

# Update Magazin



## Active is: Allianz Global Investors

- 06 Investment Forum
- 12 Wachsende Verschuldung
- 24 Mensch und Maschine
- 28 Risikomanagement

# Inhalt

- 04 | Spotlights**  
Neues aus der Welt von Allianz Global Investors
- 06 | Investment Forum**  
Schlussfolgerungen und Themen unseres Investment Forums in Hongkong
- 12 | Wachsende Verschuldung**  
Der globale Schulden-Superzyklus
- 22 | Kapitalmarktausblick**  
Kapitalmarkt-Implikationen 2019
- 24 | Mensch und Maschine**  
Wie Allianz Global Investors künstliche Intelligenz in aktiven Investmentprozessen nutzt
- 28 | Risikomanagement**  
10 Years After: Erkenntnisse für ein nachhaltiges Risikomanagement
- 36 | Allianz Global Investors aktuell**  
Dividenden: Airbag fürs Portfolio
- 38 | Interview**  
Prof. Richard B. Freeman, Harvard-Professor für Arbeitsökonomie

# Mensch + Maschine

Sehr geehrte Leserin, sehr geehrter Leser,

künstliche Intelligenz (KI) ist in den letzten Jahren zu einem der meistdiskutierten Themen in der Wirtschaftspresse avanciert – aus gutem Grund. Denn künstliche Intelligenz ist keine Science-Fiction, sondern in vielen Unternehmen bereits elementarer Bestandteil der betrieblichen Prozesse und erfolgskritisch für die zukünftige Wettbewerbsfähigkeit. KI-Anwendungen haben sich im Kundenservice und im Marketing, im Produktionsprozess oder in der Logistik bereits fest etabliert. Im Rahmen der Weiterentwicklung von KI-Anwendungen wird zunehmend der Fokus auf das Zusammenspiel von Mensch und Maschine gelegt. Daugherty und Wilson zeigen in ihrem Buch „Human + Machine“<sup>1</sup> auf, welche großen Nutzenpotenziale in der Zusammenarbeit von Mensch und KI liegen, wenn die jeweiligen Stärken symbiotisch kombiniert werden.

Allianz Global Investors sieht ebenfalls großes Potenzial in der Anwendung von KI für das aktive Portfoliomanagement und baut seine Expertise in diesem Bereich seit Jahren sukzessive aus. Thomas Zimmerer skizziert in seinem Artikel, wie Allianz Global Investors KI für aktive Investmentprozesse nutzt.

Auch das Interview von Hans-Jörg Naumer mit Prof. Richard B. Freeman thematisiert die Beziehung zwischen Mensch und Maschine und zeigt auf, dass Kapitalbeteiligungen von Arbeitnehmern im Zeitalter intelligenter Roboter an Bedeutung zunehmen.

Prof. Dr. Thomas G. Stephan arbeitet in seiner Analyse den großen Mehrwert eines nachhaltigen aktiven Risikomanagements heraus. Dynamische Risikomanagement-Lösungen sind geeignet, die Risiken in schlechten Geschäftsjahren deutlich zu reduzieren und gleichzeitig das Renditepotenzial über einen kompletten Marktzyklus zu erhalten, was für institutionelle Investoren gerade im aktuellen Kapitalmarktumfeld und vor dem Hintergrund des Artikels von Stefan Hofrichter zum „Global Debt Supercycle“ von großer Bedeutung ist.

Welche Schlussfolgerungen sich für Investoren aus den Ergebnissen des Investment Forums, das zu Jahresbeginn in Hongkong stattfand, ergeben, fasst Neil Dwane für Sie in fünf Punkten zusammen.

Ich wünsche Ihnen eine anregende Lektüre.

Ihr Dr. Jan Spelsiek




**Dr. Jan Spelsiek**, Head of Digital Transformation Global Strategy, Allianz Global Investors





# Spotlights



## Rückblick



## Digital



## ESG



## Lesestoff



## Ausblick



## Ausbau

### AREF II nun komplett investiert

Nach dem Kauf weiterer Photovoltaikanlagen in Italien und Frankreich ist der Allianz Renewable Energy Fund II (AREF II) innerhalb von 24 Monaten ausinvestiert. Der AREF II wurde im März 2016 für institutionelle Investoren in Europa platziert und am 15. November 2016 für weitere Anlagegelder geschlossen. Das Fondsvolumen des AREF II in Höhe von rund 350 Millionen Euro wurde wie beim ersten Allianz Renewable Energy Fund (AREF I) in europäische Wind- und Solaranlagen investiert. Insgesamt verwaltet das Infrastructure Equity Team von Allianz Global Investors rund 1,6 Milliarden Euro in erneuerbaren Energien und Energieinfrastruktur-Projekten.



➔ MEHR DAZU UNTER  
[de.allianzgi.com/update-magazin/aref](https://de.allianzgi.com/update-magazin/aref)

### Digitale Evolution im Asset Management

Im November vergangenen Jahres kamen 30 Experten von Technologie-Start-ups aus New York, London, Mailand und Bangalore auf Einladung von Allianz Global Investors zusammen, um über den Einsatz von künstlicher Intelligenz und anderen Technologien im Asset Management zu beraten.

Im Rahmen eines „Hackathons“ sollten sie innerhalb von 49 Stunden u. a. folgende Problemstellungen bearbeiten: Wie können künstliche Intelligenz und alternative Daten die traditionelle Fundamentalanalysen ergänzen, um Assetklassen-Prognosen zu verbessern? Wie können KI-Algorithmen systematisch kognitive Verzerrungen bei der Aktienauswahl begrenzen?

Rund 100 Teilnehmer verfolgten, wie die Start-ups ihre Ideen vor einer Experten-Jury präsentierten. Die beste Lösung für jede der gestellten Problemstellungen wird im Jahr 2019 gemeinsam mit dem jeweiligen Sieger als Prototyp umgesetzt.



➔ MEHR DAZU UNTER  
[de.allianzgi.com/update-magazin/hackathon](https://de.allianzgi.com/update-magazin/hackathon)

### Verantwortungsbewusstes Investieren

Bei Allianz Global Investors verfolgen wir nicht nur beim Investieren einen aktiven Ansatz, sondern handeln auch in unseren Kundenbeziehungen proaktiv. Unsere Auffassung ist es, dass Nachhaltigkeitsfaktoren einen erheblichen Einfluss auf die Wertentwicklung von Vermögensanlagen haben können. Daher haben wir uns dem Anspruch verpflichtet, über den gesamten Investmentprozess die Kriterien Umwelt, Soziales und Unternehmensführung (ESG – Environmental, Social, Governance) in die Anlageentscheidungen sämtlicher Anlageklassen einzubeziehen. Allianz Global Investors managt derzeit rund 116 Mrd. Euro im integrierten ESG-Ansatz. Weitere rund 28 Mrd. Euro werden mit dezidierten nachhaltigen Strategien gemanagt.

Der Nachhaltigkeitsreport 2018 gibt einen Überblick, wie Allianz Global Investors im Bereich verantwortungsvolles Investieren vorgeht und welche Themen im Berichtszeitraum im Fokus standen.



➔ MEHR DAZU UNTER  
[de.allianzgi.com/update-magazin/esg](https://de.allianzgi.com/update-magazin/esg)

### Kapitalbeteiligung im 21. Jahrhundert

Im Oktober 2018 ist das Buch „CSR und Mitarbeiterbeteiligung“ in der Management-Reihe „Corporate Social Responsibility“ im Springer Gabler Verlag erschienen. Neben Heinrich Beyer, Geschäftsführer des Bundesverbands Mitarbeiterbeteiligung, ist Hans-Jörg Naumer, Leiter Kapitalmarktanalyse bei Allianz Global Investors, Co-Herausgeber des Sammelbands zum Thema „moderne Kapitalbeteiligung“.

Ein Beitrag von Tobias C. Pross, globaler Vertriebschef von Allianz Global Investors, widmet sich dem Thema „Teilhhaberfonds“. Dabei geht es darum, Mitarbeiter über breit diversifizierte Fonds an Unternehmen zu beteiligen. Mit dem Artikel „Der Aufstieg der Roboter am deutschen Arbeitsmarkt“ nimmt Jens Südekum, Professor für Internationale Volkswirtschaftslehre an der Universität Düsseldorf, Stellung zu den Auswirkungen der Digitalisierung. Südekum war zuletzt Podiumsgast unseres Expertendialogs in den Räumen von Allianz Global Investors in Frankfurt. Auch dort ging es unter anderem um eine breitere Beteiligung der Bevölkerung am Produktivvermögen über Aktienanlagen.

Für interessierte Kunden liegen einige Exemplare des Buches bereit (solange der Vorrat reicht). Bitte sprechen Sie hierzu Ihren Kundenbetreuer an.

### Allianz Global Investors Dividendenstudie 2019

Die europäische Wirtschaft droht sich abzuschwächen. Trotz der immer noch guten konjunkturellen Situation dürfte sich die Unsicherheit angesichts verschärfter globaler Handelsbedingungen weiter an den europäischen Aktienmärkten entladen. In solch unsicheren Marktphasen bieten sich dividendenstarke Aktien zur Stabilisierung des Aktienportfolios an: Dividenden stabilisieren das Portfolio, weil sie Kursrückschläge abfedern und planbare Einkommen generieren. Zudem scheinen sich dividendenstarke Aktien deutlich weniger schwankungsintensiv zu entwickeln als Aktien von Firmen mit geringeren Dividendenzahlungen.

Mehr dazu in dieser Ausgabe auf den Seiten 36–37.

### Verstärkung für Allianz Global Investors München

Allianz Global Investors baut die Kapazitäten im Bereich Privatfinanzierungen in Europa weiter aus. Seit Jahresbeginn verstärkt Adrian Grammerstorff das Münchner Team für mittelständische Privatfinanzierungen, das neben dem Team in Paris das zweite europäische Standbein für Privatplatzierungen darstellt. Nachdem Allianz Global Investors im November 2018 den Aufbau eines asiatischen Teams für Privatfinanzierungen in Singapur bekannt gegeben hat, stellt dies die zweite signifikante Erweiterung in diesem Bereich innerhalb kürzester Zeit dar.



➔ MEHR DAZU UNTER  
[de.allianzgi.com/update-magazin/privatfinanzierungen](https://de.allianzgi.com/update-magazin/privatfinanzierungen)





# Schlussfolgerungen und Themen unseres Investment Forums in Hongkong

AUTOR: NEIL DWANE

Mitte Januar kamen unsere Investmentspezialisten aus aller Welt in der Finanzhauptstadt Asiens zu unserem halbjährlichen Investment Forum zusammen. Die räumliche Nähe des Veranstaltungsorts zu Festlandchina deckte sich in diesem Jahr in besonderer Weise mit einer thematischen Nähe – nicht zuletzt infolge des US-chinesischen Handelsstreits, der nach wie vor für Unruhe an den Märkten sorgt. Angesichts weltweit zunehmender Verschuldung, politischer Unsicherheit und einer uneinheitlichen Entwicklung der Weltwirtschaft scheint eine aktive langfristige Ausrichtung die beste Strategie für Anleger zu sein.

## 1/ Aktive Anleger können der uneinheitlichen Entwicklung der Weltwirtschaft und den Rezessionsängsten trotzen

2018 war ein insgesamt schwieriges Börsenjahr: Magere Renditen und anziehende Volatilität – insbesondere gegen Jahresende – ließen globalen Anlegern nur wenige Rückzugsräume. Die Märkte sind sich der weltweit zunehmenden konjunkturellen Ermüdungserscheinungen bewusst. Die spätzyklische Konjunkturphase weist zunehmend Bruchstellen auf: Das Wachstum der Unternehmensgewinne hat seinen Höhepunkt erreicht („Peak Earnings“), die fiskalpolitischen Anreize laufen allmählich aus und die Notenbanken fahren ihre Maßnahmen zur Liquiditätsversorgung zurück.

Das größte Problem für die Weltwirtschaft dürfte jedoch die Verschuldung sein (siehe [Grafik A/](#)). Die letzte große Schuldenkrise wurde letztlich durch noch mehr Schulden bekämpft. China zählt mit einer Schuldenquote von rund 300 % des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2018 zu den größten Sündern. Doch auch viele andere Länder haben kräftig an der Schuldenschraube gedreht, weshalb sich die auf US-Dollar lautende Verschuldung außerhalb der USA inzwischen auf Rekordhoch befindet. Beispiel Türkei: Hier müssen Unternehmen in den kommenden Jahren Schulden in Höhe von rund 250 Mrd. US-Dollar refinanzieren – ein Kraftakt angesichts steigender Zinsen.

Unter Ökonomen gibt es zwar verschiedene Auffassungen, was unter einem „normalen“ Zinsniveau zu verstehen ist, von einer allgemeinen Normalisierung sind wir derzeit allerdings weit entfernt. Die Zinsen dürften noch für längere Zeit niedrig bleiben. Die Jagd nach Erträgen ist damit wichtiger denn je – insbesondere, da selbst niedrige Inflationsraten langfristig zu einem erheblichen Kaufkraftverlust führen können.

Doch wo lassen sich Renditen erzielen? Asiatische Anleihen und High Yield-Anleihen besitzen ein attraktives Renditepotenzial, wenngleich Risiken wie eine nachlassende Wachstumsdynamik, steigende Volatilität und sinkende Bonität im Blick zu behalten sind. Für laufende Erträge bieten sich Dividendenaktien – vorrangig aus Asien und Europa, weniger aus den USA – und inflationsindexierte Anleihen an.

Das Wirtschaftswachstum entwickelt sich weltweit zunehmend uneinheitlich. In den USA sorgt eine nachlassende konjunkturelle Dynamik für wachsende Rezessionsängste. Der Verflachungstrend der Renditekurve und der schwächere Häusermarkt könnten zwar auf eine Abkühlung der US-Wirtschaft im laufenden Jahr hindeuten, ein Abrutschen in die Rezession halten wir für das Jahr 2019 jedoch für unwahrscheinlich. Doch selbst in einer Rezession sollten aktive Investoren in der Lage sein, durch Konzentration auf Fundamentaldaten und unterstützt durch hauseigenes Research Investmentchancen aufzuspüren.

## A/ SCHULDENABBAU? WELCHER SCHULDENABBAU? VERHÄLTNISS VON GESAMTVERSCHULDUNG ZU BRUTTOINLANDSPRODUKT NACH REGION

Angaben in Prozentpunkten



Quelle: Allianz Global Investors, BIZ, Datastream; Stand: Q1 2018



## 2/ Trump und Brexit sind nicht die einzigen politischen Belastungsfaktoren, auch wenn sie derzeit im Fokus der Medien und Märkte stehen

Geopolitische Spannungen gehen an den Märkten nicht länger spurlos vorüber. Schlagzeilen zum Thema „Populismus“ – und die damit einhergehende globalisierungskritische Stimmung – können für Verunsicherung unter Anlegern an den Aktien-, Anleihe- und Währungsmärkten sorgen. Ein Zurückdrehen der Globalisierung würde es Unternehmen erschweren, Kostenvorteile durch Optimierung von Lieferketten und Margen zu erschließen. Ein Handelskrieg würde die Rahmenbedingungen noch weiter verschlechtern.

In den USA sieht sich Präsident Trump einem auf Parteebene gespaltenen Kongress gegenüber, der auf Seiten der Demokraten für einen erneuerten Fokus auf das System der wechselseitigen Kontrolle („Checks and Balances“) genutzt wird. Donald Trump wird bald in den Wahlkampfmodus schalten, und wir gehen davon aus, dass er für seine Wiederwahl 2020 alle ihm zur Verfügung stehenden Hebel in Bewegung setzen wird, insbesondere im Bereich der Handelspolitik. Wir wären daher auch nicht überrascht, wenn er in Kürze nach einem Weg zur Entspannung des Handelskonflikts mit China suchen würde, um die USA anschließend als Sieger zu erklären. Daneben könnte er sich mit den Demokraten auf gemeinsame Initiativen verständigen und sich bei den Infrastrukturausgaben

oder der Reform des Gesundheitswesens kompromissbereit zeigen, auch wenn jeder Schritt in Richtung einer Preisbremse für Medikamente nachteilig für Pharmaaktien wäre.

In Europa scheint der Austritt Großbritanniens aus der Europäischen Union zum Dauerthema zu werden. Wie auch immer der Brexit-„Endzustand“ letztlich aussieht: Weitere handelspolitische Spannungen mit den EU-Ländern erscheinen unvermeidlich. Einige Wirtschaftssektoren Großbritanniens und manche EU-Mitgliedstaaten wären hiervon stärker betroffen als andere, für britische Assets dürfte der Brexit jedoch ein holpriger Ritt werden.

Die Blicke der Anleger richten sich u. a. auf die kommende Europawahl, auf innenpolitische Spannungen in Italien, auf anhaltende Unruhen in Frankreich, auf die Wachstumsverlangsamung der deutschen Wirtschaft sowie auf wichtige Wahlen in Indien und Indonesien. Dabei sollten jedoch die Chancen einzelner Regionen oder Sektoren nicht aus den Augen verloren werden. Hier könnten eine stärkere Differenzierung, eine selektivere Vorgehensweise und der Fokus auf robuste Fundamentaldaten eine intelligente, gegen den Marktkonsens gerichtete Strategie sein.

## 3/ Ein „technologischer kalter Krieg“ könnte weitreichendere Folgen haben als ein Handelskrieg

Schlagzeilen über den Handelskonflikt zwischen den USA und China verstellen den Blick auf ein womöglich noch ernsteres Problem: einen möglichen „technologischen kalten Krieg“ zwischen den beiden größten Volkswirtschaften der Welt (siehe [Grafik B/](#)).

Die US-Regierung sieht in China eine strategische Bedrohung, während China seine technologische Abhängigkeit von den USA verringern möchte. Beide Länder fürchten, zu stark auf gemeinsam genutzte Technologien und Anbieter angewiesen zu sein, insbesondere vor dem Hintergrund des schwelenden Handelsstreits, der beiden Ländern die Fragilität bestehender Lieferketten vor Augen führt. Wir befürchten daher, dass sich in den USA und China im Laufe der Zeit zwei eigenständige, miteinander konkurrierende technologische Ökosysteme entwickeln könnten, woraufhin die restliche Welt – darunter die asiatischen Nachbarn Chinas – gezwungen sein könnten, sich für die eine oder andere Seite zu entscheiden. Dies würde Geschäftsmodelle und Lieferketten beeinträchtigen, wovon insbesondere große US-Technologiefirmen betroffen wären, die zwar im Silicon Valley Innovationen hervorbringen, diese dann aber in Asien produzieren lassen.

Neben den Verlierern eines technologischen kalten Krieges wird es jedoch auch Profiteure der wachsenden Konkurrenz zwischen China und den USA geben – allen voran Länder wie Thailand und Vietnam, aber auch Indien und Indonesien. Hiervon können Anleger profitieren, die bereit sind, Risiken einzugehen, um mit den Gewinnern dieses Konflikts Erträge zu erzielen.

Wir sind der Überzeugung, dass es für China und die USA insgesamt vorteilhafter wäre, miteinander statt gegeneinander zu arbeiten. Einer späteren Aussöhnung müsste jedoch zunächst eine verbale Abrüstung im Handelsstreit vorausgehen. Bis dahin stellen wir uns auf anhaltende Volatilität und schwächeres Wachstum ein. Anleger könnten in diesem Umfeld beispielsweise an den Aktienmärkten auf starke langfristige Technologie-Themen wie Smart Cities (intelligente Städte), künstliche Intelligenz und Disruption setzen.

## 4/ China – eine Assetklasse für sich

China polarisiert. Viele Anleger sind überzeugt, dass China mit seiner wachsenden Wirtschaftskraft eine der faszinierendsten Investmentstorys des 21. Jahrhunderts ist – vorangetrieben durch den Fokus auf Innovation und die Neuausrichtung der Volkswirtschaft auf konsumgestütztes Wachstum. Andere sehen dagegen die staatlichen Eingriffe, die Handelsspannungen zwischen China und den USA sowie das schuldenfinanzierte Wachstum der chinesischen Wirtschaft mit Sorge. Hinzu kommt die hohe Schwankungsanfälligkeit der von kurzfristig orientierten Privatanlegern dominierten Aktienmärkte des Landes.

Nach unserer Einschätzung ist die Regierung in Peking den Herausforderungen des Landes gewachsen; sie weiß, wie wichtig der Schuldenabbau der Volkswirtschaft und eine strengere Kontrolle der Kreditvergabe sind. Die Führung des Landes versucht einen Balanceakt zwischen Reformen und Wachstum, und sie wird nach unserer Einschätzung alles tun, um hierbei erfolgreich zu sein. Es genügt ein Blick auf den Umfang des Modernisierungsprogramms „Made in China 2025“ und der Seidenstraßeninitiative „One Belt, One Road“, um zu verstehen, mit welchem Ehrgeiz China in seine Zukunft investiert – und dabei bereit ist, kurzfristige Schmerzen in Kauf zu nehmen, um langfristig erfolgreich zu sein.

Viele unserer Kunden teilen unsere Einschätzung zur langfristigen Entwicklung Chinas. Der anhaltende Handelskonflikt mit den USA stellt zwar weiterhin ein Problem dar, das in unseren Augen jedoch mittel- bis langfristig gelöst werden wird. Und selbst für den Fall eines technologischen kalten Krieges könnten Anleger von Investments in beide Ökosysteme profitieren.

Die Navigation an den lokalen Aktienmärkten erfordert einen langfristigen Ansatz mit Fokus auf Fundamentaldaten. Hierbei ist die Einbeziehung von ESG-Faktoren unerlässlich. Im Mai 2018 wiesen 86% der im MSCI-Schwellenländerindex enthaltenen chinesischen A-Aktien (Aktien chinesischer Unternehmen, die an den Festlandsbörsen Shanghai und Shenzhen gehandelt werden) ein unterdurchschnittliches Governance-Rating auf. Dies verdeutlicht, weshalb wir ein eigenes ESG-Research betreiben – um uns in diesem wichtigen Bereich ein eigenes fundiertes Bild machen zu können – und weshalb wir unsere Erkenntnisse mit unseren Kunden teilen.

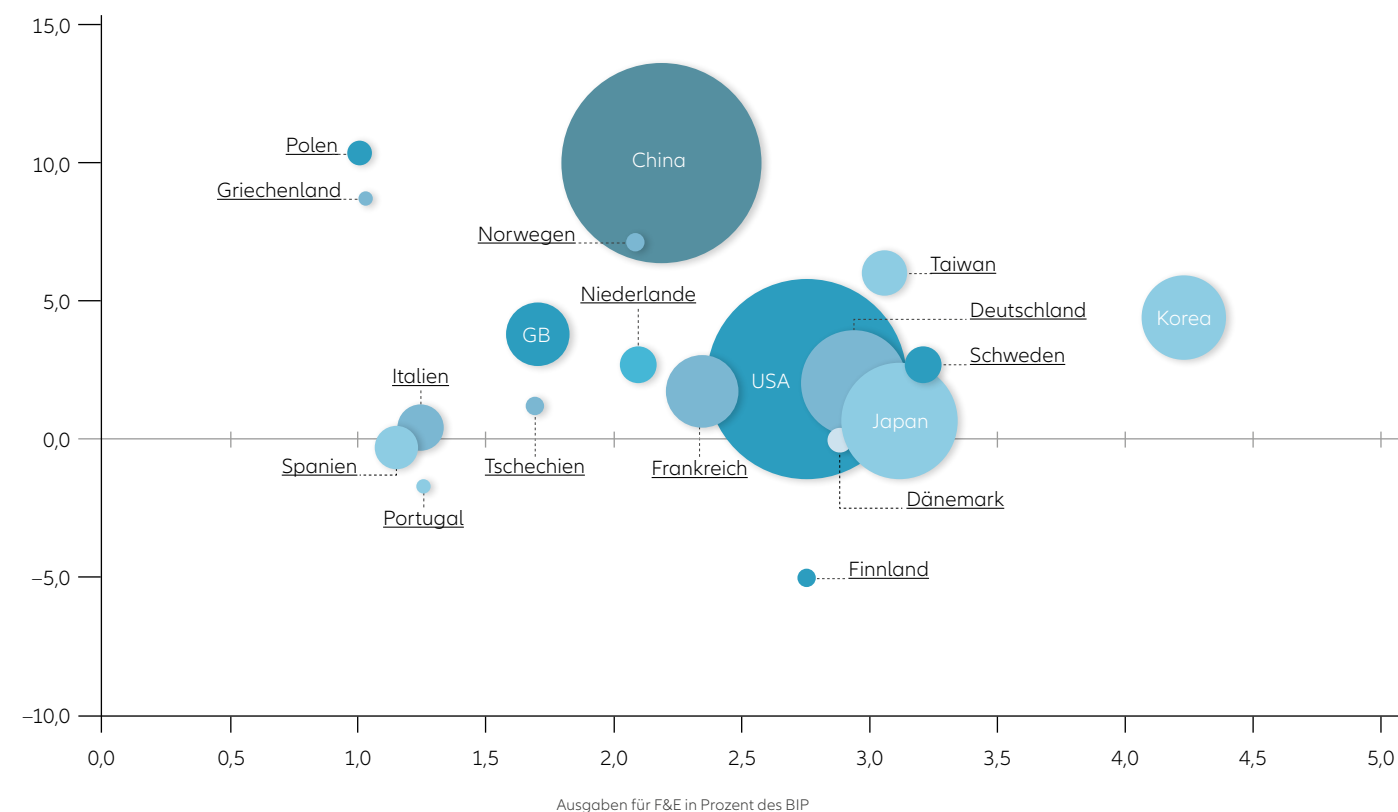
Für viele Anleger ist China eine attraktive Assetklasse – insbesondere infolge des zuletzt gesunkenen Bewertungsniveaus chinesischer A-Aktien und der attraktiven realen Renditen chinesischer Anleihen als Beimischung eines globalen Rentenportfolios. Wir sind überzeugt, dass China als Assetklasse durch eine weitere Verbesserung der ESG-Standards noch attraktiver werden wird.



## Die heutigen Marktentwicklungen tragen zur Verunsicherung der Anleger bei. Das größte Risiko besteht jedoch darin, aus dieser Unsicherheit heraus überhaupt kein Risiko einzugehen.

### B/ IM F&E-WETTBEWERB MIT DEN USA HOLT CHINA RASANT AUF GLOBALER PROZENTANTEIL DER AUSGABEN FÜR FORSCHUNG & ENTWICKLUNG AM BIP UND DURCHSCHNITTliche JÄHRLICHE WACHSTUMSRATE

Fünffährige durchschnittliche jährliche Wachstumsrate



Quellen: OECD-Daten, UNESCO-Institut für Statistik (UIS), Allianz Global Investors. Daten für USA, Frankreich, Polen und Taiwan per 2015, alle anderen Daten per 2016. Der Kreisdurchmesser spiegelt den relativen Anteil der jährlichen Ausgaben für Forschung & Entwicklung im jeweiligen Land wider (nach Kaufkraftparität in US-Dollar).

### Fünf Schlussfolgerungen für Anleger

#### 1/ Langfristig planen

Unter dem Eindruck der jüngsten Marktentwicklungen und Rezessionsorgen ist es nachvollziehbar, dass Anleger das baldige Auslaufen des überdurchschnittlich langen (aber vergleichsweise schwachen) Konjunkturzyklus befürchten. Wir halten diese Ängste allerdings für verfrüht. Trotz Marktkorrekturen und erhöhter Volatilität sollten Anleger die langfristigen Vorteile des Kumulationseffekts nutzen. Auch sollten sie ihren Blick über die kurzfristigen Nachrichten und das politische Gezänk hinaus auf starke Bilanzen und andere Qualitätsmerkmale richten, die das Fundament langfristig erfolgreicher Investments bilden.

#### 2/ Aktiv diversifizieren – über alle Assetklassen hinweg

Neben einem Mix aus Aktien, Anleihen und Kasse sollten auch alternative Anlagen einbezogen werden, da diese weniger mit traditionellen Assetklassen korrelieren und zur Optimierung des Rendite-Risiko-Profiles von Portfolios beitragen können. Denkbar ist auch eine flankierende Diversifizierung mit gegen den Marktkonsens gerichteten Investmentideen (z. B. Aktien britischer Unternehmen) und antizyklischen Positionen zur Absicherung (u. a. US-Staatsanleihen). Auch Staatsanleihen aus Asien und Schwellenländern dürften bei der Jagd nach Erträgen eine gute Wahl sein.

#### 3/ Volatilität aktiv nutzen

Gegen Ende des vergangenen Jahres zeigten die Märkte deutliche Anzeichen von Stress. Die Marktreaktionen dürften zwar überzogen gewesen sein, doch geopolitische Spannungen, geldpolitische Normalisierung und andere Faktoren scheinen auch künftig für erhöhte Volatilität zu sorgen. Für aktive Anleger könnten die Korrekturen an den Aktien- und Anleihemärkten jedoch auch die Chance eröffnen, selektiv in risikoreiche Assets zurückzukehren. Dagegen dürfte es mit passiven Investments auf Basis vergangenheitsorientierter Benchmarks schwerfallen, Chancen von morgen wahrzunehmen, während zugleich lediglich die Volatilität des Marktes nachgebildet wird. Starke Kursrallies lassen sich wiederum zur Reduzierung von Positionen nutzen, wobei Anleger allerdings der Versuchung widerstehen sollten, den hierfür idealen Zeitpunkt bestimmen (den Markt „timen“) zu wollen.

#### 4/ Das größte Risiko besteht darin, kein Risiko einzugehen

Die heutigen Marktentwicklungen tragen zur Verunsicherung der Anleger bei. Das größte Risiko besteht jedoch darin, aus dieser Unsicherheit heraus überhaupt kein Risiko einzugehen. Dies kann sich langfristig negativ auf die Kaufkraft auswirken. Zudem verzichtet man damit auf attraktive Chancen, die nach unserer Auffassung auch im aktuellen Umfeld existieren. Beim kalkulierten Eingehen von Risiken sollten durch Auswahl qualitativ hochwertiger Unternehmen – mit soliden Bilanzen, robusten Dividenden und guter Unternehmensführung (Corporate Governance) – unnötige Risiken minimiert werden. Mithilfe des fundamentalen Research werden Aktien, Sektoren und Trends identifiziert, die Wachstumspotenzial erwarten lassen und von langfristigen Entwicklungen profitieren können.

#### 5/ Besseres Rendite-Risiko-Profil durch ESG

Nachhaltige Investments unter Einbeziehung ökologischer, sozialer und Governance-Aspekte (ESG-Kriterien) erfreuen sich rasant wachsender Anlegernachfrage – mit gutem Grund: ESG-Kriterien bündeln den Blick zur Identifizierung von Qualität sowie von Verbesserungs- und Wertsteigerungspotenzial. Unternehmen mit erfolgreichem ESG-Management sind mitunter langfristig besser aufgestellt und können einen wertvollen Beitrag zur Wertentwicklung von Portfolios leisten. Aufstrebende Volkswirtschaften wie China wirken aktiv auf die Verbesserung der Standards guter Unternehmensführung hin. Durch Weiterentwicklung der Geschäftspraktiken kann ein nachhaltigeres Wachstum von Unternehmen gefördert werden, wovon auch die Kapitalmärkte profitieren.



Neil Dwane, Global Strategist, Allianz Global Investors



# Der globale Schulden-Superzyklus

AUTOR: STEFAN HOFRICHTER

Große internationale Institutionen wie der Internationale Währungsfonds (IWF), die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) oder die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) haben in den vergangenen ein bis zwei Jahren wiederholt vor der wachsenden Verschuldung der Weltwirtschaft gewarnt. Im Folgenden möchten wir daher untersuchen, wo wir – mehr als ein Jahrzehnt nach Ausbruch der globalen Finanzkrise – im globalen Schulden-Superzyklus stehen. Neben der Gesamtverschuldung und der Verschuldung in US-Dollar außerhalb der USA durchleuchten wir auch, welche Sektoren zu den Kreditnehmern und -gebern zählen und welche Konsequenzen sich aus alldem für das Wirtschaftswachstum und die Entwicklung der Finanzmärkte ergeben.





## 1/ Neue Schuldenhöchststände

In den Jahren nach der Finanzkrise ist die globale Gesamtverschuldung (Staat, private Haushalte, Nichtfinanzunternehmen und Finanzsektor) schrittweise auf inzwischen 298 % der weltweiten Wirtschaftsleistung (BIP) angestiegen. Zum Vergleich: Das Allzeithoch im Jahr 2009 betrug 303 %, während die Verschuldung im Vorkrisenjahr 2006 bei 279 % lag. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften bewegt sich die Schuldenquote (Gesamtverschuldung/BIP) zwar unterhalb der vor zehn Jahren markierten Höchststände, zieht jedoch seit dem Jahr 2014 wieder an und hat inzwischen ein Niveau von 340 % des BIP erreicht. In Schwellenländern kletterte die Schuldenquote auf 228 % des BIP – was einer Zunahme von rund zwei Dritteln seit dem Jahr 2006 entspricht.

Bei einer Aufschlüsselung der globalen Verschuldung nach Sektoren zeigt sich, dass die Schulden im privaten Nichtfinanzsektor (private Haushalte und Unternehmen) und im öffentlichen Sektor weiter auf neue Allzeithochs gestiegen sind, während sie im Finanzsektor in den Jahren nach der globalen Finanzkrise zurückgegangen sind (siehe **Grafik A/**).

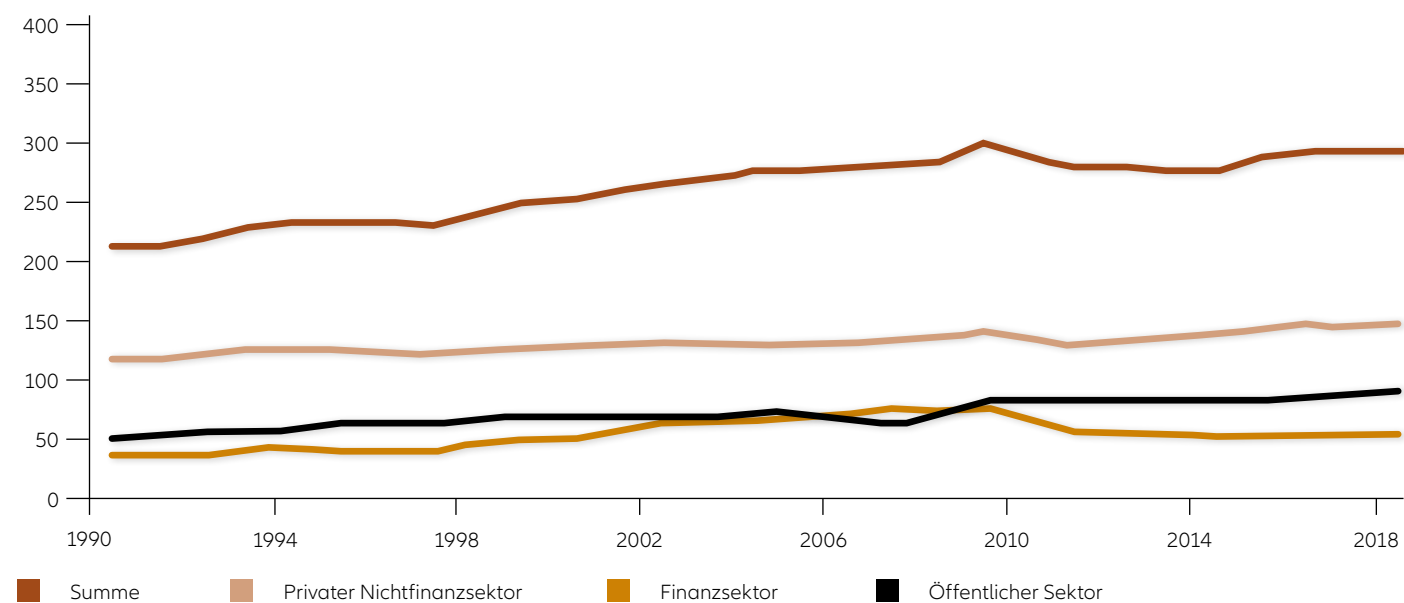
Die Schulden lauten entweder auf die jeweilige Landeswährung oder auf Fremdwährung. Hervorzuheben ist vor allem die Verschuldung in US-Dollar außerhalb der USA, die sich in den vergangenen zehn Jahren sowohl in fortgeschrittenen als auch in aufstrebenden Volkswirtschaften auf rund 11,5 Bio. US-Dollar

verdoppelt hat. Das Verhältnis aus Verschuldung in US-Dollar und BIP liegt mittlerweile in Industrie- und Schwellenländern auf dem höchsten Stand seit mehreren Jahrzehnten oder knapp darunter (siehe **Grafiken B/** und **C/**). Für Kreditnehmer dürfte dies mit Blick auf steigende US-Zinsen und den starken Dollar zur Herausforderung werden. Die zunehmende Verschuldung in US-Dollar ist ein globales Phänomen und nicht nur auf Länder wie Argentinien oder die Türkei beschränkt, deren Landeswährungen im Jahr 2018 massiv an Wert verloren.

Hinzu kommt ein weiterer wichtiger Aspekt: Zwar sind Banken naturgemäß noch immer die größten Kreditgeber, Konkurrenz kommt jedoch zunehmend von Nichtbanken-Finanzinstituten wie Versicherungen, Pensionsfonds, Fonds, Hedgefonds, chinesischen Schattenbanken (sog. Trusts), Private-Equity-Fonds, Broker-Dealer-Unternehmen, börsennotierten Immobilienfonds (REITs), herstellereigenen Finanzdienstleistern und Zweckgesellschaften. Wie wird sich diese Entwicklung auf die Stabilität des Finanzsystems auswirken? Eine sinkende Verschuldung des Finanzsektors ist zwar grundsätzlich zu begrüßen, die „neuen Akteure“ auf dem Kreditmarkt sind zum Teil jedoch stark fremdfinanziert, z. B. Hedgefonds. Auch wissen wir nur wenig über die Interdependenzen und Verflechtungen dieser Akteure. Es dürfte daher schwierig sein, die Dynamik der Märkte bei eintretendem Stress im Finanzsystem zu prognostizieren.

## A/ GLOBALE VERSCHULDUNG NACH SEKTOREN

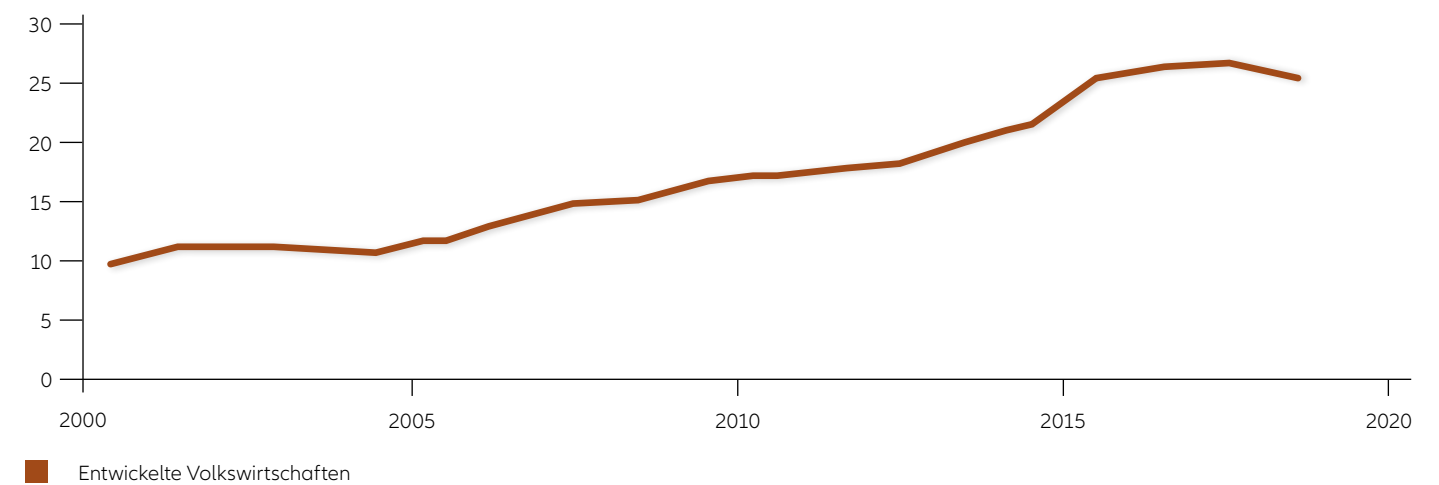
Angaben in Prozentpunkten



Quellen: Allianz Global Investors, BIZ, Datastream; Datenstand: Q1 2018

## B/ VERSCHULDUNG IN US-DOLLAR AUSSERHALB DER USA IN ENTWICKELTEN VOLKSWIRTSCHAFTEN IN PROZENT DES BIP

Angaben in Prozentpunkten

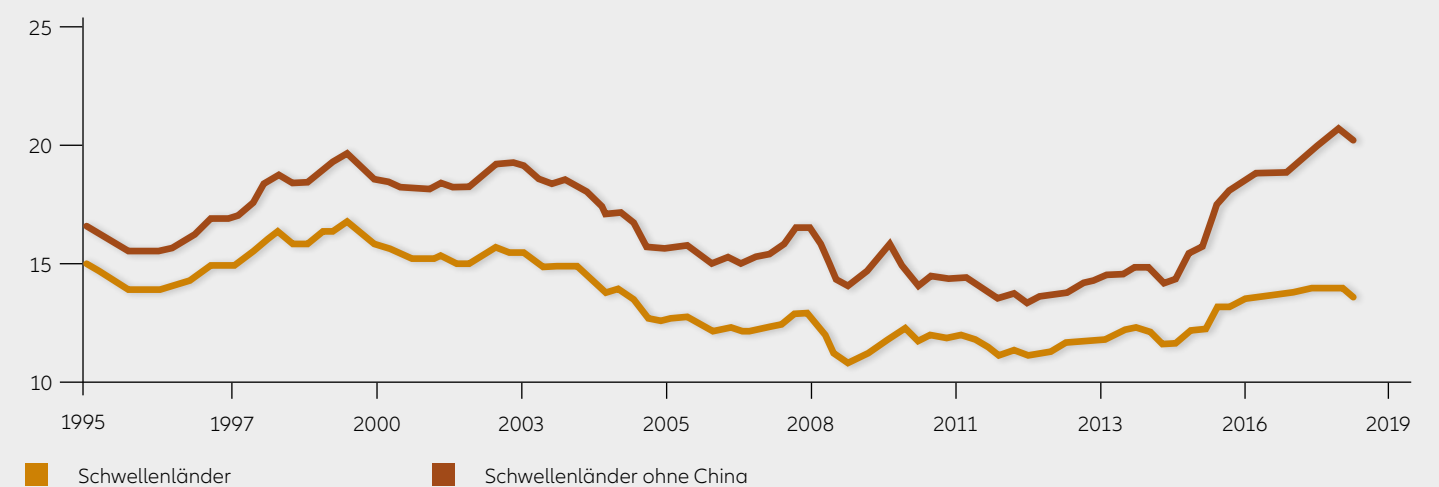


Quellen: Allianz Global Investors, BIZ, IWF, IIF; Datenstand: Q2 2018

**Die US-Dollar-Verschuldung relativ zum BIP außerhalb der USA ist seit der Finanzkrise rapide angestiegen.**

## C/ VERSCHULDUNG IN US-DOLLAR IN SCHWELLENLÄNDERN IN PROZENT DES BIP

Angaben in Prozentpunkten



Quellen: Allianz Global Investors, IWF, IIF; Datenstand: Q2 2018



2/ Wohin fließt all das Geld?

Widmen wir uns zunächst den USA – dem weltgrößten Markt für Schuldtitel. Die Gesamtverschuldung ist aktuell zwar niedriger als zur Zeit der Finanzkrise, der Verschuldungsgrad von US-Unternehmen außerhalb des Finanzsektors ist inzwischen jedoch auf 73 % des BIP angestiegen (siehe Grafik D/). Dies entspricht dem Rekordhoch des Jahres 2009 und ist ein deutlicher Anstieg gegenüber dem am Ende des Vorkrisenjahres 2006 beobachteten Niveau von 64 %. Dieser Trend ist größtenteils auf schuldenfinanzierte Aktienrückkäufe zurückzuführen. In Zeiten mit hohem Wirtschaftswachstum, niedrigen Zinsen und engen Spreads schien eine steigende Verschuldung verkraftbar. Aktuell befinden wir uns jedoch in der Spätphase des Konjunkturzyklus, in der es seit Anfang 2018 als Folge der Zinsanhebungen der US-Notenbank (Fed) und der daraufhin gestiegenen Marktvolatilität zu einer Ausweitung der Spreads kommt. Es bleibt abzuwarten, ob die von der Fed im Dezember 2018 nach einer Reihe schwächerer Konjunkturdaten signalisierte Pause im Zinserhöhungszyklus zur Beruhigung der Märkte beitragen wird.

Doch nicht nur die Verschuldung von US-Unternehmen ist gestiegen, auch die Qualität der Schulden hat abgenommen: Schuldtitel mit BBB-Rating machen inzwischen über 40% des ausstehenden Anleihevolumens aus. Hinzu kommt, dass das

Vergabevolumen am Markt für Leveraged Loans – also von Darlehen an hochverschuldete Kreditnehmer – wieder so hoch ist wie im Vorkrisenzeitraum 2006/07 und damit sogar das High Yield-Anleihesegment in den Schatten stellt. Parallel hierzu ist eine Aufweichung des Gläubigerschutzes zugunsten der Schuldner festzustellen: 80 % aller neu begebenen Leveraged Loans sind inzwischen sogenannte „Covenant-Lite Loans“. Auf die Risiken dieser Lockerung von Kreditstandards machte vor einigen Monaten sogar die ehemalige Fed-Präsidentin Janet Yellen aufmerksam.

Der Anstieg der Verschuldung geht dabei (erneut) mit einem Immobilienboom einher, vor allem in Ländern, die von der globalen Finanzkrise nur moderat oder überhaupt nicht betroffen waren, darunter China, Türkei, Mexiko, Malaysia, Kanada, Schweden, Norwegen, Australien, Neuseeland und die Sonderwirtschaftszone Hongkong. Wir sehen darin einen Nebeneffekt der ultralockeren Geldpolitik in den USA und Europa: Niedrige Leitzinsen und die Liquiditätsflut der Notenbanken haben die Marktrenditen weltweit nach unten gedrückt und damit die Nachfrage nach Krediten und Immobilien in Ländern befeuert, in denen der private Sektor nach der Finanzkrise vor zehn Jahren nicht den schmerzhaften Prozess der Bilanzbereinigung durchlaufen musste.

D/ VERSCHULDUNG VON US-NICHTFINANZUNTERNEHMEN IM VERHÄLTNIS ZUM ZINSDECKUNGSGRAD



Quellen: Allianz Global Investors, Datastream; Datenstand: Q3 2018

E/ WOHNIMMOBILIENPREISE IM VERHÄLTNIS ZUR ENTWICKLUNG DER VERSCHULDUNG DES PRIVATEN SEKTORS

	Veränderung der realen Verschuldung von Unternehmen und Haushalten in den letzten 5 Jahren in Prozent des BIP	Reale Hauspreisveränderung in Prozent
Spanien	-16	10
Großbritannien	6	23
Niederlande	9	14
Irland	32	58
Deutschland	11	18
USA	13	28
Griechenland	-13	-17
Japan	1	9
Italien	-7	-15
Israel	22	30
Südafrika	12	1
Korea	26	3
Schweden	29	37
Indien	26	23
Australien	21	33
Frankreich	18	-2
Schweiz	16	13
Russland	15	-33
Kanada	26	34
Türkei	80	22
Hongkong	54	45
Singapur	47	-1
Brasilien	-1	-14
China	108	30
Belgien	13	4
Neuseeland	23	50
Portugal	-15	28
Norwegen	8	12
Dänemark	-1	24
Mexiko	49	11
Ungarn	-9	46
Polen	29	11
Malaysia	34	17
Thailand	30	19
USA 2006	40	53
Großbritannien 2007	51	66

Verhältnis Hauspreis/Miete ≥ 50 % über dem langfristigen Durchschnitt

Quellen: Allianz Global Investors, BIZ, Datastream; Datenstand: Q1 2018

### 3/ Zunehmende Verschuldung – na und?

Die entscheidende Frage lautet: Ist eine zunehmende Verschuldung per se problematisch, und wenn ja, unter welchen Bedingungen und in welchem Ausmaß? Zur Beantwortung dieser Frage ziehen wir das Konzept des „Finanzzyklus“ heran, das von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) im Nachgang der globalen Finanzkrise entwickelt wurde.

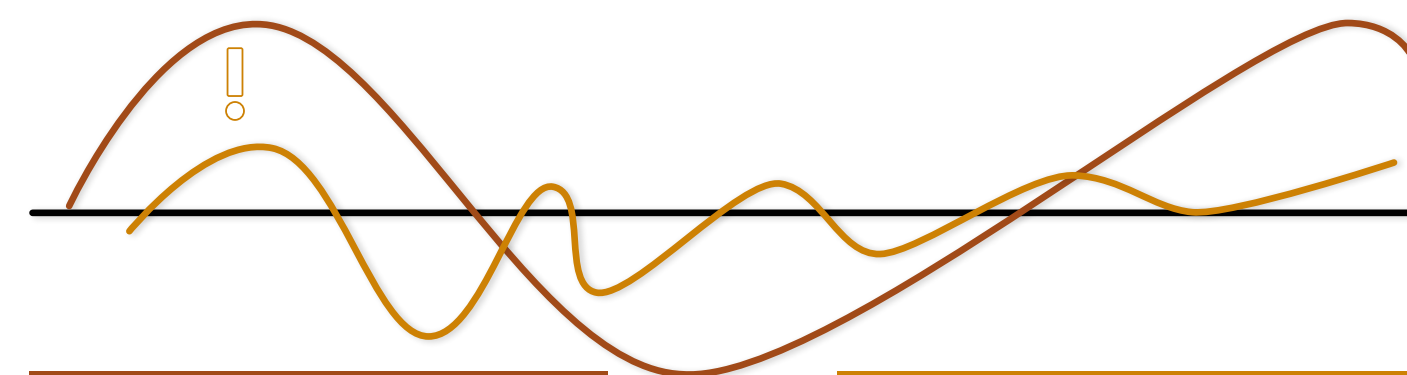
Der Finanzzyklus misst die gemeinsame Dynamik des Kreditwachstums des privaten Nichtfinanzsektors und der realen Wohnimmobilienpreise (siehe **Grafik E/**); er dient damit als Maßstab für die mittel- bis langfristige Gesundheit einer Volkswirtschaft. Finanzzyklen sind deutlich länger als Konjunkturzyklen, die die Schwankungen des realen BIP erfassen. Ein Finanzzyklus dauert in der Regel rund 16 Jahre (davon sechs Jahre Abschwung und zehn Jahre Aufschwung), während die durchschnittliche Länge eines Konjunkturzyklus fünf Jahre beträgt (siehe **Grafik F/**). Die Messung von Finanzzyklen kann mithilfe verschiedener Ansätze erfolgen, wobei die Ergebnisse nicht weit voneinander abweichen. Der von uns gewählte Ansatz ähnelt der Methode der BIZ, ohne jedoch mit dieser identisch zu sein. Wir berechnen den durchschnittlichen Z-Score der Kreditlücke (Abweichung der Verschuldungsquote [Verschuldung/BIP] des privaten Nichtfinanzsektors vom Trend) und der Abweichung der realen Wohnimmobilienpreise vom Trend (siehe **Grafik G/**).

Die Ergebnisse der BIZ werden von unserer empirischen Untersuchung für fortgeschrittene und aufstrebende Volkswirtschaften bei einer kleineren Stichprobengröße weitgehend bestätigt (siehe **Grafik H/**): Bei einem Aufschwung des Finanzzyklus (charakterisiert durch steigende Wohnimmobilienpreise

und zunehmende Verschuldung des Privatsektors) profitieren Volkswirtschaften von einem strukturellen Rückenwind. Rezessionen sind in der Aufschwungphase des Finanzzyklus zwar nicht ausgeschlossen, die Wahrscheinlichkeit, Tiefe und Dauer einer Rezession sind jedoch geringer als in der Abschwungphase. Die Erklärung liegt auf der Hand: Ein Eigenheim ist für gewöhnlich der größte einzelne Vermögenswert privater Haushalte, in der Regel kreditfinanziert. Durch steigende Immobilienpreise im Zuge eines Aufschwungs des Finanzzyklus erhöht sich der Wert der Kreditsicherheiten privater Haushalte, wodurch zusätzliche schuldenfinanzierte Ausgaben erleichtert werden, was wiederum einem allgemeinen Wirtschaftsaufschwung Vorschub leistet. Die schwache Rezession in den USA im Jahr 2001 ist ein gutes Beispiel für eine Rezession in der Aufschwungphase des Finanzzyklus. Bei einem Abschwung des Finanzzyklus (charakterisiert durch sinkende Wohnimmobilienpreise und eine restriktivere Bankkreditvergabe) sind Rezessionen dagegen tendenziell tief und lang, wobei die globale Finanzkrise die schwerste Rezession während einer Abschwungphase des Finanzzyklus war (Anmerkung: Unsere Analyse beschränkt sich auf das Verhältnis zwischen Finanzzyklus und Rezessionen in fortgeschrittenen Volkswirtschaften).

Ein weiteres wichtiges Ergebnis unserer Untersuchung: In der Nähe des Höhepunkts des Finanzzyklus besteht für eine Volkswirtschaft eine Wahrscheinlichkeit von mehr als zwei Dritteln, in eine Finanzkrise zu geraten, ausgelöst durch eine Banken-, Staatsschulden- oder Währungskrise. Mit Ausnahme von zwei der 36 von uns untersuchten Krisen fielen alle mehr oder weniger mit dem Höhepunkt des Finanzzyklus des jeweiligen Landes zusammen.

### F/ FINANZZYKLUS = GEMEINSAME DYNAMIK DES KREDITWACHSTUMS DES PRIVATSEKTORS UND DER WOHNIMMOBILIENPREISE FINANZZYKLUS GGÜ. KONJUNKTURZYKLUS – STILISIERTE FAKTEN



Finanzzyklus	
Dauer	16 Jahre
Abschwung	6 Jahre
Krisenwahrscheinlichkeit am Höhepunkt des Finanzzyklus	ca. 70 %
Kriseneintritt nach vorausgegangenem Höhepunkt des Finanzzyklus	> 95 %

Konjunkturzyklus (BIP)	
Dauer	5 Jahre
Abschwung	1 Jahr
Rezession in der Abschwungphase des Finanzzyklus	–3,4%; 11 Quartale
Rezession in der Aufschwungphase des Finanzzyklus	–2,8%, 6 Quartale



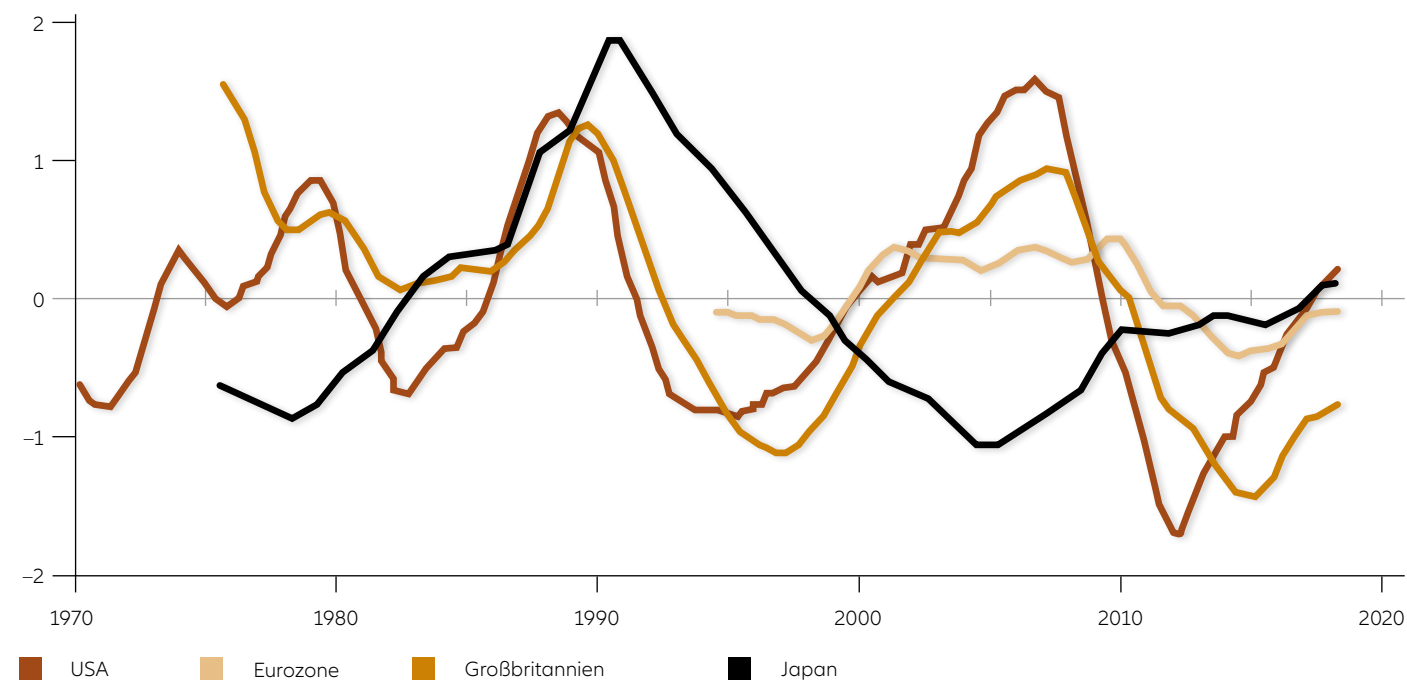
**Höhepunkte von Finanzzyklen sind ein Krisenwarnsignal, während das BIP-Wachstum in der Aufschwungphase des Finanzzyklus tendenziell stabiler ist.**

Quellen: Allianz Global Investors, BIZ, The Economist, OECD, Datastream, IWF  
Legende: Finanzzyklus berechnet als durchschnittlicher Z-Score der Kreditlücke (Abweichung der Verschuldungsquote des privaten Nichtfinanzsektors vom Trend) und der Abweichung realer Wohnimmobilienpreise vom Trend. Berechnungen des Finanzzyklus für 14 fortgeschrittene Volkswirtschaften (Australien, Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien, Japan, Neuseeland, Niederlande, Norwegen, Portugal, Schweden, Schweiz, Spanien, USA) und 12 (teils ehemalige) Schwellenländer (Brasilien, China, Hongkong, Indien, Israel, Malaysia, Mexiko, Russland, Singapur, Südkorea, Thailand, Türkei) seit den 1970er-Jahren oder später (je nach Datenverfügbarkeit). Die Analyse des Konjunkturzyklus beschränkt sich auf fortgeschrittene Volkswirtschaften. Die Daten zu Rezessionen in verschiedenen Phasen des Finanzzyklus zeigen die durchschnittliche Schwankung vom Höchst- zum Tiefstwert des realen BIP und die durchschnittliche Anzahl von Quartalen, in denen das BIP unter dem vorangegangenen Zykushöhepunkt lag.



## G/ AUFSCHWUNG DES FINANZZYKLUS IN GROSSEN FORTGESCHRITTENEN VOLKSWIRTSCHAFTEN

Angaben in Prozentpunkten



Quellen: Allianz Global Investors, BIZ, Datastream; Datenstand: Q1 2018

Legende: Finanzzyklus berechnet als durchschnittlicher Z-Score der Kreditlücke (Abweichung der Verschuldungsquote des privaten Nichtfinanzsektors vom Trend) und der Abweichung realer Wohnimmobilienpreise vom Trend. Der Finanzzyklus der Ländergruppen basiert auf BIP-gewichteten Mittelwerten länderspezifischer Finanzzyklen. Die Euro-Ländergruppe wird durch DEU, FRA, IRE, ITA, NET, POR, SPA repräsentiert. Kleine offene, fortgeschrittene Volkswirtschaften: AUS, CAN, CHE, NOR, NZL, SWE; asiatische Tigerstaaten: HKG, KOR, SGP, THA; sonstige große, aufstrebende Volkswirtschaften: BRA, IND, ISR, MEX, RUS, TUR, ZAF.

## H/ HÖHEPUNKT ODER ABSCHWUNG DES FINANZZYKLUS IN EINIGEN FORTGESCHRITTENEN UND AUFSTREBENDEN VOLKSWIRTSCHAFTEN

Angaben in Prozentpunkten



Quellen: Allianz Global Investors, BIZ, Datastream; Datenstand: Q1 2018

Legende: Finanzzyklus berechnet als durchschnittlicher Z-Score der Kreditlücke (Abweichung der Verschuldungsquote des privaten Nichtfinanzsektors vom Trend) und der Abweichung realer Wohnimmobilienpreise vom Trend. Der Finanzzyklus der Ländergruppen basiert auf BIP-gewichteten Mittelwerten länderspezifischer Finanzzyklen. Die Euro-Ländergruppe wird durch DEU, FRA, IRE, ITA, NET, POR, SPA repräsentiert. Kleine offene, fortgeschrittene Volkswirtschaften: AUS, CAN, CHE, NOR, NZL, SWE; asiatische Tigerstaaten: HKG, KOR, SGP, THA; sonstige große, aufstrebende Volkswirtschaften: BRA, IND, ISR, MEX, RUS, TUR, ZAF.

## 4/ In welcher Phase des Finanzzyklus befinden wir uns aktuell?

In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, die im Zentrum der globalen Finanzkrise standen (USA, Großbritannien, Teile der Eurozone) oder deren Wirtschaft stark unter den Nachwehen der Krise litt (Japan), befindet sich der Finanzzyklus in der Aufschwungphase. Gleiches gilt für Neuseeland. Auch wenn wir für die USA, Europa oder Japan in den kommenden ein bis zwei Jahren eine Rezession nicht ausschließen können (einige unserer Modelle deuten auf ein zunehmendes Rezessionsrisiko hin), so dürfte diese eher moderat ausfallen. Einschränkend ist jedoch anzumerken, dass die Notenbanken ihr Pulver weitgehend verschossen haben; Nominal- und Realzinsen sind in allen großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften noch immer auf einem niedrigen Niveau. Zudem wäre eine weitere Aufblähung der Zentralbankbilanzen sowohl technisch als auch rechtlich ziemlich schwierig. Und auch der Handlungsspielraum für fiskalpolitische Maßnahmen ist angesichts der übermäßigen Staatsverschuldung äußerst begrenzt.

In mehreren asiatischen Staaten (einschließlich China) sowie in kleinen offenen, fortgeschrittenen Volkswirtschaften, die vor zehn Jahren von den Auswirkungen der globalen Finanzkrise weitgehend verschont geblieben waren (insbesondere Australien, Kanada, Norwegen und die Schweiz), befindet sich der Finanzzyklus dagegen in der Nähe seines Höhepunkts oder hat diesen bereits überschritten. In Schweden und in mehreren großen Schwellenländern (Brasilien, Indien, Russland, Türkei) ist die Umkehr des Finanzzyklus bereits im Gange. In den genannten Volkswirtschaften rechnen wir daher mit strukturellem Gegenwind für das Wirtschaftswachstum und mit einem erhöhten Risiko von Anspannungen im Finanzsystem.

Abschließend bleibt festzuhalten, dass eine hohe Verschuldung für das Wirtschaftswachstum und die Finanzmärkte weiterhin ein zentraler Risikofaktor ist, der ein entsprechendes Risikomanagement und eine Absicherung von Extremrisiken erforderlich macht. Ermutigend ist hingegen, dass sich die Finanzzyklen in den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften im Vergleich zur Zeit vor der Finanzkrise nicht in der akuten Gefahrenzone befinden.

**Ermutigend ist hingegen, dass sich die Finanzzyklen in den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften im Vergleich zur Zeit vor der Finanzkrise nicht in der akuten Gefahrenzone befinden.**

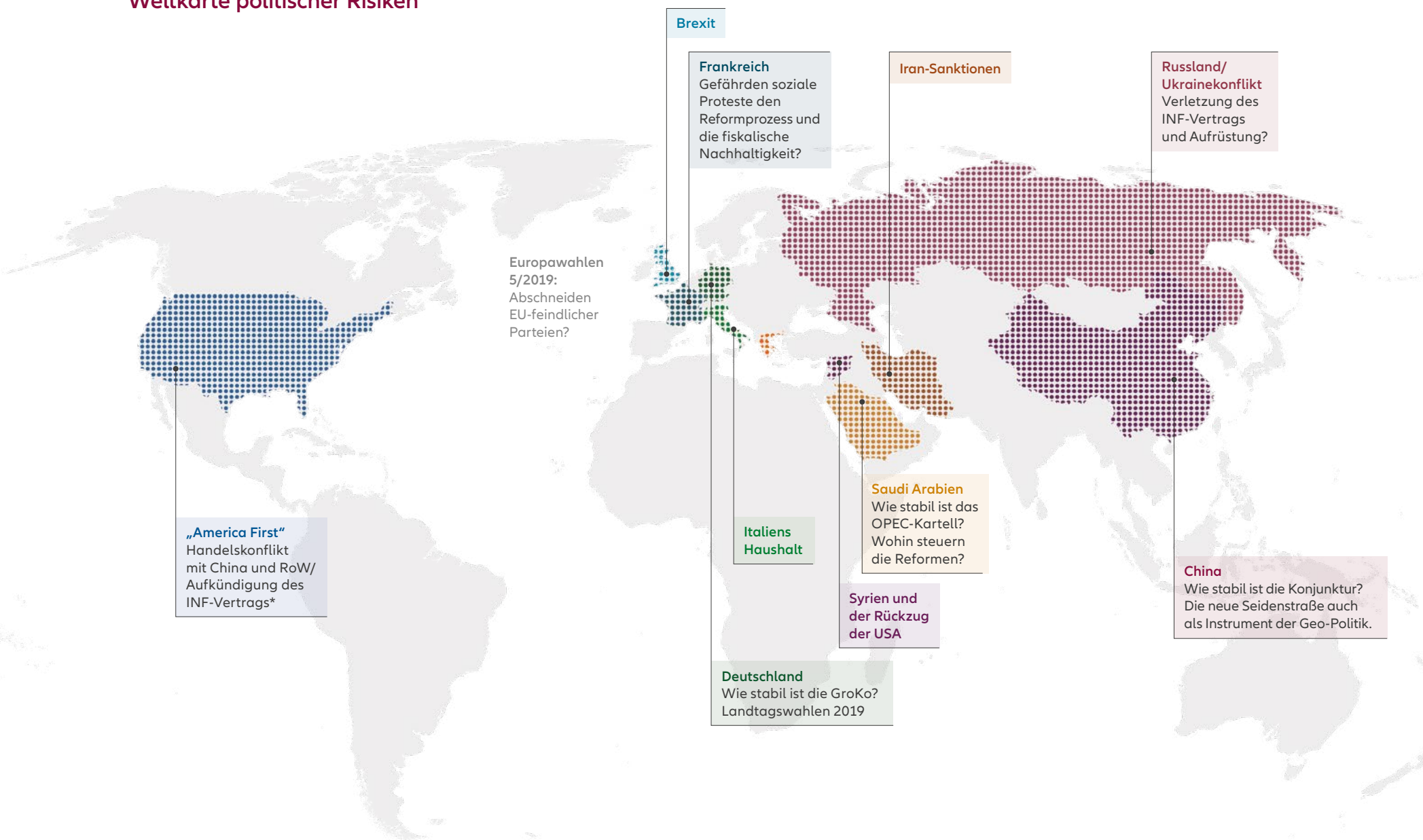


**Stefan Hofrichter**, Global Head of Economics and Strategy, Allianz Global Investors

# Kapitalmarkt-Implikationen 2019

Unsere Kapitalmarkt-Implikationen geben Ihnen eine Kurzzusammenfassung des makroökonomischen Basisszenarios. Darüber hinaus blicken wir für Sie in unserer Weltkarte politischer Risiken auf bestehende und potenzielle Krisenherde.

## Weltkarte politischer Risiken



## MAKROÖKONOMISCHES BASISSENARIO

### 1/ KONJUNKTUR

Spätzyklische Reflationierungsphase – Weltwirtschaft mit zunehmender regionaler und sektoraler Differenzierung – Ölpreiserückgang stützt Konsum

### 2/ ARBEITSMÄRKTE

Arbeitslosigkeit fällt global weiter – merklich sinkende Unterbeschäftigung in der Eurozone – EZ-Arbeitslosenquote um „NAIRU“ – Lohndruck nimmt sukzessive zu

### 3/ PREISENTWICKLUNG

Basiseffekte der Rohstoffpreisentwicklung (insbesondere Energie) bestimmen Verlaufprofil auch 2019 – „Headline inflation“ dürfte in den kommenden Monaten sinken – Kernrate relativ stabil

### 4/ GELDPOLITIK

Divergenz der Geldpolitik auch 2019 – Fed mit zwei Zinsschritten im Jahr 2019 – keine Zinserhöhung der EZB bis Mitte 2019 – BoJ bleibt expansiv – BoE-Politik abhängig von Brexit-Entscheidung – PBoC expansiv – ansonsten Notenbanken in Richtung Normalisierung

### 5/ FISKALPOLITIK

Expansive Effekte der US-Steuerreform laufen aus – Macron mit Zugeständnissen an Protestbewegung – französisches Defizit über 3 % 2019 – Konflikt Rom/Brüssel zunächst entschärft – Was passiert bei globaler Rezession?

### 6/ RISIKOFAKTOREN

Zunehmende Autokratie – Handelskrieg – Konflikte Ukraine, Mittlerer Osten, Nordkorea, Katalonien – Brexit-Abstimmung – USA Schuldenlimit/Government Shutdown – EU: Nationalismus/ Flüchtlinge – Verschuldungskrise

Quelle: Allianz Global Investors Economics and Strategy; Stand: März 2019  
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.

\*) Der INF-Vertrag („Intermediate-Range Nuclear Forces“) zwischen den USA und Russland dient dem Verzicht auf atomare Mittelstreckenraketen.  
Quelle: Allianz Global Investors Global Capital Markets & Thematic Research





# Wie Allianz Global Investors künstliche Intelligenz in aktiven Investmentprozessen nutzt

AUTOR: THOMAS ZIMMERER

**Die Wertentwicklung des Marktes übertreffen und bessere Portfolioergebnisse erzielen? Integriert in die aktiven Investmentprozesse von Allianz Global Investors, können künstliche Intelligenz und maschinelles Lernen die Investmentexperten dabei unterstützen, den entscheidenden Informationsvorsprung zu erarbeiten.**

## 1/ Die digitale Transformation der Finanzbranche

Es ist ein Trend, dem sich niemand entziehen kann: der in digitalen Technologien begründete Wandel. Auch die Finanzbranche setzt sich in hohem Maße mit der digitalen Transformation auseinander. Für Asset Manager liegt dabei der Fokus auf der Frage, wie sich künstliche Intelligenz (KI), maschinelles Lernen und alternative Datenquellen wie Social Media, Internetsuchmaschinen, Nachrichten, Blogs oder Satellitenbilder einsetzen lassen, um die Wertentwicklung des Marktes zu übertreffen und bessere Portfolioergebnisse zu erlangen.

Um eine Outperformance gegenüber der Marktentwicklung zu erzielen, müssen Investmentexperten komplexe Schlussfolgerungen ziehen und sich daraus einen Informationsvorsprung gegenüber dem breiten Markt erarbeiten. Neue Technologien bieten in diesem Zusammenhang die Chance, die Verarbeitung und Interpretation von Daten zur Optimierung von Markteinschätzungen zu nutzen. Wie sich das bei Allianz Global Investors umsetzen lässt? Damit beschäftigt sich die Arbeitsgruppe Digitale Transformation.

## 2/ KI basiert auf der Verarbeitung enormer Datenmengen

Um KI erfolgreich zum Einsatz kommen zu lassen, sind zwei Faktoren entscheidend: Die Tür öffnen moderne Computer, die mit ihren enormen Rechenleistungen die Verarbeitung und Auswertung sehr großer Datenmengen ermöglichen. „Big Data“ lautet hier das Stichwort. Darauf bauen selbstlernende Algorithmen auf, die umso leistungsfähiger sind, je mehr Daten sie erhalten. Es handelt sich folglich um maschinelles Lernen. Wie sich diese beiden Faktoren in den aktiven Investmentprozess bei Allianz Global Investors integrieren lassen, lässt sich zum Beispiel bei der Assetklasse Aktien sowie bei Multi-Asset-Strategien aufzeigen.

Bei der Assetklasse Aktien steht die Anwendung von KI bei der Plattform mit Fundamentaldaten sowie beim Factor-Investing im Vordergrund. Allianz Global Investors hat maschinelles Lernen bereits in mehrere Factor-Investing-Prozesse eingebunden, wobei die Verarbeitung und Auswertung von Big Data bislang allerdings nur in begrenztem Umfang erfolgte. Hier gilt es, das enorme Potenzial weiter auszuschöpfen. Aktuell liegen weitere Schwerpunkte auf der maschinellen

Sprachverarbeitung (Natural Language Processing, NLP) sowie auf der Informationsgewinnung aus unstrukturierten Daten wie Nachrichten, Geschäfts- und Researchberichten von Sell-Side-Analysten. Die Investmentexperten prüfen verschiedene Anwendungsbereiche und möchten Kapazitäten ausbauen, um die quantitativen und fundamentalen Research- und Investmentprozesse zu unterstützen.

Der Einsatz von KI für Multi-Asset-Strategien verfolgt das Ziel, mit neuen Technologien größere Datenmengen auszuwerten und mithilfe maschinellen Lernens eine effizientere Portfoliokonstruktion zu ermöglichen. Zudem lotet Allianz Global Investors das Potenzial von KI zur Verbesserung der Mustererkennung aus, um Anomalien in großen Datensätzen schneller erkennen zu können. Weitere Meilensteine sind die Optimierung und Automatisierung der Prozesse, um Kapazitäten für die Ideengenerierung freizusetzen. Am Ende sollen sämtliche Daten zentral zusammengeführt und über alle Anlageklassen hinweg direkt abrufbar sein, um unnötigen Mehrfachaufwand zu verringern.

## 3/ Moderne Technologien verbessern die Qualität von Prognosen

Die Daten, die genutzt werden, beispielsweise zur makroökonomischen Entwicklung, sind prinzipiell auch jedem anderen Asset Manager zugänglich, um daraus Aussagen über die mittelfristige Entwicklung von Markttrends abzuleiten. Die Arbeitsgruppe Digitale Transformation bei Allianz Global Investors untersucht ganz konkret, wie sich mithilfe moderner Technologien und alternativer Datenquellen hochfrequente Daten zur Verbesserung der Qualität kurzfristiger Prognosen nutzen lassen. Da die Kapitalmärkte heute von einer hohen Dynamik geprägt sind, sind die Investmentexperten stets auf der Suche nach flexibleren Methoden, um Marktschwankungen besser auszunutzen und robustere Portfolios konstruieren zu können.

Während die digitale Transformation im Finanzsektor noch in den Anfängen steckt, hat sie in anderen Branchen schon längst Einzug gehalten – etwa im Bereich selbstfahrender Fahrzeuge. Die Beispiele aus anderen Sektoren wirken sich generell positiv auf die Weiterentwicklung des maschinellen Lernens aus. Davon kann auch das Asset Management profitieren.



#### 4/ Allianz Global Investors Hackathon lässt Start-ups antreten

Um tiefere Erkenntnisse über den aktuellen Entwicklungsstand von KI-Technologien zu erhalten, hat Allianz Global Investors im November 2018 sogar einen Wettbewerb veranstaltet: den ersten Allianz Global Investors Hackathon, bei dem vier Unternehmen aus Bangalore, Mailand, London und New York bei derselben Problemstellung gegeneinander antreten mussten. Heute behaupten die meisten Unternehmen, sich intensiv mit maschinellem Lernen und ähnlichen Technologien zu beschäftigen, und es gibt zweifellos Start-ups, die entsprechende Dienstleistungen isoliert anbieten. In diesem Umfeld bot der Hackathon die einzigartige Möglichkeit, einigen dieser Unternehmen bei der Umsetzung ihrer Technologien unter Praxisbedingungen über die Schulter zu blicken.

Tatsächlich wirkte die Veranstaltung wie ein Katalysator, der es dem Unternehmen nun ermöglicht, KI in einem größeren Zusammenhang zu sehen. Allianz Global Investors konnte tiefer in die Materie eintauchen, um entscheidende Fortschritte bei Projekten zu erzielen, die in den vergangenen Monaten eingeleitet worden waren. Dabei war es von vornherein das Ziel, dass der Hackathon keine schlüsselfertigen Lösungen, sondern Impulse für die weitergehende Forschung und Entwicklung im Unternehmen liefert. Wichtig ist dabei, die Ergebnisse

realistisch einzuschätzen. Denn Forschung in neuen Bereichen verläuft niemals geradlinig. Der Hackathon zeigte, wie sich das Unternehmen derselben Problemstellung auf sehr unterschiedliche Weise nähern kann.

Nicht nur bei dieser Veranstaltung, sondern auch im übergeordneten Sinn kommt bei Allianz Global Investors einer aktiven Vorgehensweise eine besondere Bedeutung zu. Bei der Integration von KI in die Investmentprozesse sollen deshalb alle Maßnahmen in Entscheidungen oder Einschätzungen der Investmentexperten münden, die sich vom Markt abheben – im Einklang mit der „Active is“-Markenphilosophie. Denn KI dient Allianz Global Investors dazu, zusätzliche Erkenntnisse aus komplexen Daten zu gewinnen mit dem Ziel, Portfolios zusammenzustellen, die sich vom Marktportfolio unterscheiden. Hinzu kommt die Skalierbarkeit: Dank eines im Hintergrund arbeitenden komplexen Systems vergrößert sich mit wachsenden Datenmengen der Lerneffekt. Es handelt sich dabei um eine Industrialisierung von Alpha, also der Wertentwicklung eines Fonds über die Entwicklung seiner Benchmark hinaus. Dies ist für einen modernen aktiven Asset Manager unabdingbar, um im Wettbewerb in fünf bis zehn Jahren am Markt noch bestehen zu können.

#### 5/ Zusammenspiel von Mensch und Maschine ist wichtig

Darüber hinaus bietet der „Active is“-Ansatz Potenzial für den Kunden. Denn die Investmentexperten möchten die neuen Technologien auch dazu nutzen, Kunden einen optimierten Zugang zu den Produkten und Lösungen von Allianz Global Investors zu ermöglichen – unter anderem über digitale Kanäle. Dabei sollen ökonomische Vorteile, die sich beim Einsatz von KI im aktiven Investmentprozess ergeben, nicht dazu führen, dass der Mensch im Zuge der digitalen Transformation

ersetzt wird. Zwar ermöglicht die Skalierbarkeit neuer Technologien einen effizienteren Personaleinsatz. Doch es geht nicht um eine Entscheidung zwischen Mensch oder Maschine, sondern um ein geschicktes Zusammenspiel von beiden. Die Nutzung modernster Technologien soll den Menschen, die bei Allianz Global Investors arbeiten, mehr Zeit geben, um sich mit Ideen von morgen zu beschäftigen.

## Es geht nicht um eine Entscheidung zwischen Mensch oder Maschine, sondern um ein geschicktes Zusammenspiel von beiden.



Thomas Zimmerer, Global Co-Head Multi Asset, Allianz Global Investors

## KÜNSTLICHE INTELLIGENZ

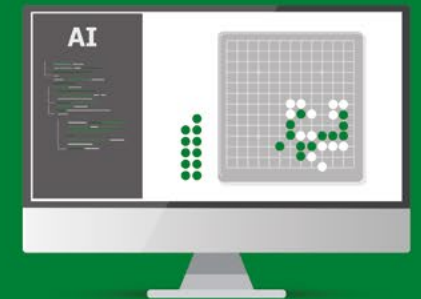
### Wie künstliche Intelligenz unser Leben revolutioniert

Künstliche Intelligenz (KI) kann inzwischen in einigen Bereichen das menschliche Gehirn übertreffen – und ermöglicht damit Dinge, zu denen wir allein nicht fähig wären.

## Leistet mehr als das Gehirn

### MAI 2017

Ein KI-Programm, das Intuition, Instinkt und Lernfähigkeit des Menschen simuliert, schlägt den weltbesten Spieler des hochkomplexen chinesischen Strategiespiels Go, bei dem es eine unbegrenzte Zahl an Zügen gibt.



### Erkennt Interessen und Bedürfnisse

#### EINZELHANDEL

Lebensmittelgeschäfte experimentieren mit Technik zur Gesichtserkennung, um Kunden persönlich anzusprechen und Einkäufe antizipieren zu können.

Intelligente Einkaufswagen könnten schon bald die Ware zum Auto des Käufers bringen oder mit Drohnen kommunizieren, die den Transport nach Hause erledigen.



#### MUSIKANGEBOT

Ein neuartiges Lautsprechersystem, das über emotionale Intelligenz verfügt, wählt mittels Stimmanalyse, basierend auf dem Geschmack des Nutzers, zu seiner Stimmung passende Musik aus Millionen von Stücken aus.



### Wertet Daten aus

#### TRANSPORT

Die weltweit führende Transport-App wertet Fahrerdaten aus täglich über 150 Millionen gefahrenen Kilometern aus, um zur Entwicklung autonomer Autos und von Mobilitätsdiensten beizutragen.



**2,8 Bill. EUR** erwartete Ausgaben von Konsumenten für Autoparkmöglichkeiten im Jahr 2025

**842 Mrd. EUR** bleiben davon übrig, wenn Mobilitätsdienste wie Car Sharing breit genutzt werden.



**15-20 %**

der gesamten Pkw-Fahrleistung entfallen voraussichtlich im Jahr 2030 auf Mobilitätsdienste wie Carsharing.

### Optimiert und skaliert

#### GESUNDHEIT

Im Gesundheitsbereich gibt es für künstliche Intelligenz Anwendungsmöglichkeiten in Feldern wie Diagnose, Rehabilitation und Chirurgie.

Roboter können präzisere Schnitte vornehmen als der Mensch mit einem Skalpell. Das Ausmaß von Eingriffen bei Operationen lässt sich verringern und eine schnellere Genesung wird möglich, was die Krankenhauskosten senkt.

#### RECHT

Künstliche Intelligenz wird dazu genutzt, um mittels Sprachanalyse rechtliche Fragen zu analysieren und zu beantworten – in einem Bruchteil der Zeit, die Anwälte dafür benötigen.



Das System liest alle rechtlichen Texte und registriert etwaige Änderungen und Ergänzungen, die laufende Fälle betreffen könnten.



**9,35 Mrd. EUR**

derzeitiger Marktwert der Unternehmen im Bereich roboterunterstütztes Gesundheitswesen



An aerial photograph of a surfer riding a wave. The surfer is wearing a dark wetsuit and is positioned on a yellow surfboard. The wave is breaking, creating white foam. The water is a deep blue-green color. The surfer is moving from left to right across the frame.

# 10 Years After: Erkenntnisse für ein nachhaltiges Risikomanagement

---

AUTOR: PROF. DR. THOMAS G. STEPHAN

Als Lehman Brothers am frühen Morgen des 15. September 2008 Insolvenz anmelden musste, steigerte sich der „perfekte Sturm“, der seit dem Jahr 2007 von US-Subprime-Krediten durch die globalen Finanzmärkte geblasen hatte, zu einem Orkan. Institutionen wie Fannie Mae, Freddie Mac und der damals weltgrößte Versicherer AIG fielen in sich zusammen und mussten staatlich gerettet werden. Der IMF schätzte im Jahr 2009, dass US- und europäische Banken zwischen 2007 und September 2009 über 1 Billion US-Dollar an Verlusten durch toxische Assets und Kredite erlitten hatten – und sagte voraus, dass diese sich bis zum Jahr 2010 mehr als verdoppeln würden. Die wenigsten professionellen Auguren ahnten im Jahr 2009, dass der MSCI World im März zu seinem mit mittlerweile 10 Jahren längsten Bullenmarkt aufgebrochen war. In dieser Dekade hat sich nicht nur die Zentralbankpolitik, sondern auch die globale Finanzarchitektur substantiell verändert. Wie wurden Risikomanagement-Ansätze für die Kapitalanlage in dieser Zeit weiterentwickelt? Welche Herausforderungen zeichnen sich für die nächsten Jahre ab?



1/ Erkenntnis 1: Das langfristig größte Risiko ist, keine Risiken einzugehen

Nach einer Dekade unorthodoxer Zentralbankpolitik bieten defensive Rentenanlagen den Anlegern wenig Kompensation für die wieder vorhandene Inflation. Die Realrenditen von Staatsanleihen der allermeisten entwickelten Länder sind selbst für lange Laufzeiten negativ (siehe **Grafik A/**).

Kontinentaleuropäische institutionelle Anleger, welche traditionell stark in defensive Rententitel investiert hatten, sahen sich zunehmend gezwungen, auf Unternehmensanleihen und weitere Spread-Marktsegmente sowie alternative Anlagen

auszuweichen, um langfristige Verpflichtungen nachhaltig erfüllen zu können. Auch strategische Investments in die Aktienmärkte waren für einige Investorengruppen geeignet, um eine Partizipation an Risikoprämien zu ermöglichen. Mit dieser strategischen Orientierung steigen die Risiken dieser Anleger im Fall einer erneuten Marktkrise. Damit ergibt sich ein strategischer Bedarf an effizientem Risikomanagement, um die Risikotragfähigkeit von institutionellen Anlegern nicht zu überfordern.

2/ Erkenntnis 2: Marktliquidität ist zentral, aber keine Konstante

Die heiße Phase der „Great Financial Crisis“ begann am 9. August 2007, als BNP Paribas drei ihrer Geldmarktfonds für Rückgaben schloss. Waren zunächst vor allem ABS betroffen, weitete sich die Liquiditätskrise zunehmend auf Corporate-Bond-Märkte aus. Im September/Oktober 2008 waren dann temporär sogar europäische Staatsanleihen kaum noch handelbar. Zumindest an den Terminbörsen für Aktien- und Renten-Futures konnten Anleger auch im Herbst 2008 ausreichend Liquidität finden. Insofern waren und sind Anleger im Risikomanagement dann nachhaltig aufgestellt, wenn sie auf der vollen Klaviatur finanzieller Instrumente spielen können.

In den 10 Jahren seit der Finanzkrise hat sich die Finanzarchitektur weiter verändert: Der zunehmende Anteil von Trading auf Basis elektronischer Algorithmen, die Fragmentierung der Trading-Volumina auf alternative elektronische Handelsplattformen sowie der ungebrochene Siegeszug passiver Investments mit Hilfe von ETFs lassen Zweifel aufkommen, ob in einem Krisenfall tatsächlich ausreichend beidseitige Liquidität zur Verfügung steht. Welche dramatischen Effekte aus elektronisch orchestrierten (scheinbaren) Verkauforders entstehen können, zeigte der Flash-Crash vom 6. Mai 2010, als der Leitindex S&P 500 in wenigen Minuten um fast 6 % einbrach, während einzelne Aktien kurzfristig über die Hälfte ihres Börsenwertes verloren.

Selbst die weltweit liquidesten Märkte sind anfällig für algorithmisch potenzierte Verwerfungen. Für die deutlich weniger liquiden Corporate-Bond- und andere Spread-Märkte gilt das vermutlich noch stärker: Die strategische Nachfrage von institutionellen Investoren – sowie die Unterstützung durch Käufe der Notenbanken – sorgte für Corporate-Bond-Märkte, deren Liquidität über Jahre kaum getestet wurde. In der vielbeachteten globalen Liquiditätsstudie von PWC im Jahr 2015 wird ebenfalls auf die nach dem Jahr 2010 sinkende Liquidität, insbesondere in Bezug auf die Corporate-Bond-Märkte, hingewiesen. Beispielsweise gingen die europäischen Handelsvolumina bei Unternehmensanleihen zwischen 2010 und 2015 um bis zu 45 % zurück. Weitere Indizien für schwindende Marktliquidität sind die verkleinerten Handelsbestände bei Investmentbanken: Beispielsweise schrumpften die Handelsbestände von US Corporate Bonds zwischen 2008 und 2015 um fast 60 %.

Fazit: Die Finanzarchitektur hat sich nach dem Jahr 2008 deutlich gewandelt. Für das Risikomanagement rücken damit noch stärker als zuvor Assetklassen und insbesondere derivative Instrumente in den Fokus, welche auf Basis eines effizienten elektronischen Handels hohe Liquidität bieten.



A/ REALRENDITEN GENERISCHER STAATSANLEIHEN

	3M	1J	2J	3J	4J	5J	6J	7J	8J	9J	10J	15J	20J	30J
Deutschland	-2,88	-2,78	-2,82	-2,79	-2,69	-2,57	-2,48	-2,38	-2,27	-2,16	-2,03	-1,76	-1,59	-1,40
Frankreich	-3,06	-2,83	-2,68	-2,53	-2,37	-2,20	-2,13	-1,97	-1,82	-1,74	-1,55	-1,12	-0,99	-0,60
Italien	-1,66	-1,22	-1,16	-0,58	-0,25	0,15	0,41	0,67	0,66	-0,88	1,09	1,39	1,67	1,90
Niederlande	-2,65		-2,46	-2,40	-2,26	-2,12	-1,96	-1,83	-1,71	-1,58	-1,48			-0,96
Belgien	-3,70	-3,44	-3,44	-3,32	-3,19	-2,95	-2,84	-2,66	-2,48	-2,32	-2,19	-1,74	-1,44	-1,17
Österreich		-2,75	-2,84	-2,82	-2,63	-2,53	-2,38	-2,22	-2,05	-1,97	-1,88	-1,41		-1,03
Finnland		-1,96	-1,91	-1,89	-1,75	-1,60	-1,52	-1,31	-1,23		-0,92	-0,56		-0,33
Schweiz		-1,92	-1,75	-1,79	-1,70	-1,63	-1,52	-1,44	-1,38	-1,32	-1,25	-0,89	-0,75	-0,63
Schweden	-2,55		-2,51		-2,34	-2,17		-2,00			-1,70			
Dänemark	-1,27		-1,29			-0,98					-0,55			
Großbritannien	-1,68	-1,65	-1,68	-1,69	-1,65	-1,56	-1,51	-1,47	-1,40		-1,20	-0,96	-0,71	-0,62
USA	0,23	0,40	0,30	0,27		0,30		0,36			0,46			0,79
Japan	-0,95	-0,98	-0,94	-0,94	-0,94	-0,94	-0,94	-0,94	-0,92	-0,87	-0,80	-0,56	-0,31	-0,08

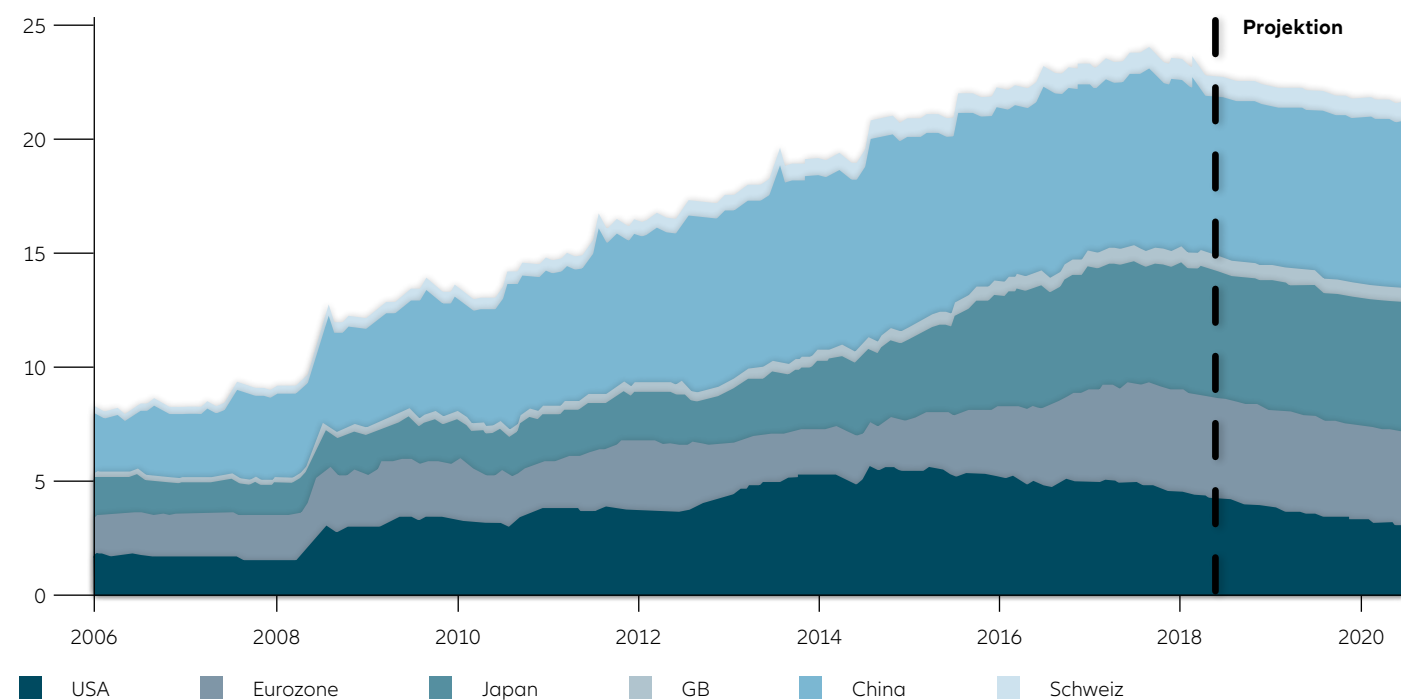
Quelle: Bloomberg, Allianz Global Investors, unter Berücksichtigung länderspezifischer Konsumentenpreis-Inflation, HVPI für Euro-Länder; Stand: 02.01.2019  
Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.



Selbst die weltweit liquidesten Märkte sind anfällig für algorithmisch potenzierte Verwerfungen. Für die deutlich weniger liquiden Corporate-Bond- und andere Spread-Märkte gilt das vermutlich noch stärker.



B/ AGGREGIERTE MONETÄRE BASIS IN PROZENT DES GLOBALEN BIP



Quelle: Allianz Global Investors Global Economics & Strategy, Bloomberg; Daten per 12/2018

### 3/ Erkenntnis 3: Weltwirtschaft und Finanzmärkte stehen 2019 am Scheideweg

Die Weltwirtschaft befindet sich im neunten Jahr eines breiten Aufschwungs. Allerdings lässt die Wachstumsdynamik spürbar nach. Selbst der durch Donald Trumps Steuerreform aufgeheizte US-Aktienmarkt wandelt auf zunehmend dünnem Eis, wie ein Blick auf die Marktbewertung des S&P 500 gemäß dem zyklusadjustierten Kurs-Gewinn-Verhältnis („CAPE“) belegt. Mit einem CAPE von über 30 erreichte die Bewertung des US-Aktienmarktes im Jahr 2018 ein ähnlich hohes Niveau wie vor der Weltwirtschaftskrise in den 1930er-Jahren. Signifikant überschritten wurde ein solches Bewertungsniveau nur im Jahr 2000, was in der Rückschau als Höhepunkt der Tech-Blase angesehen wird.

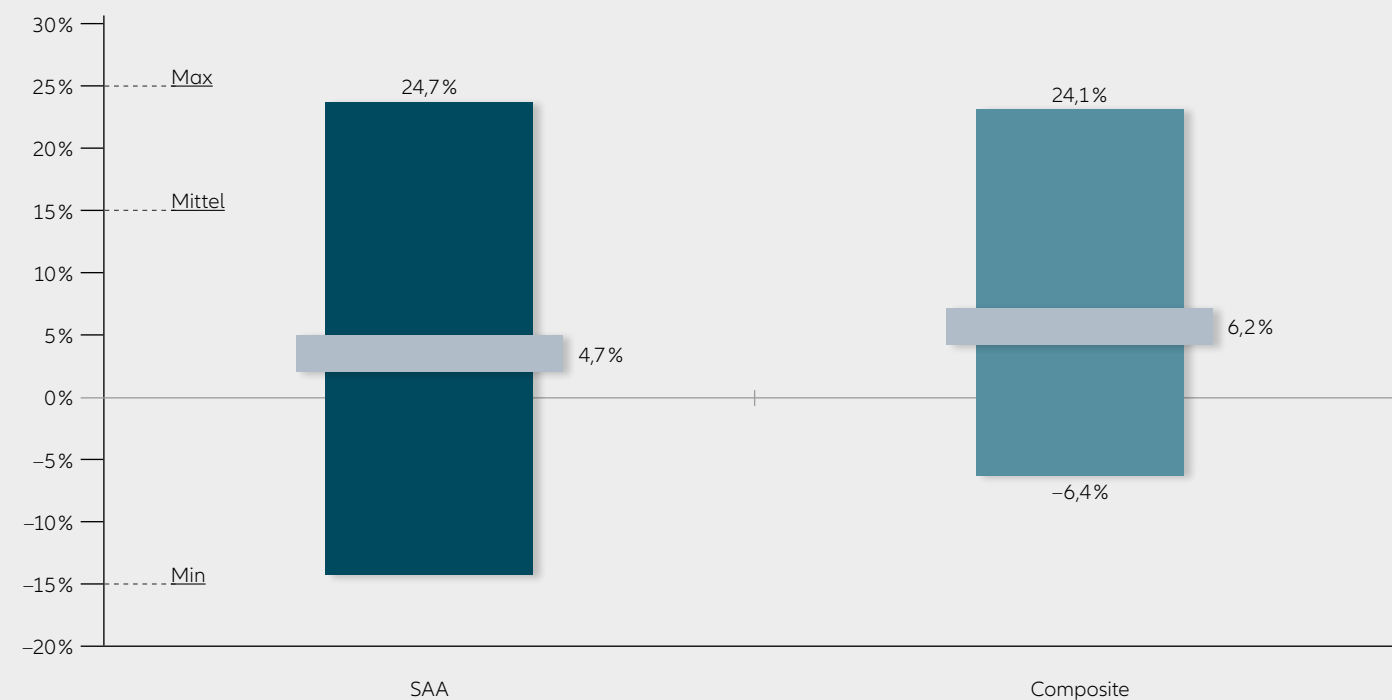
Ein weiterer Bremsfaktor für das zukünftige Wirtschaftswachstum ist das Niveau der globalen Verschuldung: Nach der Finanzkrise von 2008 stieg die öffentliche Verschuldung

deutlich von 68 % im Jahr 2007 auf zuletzt über 90 % des globalen GDP an, während ein Deleveraging im nicht finanziellen Privatsektor weitgehend ausblieb. In den Emerging Markets, vor allem in China, war der Privatsektor sogar der wesentliche Treiber eines historisch schnellen Anstiegs des Verschuldungsgrades (ohne Finanzsektor) in der letzten Dekade von 137 % auf über 220 % des GDP.

Die hohe absolute Bewertung der Aktienmärkte und die Ausweitung der globalen Schuldenstände ist keineswegs irrational, sondern das Resultat der Geldpolitik der letzten Dekade. Diese als Antwort auf die Finanzkrise konzipierte Politik des „Quantitative Easing“ hat jedoch im Jahr 2018 ihren Gipfel voraussichtlich überschritten, wie ein Blick auf die aggregierte monetäre Basis der wichtigsten Zentralbanken in **Grafik B/**belegt.

## C/ RENDITEVERTEILUNG DES COMPOSITE „DMAP ASYMMETRIC TOTAL RETURN“ IM VERGLEICH

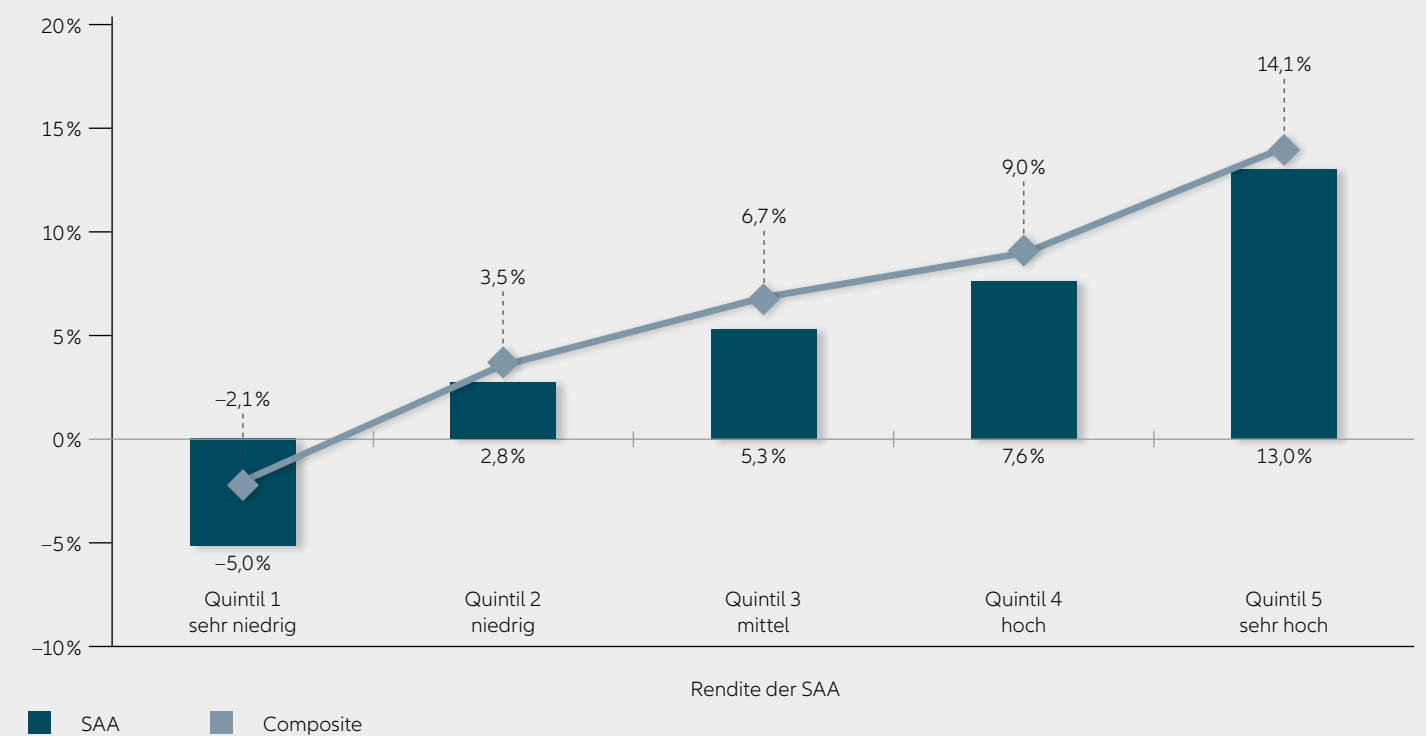
Rollierende 12-Monats-Rendite



Quelle: IDS/Allianz Global Investors per 31.12.2018. Performance gross-of-fees in EUR.

## D/ RENDITEN DES COMPOSITE „DMAP ASYMMETRIC TOTAL RETURN“ IN STARKEN UND SCHWACHEN MÄRKTEN

Durchschnittliche 12-Monats-Rendite



Quelle: IDS/Allianz Global Investors per 31.12.2018. Performance gross-of-fees in EUR.

## 4/ Nachhaltiges Risikomanagement für die nächsten 10 Jahre

Risikomanagement wird dann von Kunden als nachhaltig attraktiv angesehen, wenn die Stabilität in Krisenzeiten zuverlässig erhöht wird und die Opportunitätskosten auch in langen Aufwärtsmärkten überschaubar bleiben. Die Risikomanagement-Lösungen auf Basis des proprietären Investmentansatzes DMAP© (Dynamic Multi Asset Plus) von Allianz Global Investors zeichnen sich dadurch aus, dass sie auf den Erhalt des Renditepotenzials über einen kompletten Marktzyklus abzielen – bei signifikanter Reduktion der Risiken in schlechten Geschäftsjahren. Ermöglicht wird dies durch das Prinzip der „dynamischen Asset Allocation“, welches effizient mit Futures und anderen Derivaten umgesetzt wird.<sup>2</sup>

**Grafik C/** und **Grafik D/** zeigen die aggregierten Wertentwicklungsergebnisse unserer Mandate im Composite „DMAP Asymmetric Total Return“. Die linke Grafik stellt dabei die Renditedispersion der rollierenden 12-Monats-Renditen dar, illustriert durch die mittlere Rendite und das jeweilige Maximum und Minimum. Während die Dispersion der Strategischen Asset Allocation (SAA) eine nahezu symmetrische Verteilung um den Mittelwert impliziert, ist die realisierte Renditedispersion des DMAP Composites asymmetrisch:

Das Downside-Verhalten ist deutlich attraktiver, was sich in eine höhere mittlere Rendite übersetzt. Dabei muss die Risikoreduktion im Falle stark negativer Marktphasen nicht notwendigerweise mit einem durchschnittlichen Renditenachteil in positiven Marktphasen einhergehen, wie **Grafik D/** widerspiegelt: Hier wurden die rollierenden 12-Monats-Renditen aufsteigend in fünf Quintile sortiert und phasengleich die mittleren Quintilsrenditen von SAA und Composite gegenübergestellt. Dabei wird deutlich, dass die DMAP©-Strategie in der Lage war, im Mittel sowohl in negativen (Quintil 1) als auch in positiven Marktphasen (Quintile 2–5) einen Mehrwert zu erwirtschaften, wobei die Verlustvermeidung in schlechten Zeiten deutlich stärker ausgeprägt war als die Erwirtschaftung von Zusatzerträgen in guten Zeiten.

Risikomanagement sollte zwei Perspektiven einnehmen: erstens den Blick in die Historie, um die Lehren aus eingetretenen Krisen zu ziehen; zweitens sollten vorausschauend auch Krisenszenarien berücksichtigt werden, die noch nicht eingetreten, aber denkbar sind. Der mittlerweile dominante Marktanteil von algorithmischem Handel und der Abbau von Handelsbeständen bei klassischen Market-Makern vergrößern

die Risiken für Diskontinuitäten wie Overnight-Risiken. Um auch solche Szenarien zuverlässig zu adressieren, bieten sich Ergänzungen des dynamischen Absicherungsprinzips mit optionsbasierten Sicherungselementen an.

In einem kürzlich erfolgten Rating bescheinigte Scope der Allianz Global Investors mit der Höchstnote AAA eine exzellente Qualität und Kompetenz als Anbieter von Risk-Management-Overlay-Dienstleistungen<sup>3</sup> und bestätigte unsere Marktposition als Marktführer in diesem Bereich. Mit der langjährigen Erfahrung bei Risikomanagement-Overlays und im Tail-Risk-Management sind Allianz Global Investors und die Risikomanagement-Experten bei Risklab hervorragend positioniert, um für die unterschiedlichen Bedürfnisse institutioneller Kunden effiziente und innovative Lösungen für die nächste Dekade zu realisieren.



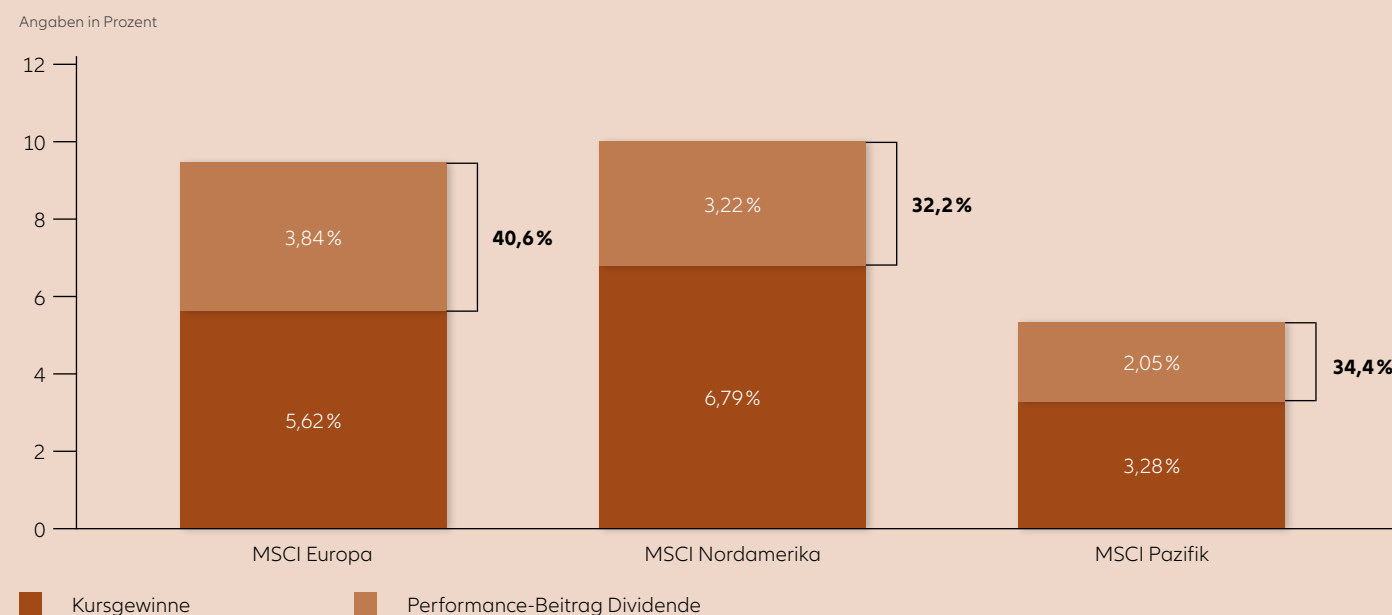
**Prof. Dr. Thomas G. Stephan**, Director of RMO Research, risklab GmbH



# Dividenden: Airbag fürs Portfolio

**Wir schreiben das Jahr 2019 und die finanzielle Repression schreibt sich fort. Noch immer liegen Teile der Renditestrukturkurve (nicht nur) deutscher Staatsanleihen im negativen Bereich. Zwar ist das Ende der quantitativen Lockerung der Europäischen Zentralbank ein erster Schritt zur Besserung, diese lässt aber kaum erkennen, dass es bald zu den dringend überfälligen Leitzinsanhebungen kommen wird. Wenn überhaupt, dann dürfte die EZB die Zinstreppe nur quälend langsam beschreiten.**

## A / AKTIONÄRSFREUNDLICHE DIVIDENDENPOLITIK VOR ALLEM IN EUROPA ANTEIL AN DER P. A. GESAMTPERFORMANCE DER DIVIDENDEN UND KURSGEWINNE 1973 BIS ENDE 2018 IM INTERNATIONALEN VERGLEICH (ANNUALISIERT)



Wertentwicklungen der Vergangenheit erlauben keine Prognose für die Zukunft.  
Quelle: Datastream, Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research; Stand: 31.12.2018

Da ist ein Blick auf die kommende Dividendensaison schon wohltuend. 350 Mrd. Euro an Dividendenzahlungen für die Unternehmen des MSCI Europa erwarten unsere Investmentexperten für diese Saison. 16 Mrd. Euro mehr als im Vorjahr. Die Dividendenrendite liegt derweil im Durchschnitt bei 4 % für europäische Werte (Stand Anfang Februar 2019). Wer sich dabei auf erhöhte Volatilität einstellt, für den mag es hilfreich sein, dass Dividenden mittel- und langfristig betrachtet eine Airbag-Funktion für das Portfolio haben können.

Dividenden halfen, die Gesamtperformance in Jahren negativer Kursentwicklung zu stabilisieren. Von 1973 bis heute gab es drei Fünfjahreszeiträume, in denen es zu Kursverlusten kam. Dividenden leisteten dabei einen Anteil, diesen Verlust abzufedern oder sogar zu überkompensieren. Über den gesamten Zeitraum von 1973 bis Ende 2018 wurde die annualisierte Gesamtrendite der Aktienanlage für den MSCI Europa sogar zu 41 % durch den Performance-Beitrag der Dividenden getragen. Auch in anderen Regionen wie Nordamerika (gemessen am MSCI Nordamerika) oder Asien-Pazifik (MSCI Pazifik) war die Gesamtperformance zu ca. einem Drittel durch die Dividende bestimmt, wenngleich die absoluten Dividendenrenditen hier geringer ausfielen (siehe **Grafik A/**).

Dividendenstarke Aktien scheinen sich darüber hinaus mit weniger deutlichen Schwankungen zu entwickeln als Aktien von Firmen mit geringeren Dividendenzahlungen. Das zeigt zumindest der Blick in den Rückspiegel am Beispiel der USA, wo die längsten Zeitreihen verfügbar sind. Deutlich wird, dass die Volatilität (gemessen an der 36 Monate rollierenden Standardabweichung als Maß für die Kursschwankungen) von US-amerikanischen Aktien, deren Unternehmen eine Dividende zahlten, gegenüber Aktiengesellschaften, die keine Gewinne ausschütteten, seit dem Jahr 1975 geringer war. Eine Analogie ist auch für europäische Dividentitel seit den 1990er-Jahren erkennbar.

Wie unsere Berechnungen zeigen, können sich Dividenden deutlich verlässlicher entwickeln als die Unternehmensgewinne; sie wirken also auf die Erträge aus Aktienbesitz stabilisierend. Hinter dieser Entwicklung scheinen die Finanzchefs der Firmen zu stehen, die zu einer deutlich konservativen Dividendenpolitik neigen. Wie eine Studie aus dem Jahr 2005<sup>4</sup> zeigt, streben die „Chief Financial Officer“ (CFOs) eine langfristige Ausschüttungsquote bei den Dividenden an, während sie Dividendenkürzungen vermeiden wollen, wie 94 % von ihnen in der zugrunde liegenden Umfrage angaben. Entscheidungen zu Investitionen und Dividenden werden dabei in zwei Dritteln der Fälle als gleichrangig gesehen. Aktienrückkaufprogramme werden, anders als Dividenden, dagegen als ein Instrument gesehen, das sich deutlich flexibler einsetzen lässt.

Bei der Umfrage wurden Manager von 394 US-amerikanischen Aktiengesellschaften befragt, wobei das Sample von Dividendenzahlern dominiert wird. Das Ergebnis entspricht auch unserem Bild, dass sich Dividenden – zumindest in der Vergangenheit – sehr stetig entwickelt haben.

Interessant ist in diesem Zusammenhang auch die Studie von Skinner und Soltes aus dem Jahr 2011. Sie untersuchten die jährlichen Dividendenzahlungen und Gewinne für Firmen, die während der Jahre 1974 bis 2005<sup>5</sup> an der NYSE, der AMEX oder der NASDAQ gelistet waren, mit Ausnahme von Versorgern und Finanzdienstleistern. Sie kamen in ihrer Betrachtung zu dem Ergebnis, dass Firmen, die Dividenden zahlen, eine höhere Beständigkeit bei der Gewinnentwicklung aufweisen als nicht ausschüttende Firmen. Dabei käme es nicht einmal auf die Höhe der Dividenden, sondern lediglich auf die Tatsache der Dividendenzahlung an.

Dividenden können einen Airbag fürs Portfolio darstellen, was insbesondere in volatilen Zeiten beruhigt.

# Kapitalbeteiligung im Roboterzeitalter

Interview mit Arbeitsökonom  
Prof. Richard B. Freeman<sup>6</sup>

Im nachfolgenden Interview spricht Prof. Richard B. Freeman, Harvard-Professor für Arbeitsökonomie, über „Roboter“, das Gesetz komparativer Vorteile, menschliche Arbeit und wie sich durch Kapitalbeteiligung eine Brücke zwischen Kapital und Arbeit schlagen lässt.



**Immer wieder liest man in den Medien über den drohenden Verlust von Arbeitsplätzen durch fortschreitende Automatisierung und den Vormarsch intelligenter Roboter<sup>7</sup>. Wie ernst müssen wir diese Warnungen nehmen?**

*Richard B. Freeman:* Nach dem ökonomischen Prinzip komparativer Vorteile sollten sich Roboter-technologien zunächst auf die Tätigkeitsfelder der Beschäftigten und auf das Erwerbseinkommen auswirken, anstatt automatisch in die Massenarbeitslosigkeit zu führen. Denn selbst wenn Roboter alle Arbeiten besser ausführen können,

wird dadurch menschliche Arbeitskraft nicht überflüssig, da es immer Tätigkeiten oder Tätigkeitsbereiche gibt, die der Mensch günstiger verrichten kann (und damit größere komparative Vorteile besitzt), während umgekehrt Maschinen in Bereichen zum Einsatz kommen, in denen menschliche Arbeitskraft teurer ist.

**Wenn ich an meine Kinder denke: Wie sollten sie sich auf die Zukunft der Arbeit und die Konkurrenz mit Robotern einstellen?**

*Richard B. Freeman:* In der nun beginnenden „4. industriellen Revolution“ (auch „Industrie 4.0“ genannt) dreht sich alles um die Frage, ob es auch bei gut bezahlten kognitiven Tätigkeiten – die bislang als Domäne des Menschen gelten – zu einer Verschiebung der komparativen Vorteile in Richtung Roboter kommen wird. Werden wir für die Roboter arbeiten oder arbeiten die Roboter für uns? Frühere Mechanisierungs- und Automatisierungswellen verliehen den Maschinen komparative Vorteile, indem sie körperlich anstrengende oder gefährliche Arbeiten übernahmen oder – als technische Hilfsmittel – zur Steigerung menschlicher Leistungsfähigkeit beitrugen. Da diese Maschinen/technischen Hilfsmittel auf bestimmte Tätigkeitsbereiche spezialisiert waren und nicht denken konnten,

besaß der Mensch komparative Vorteile bei Arbeiten, die kognitive Fähigkeiten und Flexibilität voraussetzten, etwa um zwischen einzelnen Arbeitsschritten oder Aufgabenstellungen zu wechseln. Als der technologische Fortschritt zu einem Abbau von Arbeitsplätzen in der Landwirtschaft zugunsten der Industrie und von der Industrie zugunsten des Dienstleistungssektors führte, profitierten die Menschen von besseren Arbeitsplätzen mit höherer Bezahlung gegenüber der Zeit vor der Automatisierung ihrer früheren Arbeitsplätze. Zu Beginn des 21. Jahrhunderts wurde der komparative Vorteil der Maschinen durch den Vormarsch von Robotik und Automatisierungssoftware schließlich von körperlicher Arbeit auf menschliche Routinetätigkeiten ausgeweitet.

**Verstehe. Meine Kinder sollten sich ranhalten. Doch wird ihnen eine bessere Bildung im Kampf um größere komparative Vorteile wirklich helfen?**

*Richard B. Freeman:* Nehmen wir hierfür beispielhaft Googles Algorithmus AlphaZero, der in der Lage ist, Brettspiele (wie Schach oder Go) autodidaktisch zu lernen und Spielzüge nahezu in Echtzeit auszuführen. Wenn man bedenkt, dass AlphaZero nur 24 Stunden braucht, um selbstständig von null auf übermenschliche Spielstärke zu gelangen, dann kann man sich ausmalen, wozu eine weiterentwickelte Version dieses selbstlernenden Algo-

rithmus in zwanzig Jahren fähig sein wird, wenn die Kinder von heute in den Arbeitsmarkt eintreten. Wird sich ein Arbeitgeber im Jahr 2040 für einen Schulabgänger/Hochschulabsolventen oder für die künstliche Intelligenz AlphaN (höchstwahrscheinlich mit Cloud-Anbindung) entscheiden? In einer digitalen Arbeitswelt scheint es nur eine Frage der Zeit, bis sich auch bei kognitiven Aufgaben der komparative Vorteil in Richtung Maschinen verschiebt.



# In einer digitalen Arbeitswelt scheint es nur eine Frage der Zeit, bis sich auch bei kognitiven Aufgaben der komparative Vorteil in Richtung Maschinen verschiebt.

Das erinnert mich an den Dialog zwischen Henry Ford II. und dem Vorsitzenden der US-Automobilgewerkschaft Walter Reuther während eines Rundgangs durch ein automatisiertes Montagewerk. Henry Ford II.: „Walter, wie bringen Sie diese Roboter dazu, Gewerkschaftsbeiträge zu zahlen?“ Walter Reuther: „Henry, wie bringen Sie sie dazu, Ihre Autos zu kaufen?“

*Richard B. Freeman:* Hier sprechen Sie einen wichtigen Punkt an. Die Eigentumsverhältnisse entscheiden, welche Auswirkungen intelligente Roboter-Technologien auf die Einkommen haben. In einer Welt, in der Maschinen den Großteil der Arbeit (und damit der Erwerbsmöglichkeiten der Menschen) übernehmen, werden die Eigentümer dieser Maschinen die Gewinner sein, während

die mit den Maschinen konkurrierenden Arbeitnehmer das Nachsehen haben. Sind Sie der Eigentümer des Roboters, der Ihre Arbeit oder die Arbeit anderer ersetzt, dann profitieren Sie von der neuen Technologie. Bin ich jedoch nicht der Eigentümer des Roboters, der meine Arbeit übernimmt, dann ... tja, Pech gehabt!

## Sprechen wir also über Kapitalbeteiligung!

*Richard B. Freeman:* Es gibt zwei Möglichkeiten, die Einkommen so zu verteilen, dass breite Bevölkerungsschichten vom „unerträglichen Überfluss“ profitieren, den uns Robotertechnologien mit künstlicher Intelligenz (KI) bieten können. Die erste Möglichkeit besteht darin, die Kapitalbeteiligung auf eine breitere Basis zu stellen, indem Arbeitnehmer stärker als bisher an „ihrem“ Unternehmen, aber auch am übrigen Produktivkapital der Volkswirtschaft partizipieren. Hierdurch wird gewährleistet, dass die Menschen an den Produktivitätsgewinnen durch intelligente Maschinen teilhaben, anstatt als Arbeitnehmer mit diesen Maschinen konkurrieren

zu müssen. Die zweite Möglichkeit ist die Einführung eines Steuer-/Abgabensystems, das Kapitaleigner mit einer Robotersteuer (wie von Bill Gates vorgeschlagen) oder mit einer globalen Kapitalsteuer (wie von Thomas Piketty angeregt) belegt, um mit den Einnahmen allen Bürgern eine gebührenfreie Nutzung von Gütern und Dienstleistungen zu ermöglichen – analog zum Konzept des bedingungslosen Grundeinkommens, über das in letzter Zeit intensiver diskutiert wird. Mein Fokus gilt allerdings dem Ansatz der Kapitalbeteiligung, getreu dem Diktum: „Wer die Roboter besitzt, regiert die Welt.“

## Kapitalbeteiligung und Kapitaleinkommen vs. Kapitalkonzentration und Umverteilung. Wie lässt sich die Teilhabe am Kapital stärken?

*Richard B. Freeman:* Die Verbreitung der Kapitalbeteiligung von Arbeitnehmern muss zunächst im „eigenen“ Unternehmen ansetzen, das durch stärkere Anreize ermuntert wird, neue Vergütungssysteme einzuführen oder bestehende Systeme auszuweiten, die den Erfolg des Unternehmens oder der Arbeitsgruppe an die Entlohnung der Arbeitnehmer koppeln; gleichzeitig müssen die Arbeitnehmer mit Anreizen zur Teilnahme an

solchen Programmen bewegt werden. Der entscheidende Vorteil der Mitarbeiterkapitalbeteiligung besteht darin, dass sie eine Brücke zwischen Kapital und Arbeit schlägt, indem sie die Mitarbeiter-Miteigentümer motiviert, die Leistungsfähigkeit ihres Unternehmens zu verbessern, wovon sowohl Arbeitnehmer als auch nicht im Unternehmen beschäftigte Kapitaleigner profitieren können.

## Stößt diese Art der Beteiligung nicht an Grenzen? Meine Großmutter sagte immer, man solle nicht alle Eier in einen Korb legen.

*Richard B. Freeman:* In der Tat. Arbeitnehmer müssen substantiell am Produktivkapital beteiligt sein – sowohl an ihrem Unternehmen als auch an anderen Kapitalgesellschaften. Wenn man die Einschätzung teilt, dass der Vormarsch der Robotertechnologie auch bei hochqualifizierten kognitiven Tätigkeiten zu einer Verschiebung des komparativen Vorteils zugunsten der Maschinen führt und dass die Kapitalbeteiligung die beste Möglichkeit darstellt, die Herrschaft einer kleinen Gruppe von Robotereigentümern in einer dystopischen Zukunft zu verhindern, dann dürfte die weitere Vorgehens-

weise klar sein. Arbeitnehmer, Arbeitgeber, Gewerkschaften und Politik sollten die Weichen in Richtung einer stärkeren Mitarbeiterbeteiligung stellen und darauf hinarbeiten, dass mehr Bürger zu Kapitaleignern werden. So könnten beispielsweise Pensionsfonds durch Allokation in Aktien einen wichtigen Beitrag leisten, um breiten Bevölkerungsschichten die Teilhabe an den technologischen Errungenschaften einer Zukunft zu ermöglichen, in der KI-Roboter immer mehr Tätigkeiten – und damit Erwerbsmöglichkeiten – des Menschen übernehmen.



Prof. Richard B. Freeman ist Inhaber des Herbert-Ascherman-Lehrstuhls für Ökonomie an der Harvard University. Er ist Faculty Co-Director des Labor and Worklife Program der Harvard Law School und Senior Research Fellow am Centre for Economic Performance der London School of Economics, wo er für das Arbeitsmarktprogramm zuständig ist. Er ist Leiter der National Bureau of Economic Research/Science-Engineering-Workforce-Projekte und Co-Director des Harvard Center for Green Buildings and Cities.

Das Interview führte Hans-Jörg Naumer, Global Head of Capital Markets & Thematic Research, Allianz Global Investors. Es basiert auf dem Beitrag, den Prof. Freeman in dem Buch „CSR und Mitarbeiterbeteiligung: Die Kapitalbeteiligung im 21. Jahrhundert – Gerechte Teilhabe statt Umverteilung“ (Oktober 2018) dargelegt hat.



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

# Alle Quellen und Hintergründe

## Editorial

- 1 Seite 3:** Daugherty, Paul R., Wilson, H. James: „Human + Machine: reimagining work in the age of AI“, Boston, Massachusetts: Harvard Business Review Press 2018.

## Risikomanagement

- 2 Seite 34:** Ein Erfolg der Strategie kann nicht garantiert und Verluste können nicht ausgeschlossen werden.
- 3 Seite 35:** AAA (AMR) Asset Manager Rating von Scope, veröffentlicht am 9. August 2018. Analysebereiche waren „Investment Professionals“, „Investmentprozess und Research“, „Marktstellung und Performance“ und „Weitere interne und externe Ressourcen“. Ein Ranking, Rating oder eine Auszeichnung ist kein Indikator für die zukünftige Entwicklung und unterliegt Veränderungen im Laufe der Zeit.

## Allianz Global Investors aktuell

- 4 Seite 37:** vgl. Brav, Alon; Graham, John R.; Harvey, Campbell R.; Michaely, Roni; „Payout Policy in the 21st century“; Journal of Financial Economics; Vol. 77; 2005; Seiten 483–527.
- 5 Seite 37:** Skinner, Douglas J.; Soltes, Eugene; „What do dividends tell us about earnings quality?“; Revue of Accounting Studies; Vol. 16; pp. 1–28; 2011

## Interview

- 6 Seite 38:** Das Interview führte Hans-Jörg Naumer, Global Head of Capital Markets & Thematic Research, Allianz Global Investors. Es basiert auf dem Beitrag, den Prof. Freeman in dem Buch „CSR und Mitarbeiterbeteiligung: Die Kapitalbeteiligung im 21. Jahrhundert – Gerechte Teilhabe statt Umverteilung“ (Oktober 2018) dargelegt hat.
- 7 Seite 39:** „Roboter“ dient hier als Oberbegriff für jede Form disruptiver Technologien.

## Impressum

**Update I/2019**  
Das Kundenmagazin für institutionelle Investoren

**Herausgeber:**  
Allianz Global Investors GmbH  
Bockenheimer Landstr. 42–44  
60323 Frankfurt/M.  
www.allianzglobalinvestors.de

**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:**  
Schleunungdruck GmbH, Marktheidenfeld

**Fotografien:**  
Allianz Global Investors, Getty Images, iStock

**Stand:** März 2019

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](http://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](http://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](http://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.





**OUR HEART  
BEATS FOR  
ACTIVE  
ASSET  
MANAGEMENT**

# ACTIVE IS: **ALLIANZ GLOBAL INVESTORS**

Aktiv. Für uns gibt es kein wichtigeres Wort. Es prägt unseren gesamten Ansatz als Vermögensverwalter: Bei Allianz Global Investors managen wir nicht nur Ihr Vermögen aktiv. Aktiv sind wir bei allem, was wir tun. Wir sind motiviert. Wir denken unternehmerisch. Und wir stellen hohe Ansprüche an unsere Leistung. Wir wollen Werte für unsere Kunden schaffen und unsere Werte mit ihnen teilen. Darum schlägt unser Herz für aktives Asset Management.

**Werden auch Sie aktiv:**  
[de.allianzgi.com](http://de.allianzgi.com)



**Value. Shared.**

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 GmbH, [www.allianzgi.de](http://www.allianzgi.de), eine 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](http://www.bafin.de)).

**Allianz**   
Global Investors