

# Update Magazin



## Active is: Allianz Global Investors

06	Investment Forum
14	Politikoptionen
26	Impact Investments



## Inhalt

- 04 | Spotlights**  
Neues aus der Welt von Allianz Global Investors
- 06 | Investment Forum**  
Schlussfolgerungen und Themen unseres Investment Forums in Frankfurt
- 14 | Politikoptionen**  
Verbleibende Politikoptionen mehr als eine Dekade nach der Finanzkrise
- 24 | Kapitalmarktausblick**  
Kapitalmarkt-Implikationen 2019
- 26 | Impact Investments**  
Impact Investments – eine neue Anlagephilosophie
- 32 | Allianz Global Investors aktuell**  
Allianz Volatility Strategy Fund: zehn Jahre am Markt
- 34 | Interview**  
Andreas Utermann, CEO von Allianz Global Investors

# Klima und Wandel

**Sehr geehrte Leserin, sehr geehrter Leser,**

Menschen reden heute weniger über das Wetter und mehr über das Klima. Es ist wohl das Verdienst junger Klimaaktivisten von „Fridays for Future“, initiiert von Greta Thunberg, aber eben auch das immer häufigere Auftreten von extremen Wettersituationen als Anzeichen der Erderwärmung, die den Klimawandel massiv ins öffentliche Bewusstsein gerückt haben.

Die wichtige Rolle, die Finanzinstitute bei der Umsetzung von Klimazielen spielen, ist dagegen weniger präsent. Allianz Global Investors hat bereits früh dem Klimawandel und der Umwelt eine Bedeutung bei Investmententscheidungen beigemessen und seit der Vorstellung unserer ersten nachhaltigen Aktienstrategie im Jahr 2000 viele Erfahrungen sammeln können.

Am 12. Juni 2019 fand unser Investment Forum in Frankfurt statt. Globale Themen wie nachhaltiges Investment und klimabedingte Risiken sowie die wirtschaftliche und die politische Perspektive Europas standen im Mittelpunkt der Diskussion. Neil Dwane, Global Strategist von Allianz Global Investors, fasst hier die wichtigsten Erkenntnisse zusammen.

Einen Schritt weiter geht unser Chefvolkswirt Stefan Hofrichter. Er untersucht in seinem Beitrag, welche Einflussmöglichkeiten klassische Ordnungspolitik vor dem Hintergrund des anhaltenden Niedrigzinsumfelds noch hat.

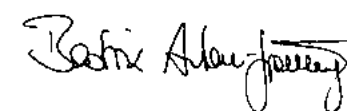
Kapitalanlage kann ein entscheidender Treiber des Wandels sein, gerade im Hinblick auf soziale oder ökologische Zielsetzungen. Martin Ewald erläutert, worauf es bei Impact Investing ankommt und wie Anleger dabei aktiv die UN-Entwicklungsziele (SDG) für ihre Anlageentscheidung nutzen können.

Marktschwankungen zu nutzen ist das Metier eines aktiven Investment Managers. Die regelmäßig zu beobachtende Differenz zwischen erwarteter und realisierter Volatilität hat uns zu einer Anlagestrategie inspiriert, die seit 10 Jahren stetige Erträge erzielt. Das Konzept stellen wir Ihnen in dieser Ausgabe vor.

„Green & Sustainable Finance“ ist bei Allianz Global Investors Chefsache. Warum Nachhaltigkeit ein strategischer Imperativ für einen aktiven Asset Manager ist, erläutert CEO Andreas Utermann im Interview.

Ich wünsche Ihnen ein nachhaltiges Lesevergnügen.

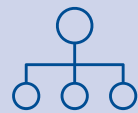
Beatrix Anton-Grönemeyer




**Beatrix Anton-Grönemeyer**, Chief Sustainability Officer, Allianz Global Investors



# Spotlights



## Europageschäft

### Barbara Rupf Bee übernimmt Leitung des Europageschäfts von AllianzGI

Barbara Rupf Bee hat im Mai als Head of Europe, Middle East & Africa (EMEA) die Leitung des Vertriebs und der Kundenbetreuung in dieser Region übernommen. Sie folgt auf Tobias Pross, der diese Funktion nach seiner Ernennung zum Global Head of Distribution im April 2018 interimistisch weitergeführt hat, und an den sie berichten wird. Barbara Rupf Bee wird darüber hinaus Mitglied des Global Executive Committee von AllianzGI.



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



## Chief Sustainability Officer

### Beatrix Anton-Grönemeyer wird Chief Sustainability Officer bei AllianzGI

Allianz Global Investors ernannt Beatrix Anton-Grönemeyer zum Chief Sustainability Officer. Die neu geschaffene Position unterstreicht die Bedeutung des Themas Nachhaltigkeit für AllianzGI und ihre Kunden. Beatrix Anton-Grönemeyer, zuvor Global Head of Product Specialists Fixed Income, berichtet in ihrer neuen Funktion direkt an Chief Executive Officer Andreas Utermann.



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



## Veranstaltung

### Eigenkapitaloptimiertes Rentenmanagement mit SSA-Anleihen

Am 20. Mai fand in München das 9. Anlagepolitische Symposium für Kreditinstitute statt. Themen der Veranstaltung waren neben dem Kapitalmarktausblick sowie dem digitalen Wandel und den Auswirkungen auf Kreditinstitute auch aktuelle Investmentthemen.

Eines der Hauptthemen, das auf dieser Veranstaltung vorgestellt wurde, war die Assetklasse SSA (Sub Sovereigns, Supranationals and Agencies). Anleihen von SSAs kommen der Idealvorstellung von Kreditinstituten relativ nah: Es gibt nur geringe oder keine Eigenkapitalbelastung, keine Ausweitung der Risikobudgets und falls gewünscht auch eine volle Anrechnung auf die Liquiditätsdeckungsquote nach Basel III.



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



## ESG

### Nachhaltigkeit als neuer Treiber für das Wachstum

Die Nachhaltigkeitsstrategie der Europäischen Union (EU) ist in eine entscheidende Phase eingetreten. Aus den verschiedenen Wegen, die jetzt eingeschlagen werden können, ergeben sich jeweils wichtige, unterschiedliche Implikationen für Anleger. In ihrem kürzlich veröffentlichten Reflexionspapier hebt die EU-Kommission hervor, dass sie zur Mobilisierung zukünftigen Wirtschaftswachstums auf Nachhaltigkeitsinnovation und -transformation setzt.<sup>1</sup>



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



## Studie

### Höhere Aussicht auf Mehrerträge durch Vermeidung von ESG-Extremrisiken

Eine neue Studie von Allianz Global Investors zeigt, dass die gezielte Vermeidung von ESG-Extremrisiken<sup>2</sup> („Tail Risks“) eine effektivere Methode darstellt, um über einen Marktzyklus hinweg eine Überrendite zu generieren, als das gesamte Portfolio auf Unternehmen mit besonders guten ESG-Ratings zu konzentrieren.<sup>3</sup> In der Untersuchung wurden drei Aspekte in Bezug auf ESG-Risikofaktoren analysiert: erstens der jeweilige Einfluss auf Rendite und Risiko, zweitens die Art des ESG-Risikos und der Mehrwert aktiven Investments und drittens der kritische Unternehmensdialog und die Stimmrechtsausübung auf Hauptversammlungen.



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



## Plastikmüll

### AllianzGI und The Sea Cleaners kämpfen gegen Plastik in Weltmeeren

Allianz Global Investors und The Sea Cleaners haben eine fünfjährige Partnerschaft zur Bekämpfung von Plastikmüll in den Weltmeeren unterzeichnet. Im Rahmen der Kooperation können sich auch Kunden von Allianz Global Investors in Sea Cleaner-Projekten engagieren. Die Kooperation mit The Sea Cleaners ist eine Initiative von Allianz Global Investors, die die Entwicklungen im Bereich der nachhaltigen Investments sinnvoll ergänzt.



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



# Investment Forum 2019 in Frankfurt: Erkenntnisse und Handlungsmöglichkeiten

AUTOR: NEIL DWANE

Was bedeutet es eigentlich, wenn man sich als langfristig orientierter Anleger versteht? Dies war eine der zentralen Fragen, um die sich die Diskussionen beim Investment Forum in Frankfurt drehten. Unter anderem ging es um den Klimawandel und die künftige Entwicklung Europas – und unsere Anlagestrategen arbeiteten die Überzeugungen heraus, auf denen die langfristigen Investmentstrategien für unsere Kunden basieren.





1/ Nachhaltigkeit ist ein Faktor, den kein Anleger ignorieren kann

Die Auftaktveranstaltungen des Forums konzentrierten sich vor dem Hintergrund einer breiteren Diskussion über nachhaltiges Investieren auf den Klimawandel, da sich die Anleger zunehmend für dieses Gebiet interessieren. Wir verwalten seit knapp zwei Jahrzehnten nachhaltigkeitsorientierte Portfolios und konnten unseren Kunden so aufzeigen, dass Umwelt-, Soziale und Governance-Faktoren („ESG-Faktoren“) helfen können, das Risiko-Ertrags-Profil zu verbessern. Nicht zuletzt aus diesem Grund ist Nachhaltigkeit für zahlreiche Anleger, insbesondere große institutionelle Investoren, zu einem wichtigen Gesichtspunkt geworden. Künftig wird es den Anlegern immer stärker darum gehen, ob und wie sie über ihre Investitionstätigkeit Einfluss auf die Entwicklung in der realen Welt ausüben können.

Insbesondere angesichts der drängenden Klimawandelproblematik achten zahlreiche Anleger inzwischen zunehmend auf Nachhaltigkeit. Unternehmen werden bei ihrer Tätigkeit künftig verstärkt Klimaschutzvorgaben beachten müssen (weltweit sind knapp 1 500 Klimaschutz-Standards und entsprechende gesetzliche Vorgaben in Kraft). Das Interesse der Öffentlichkeit an solchen Themen dürfte für noch intensiveren Druck sorgen. Viele dieser Vorgaben zielen darauf ab, einerseits die Unternehmen zu Verhaltensänderungen zu bewegen und andererseits die Anleger dazu zu veranlassen, ihr Kapital in Investitionen mit einem positiven Einfluss zu lenken. Unge-

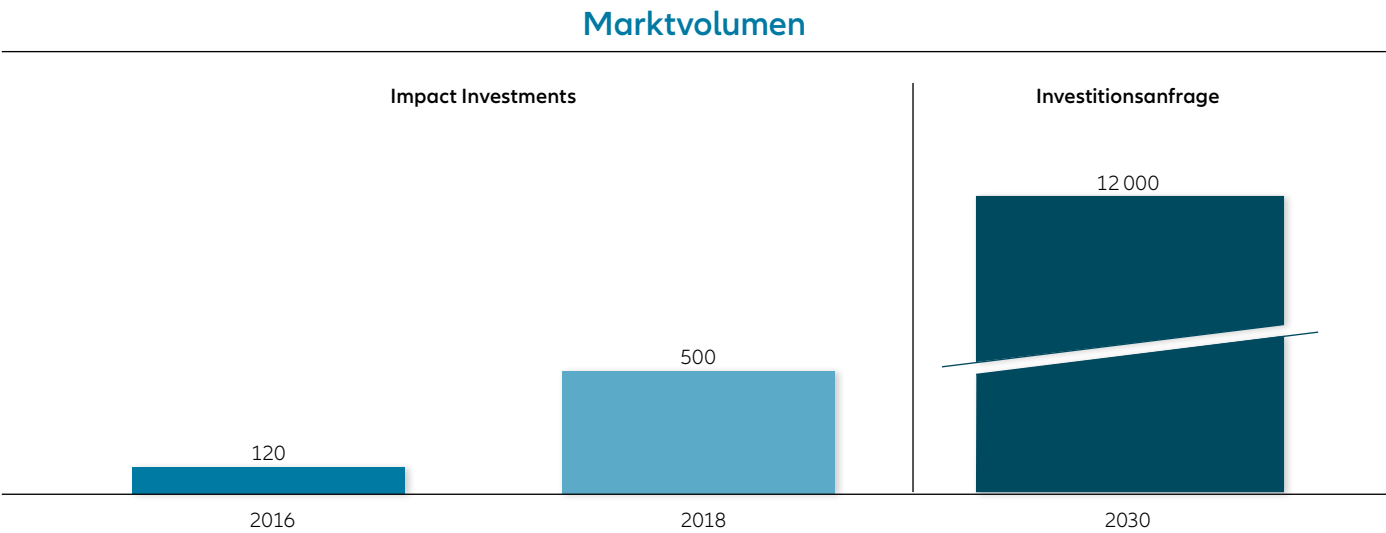
achtet der persönlichen Einstellung der Anleger zum Thema Klimawandel wird jedes weltweit tätige Unternehmen künftig unvermeidlich damit rechnen müssen, dass sich die Öffentlichkeit stärker für den Umgang mit dieser Frage interessieren wird.

Zudem geht es beim nachhaltigen Investieren nicht nur um den Klimawandel. Der Ansatz trägt auch zu einer besseren Corporate Governance und nachhaltigeren Geschäftsmodellen bei. Mit Hilfe unseres integrierten ESG-Ansatzes können wir etwaige Risiken für das Geschäft eines Unternehmens über die gesamte Wertschöpfungskette hinweg besser erfassen. Und wenn ein Unternehmen ein niedriges ESG-Rating aufweist, können wir zusammen mit ihm daran arbeiten, diese Situation und damit auch sein Ertragspotenzial zu verbessern. Wir verstehen uns als aktiver Anleger, weshalb Diskussionen mit Vorständen und Management-Teams zur Herausarbeitung klarer Ziele und zur Verbesserung der Unternehmensführung untrennbar zu unserer Vorgehensweise gehören.

Außerdem interessieren sich unsere Kunden zunehmend für Impact Investments, bei denen stabile Erträge mit bestimmten Zielen für die Gesellschaft oder die Umwelt kombiniert werden. Dies gilt vor allem für die jüngeren Generationen, die als Anleger zunehmend an Einfluss gewinnen werden (siehe [Grafik A/](#)).

A / VORAUSSICHTLICH KRÄFTIGES WACHSTUM IM IMPACT INVESTING

Rückblick und Prognose, in Milliarden USD



Quellen: AllianzGI, Hub Investmentschätzungen; GIIN Annual Impact Investor Survey 2018



2/ Risiken müssen weiterhin eingegangen werden – aber man sollte kluge Entscheidungen treffen

Die Weltwirtschaft laviert sich durch das Spätstadium des Zyklus. Aufgrund von Volatilitätsspitzen sind jedoch zahlreiche Anleger und anscheinend auch die Federal Reserve nervös geworden. Um das Wachstum und die Inflation anzukurbeln, werden die Zentralbanken weltweit die Zinsen noch für längere Zeit niedrig halten, und in den USA werden inzwischen sogar baldige Zinssenkungen eingepreist. Diese geldpolitischen Impulse sollten die Vermögenspreise langfristig stützen, so dass Rücksetzer bei risikobehafteten Vermögenswerten eher als Kaufgelegenheit anzusehen sind. Allerdings sollten die Anleger die Bewertungen im Auge behalten.

Die niedrigen Zinsen dämpfen auch die Renditen von Staatsanleihen, was Anleger jedoch nicht abschreckt. Schätzungen von Bloomberg zufolge halten die Anleger derzeit negativ rentierende Anleihen im Wert von knapp 10 Billionen US-Dollar. Manche Anleger sind so risikoscheu, dass sie den Wertverlust von Investitionen in „sichere“ Vermögenswerte bereitwillig hinnehmen und nichts unternehmen, um die Kaufkraft ihrer Ersparnisse zu schützen.

Unter anderem sind die Anleger wegen der Entwicklungen im Welthandel und eines möglichen Handelskonflikts besorgt. US-Präsident Donald Trump hat Zölle mit einem gewissen Erfolg als Druckmittel in Verhandlungen eingesetzt; China allerdings hat auf diese Taktik so wenig reagiert, dass wir jetzt

nur noch mit einer Wahrscheinlichkeit von 50:50 mit der Unterzeichnung eines Handelsabkommens rechnen. Für Chinas Präsidenten Xi Jinping steht mit dem „Made in China 2025“-Plan (demzufolge sich Chinas verarbeitendes Gewerbe verstärkt auf Sektoren mit größerer Wertschöpfung wie z. B. Technologie und saubere Energie konzentrieren soll) zu viel auf dem Spiel, als dass er sich allzu nachgiebig gegenüber den USA zeigen dürfte. Zudem konzentriert sich US-Präsident Trump zwar derzeit auf China – aber es ist nicht auszuschließen, dass er auch Zölle gegen Europa und andere traditionelle Verbündete der USA verhängt.

Da im Jahr 2020 Wahlen anstehen und eine US-Rezession in jenem Jahr zunehmend wahrscheinlicher wird, wird Trump nach anderen Wegen suchen, um seine Kernwähler zu motivieren. Dies unterstreicht einmal mehr, dass die Anleger überall die politischen Risiken im Blick behalten sollten. Dennoch sind wir der Überzeugung, dass es ein Fehler – beziehungsweise schlicht unmöglich – wäre, Risiken komplett zu meiden. Anleger müssen gewisse Risiken eingehen, um eine akzeptable Rendite zu erzielen. Dabei sollten sie aber genau auswählen und das Risiko aktiv managen sowie dabei fundamentale Recherchen nutzen, um erkenntnisgetragene Entscheidungen zu treffen und ESG-Faktoren einzubeziehen.



### 3/ Diversifizierung ermöglicht, Erträge in einem Umfeld niedrigen Wachstums und niedriger Renditen zu erzielen

Auch in der Spätphase des Konjunkturzyklus bieten sich noch Chancen für Anleger. US-Aktien haben sich in jüngster Zeit gut entwickelt (siehe **Grafik B/**); wichtige Indizes konnten nach einem schwierigen vierten Quartal 2018 im bisherigen Verlauf von 2019 zweistellige Zuwachsraten erzielen. Dieses Tempo ist allerdings möglicherweise auf Dauer nicht durchzuhalten. Wir gehen davon aus, dass die Erträge an den US-Aktien- und -Rentenmärkten in den kommenden zehn Jahren niedriger ausfallen und eine geringere Korrelation aufweisen werden. Außerhalb der USA dürften die Anleiherträge ebenfalls niedrig sein, und die Aktienerträge sollten dem sehr langfristigen Niveau entsprechen. Es ist daher sinnvoll, sowohl auf den Marktertrag (Beta) als auch auf die Überrendite (Alpha) zu setzen, zumal die Beta-Erträge niedriger ausfallen und stärker schwanken dürften. Angesichts des gedämpfteren Ertragsausblicks sollten die Anleger ihre Vermögensallokation gegebenenfalls mit Blick auf ihre langfristigen Ziele neu ausrichten.

Welche Möglichkeiten bieten sich? Hier stellen wir einige Vorschläge vor:

**Alternative Investments** können sowohl das Anlageergebnis als auch das Risikoprofil verbessern. Liquide alternative Investments eignen sich angesichts ihrer historisch niedrigen Korrelation mit Aktien und Anleihen gut zur Diversifizierung. Illiquide alternative Investments können in Zeiten niedriger Zinsen eine potenziell interessante Zusatzrendite – den Illiquiditätsaufschlag – bieten, und Anleger interessieren sich in der Tat lebhaft für Eigen- und Fremdkapitalanlagen im Infrastruktur-sektor sowie für Private Equity/Private Debt. Als aktiver Asset Manager können wir den Anlegern Hilfestellung geben, wie sie ihre Anlageziele mit Hilfe alternativer Investments erreichen können, zumal das verfügbare Universum an alternativen Vermögenswerten immer größer wird.

**Investitionen mit regelmäßigen Ausschüttungen** sind dazu bestimmt, gleich mehrere Vorteile für die Portfoliozusammensetzung zu bieten: von stabileren, berechenbaren Erträgen bis hin zu einem niedrigeren Risikoprofil. „Chancenreichere“ Vermögenswerte bieten gegebenenfalls attraktive Ertrags-

chancen. Zu nennen wären in diesem Zusammenhang Aktien, die eine Dividende ausschütten, sowie qualitativ hochwertige Hochzinsanleihen (vor allem aus Asien und den USA) und Schwellenländeranleihen. Auch Vermögenswerte mit einer längeren Laufzeit könnten kurzfristig interessant sein, weil sie eine Absicherung gegen Aktienkursschwankungen bieten.

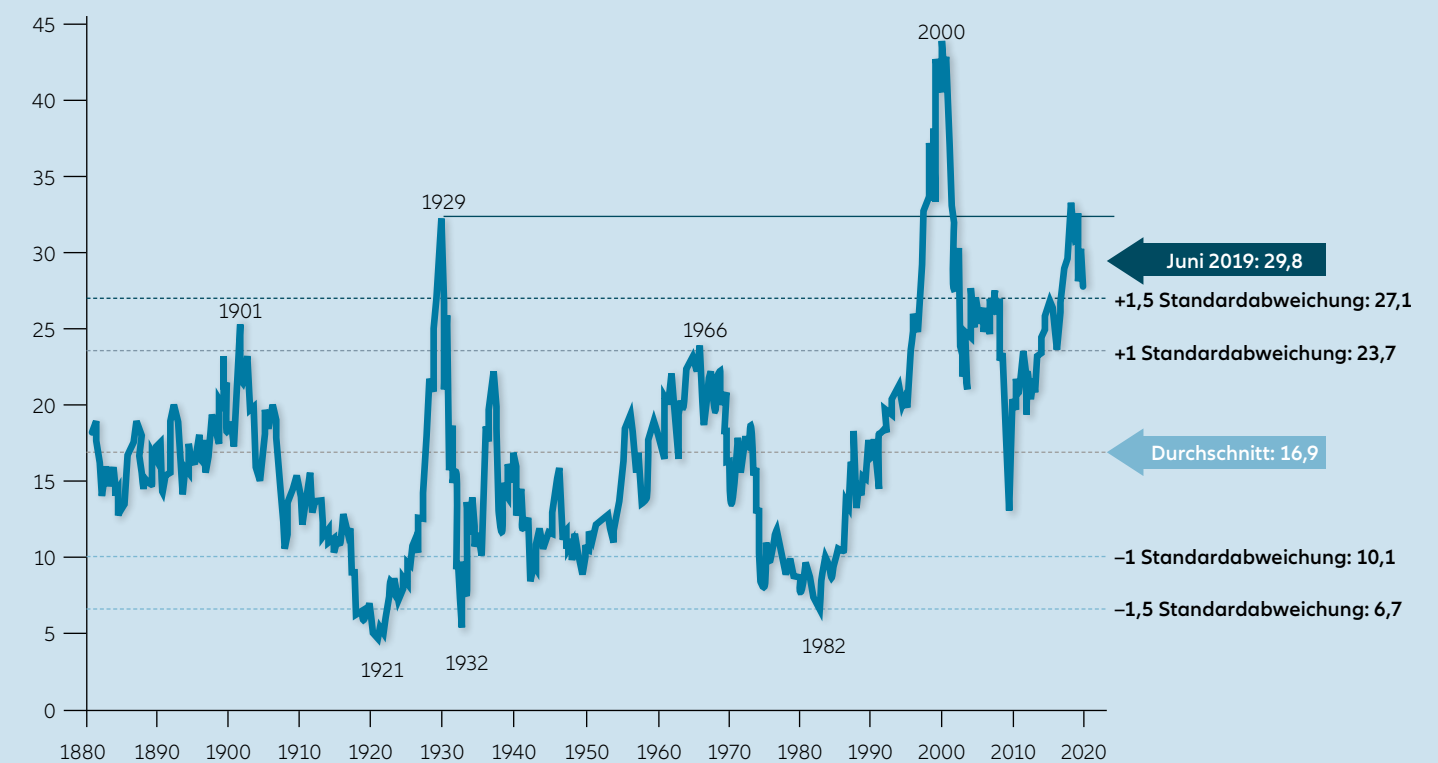
**Eine differenzierte Betrachtung verschiedener Regionen und Sektoren** gewinnt zunehmend an Bedeutung. Der Zinszyklus scheint seinen Höhepunkt zu erreichen, und es kommen Sorgen um die Weltwirtschaft und wegen des Handelskonflikts auf. Damit werden die Bewertungen zunehmend zu einer wichtigen Kennzahl. Unter diesem Gesichtspunkt sehen wir attraktive Chancen bei europäischen, Schwellenländer- und asiatischen Aktien. Außerdem könnten die Ausschüttungen von Aktien in den kommenden Jahren das Gewinnwachstum übersteigen.

**Europa** ist bei den Anlegern seit einiger Zeit wenig beliebt. Wir sehen dort jedoch großes Potenzial, zumal die Europäische Zentralbank die Konjunktur weiter stützen will. Zwar sind nur relativ wenige weltweit führende Technologieunternehmen in Europa ansässig; dies heißt jedoch nicht, dass es an Wachstumschancen mangelt. Schließlich gibt es in Europa zahlreiche führende Unternehmen mit innovativen Produkten und Services und eine rekordhohe Anzahl von erfolgreichen Start-ups im Technologiesektor. Allerdings würde die Region von tiefen Kapitalmärkten und umfangreicheren fiskalpolitischen Impulsen auf nationaler Ebene profitieren. Die Anleger sollten sich auch darüber im Klaren sein, dass die EU bei anhaltenden Handelskonflikten und einem neuen „technologischen kalten Krieg“ zwischen den USA und China ins Kreuzfeuer geraten könnte. Gleichzeitig könnte Europa allerdings auch von den daraus resultierenden Verwerfungen der Wertschöpfungsketten profitieren.

**Market-Timing** könnte für aktive Anleger ebenfalls eine Option sein. In einem volatilen, sich aber insgesamt seitwärts bewegenden Markt bietet eine solche Strategie zusätzliche Renditechancen.

### B/ US-AKTIE ERSCHEINEN IM HISTORISCHEN VERGLEICH TEUER SHILLER-KGV – S&P 500 (KURS-GEWINN-VERHÄLTNIS, 10 JAHRE): AKTUELLER WERT 29,8

Kurs-Gewinn-Verhältnis (CAPE, P/E 10)



Bei einem CAPE von 29,8 handelt der S&P 500 mit einer Standardabweichung von  $\approx 1,88$  über der historischen Norm. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse.

Quellen: AllianzGI, Robert Shiller; Stand: Mai 2019

## NACHHALTIGKEIT IST EIN FAKTOR, DEN KEIN ANLEGER IGNORIEREN KANN

Aufgrund des Klimawandels interessieren sich mehr Anleger für ESG-Themen.

Durch ESG-Faktoren können Unternehmen die Corporate Governance verbessern, Risiken managen und nachhaltig wachsen.

### EINFLUSS ÜBER INVESTITIONEN AUSÜBEN

Die Berücksichtigung von ESG-Faktoren verbessert die Wertentwicklung, und nachhaltige Investitionen werden zunehmend nach ihren Auswirkungen auf die reale Welt beurteilt.

## DIVERSIFIZIERUNG, UM AUCH BEI EINER LANGSAM WACHSENDEN WELTWIRTSCHAFT MIT NIEDRIGEN RENDITEN ERTRÄGE ZU ERZIELEN

In jedem Anlageumfeld gibt es Chancen.

### Welche Möglichkeiten bieten sich?

- Alternative Investments
- Investitionen mit regelmäßigen Ausschüttungen
- Market-Timing
- Differenzierte Betrachtung einzelner Regionen und Sektoren
- Europa

### BEWERTUNGEN IM AUGE BEHALTEN

In den kommenden Jahren sind die Bewertungen entscheidend, und regelmäßige Erträge von Aktien gewinnen an Bedeutung.

## WEITERHIN MÜSSEN RISIKEN EINGEGANGEN WERDEN – ABER MAN SOLLTE KLUGE ENTSCHEIDUNGEN TREFFEN

Kursschwankungen an den Märkten machen zahlreiche Anleger nervös.

Inflation und niedrige Zinsen fressen „sichere“ Investitionen auf.

### RÜCKSETZER BEI CHANCENREICHEN VERMÖGENSWERTEN BIETEN KAUF-GELEGENHEITEN

Selektives Vorgehen und aktives Risikomanagement auf der Grundlage eines fundamentalen Research

## AKTIV UND ANTIZYKLISCH VORGEHEN, UM CHANCEN ZU NUTZEN

Beta-Erträge dürften niedriger ausfallen und stärker schwanken.

Passive Investments vollziehen Kursrückgänge am Markt nach.

Prozyklizität – oder die Tendenz, der Herde zu folgen, kann Werte zerstören.

### OPPORTUNISTISCH VORGEHEN UND LANGFRISTIG DENKEN

Durch aktives Management lassen sich überdurchschnittliche Erträge erzielen und die künftige potenzielle Wertentwicklung verbessern.

## 4/ Aktiv und antizyklisch vorgehen, damit Chancen genutzt werden können

Zahlreiche Faktoren, von Maßnahmen der Zentralbanken über politische Unsicherheit bis hin zu einer klassischen Mean-Reversion, dürften für mehr Marktvolatilität sorgen. Gerade das, was die Kurse bisher stützte, könnte sich künftig als ungünstig erweisen, da die Kurs-Gewinn-Verhältnisse ihren Höchststand erreichen und niedrige Zinsen die künftigen Erträge dämpfen. Einige Anleger halten sichere Vermögenswerte mit geringen Renditen oder US-Vermögenswerte, die weithin als attraktiv gelten, weil sie wenig andere Möglichkeiten für sich sehen. Tatsächlich jedoch haben sie zahlreiche Optionen.

Insofern sollten Anleger bei der Festlegung des optimalen Risikomixes für ihr Portfolio einen aktiven Asset Management-Ansatz in Erwägung ziehen – nicht zuletzt auch deshalb, weil

passive Anlagen jeden Rücksetzer an den Märkten in vollem Umfang nachvollziehen, da sie ja die jeweiligen zugrundeliegenden Indizes nachbilden. Prozyklizität, also die Tendenz, der Herde zu folgen oder den Zyklus fortzuschreiben, kann unter Umständen beträchtliche Werte zerstören. Gute aktive Manager kennen einzelne Unternehmen, Sektoren und Märkte genau und können so überdurchschnittliche Erträge erzielen und absehen, wo sich in Zukunft Chancen bieten.

Dieses Wissen der aktiven Manager stützt sich über weite Strecken auf fundamentales Research, was vor allem bei Marktturbulenzen hilfreich ist. Hauseigenes Research zur Lieferkette eines Unternehmens etwa kann in Zeiten von Handelsstreitigkeiten und geopolitischen Spannungen sehr hilfreich sein, um Gewinner zu erkennen und Verlierer zu ver-

meiden. Gestützt auf das Research können die Anleger auch realistischere langfristige Ertragsziele aufstellen und das richtige Investment zum passenden Preis tätigen.

Letzteres ist wichtig angesichts des Kurssteigerungs- und Kursverlustpotenzials an den heutigen Märkten. Anleger sollten daher einerseits opportunistisch vorgehen und andererseits weit genug vorausschauen: Mit einem hinreichend langen Zeithorizont und einem aktiven Ansatz sind sie besser für verschiedene Marktumfelder gewappnet.



Neil Dwane, Global Strategist, Allianz Global Investors





# Verbleibende Politikoptionen mehr als eine Dekade nach der Finanzkrise

AUTOR: STEFAN HOFRICHTER

Mehr als eine Dekade nach Ausbruch der globalen Finanzkrise im Sommer 2007 wird von Finanzmarktteilnehmern und den Notenbanken die Frage nach den noch verbleibenden Politikoptionen gestellt: Welchen Spielraum haben Zentralbanken Zinsen erneut zu senken, um im Fall konjunktureller Abkühlung die Wirtschaft wieder anzukurbeln und die Inflationserwartungen zu stabilisieren? Könnten Zentralbanken ihre Anleihekäufe wieder aufnehmen? Welche anderen Optionen stehen zur Auswahl?

Implizit wird dabei unterstellt, dass die Zentralbanken die Hauptaufgabe der Konjunktursteuerung tragen und ein Mehr an Stimulus auch ein Mehr an Wachstum bedeutet und somit der Nutzen einer geldpolitischen Lockerung stets die Kosten übersteigt. Ist dies wirklich so? Gelten diese Annahmen uneingeschränkt? Welche anderen Politikinstrumente jenseits der Geldpolitik stehen zur Verfügung? Was wäre der richtige Politikmix im aktuellen Umfeld? Auch stellt sich die Frage, ob überhaupt eine Nachfragestimulierung vonnöten ist. All diese Aspekte wollen wir im Folgenden adressieren.



## 1/ Geldpolitische Instrumente

Generell lassen sich die derzeit (theoretisch) möglichen geldpolitischen Optionen in zwei Kategorien unterteilen: zum einen in den Einsatz konventioneller bzw. nichtkonventioneller Instrumente, zum anderen in eine Änderung bzw. Anpassung der geldpolitischen Ziele.

Der Spielraum für den Einsatz konventioneller geldpolitischer Instrumente ist am aktuellen Rand eindeutig eingeeengt. Dies gilt auch für das Federal Reserve System. Es hat zwar den Leitzins, die Fed Funds Target Rate, seit Ende 2015 in neun Schritten auf eine Spanne von 2,25 – 2,5 % angehoben bevor der Zins am 31.7.2019 wieder um 25 Basispunkte gesenkt wurde. Der Zinssatz ist im historischen Vergleich aber immer noch niedrig und auch unterhalb des von uns geschätzten „neutralen“ Niveaus. Vor, während und nach einer Rezession musste und konnte die Fed in der Vergangenheit den Leitzins im Mittel um deutlich mehr, nämlich um ca. 5 % senken, um das Wirtschaftswachstum wieder in Schwung zu bringen. Anders ist die Situation in Europa und Asien: In der Eurozone liegt der Hauptrefinanzierungssatz bei 0 %, in Großbritannien wenig höher bei gerade einmal 0,75 %. Natürlich könnten die Zentralbankzinsen auch auf unter 0 % gesenkt werden, wie z. B. in Japan (-10Bp), der Schweiz (-75Bp) oder in Schweden (derzeit -25Bp, nach -50Bp zwischen 2016 und 2018). Es gibt aber eine „effektive Untergrenze“, die geschätzt bei ca. -1 bis -1,5 % liegt. Fallen die Zinsen unter diese effektive Untergrenze, ziehen private Haushalte und Unternehmen Geld von den Konten ab und halten, auch im größeren Stil, Bargeld.

Anders ausgedrückt: Konventionelle Zinssenkungen stehen de facto im Falle einer Rezession in den größeren Industriestaaten nur in den USA als geldpolitisches Instrument zur Verfügung – und auch dort nur in einem eingeschränkten Umfang.

Als zweites konventionelles Instrument könnten Zentralbanken dem Bankensektor weiterhin im großen Stil, auch unlimitiert, Liquidität zur Verfügung stellen. Eine weitere – unkonventionelle – Option besteht darin, dem Finanzsektor günstige Liquidität auch längerfristig anzubieten, ggf. gekoppelt an die Kreditvergabe an den Privatsektor. So offeriert die EZB ab September im Rahmen des TLTRO-III-Programms (Targeted longer-term refinancing operations) Bankenliquidität mit einer Laufzeit von zwei Jahren, die mit einem attraktiven Zins – bis zu 30 Bp unter dem allgemeinen Repo-Satz – ausgestattet sind, sofern Banken ihr Kreditportfolio ausweiten. Der Erfolg dieser Maßnahme darf aber angezweifelt werden. Banken „schwimmen“ bereits in Überschussliquidität, nicht nur in der Eurozone, sondern weltweit: Sie benötigen diese Liquiditätsspritze nicht.

Können und sollen Zentralbanken das unkonventionelle Instrument der Assetkäufe wieder aufnehmen, das nach der

Finanzkrise letztlich von allen großen Zentralbanken eingesetzt wurde? Theoretisch wäre dies natürlich möglich, aber es gibt institutionelle, rechtliche und auch geldpolitische Limitierungen. Zum einen, weil Kaufprogramme durch preisinsensitive Notenbanken Gefahr laufen, die Liquidität in den Märkten auszutrocknen. Dies gilt nicht nur für weniger liquide Marktsegmente wie Unternehmensanleihen.

In Japan kam in den vergangenen Jahren sogar mehrfach der Handel in JGB zum Erliegen. Kein Wunder: Die Bank of Japan (BoJ) hält inzwischen deutlich mehr als 40 % aller ausstehenden japanischen Staatsanleihen. Für die EZB ergibt sich zum anderen auch ein rechtliches Problem. Zwar hat der Europäische Gerichtshof keine Obergrenze bzgl. des Kaufs von Staatsanleihen festgelegt und die bisherigen Käufe als geldpolitisches Instrument angesehen. Gleichzeitig wurde aber klar hervorgegeben, dass unbegrenzte Käufe von Staatsanleihen nicht zulässig sind, da die Finanzierung von Budgetdefiziten durch die EZB rechtswidrig wäre. Könnten Zentralbanken auch Aktien kaufen? Die BoJ tut dies bereits in Form von ETF-Käufen. Zwar gibt es für die EZB und die Fed juristische Bedenken, rechtliche Hürden gelten aber – so der Konsens – nicht als unüberwindbar. Eher dürften geldpolitische und praktische Gründe einen Einsatz dieses Instruments durch die Fed und EZB verhindern. So ist fraglich, ob Käufe und Aktien wirklich den gewünschten „Portfolio-Balance-Effekt“ hätten. Dieser Portfolio-Balance-Effekt besagt, dass Finanzmarktteilnehmer in immer riskantere Assets investieren und letztlich das Kreditwachstum stimulieren, weil infolge von Assetkäufen durch die Zentralbank die erwarteten Renditen der weniger riskanten Assets unattraktiv geworden sind. Unternehmensanleihen und Aktien sind aber bereits eine riskante Anlageklasse, der Effekt würde vermutlich deutlich kleiner ausfallen als beim Kauf von Staatsanleihen.

Corporate-Governance-Überlegungen – die Frage, ob eine Zentralbank als Aktionär mittelbar oder unmittelbar auf Unternehmensentscheidungen Einfluss nehmen soll – sind ein weiterer Grund, weshalb wir Aktien als Teil eines Assetkaufprogramms und auch eine deutliche Ausweitung des Kaufprogramms für Unternehmensanleihen für unwahrscheinlich halten.<sup>4</sup> Auch ist die Ausweitung des Assetkaufprogramms auf Bankanleihen nur schwer vorstellbar. Da die Zentralbanken in der Überwachung von Banken involviert sind, könnte es zu einem Interessenkonflikt kommen.

Eine extreme Form der Liquiditätsbereitstellung wäre der Einsatz von „Helikoptergeld“. Darunter versteht man die massive Liquiditätsspritze durch die Zentralbank direkt an die Regierung bzw. an private Haushalte. In der Tat wurde und wird es immer wieder von Ökonomen ins Spiel gebracht, so z. B.

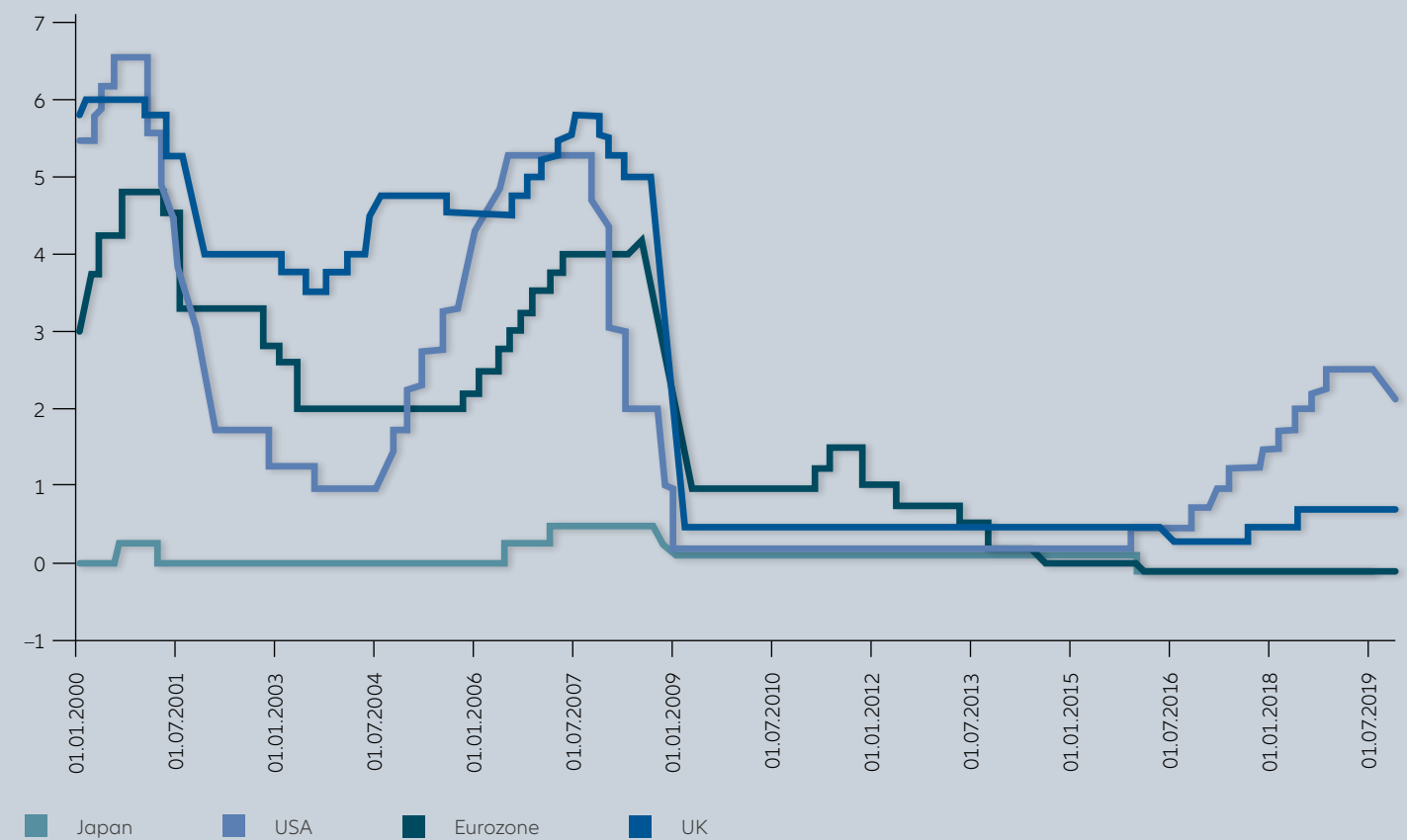
auch von Ben Bernanke als eine Lösung für Japans niedriges nominales Wachstum. Von den meisten Ökonomen wird es jedoch abgelehnt, weil dadurch das Vertrauen in die Geldordnung stark gefährdet würde.

Eine weitere unkonventionelle und seit Jahren eingesetzte Politikoption ist die „Forward Guidance“, also die Kommunikation über das künftige Zinsniveau. Theoretisch und auch praktisch

ist dieses Instrument unlimitiert, da Zentralbanken das Zeitfenster, für das sie eine Bindung vorgeben, beliebig verlängern können (eine Bindung der Zinsen an die Entwicklung ökonomischer Größen, z. B. die Arbeitslosenquote stößt hingegen irgendwann an ihre Grenzen). Letztlich hängt die Wirksamkeit der Forward Guidance davon ab, wie glaubwürdig die Zentralbank sich an die eigenen Vorgaben bindet.

### A / ZENTRALBANKZINSEN DER WICHTIGSTEN ZENTRALBANKEN

Angaben in Prozent



Quelle: Refinitiv-Datastream

Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.



## 2/ Neudefinition der Politikziele

Jenseits des Einsatzes geldpolitischer Instrumente könnten Zentralbanken auch ihre geldpolitische Zielfunktion neu ausrichten. In der Tat überprüft die Fed bis Ende 2019 ihre geldpolitische Strategie, letztlich mit dem Ziel, die langfristigen Inflationserwartungen zu verankern.

Optionen sind u. a., dass das Inflationsziel im Mittel über einen Mehrjahreszeitraum erreicht werden soll bzw. ein Preisindexziel angestrebt wird. Dies bedeutet, dass bei einem temporären Unterschreiten des Inflationsziels in der Zukunft ein Überschießen zugelassen wird. Gerade hier liegt aber die Schwierigkeit dieser „Aufholstrategien“: Sie sind im Allgemeinen „zeitinkonsistent“, wie die wissenschaftliche Literatur zeigt. Der Erfolg

hängt davon ab, ob der Privatsektor auch dann Vertrauen in die Umsetzung hat, wenn die Inflationsraten den Zielwert überschießen. Es ist aber ex ante auch unklar, ob die reine Ankündigung einer geänderten Inflationsdefinition die Erwartungsbildung von Unternehmen und Haushalten beeinflusst.

Eine andere Option wäre, einfach das Inflationsziel zu erhöhen. Auch hier stellt sich die Frage, wie glaubwürdig dies kommuniziert werden kann und, darüber hinaus, ob ein höheres Inflationsziel von z. B. 4% überhaupt wünschenswert wäre. Bisher ist die vorherrschende Lehrmeinung, dass die ideale Inflationsrate in entwickelten Industriestaaten bei 2% liegt.



## Auf mittlere und längere Sicht besteht das Risiko, dass eine zu expansive Geldpolitik auch zu einer Fehlallokation von Ressourcen und einem Anstieg der Finanzstabilitätsrisiken führt.

### 3/ Die Kosten eines weiteren geldpolitischen Stimulus

Die Tatsache, dass die Güterpreisinflation in fast allen Ländern seit Jahren unter dem langfristigen Ziel der Notenbank liegt, verleitet dazu, die Kosten einer dauerhaften geldpolitischen Stimulierung zu ignorieren. In der Tat werden in der öffentlichen Diskussion um die Notwendigkeit eines weiteren geldpolitischen Impulses die unerwünschten Nebeneffekte expansiver Geldpolitik meist vernachlässigt.

Neben der bereits angesprochenen Problematik der „Zero Lower Bound“, also der Untergrenze für das Zinsniveau, die ja in der Vergangenheit ursächlich für die Entscheidung der Zentralbanken war, nichtkonventionelle Maßnahmen zu ergreifen, führt eine extrem lockere Geldpolitik, insbesondere über einen längeren Zeitraum hinweg, zu weiteren Nachteilen.

So können vom Bankensystem Negativzinsen nur schwer an private Haushalte weitergegeben werden: Der Einlagenzins für Privatleute ist de facto bei 0% nach unten „abgesichert“. Da gleichzeitig der Kreditzins mit dem allgemeinen Zinsniveau nach unten gezogen wird, schrumpft folglich die Zinsmarge und damit das Gewinnpotenzial der Banken. Gewinne sind aber die wichtigste Quelle der Eigenkapitalgenerierung von Banken. Eine längere Phase negativer Zinsen birgt somit die Gefahr, die Stabilität des Bankensektors zu gefährden und die Wachstumschancen der Volkswirtschaft zu limitieren. Auch leiden Pensionsfonds und Versicherungen unter dem niedrigen Zinsumfeld, da der Barwert der Verpflichtungen bei fallenden Renditen steigt.

Auf mittlere und längere Sicht besteht das Risiko, dass eine zu expansive Geldpolitik auch zu einer Fehlallokation von Ressourcen und einem Anstieg der Finanzstabilitätsrisiken führt: Wenn die Zinsen dauerhaft unter dem „neutralen“ Niveau liegen, steigen die Risikobereitschaft von Investoren und die Verschuldung im Privatsektor. Da der Preis für Kapital nach unten verzerrt ist, können zudem auch weniger produktive Projekte finanziert werden. Bestes Beispiel hierfür sind Immobilienbooms bzw. -blasen. In der Tat stellen wir fest, dass die Verschuldungsquote des Privatsektors (Unternehmen und Haushalte) im letzten Jahr weltweit auf neue Rekordstände von ca.

150% des weltweiten BIP gestiegen ist. Gleichzeitig haben die Immobilienpreise weltweit wieder deutlich angezogen. Speziell in den USA hat die Verschuldung des Unternehmenssektors neue Hochs erreicht, gleichzeitig ist die Qualität der Schuldtitel deutlich gesunken, wie der historisch hohe Anteil an BBB-beurteilten Anleihen zeigt. Insbesondere liefert der Anstieg der „Leveraged Loans“, also Kredite an hochverschuldete Unternehmen, einen Grund zur Sorge. Natürlich können auch hohe Schuldenstände von den Unternehmen weiterhin bedient werden, solange das Zinsniveau niedrig und das Wachstum solide ist. Allerdings ist dieses Argument kein wirkliches Ruhekitzchen: In Zeiten einer konjunkturellen Abkühlung verschlechtert sich die Schuldentragfähigkeit üblicherweise recht schnell.

Wären makroprudentielle Maßnahmen (z. B. antizyklische Eigenkapitalpuffer für Banken) das geeignete Mittel, um zunehmende Risiken für die Finanzmarktstabilität einzudämmen? Zweifellos sind sie als begleitende Maßnahmen sinnvoll. Allerdings gibt es noch wenig Erfahrungswerte, wie viel an regulatorischer Gegensteuerung notwendig ist. Zudem ist es schwer nachzuvollziehen, wenn einerseits die Geldpolitik Kreditwachstum zu stimulieren beabsichtigt, andererseits die Regulierung genau das Gegenteil erreichen will.

Steigende Verschuldung im Privatsektor kann auch weitere Folgen haben. Studien der Bank for International Settlements (BIS) und der Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) zeigen den strukturellen Anstieg des Anteils wenig produktiver und hoch verschuldeter Unternehmen, sogenannter „Zombiefirmen“, in den letzten Jahrzehnten. Grund dafür ist das Phänomen des „Evergreening“ von Krediten, also die Verlängerung von Bankkrediten auch an schwächere Unternehmen. Ein Niedrigzinsumfeld begünstigt ganz klar diese Entwicklung. Das seit vielen Jahren niedrige Produktivitätswachstum lässt sich somit auch, zumindest teilweise, als Folge der expansiven Geldpolitik erklären. Vor diesem Hintergrund wäre langfristig nicht die Fortsetzung oder Ausweitung der geldpolitischen Stimulierung, sondern eine Normalisierung der Geldpolitik, also ein Anheben der Zinsen auf ein neutrales Niveau, sogar eine sinnvollere Option.



**Empirische Studien zeigen, dass eine hohe öffentliche Verschuldung auf lange Frist ursächlich für niedrigeres Potenzialwachstum sein kann.**

#### 4/ Notwendigkeit eines fiskalischen Stimulus

Da der Einsatz geldpolitischer Instrumente aus verschiedenen Gründen limitiert ist, die Wirksamkeit im aktuellen Umfeld deutlich begrenzt ist und auch unerwünschte Nebeneffekte zu berücksichtigen sind, sollte die Fiskalpolitik eine größere Rolle in der Nachfragesteuerung einnehmen.

Dies gilt insbesondere aktuell in Zeiten einer weltwirtschaftlichen Verlangsamung, die ihre Ursachen u. a. im Handelskrieg zwischen den USA und China sowie im Brexit hat. Beide Faktoren erhöhen die unternehmerische Unsicherheit, belasten das Sentiment und dämpfen folglich auch die Investitionstätigkeit weltweit. Sollte die derzeitige gesamtwirtschaftliche Nachfrageschwäche in eine Rezession münden, wären staatliche Ausgabenprogramme und Steuersenkungen, nicht nur der Einsatz sogenannter automatischer Stabilisatoren, ein probates Mittel – gerade für Staaten mit fiskalpolitischem Spielraum, also mit moderater öffentlicher Verschuldung und

niedrigen Budgetdefiziten (oder sogar Budgetüberschüssen). Nur: Der fiskalpolitische Spielraum ist für viele Industrieländer eingeschränkt – die öffentliche Verschuldung in den Industrieländern liegt im Durchschnitt bei ca. 120% des BIP. Empirische Studien zeigen, dass eine hohe öffentliche Verschuldung auf lange Frist ursächlich für niedrigeres Potenzialwachstum sein kann. In Europa begrenzen außerdem Defizitobergrenzen für die meisten Länder die Möglichkeit des Einsatzes fiskalischer Stimulusprogramme.

Vertreter der sogenannten „Modern Monetary Theory“ (MMT) sehen darin allerdings kein Hindernis. Sie argumentieren, dass der fiskalische Spielraum letztlich unerschöpflich ist, da die Zentralbank als staatliche Institution letztlich unbegrenzt Anleihen der Regierung aufkaufen kann. Was die MMT allerdings vernachlässigt, ist, dass eine derartige Politik langfristig das Vertrauen in die Währung untergräbt.

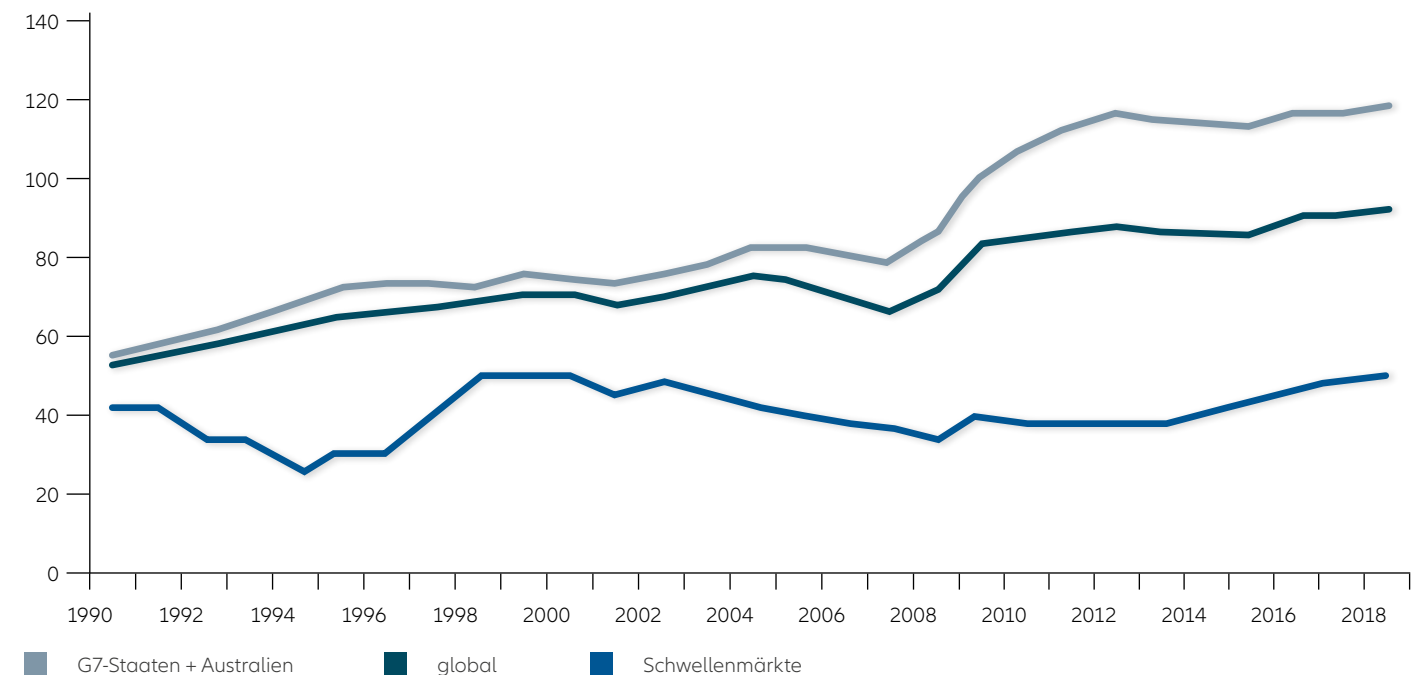
#### 5/ Strukturpolitik ist zwingend notwendig

Sowohl Geld- als auch Fiskalpolitik können zwar Schwächen in der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage adressieren, sie sind aber ungeeignet, um die Produktivität einer Volkswirtschaft zu erhöhen. Im schlechtesten Fall sind sie sogar im wörtlichen Sinne kontraproduktiv, wie oben ausgeführt. Struktur-

reformen, eine effiziente Wettbewerbspolitik, Finanzierungshilfen für junge Unternehmen, kluge Investitionen in Bildung und insbesondere eine internationale Öffnung der Märkte können hingegen dazu beitragen, die gesamtwirtschaftliche Produktivität zu erhöhen.

#### B / STAATSVerschuldung/BIP

Angaben in Prozent



Quellen: AllianzGI, Refinitiv-Datastream, BIS, Daten per 2018

Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.



C / POLITIKOPTIONEN

			FÜR WELCHEN ZWECK GEEIGNET			
			Implementiert?	Liquiditätsengpass	Nachfrage-schwäche	Bilanzrezession
Geldpolitik	Zinssenkung	✓	✓	✓	✓	✗
	Kurzfristige Liquidität an Banken	✓	✓	✓	✓	✗
	Negative Zinsen	✓	✓	✓	✓	✗
	Unbegrenzte kurzfristige Liquidität	✓	✓	✓	✓	✗
	Langfristige Liquidität an Banken	✓	✓	✓	✓	✗
	Assetkäufe	✓	✓	✓	✓	✗
	Forward Guidance	✓	✗	✓	✓	✗
	Aufholstrategien (z.B. durchschnittliche Inflation)	✗	✗	✓	✓	✗
	Höheres Inflationsziel	✗	✗	✓	✓	✗
	Helikoptergeld	✗	✓	✓	✓	✗
	Neutrale Geldpolitik	✗	✗	✗	✗	✓
Fiskalpolitik	Automatische Stabilisatoren	✓	✗	✓	✓	✗
	Diskretionäre Fiskalpolitik	✓	✗	✓	✓	✗
	Defizitfinanzierung (MMT)	✗	✗	✓	✓	✗
Strukturpolitik	Strukturreformen	✓	✗	✗	✓	✓
	Rekapitalisierung von Banken	✓	✗	✗	✓	✓
	Handelspolitik	✓	✗	✓	✓	✓

Quelle: AllianzGI. Nur zu illustrativen Zwecken

6/ Implikationen für Investoren

Ende Januar hat die Fed eine für die Märkte und uns überraschende Lockerung in der Geldpolitik in Aussicht gestellt. Der Markt preist inzwischen sogar Zinssenkungen im Umfang von 100 Bp bis Ende 2020 ein. Die Fed selbst spricht von möglichen Zinssenkungen als präventive Maßnahme („insurance rate cut“) gegen eine Rezession. Weitere Zentralbanken haben nachgezogen. So wird die EZB einen neuen Langfristender (TLTRO) ab September anbieten, Mitglieder des EZB Governing Council haben zudem mit ihren Äußerungen die Erwartung von baldigen Zinssenkungen und Anleihekäufen geschürt. Auch die Bank of England war in ihrer Kommunikation zuletzt „taubenhaft“. Die Aktienmärkte beantworteten diesen tatsächlichen bzw. erwarteten geldpolitischen Stimulus mit Kurssteigerungen. Wird dies auch in Zukunft so sein? Ein paar Überlegungen dazu<sup>5</sup>:

- 1/ Üblicherweise reagieren die Preise von riskanten Assets positiv auf eine Lockerung der Geldpolitik, wenn sich gleichzeitig die Konjunkturdaten verbessern. Der Datenfluss war in diesem Jahr hingegen weltweit eher schwach. Auch deuten unsere Indikatoren mit einer Vorlaufzeit von zwei bis vier Quartalen auf ein weiterhin eher schwieriges Wachstumsumfeld hin. Das Rezessionsrisiko für das Jahr 2020 steigt.
- 2/ Der Zusammenhang zwischen lockerer Geldpolitik und steigenden Aktienkursen ist nicht eindeutig. Auch in Zeiten niedriger Zinsen gab es immer wieder größere Rückschläge. Auslöser dafür können Wachstumssorgen sein (z. B. in 2015/16), auch wenn es zu keiner Rezession kam, oder hohe Bewertungen (2007/08). Gerade in den USA halten wir die Aktienbewertung für ambitioniert.
- 3/ Die Geldpolitik hat zwar noch Handlungsspielraum, dieser ist allerdings kleiner als vor der Finanzkrise. Zudem ist die Wirksamkeit der Geldpolitik im aktuellen Umfeld begrenzt.
- 4/ Mehr als ein Jahrzehnt an lockerer Geldpolitik führt auch zu steigenden Finanzmarktstabilitätsrisiken. Die wachsende Verschuldung des Privatsektors sei an dieser Stelle erwähnt.
- 5/ Fiskalpolitische Stimulusmaßnahmen könnten die Geldpolitik im Falle einer Rezession entlasten. Derzeit gibt es aber wenige Anzeichen für eine weltweite und koordinierte fiskalische Lockerung.

Für uns bedeutet dies: Nicht nur Änderungen in der Geldpolitik sind für die Portfolioentscheidungen relevant, sondern eine Vielzahl von Einflussfaktoren. Gerade für uns als aktiven Asset Manager.

Die Aktienmärkte beantworteten diesen tatsächlichen bzw. erwarteten geldpolitischen Stimulus mit Kurssteigerungen. Wird dies auch in Zukunft so sein?



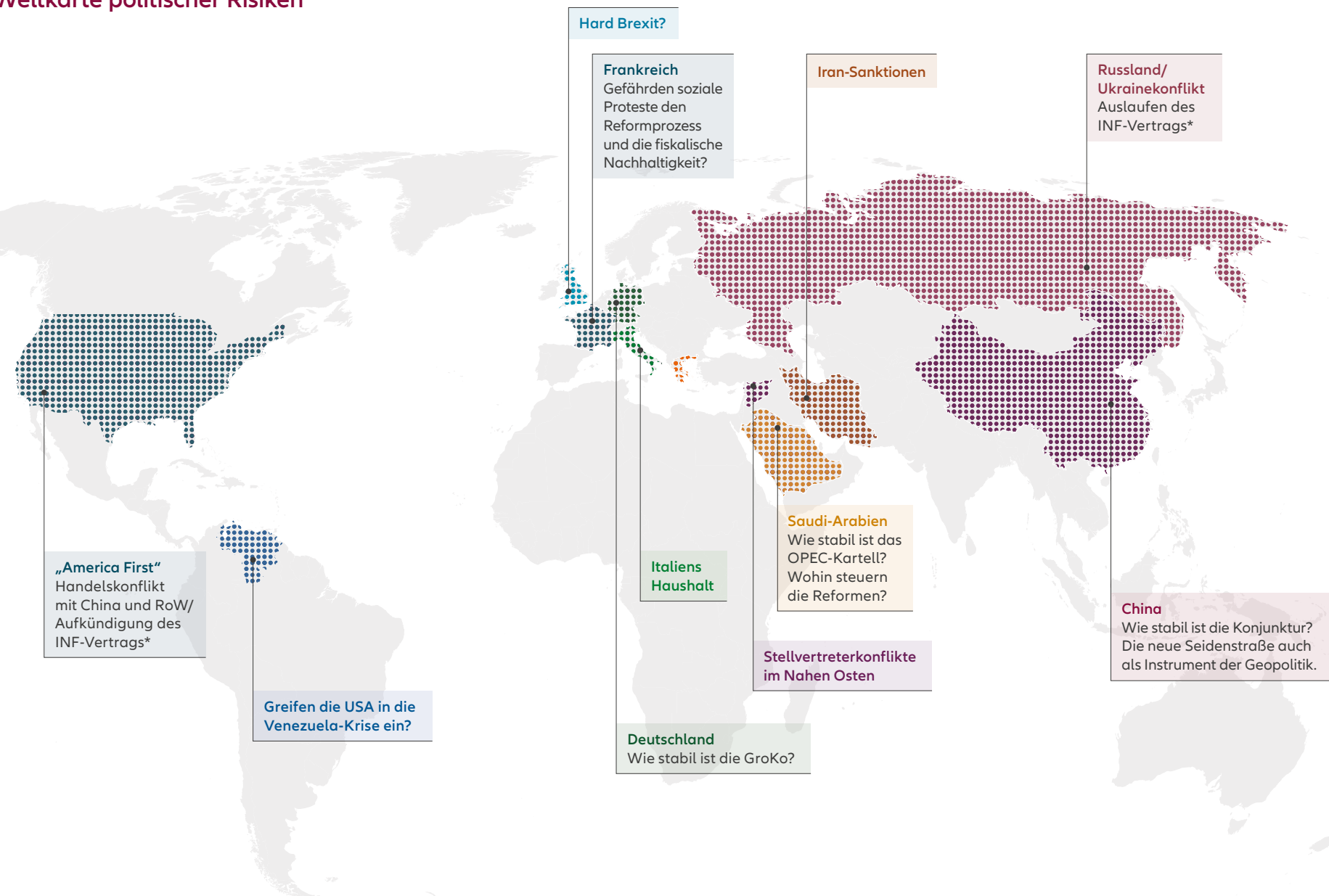
Stefan Hofrichter, Global Head of Economics and Strategy, Allianz Global Investors



# 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

Globale Makrodaten mit einem Rückschlag im Mai; Zeichen einer Bodenbildung in der Eurozone. Handelskonflikt USA/China, die Spannungen zwischen den USA und dem Iran und ein harter Brexit sind die größten Risiken. Regionale und sektorale Divergenzen bestehen weiter. Der Abbau der Arbeitslosigkeit führt zu einem weiteren Schließen von Outputlücken. Jüngster Ölpreisanstieg ist eine Belastung für die Konsumenten.

### 2/ PREISENTWICKLUNG

Basiseffekte der Rohstoffpreisentwicklung (insbesondere Energie) bestimmen Verlaufprofil auf der Verbraucherebene auch in 2019. Inflationstempo im ersten Quartal profitierte von niedrigen Energiekosten. Steigende Ölpreise sind aber eine Belastung mit Blick nach vorne; „Headline“ dürfte allmählich wieder anziehen. Kernraten aber relativ stabil.

### 3/ GELDPOLITIK

Fed mit einem taubenhaften Grundton seit Beginn des Jahres – Zinssenkungen in Anbetracht der nachlassenden Konjunktur sind zu erwarten. Die EZB wird voraussichtlich folgen. Dies eröffnet Spielräume für EM-Notenbanken. BoJ expansiv aufgrund niedriger Inflation, während BoE-Politik vom Brexit-Pfad abhängt. Die chinesische People's Bank of China (PBoC) unterstützt expansive Wirtschaftspolitik.

### 4/ FISKALPOLITIK

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

Quelle: Allianz Global Investors, Economics and Strategy; Stand: Juli 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: AllianzGI Global Capital Markets & Thematic Research



# Impact Investments – eine neue Anlagephilosophie

AUTOR: MARTIN EWALD

Anlegern wird zunehmend bewusst, dass sie durch die Entscheidung darüber, wo und wie sie ihre Gelder anlegen, etwas Positives bewirken können. Durch Bereitstellung von Kapital in der Absicht, einen bestimmten Effekt („Impact“) zu erzielen, können Investoren Einfluss auf die Funktionsweise einer Wirtschaft oder die Geschäftstätigkeit eines Unternehmens nehmen. Dabei können beispielsweise Innovationen vorangetrieben werden, indem Gelder neuen Technologien zufließen. Ebenso kann verantwortungsbewusstes Verhalten unterstützt werden, indem positive Geschäftspraktiken in Bezug auf Umwelt, Soziales und Governance (ESG) belohnt werden. Spezialisierte Impact-Fonds können aber nicht nur zur Lösung globaler Probleme beitragen – sie können sich auch positiv auf die Anlegerportfolios auswirken, da sie diversifizierte Anlagen mit attraktivem Risiko-Ertrags-Profil bieten, die nur gering mit traditionellen Anlageklassen korreliert sind.





## 1/ Impact Investments bedeuten eine neue Anlagephilosophie

Impact Investments haben das Ziel, zusätzlich zu einem attraktiven finanziellen Ertrag messbare positive Effekte in sozialer oder umweltbezogener Hinsicht auszuüben. Sie können sowohl in aufstrebenden als auch entwickelten Volkswirtschaften umgesetzt werden. In Abhängigkeit von den strategischen Zielen der Anleger kann eine Rendite auf einem Niveau unterhalb des Marktes (36% des derzeit angelegten Impact-Kapitals) oder auch auf Marktniveau (64% des Marktsegments) angestrebt werden. Der Markt für Impact Investments ermöglicht es Kapitalgebern, zur Lösung der drängendsten Probleme in der Welt beizutragen. Handeln kann es sich dabei um Bereiche wie nachhaltige Landwirtschaft und Lebensmittel-

produktion, Energieeffizienz, allgemein bezahlbare und verfügbare Basisleistungen wie Wohnungen, Gesundheitsversorgung und Bildung sowie Mikrofinanzierungen. Vor diesem Hintergrund beinhalten Impact Investments eine neue Anlagephilosophie, die eine logische Erweiterung traditioneller Investmentansätze darstellt. Anstatt sich ausschließlich auf die Maximierung der Rendite und des Shareholder-Values zu fokussieren, zielen Impact Investments auf die Maximierung des Gesamtnutzens für alle Stakeholder ab, ohne dabei eine bestimmte Gruppe zu bevorzugen. Impact Investoren sind der Auffassung, dass eine solche Anlagephilosophie letztlich zu einer höheren Rendite bei verringertem Risiko führt.

## 2/ Private Impact Investments bei Allianz Global Investors

Wir von AllianzGI sind davon überzeugt, dass Impact Investments in einem institutionellen Portfolio beträchtlichen Nutzen stiften können. Allerdings glauben wir, dass sich dieser Nutzen am ehesten dann materialisiert, wenn bei Impact Investments eine ganzheitliche Strategie verfolgt wird. Drei Prinzipien sind kennzeichnend für unsere Impact Investments an privaten Märkten: Erstens muss die Strategie zum Ziel haben, einen po-

sitiven Effekt in sozialer und/oder umweltbezogener Hinsicht zu bewirken und gleichzeitig eine attraktive finanzielle Rendite abzuwerfen. Zweitens muss ein Kausalzusammenhang zwischen der Anlage und dem erzielten Effekt bestehen. Drittens schließlich muss der Effekt identifizierbar und messbar sein. Außerdem muss diesbezüglich eine regelmäßige Dokumentation erfolgen, um die Validität des Effekts sicherzustellen.

## 3/ Messbarkeit als wichtige Voraussetzung für die Transparenz und Zurechenbarkeit bei privaten Impact Investments

Angesichts des permanenten Risikos von „Impact Washing“ sind Transparenz und Zurechenbarkeit des erzielten Effekts bei der Umsetzung von Impact Investments von größter Bedeutung. Daher besteht ein wichtiges Merkmal von Impact Investments in der Verpflichtung des Anlegers, die sozialen und umweltbezogenen Effekte der jeweiligen Anlagen laufend zu messen und zu dokumentieren.

Je nach den Zielsetzungen der Investoren können sich die Ansätze zur Messung des Impacts unterscheiden. Während am Markt Einigkeit über die erforderlichen Prozessschritte zur Messung des Impacts besteht, sind die Messung selbst und die dabei verwendeten Techniken alles andere als standardisiert.

Allgemein anerkannt sind folgende Prozessschritte:

- 1/ Definition sozialer und/oder umweltbezogener Ziele für jede einzelne Anlage und ihre Präsentation gegenüber den Investoren
- 2/ Festlegung von Key Performance Indicators und Zielgrößen in Bezug auf die jeweiligen Zielsetzungen, möglichst anhand standardisierter Indikatoren
- 3/ Überwachung und Steuerung der Entwicklung der Anlagen im Hinblick auf die Ziele
- 4/ Berichterstattung an die relevanten Stakeholder über die sozialen und umweltbezogenen Effekte

## 4/ Rasch wachsender Markt mit erheblichem Potenzial

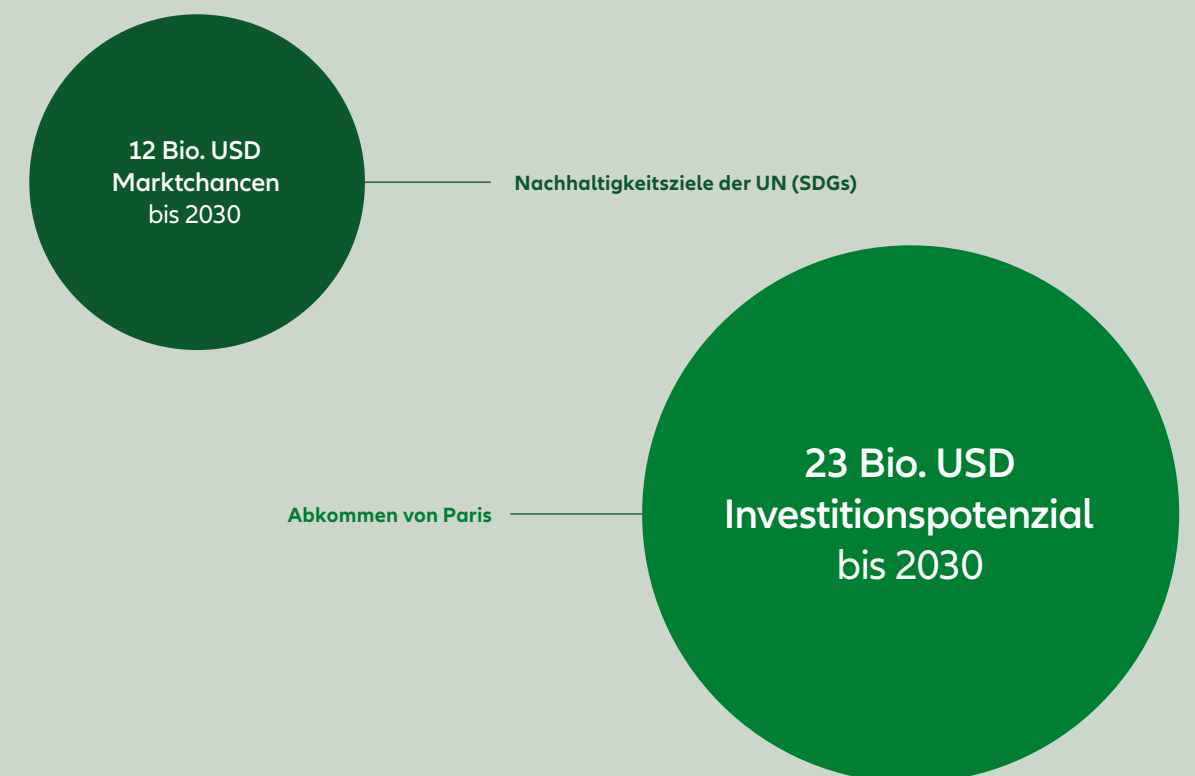
Der Markt für Impact Investments wächst mit hohem Tempo und entwickelt sich zu einem zunehmend beliebten Teilbereich des Markts für illiquide alternative Anlagen. Nach Angaben des Global Impact Investor Networks (GIIN) stieg das im Bereich Impact Investments verwaltete Vermögen von 120 Mrd. US-Dollar im Jahr 2016 auf 500 Mrd. US-Dollar im Jahr 2018 (also auf mehr als das Vierfache). Um die Ziele der UN zur nachhaltigen Entwicklung (United Nations Sustainable Development Goals – UN-SDGs) bis 2030 zu erreichen, ist schätzungsweise noch ein Kapitalvolumen von rund 12 Billionen US-Dollar aufzubringen, was eine beträchtliche Anlagechance darstellt (siehe **Grafik A/**).<sup>6</sup>

Diese Wachstumsperspektiven sind auf zwei maßgebliche Faktoren zurückzuführen, bei denen es sich um dynamische Bottom-up- bzw. Top-down-Prozesse handelt: Der erste ist ein allgemeiner Wandel bei der Geschäftstätigkeit privater Unternehmen. Beispielsweise geben 87% der internationalen CEOs an<sup>7</sup>, dass sie die Strategie ihres Unternehmens ange-

sichts der UN-Nachhaltigkeitsziele überdenken. Die Schaffung nachhaltiger Geschäftsmodelle, die den Zielen von Kunden und Umwelt Rechnung tragen, ist heutzutage von entscheidender Bedeutung dafür, „wirklich kundenorientiert“ zu sein, und ist deshalb für den langfristigen Geschäftserfolg essentiell. Diese Entwicklungen werden in der Konsequenz zusätzliche Bottom-up-Anlagechancen für Impact-Investoren nach sich ziehen.

Zweitens lassen sich internationale Übereinkünfte wie die Nachhaltigkeitsziele der UN oder die Beschlüsse der Klimakonferenz in Paris im Jahr 2015 (COP 21) als Top-down-Wachstumstreiber betrachten. Diese Abkommen werden sich voraussichtlich in einem neuen oder zumindest strengeren regulatorischen Rahmen niederschlagen, der die Entwicklung hin zu mehr Nachhaltigkeit begünstigen sollte. Zum Beispiel wird erwartet, dass die gemeinsamen Schritte im Anschluss an das Abkommen von Paris bis 2030 ein Investitionspotenzial von rund 23 Billionen US-Dollar nach sich ziehen werden.<sup>8</sup>

### A/ GESCHÄTZTES MARKTPOTENZIAL VON IMPACT INVESTMENTS

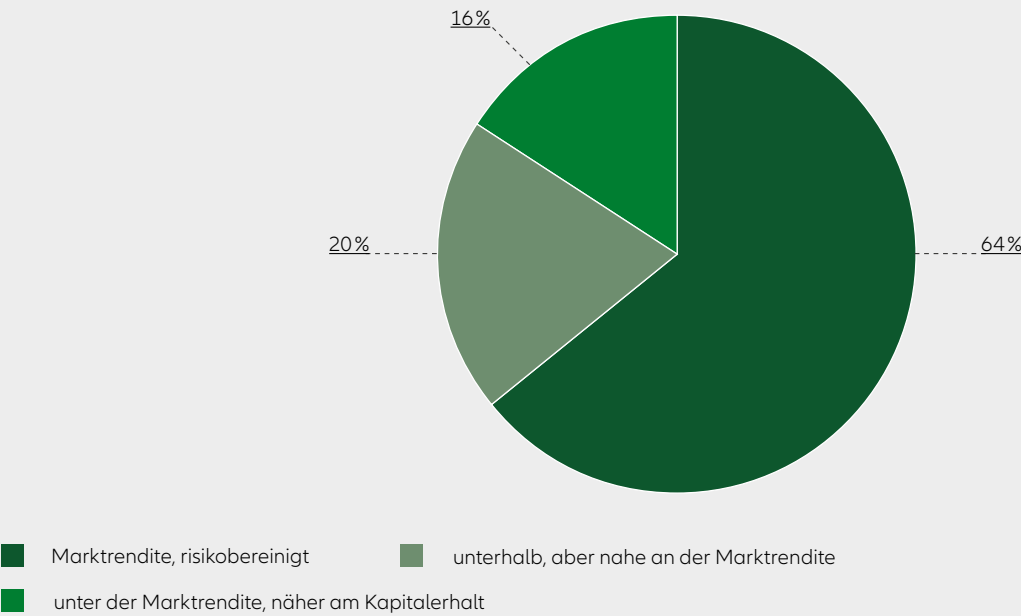


Quellen: UN Principles of Responsible Investing, UN Development Programs, Weltwirtschaftsforum



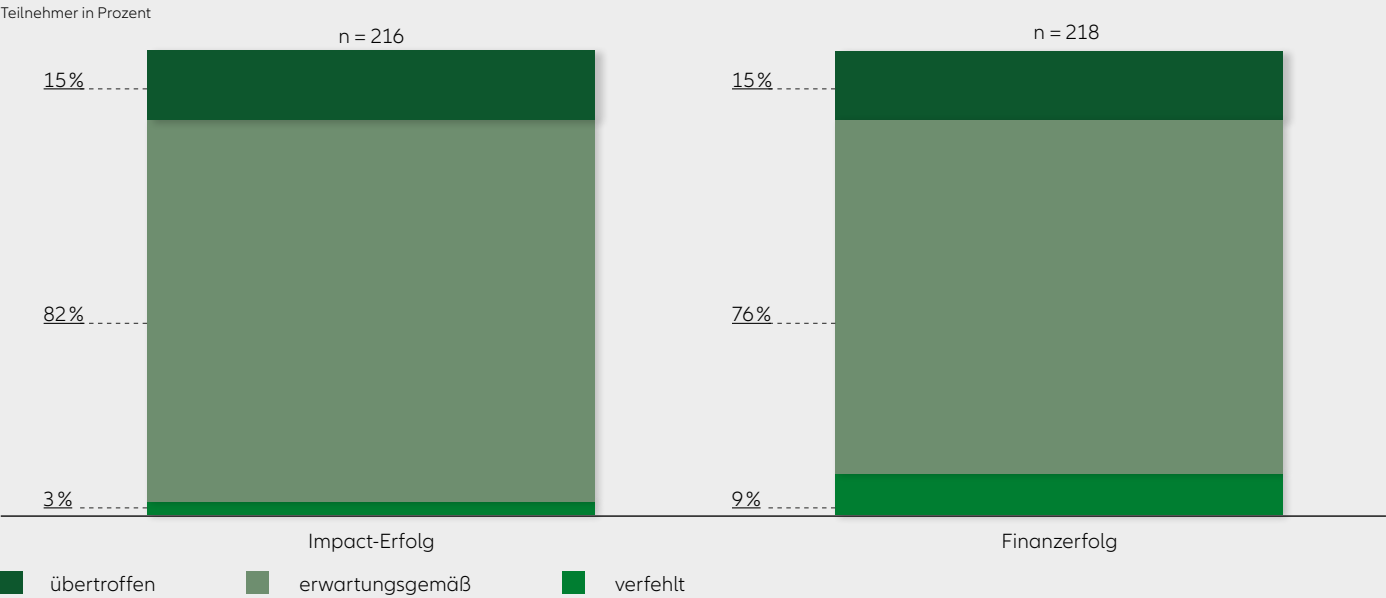
B/ GRUNDSÄTZLICH ANGESTREBTE FINANZIELLE RENDITE

Zahl der Umfrageteilnehmer: 229



Quelle: GIIN (Global Impact Investing Network, 2018): Annual Investor Survey  
Darstellung nur zur Illustration, keine Indikation für künftige Ergebnisse.

C/ ANLAGEERFOLG IM VERGLEICH ZU DEN ERWARTUNGEN  
ZAHL DER UMFRAGETEILNEHMER OBERHALB DER SÄULE; EINIGE TEILNEHMER ENTSCIEDEN SICH FÜR „NICHT SICHER“ UND SIND NICHT ENTHALTEN



Quelle: GIIN (Global Impact Investing Network, 2018): Annual Investor Survey  
Darstellung nur zur Illustration, keine Indikation für künftige Ergebnisse.



5/ Die Mär von niedrigen Renditen

In der Vergangenheit erfolgten Impact Investments hauptsächlich mit dem Kapital philanthropisch gesinnter Anleger. Aus diesem Grund besteht die Gefahr, dass Impact Investing mit Stiftungskapital verwechselt wird. Es ist an der Zeit, dieses Vorurteil zu entkräften.

Aus dem Annual Impact Investor Survey (GIIN, 2018) geht hervor, dass 64% der 229 Umfrageteilnehmer mit Hauptfokus auf Impact Investments wettbewerbsfähige, risikobereinigte Marktrenditen anstreben und sich daher zugunsten des proklamierten Wandels aussprechen (siehe **Grafik B/**). Des Weiteren bestätigten 91% der Investoren, dass ihre Anlagen die Renditeerwartungen übertroffen oder erfüllt haben (siehe **Grafik C/**). Dies bestätigt die Auffassung, dass Impact Investments sowohl im Hinblick auf den finanziellen Ertrag als auch den angestrebten Effekt leistungsfähig sind.<sup>9</sup>

Unserer Ansicht nach sollten Anleger Impact Investments als wichtigen Bestandteil ihrer Asset Allocation betrachten. Da es sich um eine Strategie an privaten Märkten handelt<sup>10</sup>, verfügen Impact Investments über die bekannten Vorteile nicht-börsennotierter alternativer Anlagen wie stabile Renditen, niedrige Korrelation und inflationsgebundene Erträge, womit sie Anlegern ein attraktives Risiko-Rendite-Profil bieten. Darüber hinaus bewirken Impact Investments jedoch auch einen positiven Effekt, da die getätigten Anlagen zum Wohl der Gesellschaft und der Umwelt beitragen und globalen Herausforderungen Rechnung tragen.



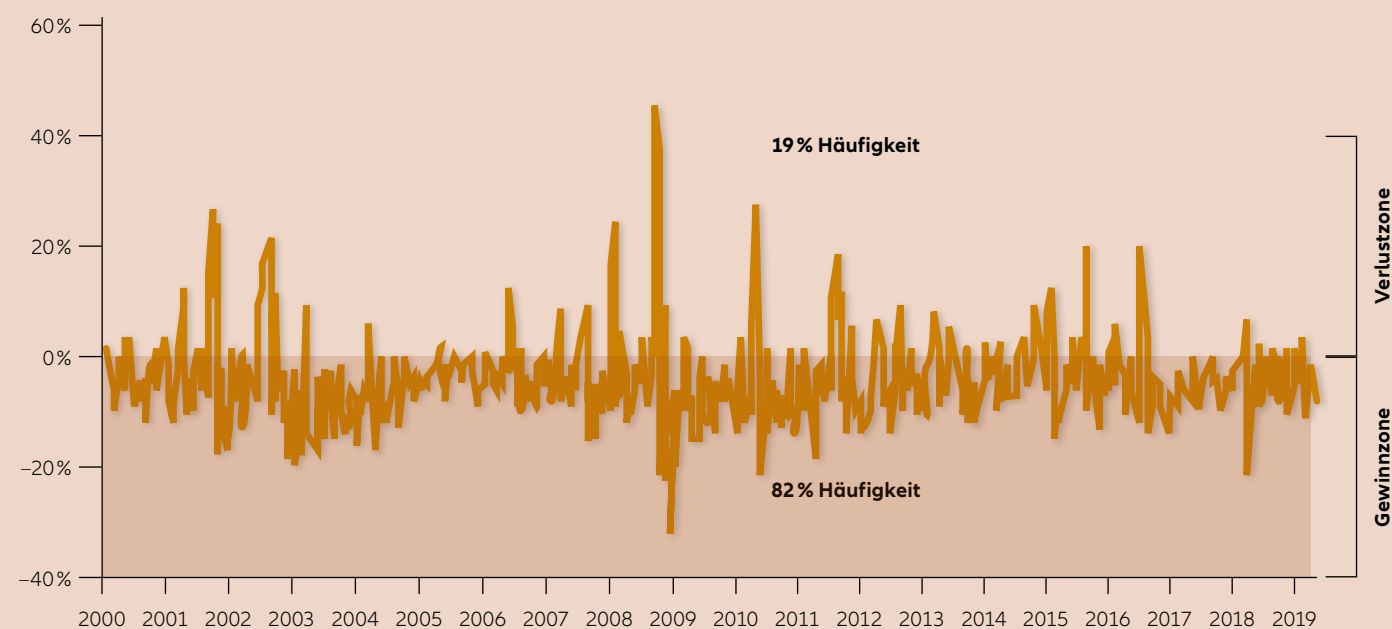
Martin Ewald, Lead Portfolio Manager  
Impact Investments, Allianz Global Investors



# Allianz Volatility Strategy Fund: zehn Jahre am Markt

**A/ VOLATILITÄT ALS ANLAGEKLASSE IST INVESTIERBAR UND BIETET LANGFRISTIG AUSSICHT AUF EINE RISIKOPRÄMIE – DIE DURCHSCHNITTliche RISIKOPRÄMIE FÜR Z. B. DEN EURO STOXX 50 IN DER PERIODE 01/2000 – 03/2019 BETRUG –3,6 %.**

Angaben in Prozent



Quelle: Allianz Global Investors. DJ-EURO-STOXX-50-Daten über den Zeitraum 03.01.2000 – 31.03.2019. Die implizite Varianz wird approximiert durch den VSTOXX. Die tatsächliche Entwicklung des Allianz Volatility Strategy Funds kann nicht garantiert werden. Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.

In diesem April feierte der Allianz Volatility Strategy Fund sein 10-jähriges Jubiläum. In diesem Zeitraum konnte der Fonds mit einer positiven Wertentwicklung in 9 von 10 Jahren und einem Sharpe-Ratio von 1 eine überzeugende Erfolgsbilanz vorweisen.<sup>11</sup> Heutzutage ist der Fonds nicht nur einer der ältesten, sondern auch einer der größten Fonds, der Volatilität als Anlageklasse im UCITS-Format investierbar macht.

Historisch wurde „Volatilität“ unter Investoren vornehmlich als Risikofaktor/-quelle angesehen. Mittlerweile hat sich „Volatilität“, also das Phänomen schwankender Asset-Bewertungen, zu einer eigenen Anlageklasse mit sehr attraktiven Eigenschaften entwickelt (siehe **Grafik A/**).

Um den Kern der Strategie zu beschreiben, ist es wichtig, zunächst den Begriff Volatilität und deren Risikoprämie zu definieren. Grundsätzlich unterscheidet man zwischen zwei verschiedenen Arten von Volatilität: realisierte und implizite. Unter realisierter Volatilität versteht man die Standardabweichung der (logarithmierten) Renditen einer Anlage. Diese Volatilität wird öfter auch als historische Volatilität bezeichnet, da zur Berechnung historische Renditezeitreihen herangezogen werden.

Der Begriff der impliziten Volatilität hat seinen Ursprung in der Optionspreistheorie und ist der Volatilitätsparameter, der den Modellpreis (in der Regel basierend auf dem Black-Scholes-Modell) einer Option mit dem Marktpreis der Option gleichsetzt. Die implizite Volatilität wird häufig auch als Markterwartung für die zukünftige realisierte Volatilität interpretiert.

Die Differenz zwischen realisierter und impliziter Volatilität wird als Volatilitätsrisikoprämie bezeichnet. Diese Risikoprämie (siehe **Grafik A/**) ist überwiegend negativ, was sich darin begründet, dass Investoren ihre Portfolios mit Optionen absichern und bereit sind, dafür einen Risikoaufschlag zu zahlen. Diese Risikoprämie wird oftmals als eine Art Versicherungsprämie gegen extreme Aktienmarkteinbrüche angesehen. Hierdurch wird deutlich, dass es sich um eine Risikoprämie, also eine Prämie für die Übernahme von Risiken, und nicht um Marktineffizienzen handelt.

Um von dieser negativen Prämie profitieren zu können, ist der Verkauf von Volatilität (das Eingehen von Short-Positionen) notwendig. Das Verhalten der Prämie ist ähnlich zum

Verkauf einer Versicherung – vielen kleinen Risikoprämien (negative Werte in der Grafik, die zu Gewinnen bei einer Short-Positionierung werden) stehen seltene, aber durchaus größere Verluste bei starken Markteinbrüchen gegenüber. In der Summe und über längere Zeiträume hinweg überwiegen jedoch deutlich die Gewinne. Eine Besonderheit von Volatilität als Anlageklasse in diesem Zusammenhang ist die schnelle Erholungsbewegung nach Markteinbrüchen. Hintergrund ist, dass in Krisenzeiten die Volatilität, ihre Risikoprämie und somit auch die Renditen der Anlageklasse höher sind. Die Mean-Reversion-Eigenschaft der Volatilität vorausgesetzt, wird man bei einer Short-Positionierung von rückläufigen Volatilitätsniveaus zusätzlich profitieren. Darüber hinaus weist die Anlageklasse wünschenswerte Diversifizierungsvorteile im Portfoliokontext auf.

Bemerkenswert ist vor allem die Unabhängigkeit von der Zinsentwicklung, die die Volatilität als Anlageklasse auch in einem Umfeld niedriger oder steigender Zinsen attraktiv macht.<sup>12</sup> Diese Unkorreliertheit zwischen Volatilität und Anleihen ist sogar stabiler als der Zusammenhang zwischen Aktien und Anleihen, die zwar im Durchschnitt eine geringe Korrelation haben, phasenweise jedoch relativ hoch miteinander korreliert sein können.

Investoren des Allianz Volatility Strategy Funds profitieren zusätzlich von einem stringenten Risikomanagementansatz inklusive dynamischer Steuerung des Exposures sowie einem Tail Risk Hedging. Diese Elemente ermöglichen es, größere Verluste zu minimieren und die Performance der Anlageklasse zusätzlich zu verbessern. Die besonderen Eigenschaften der Strategie im Portfoliokontext zusammen mit einer überzeugenden Wertentwicklung durch einen das Risikokapital schonenden Investmentansatz machen die Volatilitätsstrategie zu einem sehr attraktiven Baustein in jedem Portfolio.<sup>13</sup>

# Green & Sustainable sind die Schlagworte der Zukunft

Interview mit Andreas Utermann, CEO von Allianz Global Investors

Kai Johannsen, Redakteur der Börsen-Zeitung, sprach anlässlich der „Green & Social Bond Conference“ in Frankfurt mit Andreas Utermann, CEO von Allianz Global Investors, darüber, dass es zu wenige „grüne“ Projekte gibt, über das rechte Maß an Regulierung und die Prognose, dass bis 2025 alle Asset Manager ESG-Produkte anbieten werden. „Update“ bringt eine Kurzfassung des Interviews.



Herr Utermann, Sie sitzen selbst im Board der ICMA (International Capital Markets Association), die die Green Bond und Social Bond Principles geschaffen hat. Was ist deren größte Errungenschaft?

*Andreas Utermann:* Die größte Errungenschaft ist, dass eine Institution aus dem nichtöffentlichen Bereich ein Konzept entwickelt hat, das sich bewährt und zur internationalen Norm wurde. Die Politik zieht ja gern in Zweifel, dass so etwas mög-

lich ist. Der private Sektor hat auch nicht für alle Probleme eine Lösung. Deshalb besteht auch immer Raum für öffentliche Regulierung. Aber es kann eben nicht ausschließlich nur eine Regulierung durch öffentliche Vertreter geben.

Eine Art privates Vorbild?

*Andreas Utermann:* Absolut. Die Art und Weise, wie diese Prinzipien entwickelt und am Markt etabliert wurden, ist ein sehr gutes Beispiel dafür, wie der private Sektor funktionierende und von allen akzeptierte Richtlinien schaffen kann. Es ist ein prinzi-

pienbasierter Ansatz anstatt eines regulierungs-basierten Ansatzes. Beide Ansätze haben ihre Berechtigung, aber kein Ansatz kann die alleinige vollumfängliche Lösung realisieren.

Herr Utermann, vor welchen Herausforderungen sehen Sie den Markt für Green & Sustainable bzw. Social Bonds in den nächsten fünf Jahren?

*Andreas Utermann:* Ich sehe zwei Herausforderungen. Die erste wird darin bestehen, dass wir keinen großen Skandal in Sachen Green Washing bekommen, der das Vertrauen in diesen Markt komplett untergräbt. Emittenten und Marktakteure haben eine große Verantwortung, dass so ein Skandal nicht eintritt. Die zweite Herausforderung ist eine praktische. Es gibt nicht genügend grüne Investitionspro-

jekte für die sehr hohe Nachfrage. Das Ganze hat zwei Konsequenzen. Mit der hohen Nachfrage steigt die Versuchung zum Green Washing, da wird mancher kreativ. Wir müssen uns also um die Angebotsseite kümmern. Zweitens: Diese hohe Nachfrage kann die Renditen der Bonds auf unattraktive Niveaus drücken, die nicht mehr in ausreichendem Maß für das übernommene Risiko kompensieren.

Auf EU-Ebene wird der Aktionsplan für Green & Sustainable Finance erarbeitet. Was sind für Sie die herausragenden Elemente des EU-Aktionsplans?

*Andreas Utermann:* Wir müssen über diesen Aktionsplan die Rahmenbedingungen bzw. das Umfeld für investierbare Projekte schaffen. Es muss für die Marktteilnehmer eindeutig erkennbar sein, welche Projekte grün und investierbar sind. Denn rund

um das Thema Green & Sustainable Investing hat es in den vergangenen Jahren immer wieder Verwirrung gegeben, weshalb die Taxonomie wichtig ist. Ich hoffe, dass es in Sachen Taxonomie dann mehr Klarheit für diesen Markt geben wird.

Wenn Sie zwei Wünsche für den Aktionsplan frei hätten, welche wären das?

*Andreas Utermann:* Es muss sichergestellt werden, dass in Sachen Green & Sustainable Investing keine Vorschriften geschaffen werden, wie Anleger ihr Geld investieren und wie Investment Professionals dann ihren Job erledigen sollen, zum Beispiel in vorgegebene Benchmarks zu investieren. Hinzu kommt die globale Perspektive. Asset Manager, die in Europa sitzen, haben eine globale Kundenbasis. Glo-

bale Investoren haben ganz andere treuhänderische Verpflichtungen als europäische. Es muss sehr darauf geachtet werden, dass die europäischen Gesetzgeber die Möglichkeiten für die europäischen Asset Manager, ihren Job für eine große Bandbreite von Investoren zu erledigen, nicht zu sehr beschneiden.



## Können wir mit dem EU-Aktionsplan einen Standard schaffen, der international zur Blaupause wird?

*Andreas Utermann:* Asiatische Investoren und US-Anleger haben aus rechtlichen, kulturellen und politischen Gründen nicht diese grüne Perspektive wie in Europa. Aber sie sind sich trotzdem darüber im Klaren, dass in Sachen Klima und Nachhaltigkeit viel unternommen werden muss. Dazu gehört auch, unterschiedliche Investmentansätze zu

implementieren: integriertes ESG, Ausschlussansätze, SRI, Impact Investing, Green Bonds und einiges mehr. Diese Ansätze haben alle ihre Berechtigung und sind gleichermaßen geeignet, die Ziele, die die Menschheit in Sachen Umwelt und Klima hat, anzugehen. Wir haben jetzt die Chance, die globale Agenda zu beeinflussen.

## Wie schätzen Sie die Gefahr eines Aufsehens erregenden Falls von Green Washing ein, der die Märkte durchrüttelt und nachhaltigen Schaden anrichtet?

*Andreas Utermann:* Dieses Risiko kann als vergleichsweise gering eingestuft werden. Emittenten, Investoren und diejenigen Einheiten, die die Produkte für Endkunden konzipieren, tragen eine große Verantwortung. Dieses Verständnis ist bei den

genannten Institutionen sehr ausgeprägt, und das ist eine gute Absicherung gegen solche Fälle von Green Washing. Aber es ist definitiv ein Bereich mit gewissen Grautönen.

## Das heißt konkret?

*Andreas Utermann:* Ich kann mir vorstellen, dass es in einem Pool von Investments auch solche gibt, deren CO<sub>2</sub>-Bezug Fragen aufwirft, etwa wenn ein Unternehmen in einem Übergangsprozess hin zu weniger CO<sub>2</sub>-Ausstoß ist. Es könnte also durchaus sein, dass Investmentmanager ein Unternehmen

auf dem richtigen Weg unterstützen wollen, und sie deshalb auch mal ein Investment haben, was vielleicht nicht tiefgrün ist. Aber ich kann mir nicht vorstellen, dass es sich zu einem systemischen Skandal auswächst. Dafür gibt es zu viel Kontrolle und Transparenz in diesem Markt.

## Das Thema Green & Sustainable ist derzeit größtenteils noch auf die institutionelle Welt beschränkt. Wann werden solche ESG-Produkte in der Breite angeboten?

*Andreas Utermann:* Mit Blick auf Green Bonds sind wir bereits da, es gibt offene Fonds für alle Anleger. Auch wir bieten entsprechende Produkte an. Aber das Volumen in der Anlageklasse ist noch gering. Dass man in Deutschland erwägt, grüne Bundesanleihen zu begeben, finde ich deshalb sehr gut. In einer breiteren Sichtweise, wie weit ESG über

alle Anlageklassen integriert wird, ist ganz klar, wo die Reise hingeht. Noch ist der kleinere Teil der Assets ESG-konform, bei uns ist es derzeit rund ein Viertel. Ich bin aber überzeugt, dass wir in fünf Jahren nahezu unser ganzes Portfolio ESG-konform managen. Die EU-Taxonomie wird dabei den Kunden helfen, Etikettenschwindel zu erkennen.

## Welchen Stellenwert hat Green & Sustainable im Asset Management Ihres Hauses?

*Andreas Utermann:* 100 Portfoliomanager und Researcher kümmern sich ausschließlich um ESG, Tendenz steigend. Sie nutzen als Ausgangspunkt für ihre Arbeit das Sustainability rating von MSCI, das sie aber auf Basis ihrer eigenen Recherchen in beide Richtungen ändern können. Für das spezifi-

sche SRI-Research greifen wir auf mehrere Anbieter zurück, abhängig vom Thema, zum Teil auch in Absprache mit dem Kunden. Aber auch hier gilt: Die letzte Entscheidung liegt beim Manager. Wir haben seit dem Jahr 2000 hauseigenes ESG-Research, und sind stolz auf unsere Pionierrolle.

## Stellen Sie Präferenzen bei Ihren Kunden bezüglich einzelner ESG-Themen fest, die dann in „bespoke portfolios“ umgesetzt werden? Wenn ja, welche sind das?

*Andreas Utermann:* Das stärkste Wachstum sehen wir derzeit beim Impact Investing, mit einem deutlichen Schwerpunkt bei erneuerbaren Energien und verwandten Themen wie der Energiespeicherung. Allerdings ist hier das Spektrum limitiert und Diversifizierung schwierig. Ich bin zuversichtlich, dass die EU-Standards zu einer größeren Diversifizierung beitragen. Denn jedes Unternehmen, aus jedem Sektor, hat die Möglichkeit, mit gezielten Investitio-

nen seine Umweltbilanz zu verbessern. Denken Sie an Gebäude: Sie verursachen 40 % des Energieverbrauchs und 35 % der CO<sub>2</sub>-Emissionen in Europa. Es ist vorstellbar, dass ein großes Unternehmen einen Green Bond begibt, um seine Gebäude auf Klimaneutralität hochzurüsten. Unser Gebäude in der Bockenheimer Landstraße in Frankfurt sparte 2018 durch diverse Investitionen fast 800 Tonnen CO<sub>2</sub> gegenüber dem Vorjahr ein. Das hat also Potenzial.

## Wie hoch sind die Assets under Management (AuM), die heute bereits bei Ihnen nach ESG-Kriterien verwaltet werden?

*Andreas Utermann:* Insgesamt haben wir 146 Mrd. Euro unter Management, in den Kategorien ESG Integrated, SRI und Impact Investing. Das sind 27 %

unserer gesamten Assets. Diese Zahl wächst jeden Monat weiter an, weil wir sukzessive weitere Strategien in den ESG-Ansatz überleiten.

## Wie hoch wird der Anteil, der ESG-konform verwaltet wird, schätzungsweise in drei oder fünf Jahren sein?

*Andreas Utermann:* Wir haben im Frühjahr 500 institutionellen Kunden weltweit genau diese Frage gestellt. 37 % von ihnen wollen bis 2025 ihr komplettes Portfolio ESG-konform managen, 71 % bis 2030. In Deutschland liegen die Zahlen noch höher, nämlich bei 53 % bzw. 83 %.

Ich bin überzeugt, dass es bis 2025 praktisch keinen Asset Manager ohne ESG-Strategien geben wird, und dass bei vielen dann schon mehr Assets ESG-konform als herkömmlich verwaltet werden. Für Deutschland wäre meine mutige Schätzung sogar 70 %.

**Ich bin aber überzeugt, dass wir in fünf Jahren nahezu unser ganzes Portfolio ESG-konform managen.**

# Alle Quellen und Hintergründe

## Spotlights

- 1 **Seite 5:** EU-Kommission, Reflexionspapier: Auf dem Weg zu einem nachhaltigen Europa bis 2030, 2019.
- 2 **Seite 5:** ESG steht für die Umwelt (Environment), Soziales und die Unternehmensführung (Governance) betreffende Faktoren.
- 3 **Seite 5:** Ein Erfolg der Strategie kann nicht garantiert und Verluste können nicht ausgeschlossen werden.

## Politikoptionen

- 4 **Seite 16:** 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.
- 5 **Seite 23:** 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.

## Impact Investments

- 6 **Seite 29:** United Nations Principles for Responsible Investment, United Nations Global Compact (2017): The SDG Investment Case, <https://www.unpri.org/download?ac=5909>.
- 7 **Seite 29:** Basierend auf einer Umfrage unter mehr als 1 000 CEOs in mehr als 100 Ländern und 25 Branchen, siehe auch: UN Global Compact-Accenture Strategy CEO Study (2016): Agenda 2030: A Window of Opportunities, <https://www.unglobalcompact.org/library/4331>.
- 8 **Seite 29:** UN Global Compact-Accenture Strategy CEO Study (2018): Special Edition: Transforming Partnerships for the SDGs, [https://www.accenture.com/\\_acnmedia/PDF-74/Accenture-Transforming-Partnerships-for-the-SDGs-UNGC-Accenture-Strategy.pdf](https://www.accenture.com/_acnmedia/PDF-74/Accenture-Transforming-Partnerships-for-the-SDGs-UNGC-Accenture-Strategy.pdf).
- 9 **Seite 31:** Global Impact Investing Network (GIIN): What You Need to Know about Impact Investing, <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#what-is-impact-investing>, abgerufen am 21.05.2019.
- 10 **Seite 31:** Der Erfolg der Strategie ist nicht garantiert, und es kann zu Verlusten kommen.

## Allianz Global Investors aktuell

- 11 **Seite 33:** Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.
- 12 **Seite 33:** Ein Erfolg der Strategie kann nicht garantiert und Verluste können nicht ausgeschlossen werden.
- 13 **Seite 33:** Ein Erfolg der Strategie kann nicht garantiert und Verluste können nicht ausgeschlossen werden. Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.

## Impressum

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

**Herausgeber:**  
Allianz Global Investors GmbH  
Bockenheimer Landstr. 42–44  
60323 Frankfurt/M.  
[at.allianzgi.com](http://at.allianzgi.com)  
[at.allianzgi.com/updatemagazin](http://at.allianzgi.com/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](mailto:update-redaktion@allianzgi.com)

**Layout:**  
Rotwild GmbH, Köln

**Satz:**  
Rotwild GmbH, Köln

**Druck:**  
Schleunungsdruck GmbH, Marktheidenfeld

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

**Stand:** August 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.







# ACTIVE IS: VERANTWORTUNGS- BEWUSST INVESTIEREN

Faktoren wie Umwelt, Soziales und Gute Unternehmensführung (kurz ESG: Environmental, Social, Governance) sind für die Wertentwicklung von Kapitalanlagen wichtig, sowohl aus Rendite- als auch aus Risikoperspektive. Deshalb sind ESG-Faktoren ein wichtiger Bestandteil unserer Anlageentscheidungen.

**Wollen Sie mehr darüber erfahren? Sprechen Sie uns noch heute an.**

Werden Sie aktiv auf:  
[at.allianzgi.com/pro-esg](https://at.allianzgi.com/pro-esg)



**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](https://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](https://www.bafin.de)). Allianz Global Investors GmbH hat eine Zweigniederlassung errichtet in Großbritannien, Frankreich, Italien, Spanien, Luxemburg und in den Niederlanden. Die Kontaktdaten sowie Informationen zur lokalen Regulierung sind hier ([www.allianzgi.com/Info](https://www.allianzgi.com/Info)) verfügbar. Stand: August 2019.

**Allianz**   
Global Investors