übernehmen. Alternativ kann Allianz Global Investors ein Darlehen an einen Lieferanten vergeben, das durch Forderungen seiner Kunden besichert ist.

Der Markt für die Assetklasse Trade Finance ist enorm. Der globale Export ist über 40 Jahre hinweg stark gewachsen: Lag das Marktvolumen im Jahr 1978 noch bei unter 2 Billionen US-Dollar, ist inzwischen eine Größenordnung von 20 Billionen US-Dollar erreicht. Ein Großteil der Exporte muss finanziert werden, wodurch attraktive Investitionsmöglichkeiten bestehen. Denn die weltweite Nachfrage nach Finanzierungen von Handelstätigkeiten übersteigt das Angebot deutlich – Schätzungen der Asiatischen Entwicklungsbank zufolge um 1,5 Billionen US-Dollar.

Dass sich die Assetklasse Trade Finance für institutionelle Investoren öffnet, ist auf drei Trends zurückzuführen. Banken, die traditionell hinter der Finanzierung von Handelsaktivitäten standen, sind nicht mehr länger in der Lage, die Finanzie-

rungslücke zu füllen. Ein Grund hierfür sind die strengen aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalanforderungen. In der Folge besteht Bedarf nach zusätzlichen Kapitalquellen außerhalb des Bankensektors. Gleichzeitig senken FinTechs dank technologischer Innovationen die Kosten für neue oder kleinere Finanzierungen. Als dritter Trend kommt die Regulierung hinzu. Die EU-Richtlinie zur elektronischen Rechnungsstellung besagt, dass Unternehmen seit 2018 Services oder Güter nur noch in elektronischer Form bei staatlichen Institutionen in Europa in Rechnung stellen können. Viele kleinere und mittlere Unternehmen stellen deshalb ihre Rechnungsstellungssysteme um. Dies eröffnet neue Möglichkeiten für die Finanzierung von Rechnungen.

Die Barrieren für Investitionen in Trade Finance sind jedoch hoch, da dieser Markt sowohl in der operativen Abwicklung als auch in der Anbahnung sehr komplex ist. Unter der Leitung von Portfolio Manager Martin Opfermann, der die Assetklasse Trade Finance aufgebaut hat, konnte Allianz Global Investors diese Hürden überwinden und bietet Investoren mit dem in der Entstehung befindlichen Allianz Working Capital Fund eine einfache Anlagelösung an. Mit Euribor +275 Basispunkten nach Währungsabsicherung bietet der Fonds eine mit High Yield vergleichbare Rendite – bei deutlich niedrigerer Duration. Die Laufzeit der Anlagen wird rund 120 Tage betragen, was Investoren eine sehr kurze Kündigungsfrist ermöglicht. Um Investments zu finden, arbeitet Allianz Global Investors flexibel mit mehreren Sourcing-Partnern zusammen. Das Portfolio wird über Länder, Branchen und Unternehmen hinweg breit gestreut sein und eine Kreditqualität haben, die einem BB-Rating entspricht.



Tobias Pross, Global Head of Distribution and Head of EMEA, Allianz Global Investors, im Gespräch mit **Hans-Jörg Naumer**, Global Head of Capital Markets & Thematic Research, Allianz Global Investors

Wohlstand für alle ermöglichen!

Herr Pross, Sie arbeiten an verantwortlicher Stelle bei einem global agierenden Fondsmanager, repräsentieren als Präsident des BVI die gesamte Fondsbranche in Deutschland – und haben sich in einem Buchbeitrag⁵ jüngst für die Förderung der Mitarbeiterkapitalbeteiligung ausgesprochen. Passt das zusammen?

Tobias Pross: Auf jeden Fall. Die Chancen der Mitarbeiterkapitalbeteiligung sind vielfältig und wurden sehr treffend vom Bundesministerium für Arbeit und Soziales unter seinem damaligen Bundesminister, Olaf Scholz, zusammengefasst: „Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter können sich besser mit ‚ihrem‘ Unternehmen identifizieren, Solidarität und Transparenz steigen, die Motivation ebenfalls, die finanzielle Basis der Unternehmen wird gestärkt.“⁶

Zu den Vorteilen für die „Governance“, die Unternehmensführung, treten für mich aber noch viel wichtiger die Vorteile für die Gesellschaft: Die Trennlinie zwischen Kapital und Arbeit wird aufgehoben. Arbeitnehmer werden zu Eignern, die

nicht nur über den Lohn Anteil am Erfolg des Unternehmens haben, sondern unmittelbar auch durch das Kapital. Sie werden zu Teilhabern am unternehmerischen Erfolg, in der Erwartung, auch an der Risikoprämie für den Kapitaleinsatz zu partizipieren. Gerade in einer Zeit, in der der Lohnanteil am gesamtwirtschaftlichen Volkseinkommen zugunsten des Kapitaleinkommens sinkt – ein Trend, der für die Industriestaaten insgesamt feststellbar ist –, sollte die Beteiligung am Kapitaleinkommen über die Kapitalbeteiligung gefördert werden. Letztlich ist dies auch eine Maßnahme gegen die viel debattierte „Ungleichheit“ – sowohl auf Seiten des Vermögens als auch auf Seiten des Einkommens.

Aber wo kommt da ein aktiver Manager ins Spiel? Noch dazu einer, der die Risikodiversifikation im Blick hat.

Tobias Pross: Ich denke da in zwei Richtungen: durch die Integration in das „ESG“-Screening und durch die Förderung von Teilhaberfonds. Mitarbeiterkapitalbeteiligung – verstanden als direkte Beteiligung der Angestellten am Kapital der Firmen, bei denen sie beschäftigt sind – kann sicher immer nur ein erster Einstieg in die Kapitalbeteiligung sein. Aber schon hier kommen wir als Asset-Manager, zumal als einer, der „ESG“ als integrativen Ansatz in seinen Strategien verfolgt, ins Spiel. Das Akronym „ESG“ steht für „Environmental“ (Umwelt), „Social“ (Gesellschaft), „Governance“ (Unternehmensführung). Immerhin wird die Hälfte der global verwalteten Gelder institutioneller Anleger nach den Prinzipien verantwortungsvollen Investierens (PRI – „Principles for Responsible Investment“) der Vereinten

Nationen verwaltet, auf die „ESG“ zurückgeht. Das sind ca. 60 Billionen US-Dollar.

Mein Vorschlag ist deshalb: Die Vorteile der Mitarbeiterkapitalbeteiligung sollten in die Unternehmenswertanalyse als Standard über die ESG-Kriterien integriert werden. Sie würden nicht nur die „Governance“ („Anreizstruktur“), sondern vor allem auch das Kriterium „Soziales“ mit seinen Unterkategorien „Beziehung zum Gemeinwesen“, „faire Arbeitsbedingungen“, „Entgelt und Leistungen“ umfassen. Folgerichtig wären Unternehmen, die intensiv die Beteiligung ihrer Mitarbeiter am Unternehmen fördern, im Vorteil beim Wettkampf um Kapital.

Aber das Klumpenrisiko bleibt natürlich ...

Tobias Pross: In der Tat. Die Mitarbeiterkapitalbeteiligung als Teil guter „Corporate Governance“ muss kritisch im Kontext des Klumpenrisikos des Kapitaleigner-Angestellten gesehen werden. Wer

sich an der Firma, für die er arbeitet, beteiligt, kann im schlechtesten Fall z. B. eines Firmenbankrotts, sowohl seine Arbeit als auch sein aufgebautes Vermögen verlieren.

Was schlagen Sie als Lösung vor?

Tobias Pross: Auf die Förderung von Mitarbeiterkapitalbeteiligung zu drängen ist das eine, adäquate Instrumente zur Verfügung zu stellen, damit Risiko und Ertrag ausbalanciert werden können, ist das andere, was die Fondsbranche zu dieser gesellschaftspolitisch höchst relevanten Aufgabe beitragen kann. Die Lösung liegt m. E. in „Teilhaberfonds“.

Teilhaberfonds sind vom Grundprinzip her keine ganz neue Idee. 2009 wurde das „Mitarbeiterbeteiligungs-Sondervermögen“ („Mitarbeiterbeteiligungsfonds“) in das Investmentgesetz mit aufgenommen, womit der Gesetzgeber eine neue Fondskategorie geschaffen hat.

In Fonds dieser Ausgestaltung können fungible wie nicht fungible Kapitalbeteiligungen von Mitarbeitern unterschiedlicher Unternehmen eingebracht werden, um das Risiko zu streuen. Über den Fonds als Vehikel erfolgt eine mittelbare Unternehmensbeteiligung. Der Fonds ist klassischerweise Sondervermögen, d. h., er wird von einer Fondsgesellschaft verwaltet, die im Fonds enthaltenen Anteile bleiben jedoch im Eigentum der Anteilsinhaber.

In einer Zeit starker technologischer Disruption, die nicht ohne Auswirkung auf die Verteilung von Einkommen und Vermögen bleiben wird, liegt bei uns Fondsmanagern auch die Aufgabe „Wohlstand für alle“ zu ermöglichen.

Aber diese Mitarbeiterbeteiligungsfonds sind in den Kinderschuhen stecken geblieben.

Tobias Pross: Das lässt sich nicht von der Hand weisen. Mitarbeiterbeteiligungsfonds beantworten zwar den Gedanken der Risikodiversifikation, werden aber möglicherweise als zu unflexibel angesehen, da das Anlageuniversum nur auf die teilnehmenden Firmen beschränkt bleibt. Auch

ist fraglich, wie die Mitarbeiter die Eigentumsrechte bei der Einbringung von Eigenkapital wahrnehmen und damit in Entscheidungen der Firmen eingreifen können. Zu echter Teilhabe gehört eben auch die Möglichkeit, seine Eigentumsrechte am Kapital ausüben zu können.

Bei den üblichen Fonds geht das aber nicht.

Tobias Pross: Nein, aber im Zeitalter der Digitalisierung muss es uns doch gelingen vom „Proxy-Voting“ zum „Teilhaber-Voting“ zu kommen. Die Fondsanteileseigner erhielten dann entsprechend den von ihnen gehaltenen Anteilen Stimmrechte für die Hauptversammlungen der Firmen. Diese könnten sie untereinander austauschen, um möglichst die Stimmrechte an der Firma wahrnehmen zu können, für die sie arbeiten und deren Aktien sie eingebracht haben. Wo sie das wünschen. Das ganze per App. Diversifikation und Wahrnehmung

der Stimm-, d. h. Eigentumsrechte müssen kein Widerspruch sein. Lassen Sie es mich auf den Punkt bringen: In einer Zeit starker technologischer Disruption, die nicht ohne Auswirkung auf die Verteilung von Einkommen und Vermögen bleiben wird⁷, liegt bei uns Fondsmanagern auch die Aufgabe, „Wohlstand für alle“ zu ermöglichen. Active is: Den Menschen in der Breite die Beteiligung an der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung zu ermöglichen.



Hans-Jörg Naumer, Global Head of Capital Markets & Thematic Research, Allianz Global Investors

Alle Quellen und Hintergründe

Einkommens- und Vermögensverteilung

Verwendete Literatur und Daten:

P. Amaral: „Monetary Policy and Inequality“, Januar 2017, Economic Commentary, No. 2017–01, Federal Reserve Bank of Cleveland

D. Andrews, C. Criscuolo, P. Gal (2016): „The Best versus the Rest: The Global Productivity Slowdown, Divergence across Firms and the Role of Public Policy“, OECD Productivity Working Papers, No. 5, Orbis data of Bureau van Dijk (BVD)

C. Borio: „A blind spot in today’s macroeconomics?“, Januar 2018, BIS-IMF-OECD Joint Conference on „Weak productivity: the role of financial factors and policies“, panel remarks

Deutsche Bundesbank: „Distributional effects of monetary policy“, September 2016, Monthly Report

P. Duarte, G. Schnabel: „Monetary Policy, Inequality and Political Instability“, November 2017, CESifo Working Paper, No. 6734

A. Hoffmann, G. Schnabel: „Adverse Effects of Ultra-Loose Monetary Policies on Investment, Growth and Income Distribution“, Februar 2016, CESifo Working Paper No. 5754

IMF Fiscal Monitor: „Tackling Inequality“, Oktober 2017

IMF Staff Discussion Note: „Causes and Consequences of Income Inequality: A Global Perspective“

IMF Working Paper: „The Effects of Monetary Policy Shocks on Inequality“, Dezember 2016, WP/16/245

M. Storz, M. Koetter, R. Setzer: „Do we want these two to tango? On zombie firms and stressed banks in Europe“, Oktober 2017, ECB Working Paper, No. 2104

Investment Forum

1 Seite 11: <https://www.preqin.com/>

Infrastrukturanlagen

- 2 Seite 29: Die Allianz Capital Partners GmbH – <http://www.allianzcapitalpartners.com/imprint> – ist ein interner Vermögensverwalter für alternative Anlagen der Allianz Gruppe und seit dem 1. Januar 2018 eine eigenständige Einheit von Allianz Global Investors.
- 3 Seite 31: Die BaFin hat der Allianz Capital Partners am 22. Oktober 2018 die Lizenz als AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft erteilt.

Allianz Global Investors aktuell

- 4 Seite 37: Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse. Die hierin gemachten Aussagen können sich auch auf künftige Erwartungen beziehen oder in sonstiger Weise auf die Zukunft gerichtet sein. Solche Aussagen basieren auf den derzeitigen Auffassungen und Annahmen des Managements und sind mit bekannten und unbekannten Risiken und Unsicherheiten behaftet, die dazu führen können, dass die tatsächlichen Ergebnisse, die Wertentwicklung oder die Ereignisse wesentlich von diesen Aussagen abweichen. Es besteht unsererseits keine Verpflichtung, Zukunftsaussagen zu aktualisieren.

Interview

- 5 Seite 39: Das Buch „CSR und Mitarbeiterbeteiligung: Die Kapitalbeteiligung im 21. Jahrhundert – Gerechte Teilhabe statt Umverteilung“ erschien im Oktober 2018 im Verlag Springer Gabler. Herausgeber sind Dr. Heinrich Beyer und Hans-Jörg Naumer, der das Interview geführt hat.
- 6 Seite 39: Bundesministerium für Arbeit und Soziales: „Mitarbeiterkapitalbeteiligung – Modelle und Förderwege“, 2009
- 7 Seite 41: Vgl. hierzu auch das Interview mit Dr. Carl Benedikt Frey in der Ausgabe „Update II/2017“

Impressum

Update III/2018

Das Kundenmagazin für institutionelle Investoren

Herausgeber:

Allianz Global Investors GmbH
Bockenheimer Landstr. 42–44
60323 Frankfurt/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, Caroline Tschesche

Kontakt zur Redaktion:

update-redaktion@allianzgi.com

Layout:

Rotwild GmbH, Köln

Satz:

Rotwild GmbH, Köln

Druck:

Schleunungsdruck GmbH, Marktheidenfeld

Fotografien:

Allianz Global Investors, Getty Images, iStock

Stand: November 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 unbekannten 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 Fondsanteilwerte 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 (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. 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.





ACTIVE IS: STARKES TEAMWORK FÜR UNSERE KUNDEN

Dank harter Arbeit und präziser Abstimmung im Team ermöglichen die Experten von Allianz Global Investors, dass ihre Kunden auch weit gesteckte finanzielle Ziele erreichen können. Von Profis für Profis bieten wir erstklassige Anlagelösungen und einen Kundenservice auf Top-Niveau. Dafür sind wir jetzt in Deutschland zum achten Mal in Folge als Greenwich Quality Leader im institutionellen Investment Management ausgezeichnet worden, in Europa zum zweiten Mal. Das bisher Erreichte ist eine Zwischenstation, unser Weg zu noch besseren Lösungen geht weiter.



Quelle: Greenwich Associates. AllianzGI erhält in Deutschland zum achten Mal in Folge die Auszeichnung „Greenwich Quality Leader in Overall German Institutional Investment Management“. Darüber hinaus erhält AllianzGI zum zweiten Mal die Auszeichnung „Greenwich Quality Leader in Overall Continental European Institutional Investment Management“. Stand: 18.07.2018. Ein Ranking, ein Rating oder eine Auszeichnung ist kein Indikator für die künftige Entwicklung und unterliegt Veränderungen im Laufe der Zeit. 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: September 2018.

Allianz 
Global Investors