

# Panorama

Marketingmaterial

Nur für professionelle / qualifizierte /  
institutionelle Kunden und Anleger

Halbjahresausblick 2018 | UBS Asset Management



## Chancen in einem Zyklus, der sich dem Höhepunkt nähert

06

Allgemeine  
Lage

12

Wichtigste  
Anlage-  
einschätzungen

16

Beurteilung  
der Anlageklassen

In dieser Ausgabe von *Panorama*: *Jahresmitte* beurteilen unsere erfahrenen Anlageklassen- und Allokationsexperten die potenziellen Herausforderungen und Chancen für Anleger in den kommenden Monaten.

Themen dieser Ausgabe:

- Mögliche Auswirkungen des reifer werdenden US-Konjunkturzyklus und der Aussicht auf niedrigere Renditen und eine höhere Volatilität auf die Attraktivität von Anlageklassen
- Wie die steigenden US-Zinsen das Umfeld für Fixed-Income-Anleger verändern, und warum es sich auszahlen könnte, in den kommenden Monaten flexibel zu sein
- Einschätzungen unserer anderen Investmentbereiche zu den Performanceaussichten von liquiden und alternativen Anlagen
- Einschätzungen unserer Teams für nachhaltige, systematische und Schwellenländeraktien

Die folgenden Seiten enthalten unterschiedliche Standpunkte, die der gesamten Bandbreite unserer globalen Kompetenzen entstammen, um Ihnen bei der Bewältigung Ihrer Herausforderungen im Anlagebereich zu helfen.

Weitere Meinungen und Prognosen sowie frühere Ausgaben von *Panorama*, unter anderem zum Thema «Investieren im Jahr 2018: Ausblick auf Herausforderungen und Chancen», finden Sie unter [ubs.com/am-insights](http://ubs.com/am-insights).



# Inhalt

## 3 Einleitung: Zeit zum Umdenken

## 6 Allgemeine Lage: Ausblick auf die Weltwirtschaft und die taktische Vermögensallokation

## 12 Wichtigste Anlageeinschätzungen

12 Traditionelle Anlageklassen

14 Hedge-Fund-Strategien

## 16 Beurteilung der Anlageklassen

16 Systematische und Indexanlagen: *Multi-Faktor-Anlagen*

20 Aktien: *Weiteres Potenzial*

22 Fixed Income: *Die Zeiten ändern sich*

25 Immobilien: *Den Kurs halten*

26 Infrastruktur: *Privatkapital benötigt*

27 Private Equity: *Private Equity erzielt Ergebnisse*

28 O'Connor: *Positive Lage*

30 Nachhaltiges Anlegen und Impact Investing: *Die nächste Grenze*

## 32 Die Autoren

## 35 Warum UBS Asset Management?

### Hinweise zu dieser Publikation

*Panorama* wird zweimal jährlich von UBS Asset Management herausgegeben  
Redaktionsschluss: Juni 2018

### Chefredakteure

Claire Evans und Dan Heron

### Redaktion

Lavonne Kuykendall und Beth Roberts

### Design

UBS Asset Management  
Creative Studio, New York

[ubs.com/panorama](http://ubs.com/panorama)



**Suni Harford**  
Head of Investments

# Zeit zum Umdenken

Das Jahr 2018 hat bereits neue Herausforderungen für die Anleger mit sich gebracht. Die Marktbedingungen standen seit Jahresbeginn im – manchmal recht krassen – Gegensatz zum Hintergrund der geringen Volatilität und der länger niedrigeren Zinsen und Renditen, die den Markthintergrund seit der Finanzkrise überwiegend dominiert hatten. In den USA kamen zum ersten Mal seit einem Jahrzehnt wieder Inflationsängste auf. Die allgemeinen geopolitischen Risiken sind ebenfalls deutlich erhöht, da der Populismus weiter in den politischen Mainstream vordringt und das

In den USA kamen zum ersten Mal seit einem Jahrzehnt wieder Inflationsängste auf.

«America first»-Mantra von Präsident Donald Trump den Status quo des Welt Handels erschüttert.

Wir sollten jedoch nicht vergessen, dass der globale Wachstumsimpuls jetzt zwar weniger synchronisiert ist. Doch das verbleibende Wachstum ist nach wie vor robust und überdurchschnittlich stark. Wie Erin Browne, Head of Asset Allocation, auf den folgenden Seiten aufzeigt, ist der gegenwärtige US-Konjunkturzyklus möglicherweise der zweitlängste seit 1945. Es gibt jedoch gute Gründe für die Annahme, dass die jüngste Steuerreform eine Wiederbeschleunigung des Nachfragewachstums in den USA ankurbelt. Die Geldpolitik ausserhalb der USA ist zudem nach wie vor expansiv.

Dennoch dürften die Renditen von Risikoanlagen in den kommenden Jahren niedriger sein, als die Anleger gewöhnt sind. Angesichts der Kombination aus gesamtwirtschaftlicher Unsicherheit und erhöhtem geopolitischem Risiko ist ausserdem anzunehmen, dass die Volatilität für alle Anlageklassen über dem niedrigen Niveau von 2017 liegen wird.

Deshalb sehen wir dies als Umfeld an, in dem die Anleger umdenken, sich mehr anstrengen und bei der Suche nach attraktiven risikobereinigten Erträgen präziser vorgehen müssen. Seit der Finanzkrise hat sich eine Buy-and-Hold-Strategie in der Regel über die Anlageklassen hinweg bewährt. Aber jetzt müssen die Anleger möglicherweise taktischer vorgehen.

## In diesem Umfeld bieten variabel verzinsliche Anleihen, Unternehmensanleihen mit kurzer Duration und verbriefte Wertpapiere attraktive Merkmale.

Charlotte Bänninger, Head of Fixed Income, bringt genau dieses Argument vor. Ihrer Ansicht nach könnten Anleger davon profitieren, über traditionelle Anleihenengagements hinauszublicken, um sich gegen die Möglichkeit weltweit steigender Zinssätze abzusichern, und kurzfristige Chancen zu nutzen, wenn sie sich ergeben. In diesem Umfeld bieten variabel verzinsliche Anleihen, Unternehmensanleihen mit kurzer Duration und verbriefte Wertpapiere attraktive Merkmale. Unser Team Sustainable and Impact Investing wartet ebenfalls mit Innovationen auf und bringt überzeugende Argumente dafür vor, warum ESG-Kriterien am effektivsten im Rahmen der fundamentalen Kreditanalyse, und nicht als gesonderter Overlay eingesetzt werden sollten.

An den globalen Aktienmärkten dürfte die höhere Volatilität mit einer grösseren Streuung unter den Wertpapieren einhergehen. Für aktive Anleger mit starken Überzeugungen könnte dies ein wesent-

lich attraktiveres Umfeld zur Wertsteigerung bieten als jenes, das in der Zeit nach der Finanzkrise vorherrschte. Die Verwerfungen in den Schwellenländern bieten geschickten Anlegern seit geraumer Zeit eine ergiebige Quelle für potenzielles Alpha. Die Ereignisse in der Türkei, Argentinien, Brasilien und anderen Ländern beschworen jedoch das Gespenst einer Wiederholung des «Taper Tantrums» von 2013 herauf. Geoffrey Wong, Head of Emerging Market and Asia Pacific Equities, erklärt, warum die Staats- und Unternehmensfinanzen in den Schwellenländern heute viel besser in der Lage sind, der zweifachen Bedrohung eines stärkeren USD und höherer USD-Finanzierungssätze standzuhalten. Seiner Meinung nach hat der Zyklus in den Schwellenländern gerade erst begonnen.

Unsere aktiven Investmentteams bemühen sich fortgesetzt, ein nachhaltigeres Alpha zu erzielen und prüfen deshalb konstant, ob unsere Anlageprozesse auch effektiv sind.

Die Suche nach einem kosteneffektiveren Alpha führte im letzten Jahr zu starken Zuflüssen von Geldern institutioneller Anleger in Anlagemandate, die auf Aktienfaktoren setzen. Unserer Meinung nach (Seite 16) ist die Isolierung individueller Faktorprämien eine entscheidende Voraussetzung für den effizienten Einsatz des Risikobudgets, um systematische Risiken und Verluste zu reduzieren und die konstanteren Alphabeiträge zu erzielen, die alle Anleger anstreben.

Die grösste Herausforderung, mit der Multi-Asset-Anleger in den kommenden Jahren konfrontiert werden, ist möglicherweise die Frage, ob die negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen bestehen bleibt. Im letzten Jahrzehnt konnten Multi-Asset-Anleger Staatsanleihen als einfaches und effektives Mittel zur Diversifikation des Portfolios gegenüber globalen Aktien nutzen. Die Geschichte lehrt uns jedoch, dass jede nachhaltige Zunahme der Inflation zu einer positiveren statistischen Beziehung zwischen Anleihen und Aktien führt. Dies gefährdet die Effektivität der Vermögensallokation vieler Anleger. Vor diesem Hintergrund wird sich der Fokus auf alternative Anlagen, einschliesslich Infrastrukturanleihen und

Private Equity, noch verstärken. Eine der attraktivsten Diversifikationsstrategien im aktuellen Umfeld ist unserer Meinung nach die Merger Arbitrage (Seite 28). Auf der Transaktionsseite sind die bedeutenden liquiden Mittel in den Unternehmensbilanzen ein Treiber für das rekordhohe Niveau der Fusionen und Übernahmen (M&A), während die geopolitischen Risiken zu ungewöhnlich hohen Arbitrage-Risikospannen führen. Die Kombination dürfte besonders attraktive Chancen schaffen, die nicht mit traditionellen Anlageklassen korrelieren.

Wir hoffen, Ihnen mit unserem Update zur Jahresmitte, das ein breites Spektrum von Erkenntnissen zu traditionellen und

alternativen Anlageklassen enthält, eine anregende Lektüre zu bieten. Sie soll Ihnen dabei helfen, die bevorstehenden Herausforderungen bei der Kapitalanlage zu bewältigen. Umdenken dürfte in einem Umfeld mit grösseren Risiken und Chancen ein Schlüssel zum Erfolg sein.

Die Geschichte lehrt uns, dass jede nachhaltige Zunahme der Inflation zu einer positiveren statistischen Beziehung zwischen Anleihen und Aktien führt. Dies gefährdet die Effektivität der Vermögensallokation vieler Anleger.

# Allgemeine Lage

## Ausblick auf die Weltwirtschaft und die taktische Vermögensallokation



**Erin Browne**  
Head of Asset Allocation,  
Investment Solutions

In den letzten Wochen wurde deutlich, dass das Tempo des globalen Wirtschaftswachstums gegenüber dem sehr hohen Niveau von Ende 2017 und Anfang 2018 nachgelassen hat.

Die Wachstumsraten der einzelnen Länder und Regionen sind zudem differenzierter und weniger synchronisiert. Die relative Stärke der USA im Zuge dieser allgemeinen Abkühlung ist bemerkenswert. Doch obwohl sich das Tempo der Beschleunigung in der Weltwirtschaft möglicherweise insgesamt abschwächt, ist die verbleibende Wachstumsrate nach wie vor robust und liegt über dem Trend. Da die Geldpolitik insgesamt immer noch akkommodierend ist, ist die jüngste Abkühlung unserer Meinung nach kein Vorbote eines bedeutsameren Nachfragerückgangs oder einer unmittelbar bevorstehenden globalen Rezession.

In den USA ist der aktuelle Wachstumszyklus im historischen Vergleich jetzt schon recht lang. Per Mai war diese Expansionsphase die zweitlängste seit 1945. Der Ende 2017 verabschiedete Tax Cut and Jobs Act und das zu Beginn des Jahres verabschiedete Ausgabenge-

setz dürften der US-Wirtschaft jedoch erheblichen Auftrieb verleihen. Und dies zu einer Zeit, in der sich diese Nachfragetreiber ohne die fiskalischen Impulse deutlicher verlangsamt haben könnten.

Genauer gesagt, unterstützt die Steuerreform einen kräftigen Anstieg der Unternehmensinvestitionen in den USA. Deshalb beurteilen wir das längerfristige Produktivitätswachstum und die Nachhaltigkeit des Nachfragewachstums trotz der Länge dieses Zyklus zuversichtlich. Wir glauben sogar, dass sich das Nachfragewachstum in den USA im späteren Jahresverlauf wieder beschleunigen könnte. Das Wachstum der Konsumausgaben bleibt robust und dürfte auch durch den positiven Effekt der jüngsten Steuersenkungen auf das verfügbare Einkommen gestärkt werden. Die US-Wirtschaft ist zwar nicht immun gegenüber den negativen Auswirkungen des hohen Ölpreises. Doch dank der wachsenden Bedeutung der US-





Ölexporten ist der jüngste Anstieg der Energiepreise keine wesentliche Belastung für die Wachstumsaussichten. Tatsächlich steigen die Beschäftigungszahlen und Investitionen mit Energiebezug nach wie vor kräftig.

Insgesamt ist die Arbeitslosigkeit in den USA im historischen Vergleich sehr niedrig und geht weiter zurück. Zum ersten Mal seit 17 Jahren gibt es mehr offene Stellen als Arbeitslose. Deshalb glauben wir, dass sich die USA jetzt sehr nahe an der Vollbeschäftigung befinden oder sie sogar schon erreicht haben. Dies dürfte ein kräftigeres Lohnwachstum in den kommenden Monaten unterstützen, wenn auch von einem relativ niedrigen Niveau aus. Da sich die Produktionslücke schließt, dürfte die Inflation weiter anziehen.

Vor diesem Hintergrund bleibt die US-Geldpolitik auf dem aktuellen Niveau leicht expansiv. Der reale Leitzins liegt nach wie vor etwa bei null. Obwohl die US-Notenbank (Fed) den Wachstums- und Inflationshintergrund jetzt offensichtlich zuversichtlicher beurteilt, sind ihre Kommentare weder eindeutig restriktiv noch eindeutig moderat. Im Protokoll der Sitzung des US-Offen-

marktausschusses vom Juni heisst es: Die «Risiken für den Konjunkturausblick erscheinen weitgehend ausgewogen.» Deshalb glauben wir nicht, dass die US-Notenbank von ihrem derzeitigen behutsamen Vorgehen bei der geldpolitischen Normalisierung abweicht, sofern sie nicht mit einer nachhaltigen Beschleunigung der Inflationszahlen oder anderen Belegen für eine Überhitzung der US-Wirtschaft konfrontiert wird. Irgendwann wird die Fed zwar zu einer restriktiven Geldpolitik gezwungen werden. Aber weder die Daten noch die Kommentare deuten darauf hin, dass dies unmittelbar bevorsteht, nicht zuletzt, weil der stärkere USD jetzt schon für restriktivere Finanzierungsbedingungen für US-Konsumenten und -Unternehmen sorgt.

Im globalen Kontext steht die Stärke der US-Wirtschaft immer deutlicher im Gegensatz zum Rest der Welt, wo

die Wachstumsraten offenbar stärker nachgeben. Kontinentaleuropa hat die ungewollte Ehre, sich schnell von der Region, in der die Konjunkturdaten am beständigsten positiv überrascht hatten, zur Region entwickelt zu haben, in der die Daten jetzt am konsequentesten negativ überraschen. Wir glauben, dass die jüngste Abschwächung der Frühindikatoren und der harten Daten zum Teil auf eine Reihe einmaliger Faktoren zurückzuführen war. Dazu zählen die ungewöhnlich hohen Krankheitsraten bei Mitarbeitenden aufgrund der anhaltenden Kältewelle und das zeitliche Zusammentreffen gesetzlicher Feiertage. Aber obwohl die Wirtschaft nach wie vor leicht überdurchschnittlich wächst, lässt es sich nicht verbergen, dass sich die Wachstumsraten im Dienstleistungssektor und in der Industrie der Eurozone kurzfristig abschwächen. Hier dürften auch die höheren Faktorkosten aufgrund des Ölpreises eine wichtige Rolle

**Im globalen Kontext wird die Stärke der US-Wirtschaft im Gegensatz zum Rest der Welt immer deutlicher.**

spielen. Auf Länderebene gingen die Gesamt-Einkaufsmanagerindizes zuletzt in Frankreich und Deutschland am stärksten zurück. Indirekt bestätigen die jüngsten Kommentare der Europäischen Zentralbank (EZB) diese Schwäche der letzten Zeit. In ihrer Stellungnahme vom Juni kündigte die EZB an, dass sie ihre Wertpapierkäufe wie erwartet Ende 2018 einstellen würde. Sie wies aber auch darauf hin, dass sie die Erlöse fällig werdender Anleihen so lange reinvestieren werde, «wie dies für die Aufrechterhaltung vorteilhafter Liquiditätsbedingungen erforderlich ist». Ausserdem schob die EZB eine mögliche Leitzinserhöhung mindestens bis Sommer 2019 auf.

Unterdessen hat sich die anfängliche Euphorie über die Aussicht auf umfassende Reformen und eine grössere Integration der Eurozone, die nach der Wahl von Emmanuel Macron zum französischen Präsidenten aufgekommen war, wieder gelegt. In Deutschland schlossen sich die Christdemokraten von Angela Merkel zu einer unbehaglichen Koalition mit den Sozialdemokraten zusammen. In Italien

ist der politische Hintergrund komplex und unsicher. Die ersten Versuche der rechtspopulistischen Lega Nord und der Anti-Establishment-Partei 5-Sterne-Bewegung, eine unwahrscheinliche Koalition zu bilden, scheiterten am Veto des italienischen Präsidenten gegen den von den Parteien vorgeschlagenen eurofeindlichen Finanzminister. Angesichts des rasanten Anstiegs der italienischen Anleihenrenditen einigte man sich schnell auf einen Kompromiss. Die offensichtliche Entschlossenheit der Parteien, die Steuern zu senken und die Ausgaben zu erhöhen, bereitet den Anlegern jedoch nach wie vor Sorge. Die politische Risikoprämie für europäische Vermögenswerte dürfte auf höherem Niveau verharren, denn die von zwei Nicht-Mainstream-Parteien geführte italienische Regierung könnte die bestehenden Haushaltsregeln der Eurozone infrage stellen. All dies zu einer Zeit, in der die Verhandlungen der Europäischen Union mit Grossbritannien offenbar aufgrund von Fragen wie zur inner-europäischen Grenze in Irland ins Stocken geraten sind.

Abgesehen davon deuten die jüngsten Daten darauf hin, dass sich die Wachstumsraten der chinesischen Nachfrage weiter abschwächen, da die Massnahmen zur Neuausrichtung der Wirtschaft und Reduzierung der Schulden allmählich Wirkung zeigen. Ein anhaltender Handelskrieg mit den USA würde sich definitiv negativ auf die chinesischen Wachstumsraten auswirken. Am 15. Juni kündigte Präsident Donald Trump neue Zölle von USD 50 Mrd. an. Angeblich reagieren die USA damit auf den systematischen Diebstahl geistigen Eigentums durch China. Die chinesischen Behörden drohten mit entsprechenden Vergeltungsmassnahmen. Nachdem die Handelsverhandlungen zunächst in einer relativ freundlichen Atmosphäre begonnen hatten und das Gefühl aufgekommen war, dass der wirtschaftliche

Pragmatismus letztlich die Oberhand behalten würde, deuten die jüngsten Kommentare auf eine Eskalation der Spannungen hin, mit der die beiden Länder einen Schritt näher an einen Handelskrieg herangerückt sind. Die Einbeziehung chinesischer A-Aktien in den viel beachteten MSCI-Schwellenländerindex ab 1. Juni ist unterdessen ein kleiner, aber sehr bedeutsamer Schritt bei der Integration Chinas in das globale Kapitalmarktsystem.

In Japan waren die Daten in der letzten Zeit recht uneinheitlich. Nach acht Wachstumsquartalen in Folge – der längsten ununterbrochenen Expansion seit Ende der 1980er-Jahre – ging das BIP im 1. Quartal des Kalenderjahres zurück. Es gibt allerdings mehrere Gründe für die Annahme, dass die Schwäche nur eine vorübergehende Erscheinung war. Auf der Einnahmeseite beschleunigt sich das Wachstum der Gewinne und Löhne. Auch die Exporte sind nach wie vor stark. Trotz des relativ engen Arbeitsmarktes im Inland gibt es bisher jedoch kaum Anzeichen, dass sich diese Stärke in der Inflation niederschlägt. Für Risikoanlagen hat diese allgemeine globale Abschwächung aber auch einige positive Aspekte. Ausserhalb der USA dürfte die Geldpolitik länger expansiver bleiben. Die Zurücknahme der geldpolitischen Notmassnahmen, für die bereits ein verhaltenes Tempo erwartet wurde, könnte sich jetzt über einen noch längeren Zeitraum hinziehen. Diese Ansicht wird durch aktuelle moderate Äusserungen massgeblicher Vertreter der Europäischen Zentralbank und der Bank of Japan unterstützt – die beide in bedeutendem Masse zur globalen Liquidität beitragen –, aber auch durch ähnliche Kommentare der Bank of Canada und der schwedischen Riksbank.

Unserer Meinung nach sind die USA das einzige Land, in dem ein nachhaltiger Anstieg der Preise festzustellen ist. Und

Die anfängliche Euphorie über die Aussicht auf umfassende Reformen und eine grössere Integration der Eurozone nach der Wahl in Frankreich hat sich wieder gelegt.



## Wir sehen die steigenden Renditen von Nominalanleihen nicht zwangsläufig als negativen Faktor für Aktien an.

selbst hier ist der Inflationsdruck relativ moderat. Da die Fed aber derzeit die einzige grosse Zentralbank ist, die eine energischere Straffung verfolgt, und die USA von fiskalischen Stimulationsmassnahmen profitieren, während sich das Wachstum in anderen Regionen abschwächt, rechnen wir kurzfristig mit Unterstützung für den USD, obwohl unsere längerfristige Einschätzung negativer bleibt.

Insgesamt beurteilen wir die globalen Aktienmärkte weiterhin positiv: Das zugrunde liegende weltweite Nachfragewachstum liegt immer noch über dem Trend und die Bewertungen sind nach der guten Gewinnentwicklung der letzten Zeit attraktiver geworden. Wir sehen die steigenden Renditen von Nominalanleihen nicht zwangsläufig als negativen Faktor für Aktien an. In der Vergangenheit hatten die Aktienkurse einen schweren Stand, wenn die realen 10-jährigen Renditen das reale BIP-Wachstum überstiegen. Aber selbst die USA sind immer noch weit entfernt von derart restriktiven Finanzierungsbedingungen. Dennoch bleiben wir besonders vorsichtig im Hinblick auf einen strukturellen Anstieg der Korrelationen zwischen Aktien und Staatsanleihen. Da sich die Bandbreite der potenziellen Entwicklungen beim Wachstum, der Inflation und den Zinssätzen weltweit ausweitete, steht zu erwarten, dass die Volatilität bei allen wichtigen Anlageklassen dauerhaft etwas höher sein wird als 2017.

Die Unternehmensgewinne waren weltweit ebenfalls sehr gut, insbesondere in den USA. Für den S&P 500 war die

jüngste Quartalsberichtssaison die beste seit einem Jahrzehnt. Angesichts dieser robusten Rentabilität der Unternehmen rechnen wir nicht mit einer breiten Tieferbewertung von US-amerikanischen oder globalen Aktien. Im Vergleich zu Staats- und Unternehmensanleihen sind Aktien weltweit nach wie vor attraktiv bewertet. Das über Erwarten gute Wachstum der Unternehmensgewinne und die steigenden Kapitalrückführungen an die Aktionäre dürften auch in den kommenden Monaten bedeutende unterstützende Faktoren bleiben, vor allem für US-Aktien.

Aktien aus Schwellenländern gerieten in den letzten Monaten aufgrund des stärkeren USD und der steigenden USD-Zinsen unter Druck. Vor allem in Argentinien und der Türkei rief der unsichere wirtschaftliche Hintergrund auch Besorgnis über eine Rückkehr der «Taper Tantrum»-Volatilität hervor. Wir bleiben optimistisch. Der stärkere USD und höhere US-Zinsen sind zweifellos belastende Faktoren für Schwellenländer (EM) mit bedeutendem externem Finanzierungsbedarf. Wir bestreiten auch nicht, dass es im grossen Universum der Schwellenländer weiterhin weniger günstige politische und wirtschaftliche Kräfte gibt. Im Grossen und Ganzen ist das Nachfragewachstum in den Schwellen-

ländern aber immer noch stark, die Inflation ist niedrig und die Geldpolitik ist insgesamt immer noch akkommodierend. Der zunehmende Handel unter den Schwellenländern ist ebenfalls ein wichtiger Faktor, der die potenziellen Auswirkungen eines Rückgangs des Handels mit den USA auf die Schwellenländer (ausser auf Mexiko) abfangen könnte. Die globale Wachstumsdynamik ist immer noch positiv. Unserer Meinung nach dürfte der potenzielle Gegenwind restriktiverer Finanzierungsbedingungen infolge eines stärkeren USD und höherer US-Treasury-Renditen durch attraktive Bewertungen und steigende Margen deshalb mehr als ausgeglichen werden.

In Europa wurde die kurzfristige Gewinnndynamik durch den stärkeren Euro beeinträchtigt. Diese Stärke hat sich mittlerweile umgekehrt. Unserer Meinung nach kann sich die strukturelle Gewinnerholung fortsetzen. Sie wird durch das Potenzial für eine erneute Anhebung der Fremdkapitalquoten, ein höheres Dividendenwachstum und Aktienrückkäufe sowie den operativen Hebel aufgrund der Margenausweitung unterstützt. Kurzfristig könnten die Fundamentaldaten zwar durch geopolitische Bedenken überschattet werden.

## Aktien aus Schwellenländern gerieten in den letzten Monaten aufgrund des stärkeren USD und der steigenden USD-Zinsen unter Druck.

Langfristig bieten europäische Vermögenswerte unserer Meinung nach aber immer noch eine gute Werthaltigkeit.

In Japan bleibt die Kerninflation verhalten, obwohl sich die Produktionslücke schliesst. Dies unterstützt eine sehr behutsame Anpassung der aktuellen expansiven Geldpolitik. Nach der jüngsten Outperformance beurteilen wir japanische Aktien aber jetzt etwas weniger optimistisch, da die politischen Risiken und die Gefahr einer Überhitzung zunehmen. Darüber hinaus dürften Aktienanleger angesichts der Sensitivität gegenüber den Exportvolumen eine Aufwertung des JPY nicht gerade positiv aufnehmen.

Im festverzinslichen Bereich beurteilen wir die globale Duration nach wie vor negativ. Der höhere Ölpreis dürfte die erhöhten nominale Anleihenrenditen weiterhin unterstützen. Die Kerninflation dürfte unterdessen weiter anziehen, da die höheren Faktorkosten auf die Konsumentenpreise durchschlagen, während sich die Produktionslücken schliessen und das Lohnwachstum in den Industrieländern beschleunigt. Insgesamt wird die Neubewertung des Inflationsrisikos jedoch weiterhin durch strukturelle deflationäre Kräfte wie technologische und demografische Entwicklungen begrenzt. Schweizerische und deutsche Anleihen erscheinen nach wie vor stark überbewertet und weisen in unseren Augen ein zunehmend asymmetrisches Risikoprofil auf. Die Wirtschaft der Schweiz ist relativ solide, und unseres Erachtens sind die Anleihen des Landes anfällig, wenn die Schweizerische Nationalbank aufgrund ihrer wachsenden Besorgnis über die Stärke des Wohnimmobilienmarktes versuchen sollte, die Geldpolitik zu normalisieren.

Australische und kanadische Duration beurteilen wir vergleichsweise positiver. Unserer Meinung nach sind beide

Volkswirtschaften anfällig für eine Korrektur am Wohnimmobilienmarkt, der sich in der letzten Zeit sehr gut entwickelt hat.

Bei den Unternehmensanleihen sind die aktuellen Ausfallquoten von Hochzinsanleihen im historischen Vergleich immer noch sehr niedrig. Und angesichts der vorteilhaften niedrigen Zinsen und des globalen Wachstums rechnen wir auf absehbare Zeit nicht mit einem deutlichen Anstieg der Ausfälle bei US-Unternehmensanleihen. Doch nach dem deutlichen Rückgang der Kreditrisikoprämien (Spreads) halten wir das Risiko-Rendite-Verhältnis nicht mehr für attraktiv. Die Renditen von Schwellenländeranleihen erscheinen uns dagegen relativ zu den immer noch robusten Bonitätskennzahlen durchaus attraktiv.

In einer über Erwartungen hohen US-Inflation, geopolitischen Entwicklungen und einer harten Landung Chinas sehen wir die drei grössten Gefahren für globale Risikoanlagen. In den USA dürfte die Inflation weiter anziehen. Unserer Meinung nach wird der Spielraum für Preiserhöhungen jedoch weiterhin durch strukturelle deflationäre Kräfte

wie demografische und technologische Entwicklungen begrenzt. In China haben die Behörden unseres Erachtens genügend Instrumente zur Verfügung, um schnell zu reagieren, wenn sich die Verlangsamung verstärkt. Im Hinblick auf die Geopolitik konzentrieren wir uns auf die Unsicherheit in Italien sowie auf die Handelsverhandlungen zwischen den USA und China. Während wir die globalen Aktienmärkte weiterhin positiv einschätzen, sind die Geopolitik im Allgemeinen und der zunehmende Protektionismus im Besonderen die grössten unmittelbaren Bedrohungen für Risikoanlagen.

In einer über den Erwartungen liegenden hohen US-Inflation, geopolitischen Entwicklungen und einer harten Landung Chinas sehen wir die drei grössten Gefahren für globale Risikoanlagen.





# Wichtigste Anlageeinschätzungen

## Geänderte Allokationen 4Q 2017 – 2Q 2018

### Traditionelle Anlageklassen

**Erin Browne**, Head of Asset Allocation, Investment Solutions

Seit der Ausgabe von Panorama zum Jahresende 2017 haben sich unsere wichtigsten Empfehlungen für die Vermögensallokation nicht wesentlich verändert. Auf der Ebene der Anlageklassen beurteilen wir globale Aktien nach wie vor positiv. Gründe dafür sind ihre attraktiven Bewertungen im Vergleich zu Anleihen, die gute Gewinnentwicklung und das überdurchschnittliche Wachstum der Weltwirtschaft. Vor dem Hintergrund der höheren Ölpreise und der allmählich steigenden Inflation hat sich unsere negative Einschätzung globaler Duration ebenfalls nicht verändert.

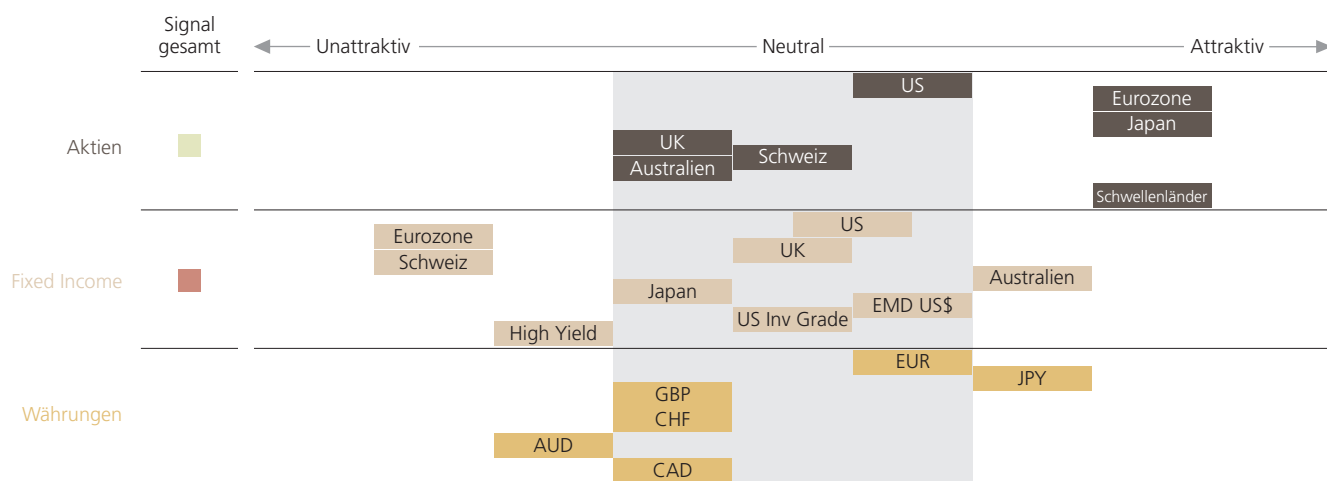
Innerhalb der Aktienmärkte haben sich unsere Präferenzen auf relativer Basis jedoch verschoben. Sie sind jetzt nuancierter und taktischer. Im Vergleich zum Stand vor sechs Monaten beurteilen wir Aktien aus Schwellenländern, Japan und Europa jetzt etwas weniger positiv. Bei den japanischen Aktien hat sich unsere bisher sehr positive Einschätzung nach der signifikanten Outperformance verringert. In den Schwellenländern beurteilen wir die mittelfristige Entwicklung nach wie vor

positiv, da die Bewertungen attraktiv sind und wir das Nachfragewachstum als selbsttragend einschätzen. Angesichts der bevorstehenden und potenziell kontroversen Wahlen in der Türkei, Mexiko und Brasilien könnte die Einschätzung jedoch kurzfristig von politischen Bedenken überschattet werden, bevor die Fundamentaldaten wieder die Oberhand gewinnen. In Europa warten wir auf weitere Belege, dass das Gewinnwachstum trotz der Belastung durch die erhöhten geopolitischen Risiken Bestand hat.

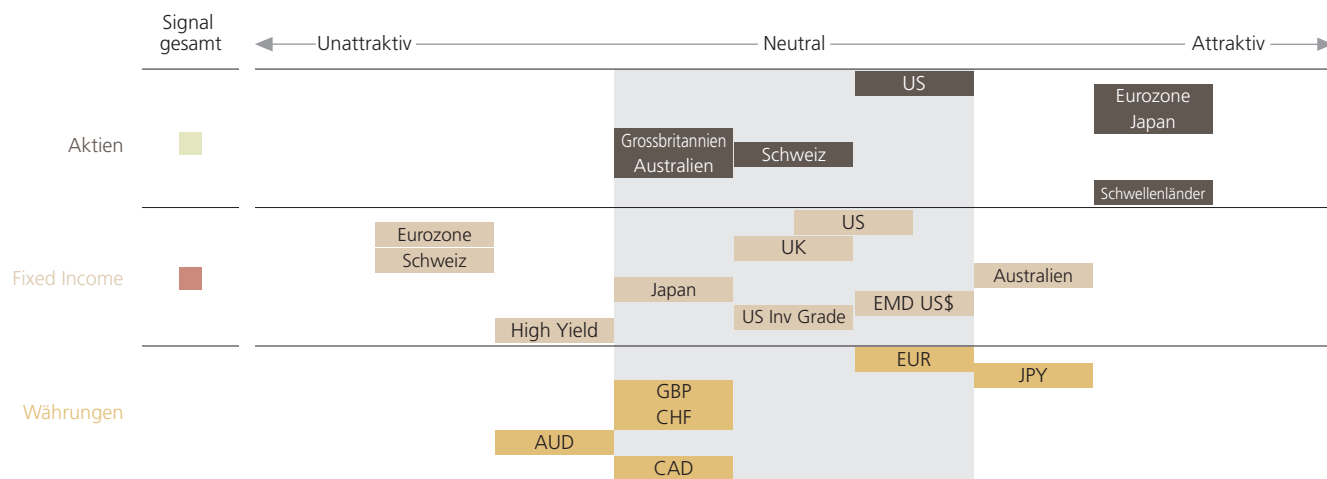
Unsere Einschätzung für die wichtigsten Anleihen- und Kreditmärkte haben sich ebenfalls kaum verändert: An vielen massgeblichen Staatsanleihenmärkten scheinen die Renditen nach wie vor seitwärts zu tendieren. Trotz der Ausweitung der Risikoprämien in den vergangenen sechs Monaten beurteilen wir die realen Renditen von Schwellenländeranleihen nach wie vor positiv.

Signal gesamt =    
 Positiv   Negativ

### Traditionelle Anlageklassen und Währungen – per 31. Mai 2018<sup>1</sup>



### Traditionelle Anlageklassen und Währungen – per 30. November 2017<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Quelle: Asset Allocation & Currency-Team von UBS Asset Management, per 31. Mai 2017 bzw. 30. November 2017. Die Einschätzungen basieren auf einem Anlagehorizont von 12 bis 18 Monaten, widerspiegeln nicht unbedingt die tatsächliche Portfoliopositionierung und können sich ändern.



## Hedge Fund Solutions

**Bruce Amlicke**, Chief Investment Officer, UBS Hedge Fund Solutions

Derzeit ändern die Märkte mit jeder Schlagzeile aus Washington die Richtung. Im Hinblick auf den Welthandel haben die Schlagzeilen Anlagen in einigen Sektoren und geografischen Regionen ziemlich erschwert. Im Laufe der Zeit könnte der negative Einfluss dieser Meldungen auf die Märkte zwar abnehmen. Doch die Marktteilnehmer nehmen eine grössere Unsicherheit und damit auch eine höhere Volatilität vorweg. Dies lässt sich nicht nur an den anlageklassenübergreifenden impliziten Volatilitäten ablesen, sondern auch in idiosynkratischen Bereichen wie grenzüberschreitenden Fusionen.

Zudem betrachten die Marktteilnehmer die USA, wo sich weitere Zinserhöhungen abzeichnen, jetzt allmählich als Wirtschaft in der Spätphase der Expansion. Dass die Hausse allmählich in die Jahre kommt, zeigte sich an Veränderungen der Vermögensallokation, die für eine späte Zyklusphase typisch sind, zum Beispiel an Umschichtungen in Anlagen mit Inflationsbezug (d.h. Finanzwerte und Rohstoffe).

Wie die technischen Marktfaktoren die Volatilität antreiben können, wurde vor allem im 1. Quartal 2018 deutlich, als die dramatische Zunahme der Volatilität (während der Verkaufswelle am Aktienmarkt) eine weitere Reduzierung des Aktienengagements erzwang. Die ersten Marktbewegungen vom Februar hatten möglicherweise ganz banale Ursachen, zum Beispiel Portfolioumschichtungen nach dem guten Jahresauftakt der Aktienmärkte im Januar. Die Kursbewegungen wurden jedoch durch technische Verkäufe systematischer Strategien verstärkt – wie etwa Risikoprämien-, Risikoparitäts-, Volatilitätsziel-, Short-Volatility- und Trendfolgestrategien. Interessanterweise konnten die meisten Hedge Funds dank guter Ergebnisse ihre Bruttoengagements beibehalten, was das Alpha während der Risikoaversion unterstützte.

In fundamentaler Hinsicht bleibt der Inflationshintergrund ungeachtet der fiskalischen Impulse immer noch unsicher. Obwohl sich die Produktionslücke in den USA offenbar schliesst und die Zinserhöhungen beschleunigt wurden, sind die langfristigen deflationären Trends (disruptive Technologien, die demografische Entwicklung in den Industrieländern, die Globalisierung von Arbeit und Konsum) sehr reale und möglicherweise unterschätzte Kräfte. Zusammen mit der plötzlichen Verschlechterung der Konjunkturdaten in Europa und einem überraschend soliden Konjunkturzyklus in Asien ist das Bild weniger eindeutig. Deshalb ist es durchaus möglich, dass die

Inflation trotz der Markterwartungen noch eine ganze Weile verhalten bleibt.

Im Bereich Equity Hedged bleibt die globale Alpha-Generierung unserer Meinung nach positiv, dürfte aber nach der guten Performance jetzt verhaltener sein. Alle Augen richten sich auf die technischen Faktoren und das Momentum. Wenn die Schwäche anhält, was die Manager dazu zwingen könnte, das erhöhte Risiko zu verringern, könnten die markttechnischen Faktoren erneut in den Vordergrund rücken. Bei unseren Allokationen im Bereich Equity Hedged setzen wir lieber auf Impulse, statt auf überlaufene thematische Ansätze. Wir gehen davon aus, dass die geografische Ausrichtung weiterhin eine wichtige Rolle spielt und bevorzugen Engagements in Asien und Europa gegenüber den USA.

Gegen Ende des 1. Quartals mussten die überkauften Kreditmärkte einen Teil ihrer jüngsten Gewinne wieder abgeben, und die Spreads weiteten sich aus. In einem volatileren Marktumfeld ist dies ganz natürlich. Wir halten es jedoch für wichtiger, genau zu beobachten, wie sich die erwarteten US-Zinserhöhungen allmählich auf die Kreditmärkte auswirken. Aufgrund der hohen Verschuldung der Unternehmen in den USA könnten strauchelnde Firmen allmählich Schwierigkeiten bei der Refinanzierung oder Bedienung ihrer Schulden bekommen. Unterdessen sehen wir qualitativ hochwertige forderungsbesicherte Wertpapiere (ABS) und Cashflow-Anlagen, einschliesslich Hypothekenkrediten und Rückversicherungen als attraktiv an. In diesem Umfeld können sich eine aktive Verwaltung und ein flexibles Portfoliomanagement auszahlen.

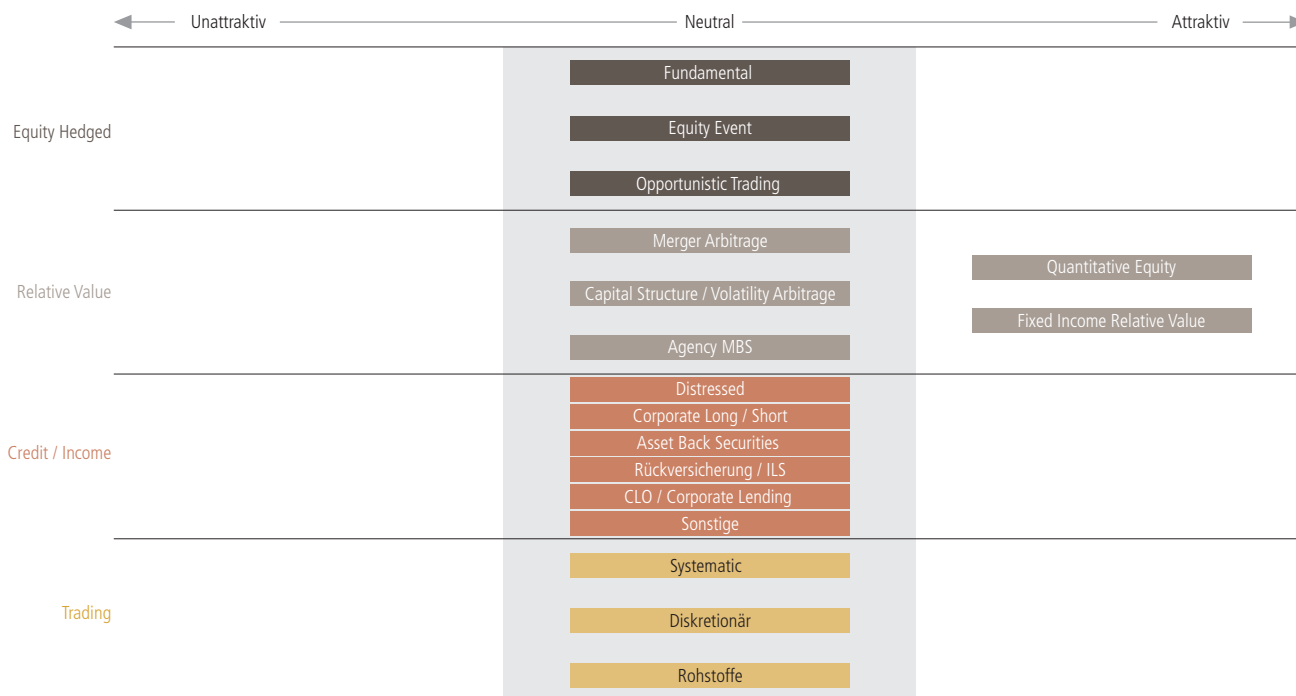
Relative-Value-Strategien können idealerweise konstante Renditen erzielen – mit zusätzlichem Alpha, wenn die Volatilität erhöht bleibt. Besonders stark überzeugt uns der Bereich Fixed Income Relative Value, der trotz der allgemein flacheren US-Renditekurve von der erhöhten Zinsvolatilität und verstärkten Kapitalflüssen profitieren dürfte. Idiosynkratische Risiken und Renditestreuung führten im ersten Halbjahr auch zu einer guten Entwicklung von Statistical-Arbitrage- und fundamentalbasierten quantitativen Strategien. Event-driven-Strategien erhielten durch die Steuerreform, die Deregulierung und Kapitalrückführungen ebenfalls Rückenwind.

Diskretionäre Trader setzten im letzten Jahr hauptsächlich auf Reflationsthemen und vor Kurzem zahlte sich dies endlich aus, da die US-Zinsen stiegen und sich die Kurven verflachten. Viele

taktische Aktienhandelsstrategien, die die günstige implizite Volatilität im 4. Quartal 2017 dafür nutzten, wirkungsvoll auf eine Aufwärtsbewegung an den Aktienmärkten zu setzen – und dann in der Lage waren, Gewinne mitzunehmen, bevor die Märkte kippten, erzielten hohe Gewinne. Auch Anlagen in den Schwellenländern boten trotz einiger Schwankungen aufgrund von risikoaversen Phasen weiterhin ein gutes Alpha. Long-Positionen in lokalen Schwellenländeranleihen (Griechenland, Argentinien, Ägypten) und Short-Positionen auf US-

Zinsen (zur Absicherung) erwiesen sich als vorteilhaft, sowohl auf der Long- als auch auf der Short-Seite der Portfolios. Mit allgemeinen Beta-Engagements in Schwellenländern sind wir vorsichtig. Andererseits sind wir zuversichtlich, dass die Manager von den breiter gestreuten Chancen und Risiken in diesem Jahr profitieren können.

#### Hedge-Fund-Strategien – Ausblick für das 2. Quartal 2018<sup>2</sup>



<sup>2</sup> Quelle: Hedge-Fund-Team von UBS Asset Management, per 2. Quartal 2018. Die Einschätzungen basieren auf einem Anlagehorizont von 12 bis 18 Monaten, widerspiegeln nicht unbedingt die tatsächliche Portfoliopositionierung und können sich ändern.

# Multi-Faktor-Anlagen

## Die Herausforderung der zyklischen Faktorprämien

**Urs Raebesen**, Senior Equity Specialist, Systematic und Index Investments Team

Untersuchungen von Wissenschaftlern und Praktikern zufolge tragen bestimmte Faktorprämien – bzw. Anlagestile – langfristig positiv zur Wertentwicklung bei. Die gängigsten Faktoren sind Value (Substanzwert), Momentum, Qualität, geringes Risiko und Grösse (kleine oder grosse Marktkapitalisierung). Die Performance und die Korrelationen von Anlagestilen können jedoch im Laufe der Zeit und über die Anlagezyklen hinweg variieren.

So wurden die globalen Aktienmärkte im Jahr 2017 von Wachstums- und Momentum-Faktoren dominiert, während sich Substanzwerte und Anlagen mit geringem Risiko unterdurchschnittlich entwickelten. Dies setzte sich auch Anfang 2018 und weit in den Februar hinein fort, bis die Inflationsängste

eine kurze Marktkorrektur auslösten. Erst im März, als die geopolitischen Risiken die Überlegungen der Anleger beherrschten, begannen sich die Anlagestile anders zu verhalten. Dies ist eine nachdrückliche Erinnerung daran, dass eine statische Wette auf einen Anlagestil zu suboptimalen Ergebnissen führen kann.

Unserer Meinung nach ist dies jetzt besonders relevant, da das Risiko eines Regimewechsels an den Märkten zugenommen hat. In den letzten Monaten hat sich die Beschleunigung des globalen Wachstums verlangsamt, und das Tempo des globalen Nachfragewachstums ist weniger synchronisiert. Wenn die geopolitischen Risiken anhalten, die expansive Geldpolitik der Zentralbanken allmählich zurückgenommen wird

**Abbildung 1: Ranking der Anlagestile pro Kalenderjahr – gemessen an Faktorindizes zum MSCI World (netto) (in %)**

1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
45,61	1,53	-4,46	-9,57	56,73	28,56	28,35	31,02	19,91	-29,23	42,05	18,19	8,04	16,69	32,66	12,06	5,82	10,27	32,59
40,13	1,24	-8,03	-9,80	50,37	24,09	17,17	28,90	16,76	-33,47	41,87	16,54	4,84	16,54	30,28	9,01	4,54	9,38	26,64
25,34	0,31	-10,03	-13,58	33,76	21,30	15,16	22,10	10,31	-39,92	33,75	12,76	4,79	15,01	27,74	7,03	4,25	8,86	23,92
20,48	-2,13	-11,51	-14,38	30,51	20,76	10,02	21,20	9,57	-40,33	33,49	12,34	4,43	14,79	27,37	5,50	-0,32	8,18	23,07
18,43	-10,21	-12,09	-15,14	26,03	20,02	8,50	20,65	7,34	-41,92	30,79	11,36	-5,02	13,66	26,53	4,56	-1,05	8,15	22,88
8,62	-12,92	-16,52	-16,48	25,91	15,25	8,34	19,07	6,42	-42,39	17,18	9,15	-9,34	13,30	22,89	3,42	-2,38	5,12	19,17
8,42	-18,90	-20,46	-19,54	21,99	12,68	6,00	16,78	6,13	-42,63	14,76	7,22	-11,05	8,87	19,41	3,28	-2,73	4,75	18,04

■ Welt      ■ Grösse      ■ Momentum      ■ Rendite  
 ■ Volatilität      ■ Qualität      ■ Value

Quelle: MSCI Inc., Jahresende 2017.

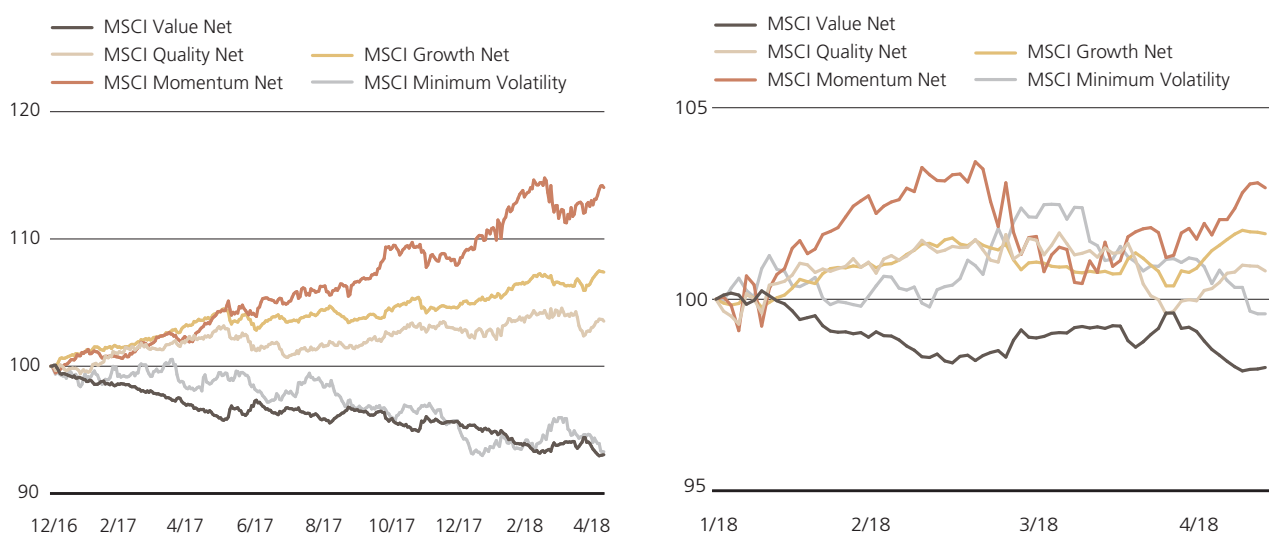
und sich der Konjunkturzyklus dem Höhepunkt nähert, kann zurecht angenommen werden, dass die Aktienmärkte volatil bleiben.

### Die Lösung: Isolierung der spezifischen Komponenten

Effektiv haben die Anleger drei Möglichkeiten, um den Herausforderungen der Zyklicität von Faktorprämien und der sich verändernden Korrelationen zu begegnen: a) aktives Timing von Faktorprämien, b) effiziente Kombination von Faktorprämien oder c) Isolierung der spezifischen wertsteigernden Komponenten der Faktorprämien und ihrer Kombinationen. In der letzten Ausgabe von Panorama erläuterten wir unsere Meinung zur Kombination von Faktorprämien. In dieser Ausgabe befassen wir uns mit der Isolierung der spezifischen Komponenten.

Der Grundgedanke hinter der Isolierung spezifischer Komponenten ist der Aufbau von Modellportfolios, die ein echtes Exposure in den jeweiligen Faktorprämien haben, die sie nutzen möchten. Zum Beispiel können zwei Aktien dem Anschein nach vom Momentum getrieben werden. Aber während eine Aktie möglicherweise eine echte Momentum-Aktie ist, handelt es sich bei der anderen vielleicht nur um eine Aktie mit hohem Beta, die sich in steigenden Märkten gut entwickelt hat. Beim Aufbau eines Portfolios mit Momentum-Faktorprämien möchten wir aber nur echte Momentum-Aktien berücksichtigen, nicht diejenigen, die zufällig mit dem Momentum korrelieren.

**Abbildung 2: Kumulative relative Renditen von MSCI Faktorindizes gegenüber MSCI World Net – Vergleich 1. Jan. 2017 bis 31. Jan. 2018 ggü. 1. Feb. 2018 bis 11. Mai 2018.**



Quelle: UBS Asset Management, Bloomberg.

Unser firmeneigener Anlageansatz strebt danach, genau das zu tun. Unsere Multi-Faktor-Modelle sind branchenspezifisch und bestehen aus einer Reihe von Anlagethemen auf der Basis von Faktorprämien – den sogenannten Renditetreibern: Bewertung, Kapitalverwendung, Rentabilität, Wachstum und Marktverhalten. Mit unserem Präzisierungsprozess streben wir danach, die spezifischen Komponenten unserer branchenspezifischen Multi-Faktor-Modelle zu isolieren. Die daraus resultierenden präzisierten Renditetreiber stellen unverfälschte Einblicke in Faktorprämien dar, und ihre erwarteten Kreuz-Korrelationen und Korrelationen zu systematischen Risiken liegen nahe bei null. Dies sollte eine effizientere Nutzung des Risikobudgets, geringere Verluste und damit konstantere Alphabeiträge ermöglichen.

Die Abbildung 3 auf der nächsten Seite, die ausschliesslich auf Out-of-Sample-Daten beruht – beweist, dass unsere präzisierten Renditetreiber die erwähnten gewünschten Merkmale aufweisen. Dazu zählen Ex-ante-Korrelationen zueinander, die stabiler sind und viel näher bei null liegen, als jene von «rohen» Renditetreibern. Darüber hinaus erzielen die präzisierten

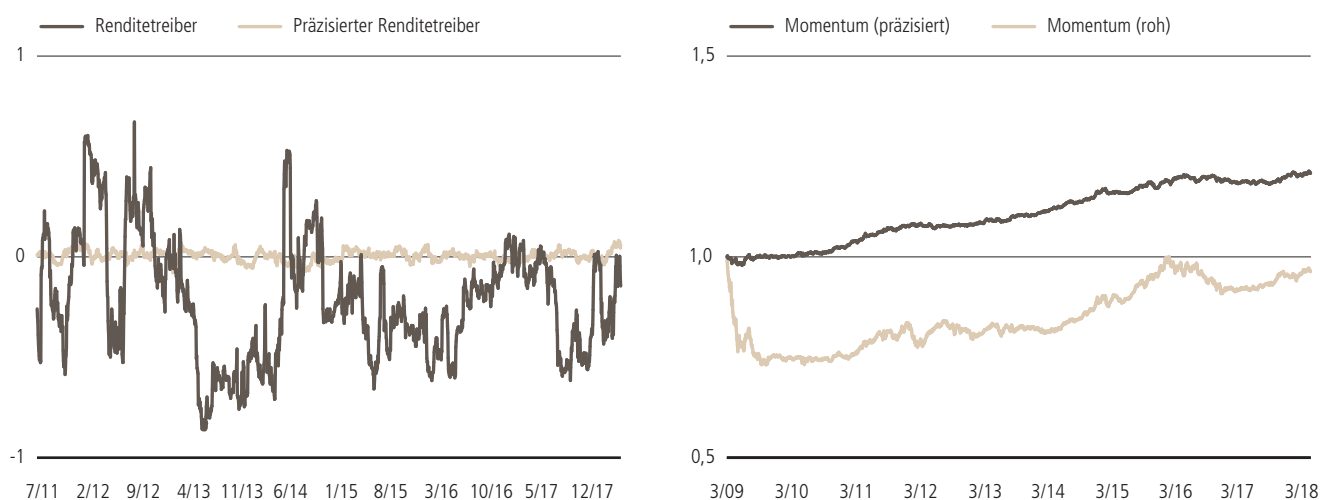
Renditetreiber im Durchschnitt höhere risikobereinigte Erträge und geringere Verluste als «rohe» Renditetreiber. Deshalb sind präzisierte Renditetreiber eine effizientere Alpha-Quelle.

Abbildung 4 auf der nächsten Seite veranschaulicht die präzisierten Renditetreiber unseres aktuellen globalen Multi-Faktor-Modells. Sie zeigt, dass keiner der dargestellten Renditetreiber signifikante Verluste erlitten hat und ihre Kombination ein stabiles und wertsteigerndes Alpha-Signal hervorgebracht hat.

Abgesehen von der Fähigkeit, stabilere Alpha-Signale mit geringerer Korrelation zu generieren, ist ein firmeneigener Ansatz für die Zusammenstellung von Faktorprämien-Indizes auch flexibel für weitere Verbesserungen. Insbesondere können unkonventionelle Faktoren angewandt werden, zum Beispiel Faktoren auf der Basis von ESG-Daten und verbesserte Möglichkeiten, wertsteigernde Faktoren und Methoden zu identifizieren, wie etwa maschinelles Lernen.

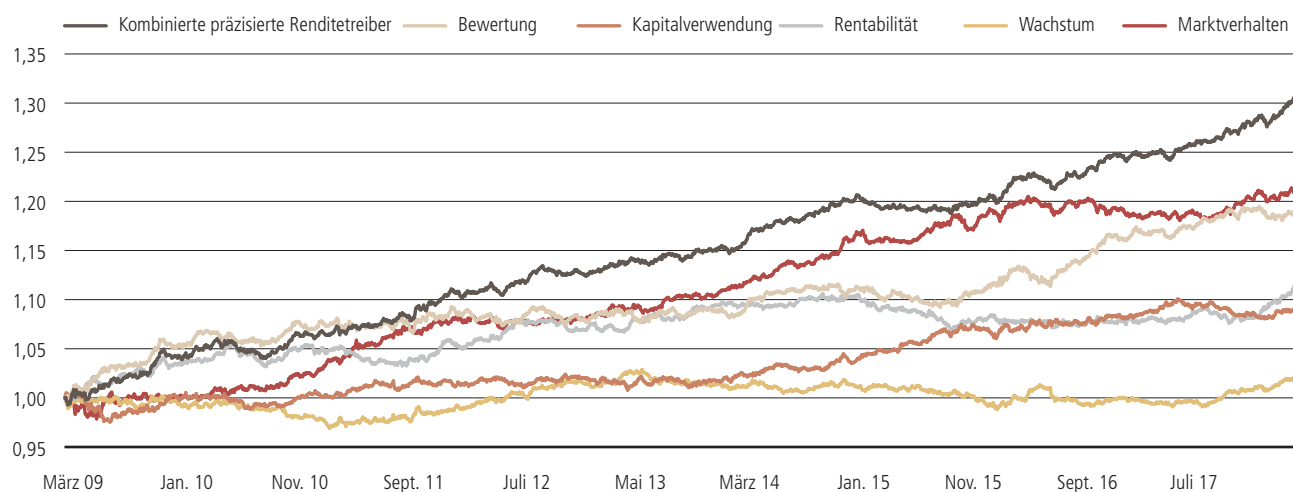


**Abbildung 2: Kumulative relative Renditen von MSCI Faktorindizes gegenüber MSCI World Net – Vergleich 1. Jan. 2017 bis 31. Jan. 2018 ggü. 1. Febr. 2018 bis 11. Mai 2018.**



Quelle: UBS Asset Management, MSCI Barra, FactSet; basierend auf unserem aktuellen globalen Multi-Faktor-Modell. Daten per 30. April 2018.

**Abbildung 4: Die Präzisierung schafft Renditetreiber mit besseren risikobereinigten Erträgen**



Quelle: UBS Asset Management, MSCI Barra, FactSet; basierend auf unserem aktuellen globalen Multi-Faktor-Modell. Daten per 30. April 2018.

# Weiteres Potenzial

## Der Aufwärtszyklus in den Schwellenländern ist nicht beendet

**Geoffrey Wong**, Head of Emerging Markets und Asia-Pacific Equities

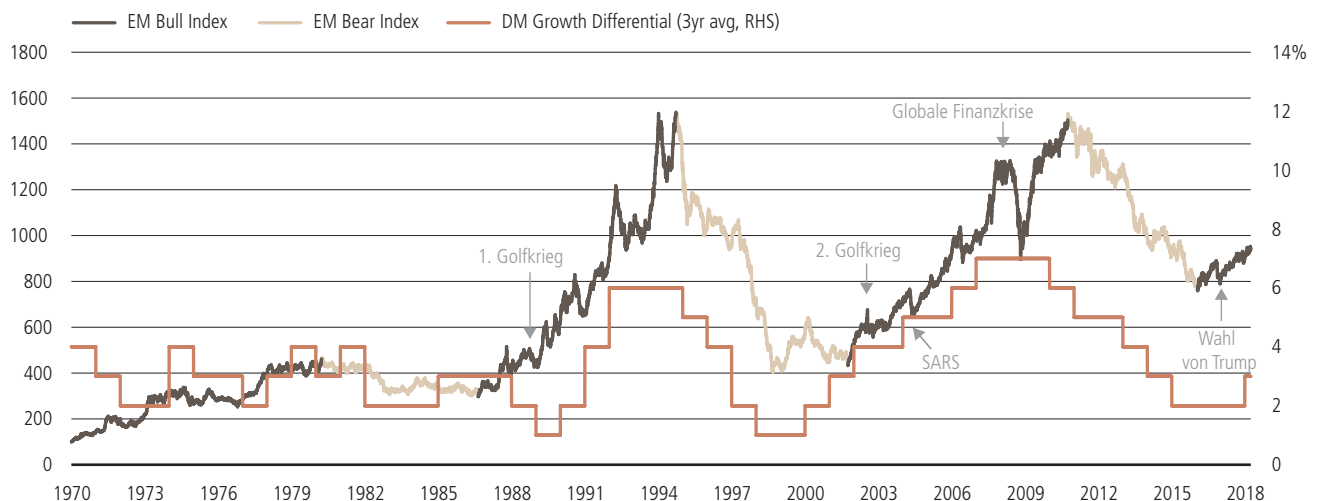
Obwohl sich die Anleger möglicherweise Sorgen machen, glauben wir, dass der jüngste Volatilitätsschub bei Schwellenländeraktien eher auf die Stimmung als auf die Fundamentaldaten zurückzuführen war. Obwohl die Risiken insgesamt zugenommen haben (z.B. stärkerer USD, höhere US-Zinsen, Handelsbedenken, Geopolitik), sind die Fundamentaldaten nach wie vor stark. Dies war unter anderem dem anhaltend positiven Gewinn- und Wirtschaftswachstum in den Schwellenländern zu verdanken.

Sofern es nicht zu einem starken Wachstumsschock kommt, nehmen wir an, dass diese Risiken den aktuellen, mehrjährigen Aufwärtszyklus in den Schwellenländern nicht zu Fall bringen werden (siehe Abbildung 1). Nachdem die Investitionen meh-

rere Jahre lang gedrosselt wurden, steigen sie wieder. Diese Entwicklung sollte die Nachfrage in den Schwellenländern ankurbeln und weitere Verbesserungen der Unternehmensmargen und -gewinne unterstützen, allerdings künftig mit einem moderateren Tempo.

**Handelsprobleme:** Eine Eskalation des Handelskonflikts zwischen den USA und China zu einem ausgewachsenen Handelskrieg entspricht nicht unserem Basisszenario. Es bestehen jedoch Unsicherheiten über die mögliche Entwicklung der Situation. Unseres Erachtens möchte US-Präsident Donald Trump ein faireres Handelsumfeld und China dürfte bereit sein, gewisse Zugeständnisse zu machen (z. B. hat China vor Kurzem die Vorschrift gestrichen, dass ausländische Automarken, die

**Abbildung 1: Schwellenländer: Mitten in einem mehrjährigen Aufwärtszyklus**



Quelle: FactSet, Datastream, Bloomberg, Goldman Sachs Global Investment Research, Daten bis 4. April 2018. Globale Finanzkrise: Globale Finanzkrise von 2007 / 2008, SARS: Schweres Akutes Respiratorisches Syndrom (SARS), eine gefährliche Lungenkrankheit, in der chinesischen Provinz Guangdong 2002–2004.

Hinweis: Als Indikator für die Industrieländer wurde der MSCI World herangezogen. Für die Schwellenländer wurde ab Dezember 1987 der MSCI EM zugrunde gelegt. Davor wurde der Schwellenländerindex anhand einzelner damals verfügbarer Börsendaten der Schwellenländer rekonstruiert.

eine Fertigungsanlage in China bauen möchten, ein Joint Venture mit einem lokalen Unternehmen eingehen müssen).

**Stärkerer USD:** Ein stärkerer USD könnte die Wertentwicklung von Schwellenländeranlagen kurzfristig weiterhin überschatten. Wir sehen jedoch ein geringeres Krisenrisiko für die Schwellenländer, da die Anlageklasse robuster ist als in früheren Schwächephasen (z.B. während des «Taper Tantrums» 2013). Dies ist den stärkeren Fundamentaldaten zu verdanken, sowohl auf der gesamtwirtschaftlichen Ebene – mit ausgewogeneren Leistungsbilanzen, wettbewerbsfähigeren Wechselkursen, weniger Fremdwährungsschulden (mit lokalisierten Ausnahmen) und wieder aufgefüllten Devisenreserven – als auch auf der mikroökonomischen Ebene infolge der geringeren Verschuldung der Unternehmen.

#### **China: Neuausrichtung schafft weiterhin Anlagechancen**

Wenn wir die Schwellenländer genauer betrachten, ist die chinesische Wirtschaft nach wie vor mit vielen strukturellen Schwierigkeiten konfrontiert. Unserer Meinung nach stellen diese kein Krisenrisiko dar, sondern werden in einem niedrigeren mittelfristigen Wirtschaftswachstum und gewissen Schwankungen resultieren. Auf der gesamtwirtschaftlichen Ebene ist China nach wie vor robust.

Die Neuausrichtung des Wirtschaftsgefüges auf den Dienstleistungssektor sollte weitere Anlagechancen schaffen, insbesondere in Branchen wie Online-Handel, elektronische Zahlungen, soziale Medien, Bildung und Versicherung. In den nächsten Jahren wird sich China auf die Qualität des Wachstums konzentrieren und seine Reformagenda weiter vorantreiben, unter anderem mit einem Schuldenabbau bei Unternehmen und einem verbesserten Umweltschutz.

#### **Indien bleibt langfristig attraktiv**

In Indien verbessern sich die Unternehmensgewinne allmählich. Derzeit erkennen wir zwar attraktive Bottom-up-Chancen, achten aber auch auf gesamtwirtschaftliche Risiken wie die Ausweitung der Handels- und Leistungsbilanzdefizite.

Kurzfristig wird die Stimmung in der Binnenwirtschaft weiterhin durch den Fokus der Regierung auf Infrastrukturinvestitionen gestärkt. Vor den Parlamentswahlen 2019 ist auch mit

weiteren fiskalischen Unterstützungsprogrammen zu rechnen, insbesondere für die ländliche Wirtschaft. Der Konsum bleibt einigermaßen robust und die Stimmung der Haushalte hat sich gegenüber dem letzten Jahr verbessert.

Wir erkennen in Indien eine attraktive langfristige Entwicklung. Die Regierung Narendra Modi dürfte sich weiter auf die Beseitigung von Engpässen konzentrieren und gut austarierte Reformen durchdrücken, um mittelfristig Investitionen für ein nachhaltiges Wachstum anzuregen.

#### **Ausserhalb von Asien wird die wirtschaftliche Verbesserung von Ansteckungsrisiken und politischen Unsicherheiten überschattet**

Wir erkennen nur begrenzte Ansteckungsrisiken aus den Problemen Argentiniens und der Türkei, die unserer Meinung nach mit der Währungsschwäche gegenüber dem USD und den günstigen Bewertungen bereits berücksichtigt sind. In vielen Ländern sieht die Situation auch ganz anders aus, insbesondere bei Rohstoffproduzenten, denn trotz des stärkeren USD sind die Rohstoffpreise derzeit recht solide. Dies sollte einen gewissen Puffer schaffen und die potenziellen wirtschaftlichen Auswirkungen von restriktiveren Finanzierungsbedingungen abfangen.

Insgesamt sind wir nicht der Ansicht, dass der Aufwärtszyklus beendet ist. Doch die Risikowahrnehmung wurde geschärft und wir rechnen künftig mit stärkeren Schwankungen der Aktienkurse. Deshalb ermutigen wir Anleger, über die Verzerrungen hinauszublicken und sich auf die langfristigen Fundamentaldaten und die fortgesetzte Konjunkturerholung zu fokussieren. Unsere Analysen zeigen grosse Chancen in verschiedenen Sektoren auf, zum Beispiel in den Bereichen Konsum, Internet- / Online-Handel und im Finanzwesen. Es gibt einige kleine Schwachstellen in den Schwellenländern. Wir behalten diese Risiken jedoch im Auge und haben sehr begrenzte Engagements in diesen Bereichen.

# Die Zeiten ändern sich

## Anleihen Anleger müssen flexibel bleiben

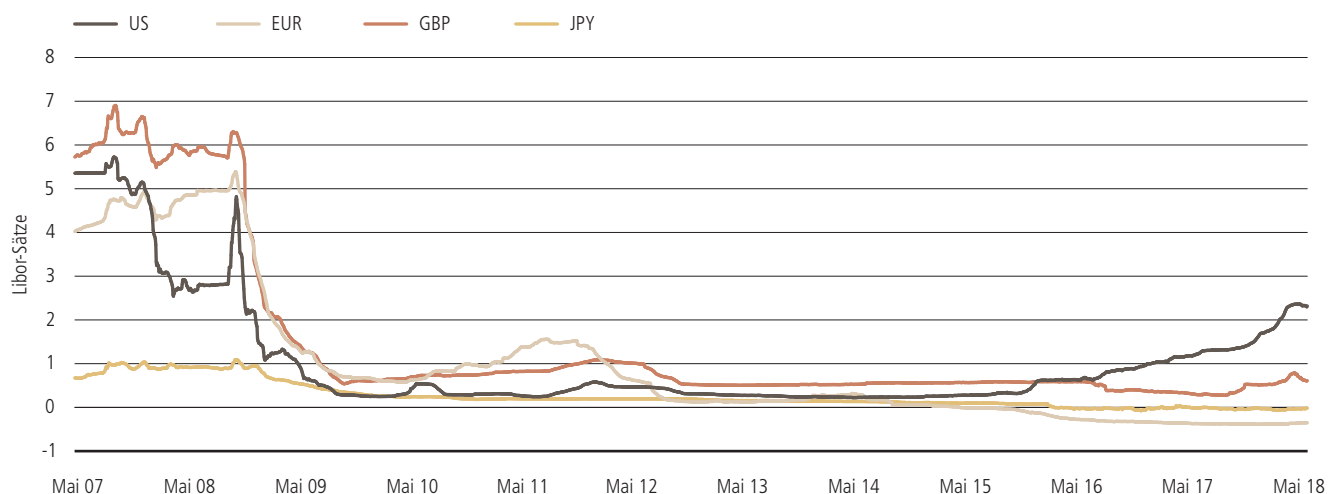
**Charlotte Baenninger**, Head of Fixed Income

Eines der bemerkenswertesten Merkmale des globalen Fixed-Income-Marktes im bisherigen Jahresverlauf 2018 war der starke Anstieg der USD-Libor-Sätze – die Marktzinsen, zu denen sich Banken in London über verschiedene kurzfristige Horizonte gegenseitig US-Dollar leihen. Die Libor-Sätze – und die Differenz zwischen dem Libor und den Markterwartungen an die Federal Funds Rate – sind viel beachtete Vergleichsmaßstäbe, die von vielen als Gradmesser der allgemeinen Kreditmarktbedingungen angesehen werden. Der Anstieg des USD-Libor um 60 Basispunkte seit Anfang des Jahres auf Niveaus, die zuletzt während der Finanzkrise 2008 zu beobachten waren (siehe Abbildung 1), rief deshalb grosse Bestürzung und zahlreiche Kommentare hervor. Er ging jedoch nicht mit einem gleich starken Anstieg des EUR-Libor oder des GBP-Libor einher. Dies deutet stark darauf hin, dass der An-

stieg nicht auf Bedenken der Anleger hinsichtlich der allgemeinen Kreditwürdigkeit von Banken zurückzuführen ist, sondern spezifische technische Faktoren am US-Markt widerspiegelt.

Unserer Meinung nach wurde der USD-Libor durch eine Kombination verschiedener Faktoren in die Höhe getrieben. Die Steuerreform in den USA führte zur beschleunigten Rückführung von im Ausland gehaltenen USD-Guthaben von US-Unternehmen. Diese im Ausland gehaltenen liquiden Mittel waren zu einer wichtigen Finanzierungsquelle für die globalen Märkte geworden. Die Eigentümer dieser Gelder lassen sie aber nach der Rückführung nicht einfach auf dem Bankkonto liegen. Ein Teil dieser Mittel wurde für Fusionen und Übernahmen sowie Investitionen verwendet. Infolgedessen geht die Nachfrage nach Commercial Paper und anderen Geldmarkt-

**Abbildung 1: Libor-Sätze**



Quelle: Bloomberg Finance LP, per 31. Mai 2018.

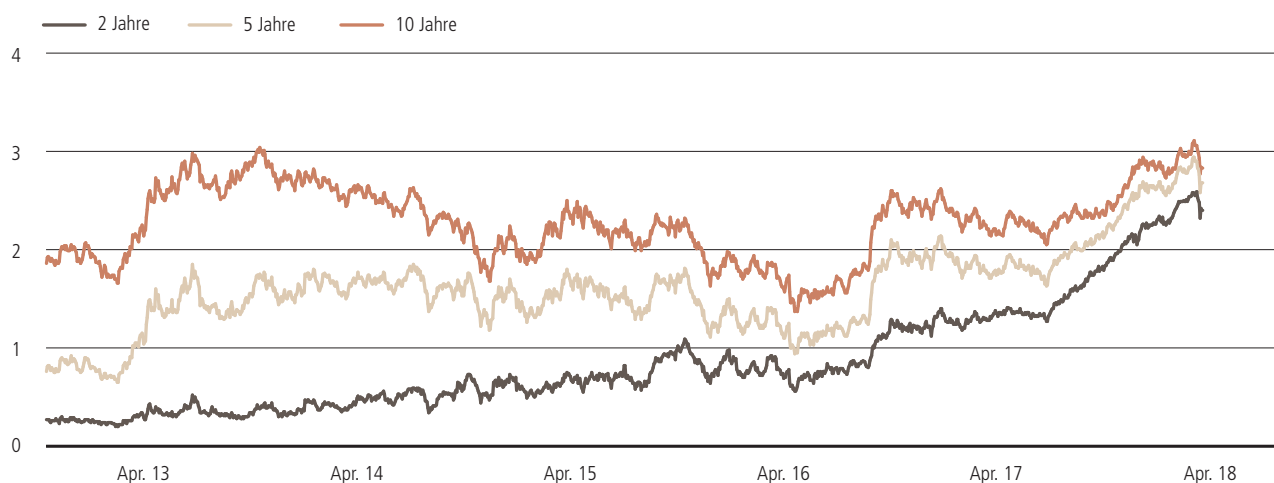
instrumenten von Unternehmen zurück. Dies geschieht zu einer Zeit, in der die Ausweitung des US-Haushaltsdefizits durch höhere Emissionen von US-Treasuries finanziert wird. Angesichts dieses Emissionsvolumens verwundert es nicht, dass das US-Finanzministerium die Anleger mit höheren Renditen entschädigen muss. Durch den Verdrängungseffekt an den Märkten für Commercial Paper übt dies wiederum Aufwärtssdruck auf die Geldmarktsätze aus. Trotz der höheren Zinsen am kurzen Ende ist die Volatilität an den globalen Märkten für festverzinsliche Anlagen relativ verhalten geblieben. Da die US-Notenbank ihre geldpolitische Normalisierung fortsetzt, während zugleich erhebliche Mengen an US-Treasuries ausgegeben werden, dürfte mit einer Zunahme der Volatilität zu rechnen sein.

### Wie kann man das aktuelle Umfeld nutzen?

#### *Variabel verzinsliche Anleihen*

Der Coupon variabel verzinslicher Anleihen besteht aus zwei Komponenten – die eine beruht auf einem variablen Referenzzins, wie dem Libor, die andere ist eine Risikoprämie auf Basis der Kreditqualität des Emittenten. Je nach den individuellen Konditionen der Anleihe wird der Coupon periodisch angepasst, in der Regel einmal pro Vierteljahr. Damit schlägt sich ein Anstieg der Zinssätze recht bald in der Rendite der Anleihe nieder. Aus diesem Grund nimmt der Cashflow in einem Umfeld mit steigenden Zinsen zu. Da sich in den Couponzinsen die Marktzinsen widerspiegeln, reagieren die Kurse variabel verzinslicher Anleihen nur sehr geringfügig auf Zinsänderungen.

**Abbildung 2: Verflachung der Renditekurve bei 2-, 5- und 10-jährigen US-Treasuries**



Quelle: Bloomberg Finance LP, per 31. Mai 2018.



### *Kurzfristige Unternehmensanleihen*

Für Anleger, die sich Sorgen über einen nachhaltigen Anstieg der Zinssätze machen, könnte ein Engagement in Unternehmensanleihen am kurzen Ende der Renditekurve attraktiv sein. Nach der enormen Verflachung der US-Renditekurve (Abbildung 2), erscheinen kurzfristige Engagements in Unternehmensanleihen auf risikobereinigter Basis besonders interessant. Unserer Meinung nach bietet der Carry (die erzielte Couponrendite) einen soliden Ertragsstrom mit begrenztem Verlustrisiko, da die Fundamentaldaten von Unternehmensanleihen nach wie vor solide erscheinen. In einigen Segmenten ist die Verschuldungsquote zwar gestiegen. Mit einem Fokus auf kurzfristigere Papiere lässt sich die finanzielle Verfassung der Emittenten jedoch besser einschätzen.

### *Verbriefte Wertpapiere*

Verbriefte Wertpapiere, wie Mortgage-Backed Securities (MBS), Asset-Backed Securities (ABS) und Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS) haben viele positive Eigenschaften, unter anderem höhere Renditen und die Besicherung der Anleihen. Die Diversifikation, die diese Wertpapiere bieten können, wird häufig unterschätzt, ist aber im aktuellen Marktumfeld möglicherweise eine der wichtigsten Eigenschaften. Verbriefte Anleihen weisen geringe historische Korrelationen zu Investment-Grade- und Hochzins-Unternehmensanleihen auf. Abbildung 3 zeigt zum Beispiel die moderate Korrelation

von Agency MBS zu Investment-Grade-Unternehmensanleihen (IG) sowie die Korrelation von nahezu Null zu Hochzinsanleihen (HY).

Inhaber von Anleihen, die in den letzten Jahren von traditionellen Unternehmenspapieren profitiert haben, könnten durch die Einbeziehung von verbrieften Wertpapieren in ein breiteres Portfoliokonstrukt die Volatilität reduzieren und die risikobereinigten Erträge verbessern. Darüber hinaus weisen viele dieser Wertpapiere, insbesondere CMBS, variabel verzinsliche Merkmale auf.

**Abbildung 3: Korrelationen**

	Agency MBS	ABS	CMBS
<b>IG-Unternehmensanleihen</b>	0,54	0,54	0,48
<b>HY-Unternehmensanleihen</b>	0,02	0,59	0,73

Quelle: Bloomberg Barclays; alle Daten annualisiert, per 31. Dezember 2017. IG-Unternehmensanleihen = Bloomberg Barclays U.S. Investment Grade Corporate Index. HY-Unternehmensanleihen = Bloomberg Barclays U.S. High Yield Corporate Index. Verbriefte Anleihen = Bloomberg Barclays U.S. Securitized Index. MBS = Bloomberg Barclays U.S. Mortgage-Backed Securities Index. ABS = Bloomberg Barclays U.S. Asset-Backed Securities Index. CMBS = Bloomberg Barclays U.S. Commercial Mortgage-Backed Securities Index

# Den Kurs halten

## Die wirtschaftlichen Fundamentaldaten dürften Immobilien weiter unterstützen

**Paul Guest**, Lead Real Estate Strategist

Die wirtschaftlichen Fundamentaldaten dürften eine weitere solide Wertentwicklung von Immobilien während des restlichen Jahres 2018 unterstützen. Die Transaktionsvolumen werden sich voraussichtlich weiter um die langfristigen Durchschnittswerte bewegen, das Mietwachstum sollte robust bleiben, insbesondere im erstklassigen Segment, und bisher rechnen wir nicht mit einem wesentlichen Anstieg der Renditen.

Positive Trends, wie das überdurchschnittliche Wachstum der Konsumausgaben und Unternehmensinvestitionen in Europa, die fiskalischen Impulse in den USA und der Aufschwung im globalen Handel sind durchaus beachtenswert.

Wir erkennen aber auch eine Reihe von verbleibenden Schwachpunkten, wie die mageren Konsumausgaben in Japan, das wachsende Kreditrisiko in den Schwellenländern und das schleppende Lohnwachstum in den Industriestaaten.

Die solide Wertentwicklung von Immobilien hängt davon ab, dass das Angebot unter Kontrolle bleibt. Dies unterscheidet sich natürlich von Markt zu Markt. Wo das Angebotswachstum am stärksten war, wurden die Mieten entweder nach unten angepasst oder werden voraussichtlich noch sinken, wie etwa an den Büromärkten in Singapur und London, oder das Angebot wird durch ein kräftiges Nachfragewachstum kompensiert, wie bei US-Mehrfamilienhäusern oder globalen Logistikimmobilien.

Derzeit konzentriert sich der Preisanstieg auf den Logistiksektor, Europa sowie auf zweitrangige Städte und Länder. Unseres Erachtens wird es den Anlegern auch künftig schwer fallen, ihr Geld arbeiten zu lassen, und wir rechnen mit einem weiteren leichten Rückgang der Transaktionsvolumen im Jahr 2018.

Am Ende werden sich die Märkte an niedrigere Risikoprämien gewöhnen müssen. Da die Zinssätze allmählich steigen, müssen die Anleger einschätzen, welche Risikoprämien für Immobilien je nach Markt und Sektor angemessen sind.

Wir rechnen mit einer Fortsetzung der derzeitigen relativ ruhigen Lage im restlichen Jahr 2018. Die Anleger sollten sich dadurch beruhigen lassen, dass die langsamere Wertsteigerung erwartet wurde und der Übergang bisher ohne Marktstörung verlaufen ist.

Die Immobilienwerte steigen etwa mit dem Tempo der Inflation, da die Kapitalisierungszinsen nicht mehr durch extrem niedrige Zinssätze und stärkere Kapitalzuflüsse tiefer gedrückt werden. Derzeit wird die Aufwertung am Markt nicht von überhitzten Kapitalmarktbedingungen, sondern von positiven Immobilienerträgen getragen. Die positive Prognose für das Wirtschaftswachstum bestärkt uns in unserer Ansicht, dass die Erträge 2018 weiterhin schneller wachsen dürften als die Inflation.

# Privatkapital benötigt

## Die Chance wird nicht durch eine verstärkte Regulierung überschattet

**Declan O'Brien**, Senior Analyst, Research und Strategy Infrastructure

Unserer Meinung nach bietet der aktuelle Hintergrund institutionellen Anlegern eine attraktive Chance für den Einstieg in Infrastrukturanleihen, mit denen sie von einer langen Duration und stabilen zugrunde liegenden Vermögenswerten mit gut absehbaren Cashflows profitieren können. Laut der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) sind bis 2030 weltweit Infrastrukturausgaben von USD 50 Bio. nötig.<sup>3</sup> Wenn die OECD-Empfehlungen Gehör finden, würde dies zu Investitionen von rund USD 3 Bio. pro Jahr führen. Allein für Transport, Versorgung und Energie sind USD 2,5 Bio. erforderlich. Unseren Schätzungen zufolge besteht damit eine Finanzierungslücke zu den derzeit prognostizierten staatlichen Haushaltsplänen von rund USD 1,5 Bio. pro Jahr. Sofern die Regierungen ihre Kreditaufnahmen und Investitionen nicht drastisch erhöhen, muss dieses Defizit durch Privatkapital finanziert werden. Diese Zahlen enthalten natürlich keine Refinanzierungen von Schulden auf vorhandene, operative Vermögenswerte, die in den kommenden Jahren fällig werden. Durch den allgemeinen Schuldenabbau der Banken und die geringere Kreditvergabe der Banken an den Sektor aufgrund der Basel III-Regeln für die Kapitaladäquanz und neuer Regeln für das risikogewichtete Kreditvolumen wird der Bedarf an institutionellem Kapital zur Schliessung der Finanzierungslücke stärker hervorgehoben.

Die Basel III-Regeln bestrafen Banken für die Vergabe langfristiger Kredite, während Infrastrukturanlagen für europäische Versicherungsunternehmen durch die Anpassungen der Solvency II-Verordnung attraktiver geworden sind. Deshalb findet bereits eine bedeutende Verlagerung bei der Infrastruk-

turfinanzierung statt. Darüber hinaus zeigen institutionelle Anleger ein zunehmend grösseres Interesse an höher rentierenden Alternativen, wie Infrastruktur, da die Erträge an den traditionellen festverzinslichen Märkten durch die expansive Geldpolitik gedrückt wurden.

In den Mitgliedsländern der OECD sehen wir die grössten Chancen für institutionelles Kapital. Hier besteht ein signifikanter Bedarf an Finanzierungen für neue Infrastruktur und den Ersatz veralteter Infrastruktur. Diese Märkte profitieren auch von einem ausgereifteren regulatorischen Rahmen und Rechtssystem im Vergleich zu anderen Rechtsordnungen – obwohl das Risiko rückwirkender gesetzlicher oder regulatorischer Änderungen nach der Finanzkrise gestiegen ist und sich der Fokus zunehmend auf die Erschwinglichkeit von Infrastruktur für die Endverbraucher richtet. Aus regionaler Sicht bietet Europa unserer Meinung nach zurzeit die attraktivsten Infrastrukturchancen unter den Industrieländern. Der europäische Infrastrukturmarkt, der vor weniger als zehn Jahren noch von Banken dominiert wurde, hat sich mit Unterstützung durch starke fundamentale Treiber wie regulatorische Änderungen und die Suche der Anleger nach Renditen zu einem Markt entwickelt, an dem institutionelle Investoren eine immer grössere Rolle spielen. Trotzdem weist er unserer Meinung nach immer noch ausreichende Verzerrungen auf, um gute risikobereinigte Chancen zu bieten.

<sup>3</sup> OECD, "Strategic Transport Infrastructure Needs to 2030", März 2012.  
<http://www.oecd.org/futures/infrastructureto2030/strategictransportinfrastructureneedsto2030.htm>

# Private Equity erzielt Ergebnisse

## Die gute Performance stärkt das Anlegerinteresse

**Matthias Goegele**, Head of Multi-Managers Private Equity Europe

In den letzten 12 bis 18 Monaten zogen Private-Equity-Anlagen weiterhin starke Zuflüsse an, sowohl weltweit als auch über die verschiedenen Anlagestrategien hinweg. Vor dem Hintergrund der allgemein robusten gesamtwirtschaftlichen Lage und der guten Entwicklung der öffentlichen Aktienmärkte wurde dies von der Suche der Anleger nach hohen risikobereinigten Erträgen angetrieben.

### **Rückblick auf die Private-Equity-Branche im Jahr 2017**

In Nordamerika beliefen sich die Buyout-Aktivitäten im Jahr 2017 auf USD 421 Mrd. Dies entspricht einer Steigerung um 12% gegenüber 2016. Auch für europäische Buyouts war 2017 ein weiteres gutes Jahr – mit einem der höchsten Jahresvolumen aller Zeiten, unter anderem dank grenzüberschreitender Transaktionen von Investoren ausserhalb Europas. Die Ausstiege in Europa folgten dem gleichen Trend wie in Nordamerika: Das Volumen ging 2017 leicht von 1570 Transaktionen im Jahr 2016 auf 1544 zurück. Auch die Kapitalbeschaffung schwächte sich etwas ab: In diesem Jahr wurden 88 Fonds mit einem Gesamtwert von USD 69 Mrd. geschlossen. In Asien nahmen die Buyouts im Jahr 2017 zu und die Wagniskapital-Aktivitäten blieben mit einem höheren Gesamtwert von USD 82 Mrd. robust.<sup>4</sup>

### **Private Equity und Gesundheit – ein Trend, den man im Auge behalten sollte**

Der Gesundheitssektor zieht ein immer grösseres Interesse von Private-Equity-Investoren an. In einem Umfeld, das allgemein von politischen und gesamtwirtschaftlichen Unsicherheiten

beeinflusst wird, bieten starke langfristige und demografische Trends die Basis für eine robuste langfristige Wachstumsdynamik, die über die Konjunkturzyklen hinweg weitgehend robust bleibt.

Ein weltweites Umfeld mit anhaltend hohen Bewertungen an den öffentlichen Märkten wäre ein Grund zur Besorgnis. Denn die Private-Equity-Akteure machen sich Sorgen über das Aufwärtspotenzial und den Druck, den dieses Umfeld auf die Bewertungen am Privatmarkt ausübt. Es steht ausser Zweifel, dass die Aktienhausse, die 2018 begonnen hat, zum Teil durch die quantitative Lockerung in vielen Regionen der Welt, nicht zuletzt in China, angetrieben wurde. Nun sieht es so aus, als würde diese geldpolitische Unterstützung im kommenden Jahr abnehmen, wenn auch nur allmählich. Die durch die gezielten US-Zölle auf bestimmte Güter und Branchen und den Rückzug der USA aus dem Atomabkommen mit dem Iran hervorgerufene Unsicherheit über den Welthandel dürfte fortbestehen.

### **Was bedeutet das für Private Equity?**

Obwohl eine grössere Sorgfalt und Vorsicht anzuraten ist, glauben wir nicht, dass das Anlegerinteresse an Private Equity drastisch nachlässt. Wir sind nach wie vor überzeugt, dass unser Anlagefokus auf globale Wachstumsthemen, einschliesslich kleiner und mittelgrosser Buyouts, besser in der Lage ist, das Aufwärtspotenzial des anhaltenden Wachstumsszenarios zu nutzen.

<sup>4</sup> Quelle: UBS Asset Management, Real Estate und Private Markets.

# Positive Lage

## Record M&A activity helps drive merger arbitrage strategies

**Blake Hiltabrand**, Head of Merger Arbitrage Research und Senior Portfolio Manager

An Märkten, die während der Erholung von der Finanzkrise von 2008 nicht im Vordergrund standen, sind die Anleger immer noch mit einer Reihe von Risiken konfrontiert. Viele wenden sich alternativen Anlagen zu, insbesondere marktneutralen und Arbitrage-Strategien, bei denen sie in einem zunehmend unberechenbaren Umfeld nach Diversifikation und Alphaquellen suchen.

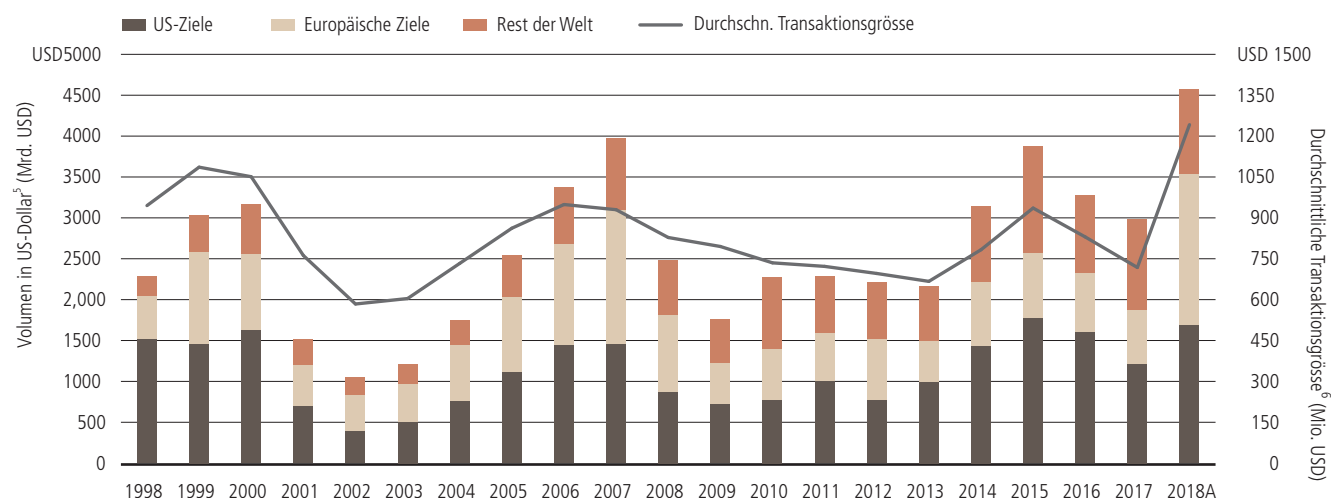
Merger Arbitrage ist eine Strategie, die darauf ausgelegt ist, die Risikoprämien im Zusammenhang mit angekündigten Fusionen und Übernahmen (M&A) zu nutzen. In einer Welt der steigenden Risikoprämien und Transaktionsvolumen zieht diese traditionelle Hedge-Fund-Strategie erneut die Aufmerksamkeit von Investoren aller Regionen auf sich, die nach absoluten Renditen mit geringer Korrelation zu den breiteren Märkten suchen. Unserer Meinung nach wird die Attraktivität dieses Bereichs sowohl durch strukturelle als auch durch zyklische Kräfte verbessert.

### Rekordhohes M&A-Volumen und hohe Risikoprämien

Gelinde ausgedrückt war 2018 ein wahrhaft beispielloses Jahr für Anlagen in Merger Arbitrage. Die Renditen von Merger-Arbitrage-Geschäften ergeben sich normalerweise entweder durch ein robustes Transaktionsumfeld oder durch hohe Risikoprämien. Es ist aber ungewöhnlich, dass beides gleichzeitig auftritt. Grosse Zuversicht der Unternehmen und niedrige Risikoprämien gehen in der Regel mit höheren Transaktionsvolumen einher. Warum sehen wir jetzt bei den globalen Fusionen und Übernahmen rekordhohe Transaktionsvolumen und zugleich deutlich höhere Risikoprämien?

Auf fast allen Titelseiten von Zeitungen erscheinen Schlagzeilen zu bedeutenden Transaktionen. Ob es um die Erholung der Transaktionsaktivitäten in Europa nach einem Jahrzehnt der mässigen Stimmung bei den Unternehmen geht oder um Transaktionen in den USA aufgrund der kürzlich verabschiedeten Unternehmenssteuerreform – selbst für den flüchtigsten

**Abbildung 1: Weltweit angekündigtes Transaktionsvolumen**



Quelle: Morgan Stanley, Thompson Reuters. Daten per 2. April 2018.

<sup>5</sup> Einschliesslich angekündigter Transaktionen, jeweils mit einem Gesamtwert von mindestens USD 100 Mio. Einschliesslich Transaktionen mit geschätztem Wert.

Ohne abgeschlossene Transaktionen. Durch künftige Abschlüsse anstehender Transaktionen wird sich der dargestellte Gesamtumfang verringern. <sup>6</sup> Umfasst bis zum 31. März 2018 angekündigte Transaktionen.



Beobachtet liegt es auf der Hand, dass die M&A-Aktivitäten immer stärker in Schwung kommen. Wie in Abbildung 1 zu sehen, haben die Volumen und die Grösse der Transaktionen im ersten Halbjahr 2018 Rekordhöhen erreicht.

Wenden wir uns also dem anderen Treiber der Erträge aus Merger-Arbitrage-Geschäften zu: den Risikoprämien oder Spreads. Nach der Ankündigung einer Transaktion notiert der Titel des Zielunternehmens in der Regel mit einem Abschlag zu dem Preis, den das übernahmewillige Unternehmen angeboten hat. Abhängig von den Risiken für den Abschluss der Transaktion kann dieser Abschlag je nach Situation erheblich variieren. Dies ist der Punkt, an dem sich die traditionellen Inhaber des Wertpapiers, die wahrscheinlich aufgrund ihrer Einschätzung der Nachhaltigkeit des Geschäfts, der Cashflows, des Substanzwerts oder der potenziellen Impulse, wie durch eine Übernahme, investiert hatten, häufig von der Anlage trennen. Diese Anleger sind nicht darauf spezialisiert, rechtliche, regulatorische finanzierungsbedingte oder politische Risiken zu beurteilen. Deshalb kommt es bei den meisten börsenhandelten Unternehmen, die von einer Fusion betroffen sind, nach der Ankündigung zu einer massiven Umverteilung der Aktionärsbasis. Arbitrage-Investoren versuchen, von der Überschätzung des Risikos durch Anleger zu profitieren, die nicht darauf spezialisiert sind, diese Risiken in verschiedenen Situationen, Regionen und im Zeitverlauf ständig zu analysieren. Früher wurde diese Art des marktneutralen Investierens sehr häufig von den Eigenhandelsabteilungen von Banken ausgeübt. Aufgrund der Volcker-Regel haben sich die für diese Strategie bereitgestellten Kapitalvolumen jedoch erheblich verringert. Dies schuf ein Umfeld der höheren Risikoprämien und eine strukturelle Chance für Anleger.

Die US-Regierung sorgte für enorme Unsicherheit an diesem Markt, insbesondere im Hinblick auf die Handelspolitik, was zu einer Ausweitung der Risikoprämien führte. Es gab einige überraschende Einsprüche des US-Justizministeriums, durch die sich das wahrgenommene Risiko im M&A-Bereich ebenfalls erhöhte. Auch hiervon können Merger-Arbitrage-Investoren profitieren, die Erfahrung mit der Beurteilung der verschiedenen Risiken dieser Transaktionen haben.

Damit kommen wir zur aktuellen Situation und zu der Frage, wie sich die Chancen in den kommenden Jahren entwickeln dürften. Unserer Ansicht nach ist die Unsicherheit aufgrund der politischen Massnahmen der aktuellen US-Regierung der «neue Normalzustand». Diese Risiken sind real, werden vom Markt aber häufig allzu sehr dramatisiert. Dies schafft ein Umfeld mit vielen Chancen für diejenigen, die sich auf die Beurteilung dieser Situationen und Risiken spezialisieren. Hinzu kommen die wiedererwachten «Lebensgeister» in den Unternehmensleitungen, die den Blick wieder auf Wachstum durch Übernahmen richten. Damit wird das M&A-Umfeld unserer Meinung nach auf absehbare Zeit attraktiv bleiben.

# Die nächste Grenze

## Integration von ESG-Faktoren in festverzinsliche Anlagen

**Francis Condon**, Senior Sustainable Investment Research Analyst und **Christopher Greenwald**, Head of SI Research, Sustainable und Impact Investing

In der Vergangenheit berücksichtigten die Anleger Nachhaltigkeitsaspekte eher bei Aktienanlagen als bei festverzinslichen Strategien. Dafür gibt es eine Reihe von Gründen: die Rolle von ESG-Kriterien für die Kreditratings, der Mangel an ESG-Indizes, an denen die Performance gemessen werden kann, und Probleme bei der Einflussnahme auf Emittenten. Doch das Bild ändert sich schnell.

Immer mehr Anleger zeigen Interesse an ESG-Anlagen, die über Aktien hinausgehen. Dies wird auch durch Initiativen von politischen Entscheidungsträgern unterstützt, zum Beispiel der hochrangigen Expertengruppe der EU-Kommission für nachhaltige Finanzierung. Da Anleihen eine wichtige Komponente institutioneller Portfolios sind, überrascht es kaum, dass die Investoren versuchen, ESG-Prinzipien in Anleihenanlagen zu integrieren, vor allem, weil der regulatorische und treuhänderische Druck zunimmt.

Die Integration von ESG-Aspekten in Anleihenanlagen wird inzwischen durch mehrere Faktoren erleichtert. Mittlerweile sind für fast alle Investment-Grade- und viele Hochzins-Emittenten ESG-Daten und -Ratings verfügbar. Es gab auch einige wichtige Innovationen im Fixed-Income-Bereich, die es den Anlegern ermöglichen, mehr Privatkapital in nachhaltige festverzinsliche Instrumente zu investieren. Zu diesen Innovationen zählten das Aufkommen von Green Bonds und Social Bonds, sprich Umwelt- und Sozialanleihen, sowie einzigartige Partnerschaften, zum Beispiel zwischen der Weltbank und UBS, um nachhaltige Anlagealternativen zu erstklassigen Anleihen zu bieten.

Der nächste wichtige Schritt ist unserer Meinung nach die Integration von Nachhaltigkeitsaspekten in die allgemeine Bonitätsbeurteilung. Dies hätte bedeutende Konsequenzen für Mainstream-Anleger, die nach mehr Nachhaltigkeit in ihren Kreditportfolios streben.

Integration von ESG-Aspekten: die Grenzen von ESG-Ratings  
Die «Integration» von Nachhaltigkeitsaspekten bezieht sich unserer Meinung nach allzu oft nur auf die Anwendung von Nachhaltigkeitsdaten oder -ratings im Anlageprozess. Dies ist unseres Erachtens auf drei wesentliche Missverständnisse zur Rolle von externen Nachhaltigkeitsdaten in Bezug auf die Integration von Nachhaltigkeit zurückzuführen.

Das erste ist die Ansicht, dass die Anwendung von ESG-Ratings auf der Basis einer Form des Screenings mit der Integration von Nachhaltigkeit gleichgesetzt werden kann. Zweifellos sind die Datensammlungen der grossen ESG-Anbieter für die Finanzbranche enorm wertvoll, und es ist sehr schwierig, die zugrundeliegenden Daten zu sammeln und sie in einem einheitlichen und brauchbaren Format zu präsentieren. Diese Art von Daten umfasst jedoch keine Anlageanalyse. Sie beruhen ihrem Wesen nach auf historischen Informationen und Ereignissen und geben wieder, was in der Vergangenheit passiert ist, und nicht die potenzielle künftige Entwicklung.

Zweitens ist das Angebot der Rating-Anbieter auf ein breites Spektrum von Parteien und Themen ausgerichtet. Deshalb ist ihr Rahmen sehr breit gefasst – unserer Meinung nach zu breit für eine direkte Anwendung im Anlageprozess. Darüber hinaus unterscheiden ihre Nachhaltigkeitsinformationen in der Regel nicht zwischen der Anwendbarkeit für Anleihen und Aktien. Es gibt zwar einige Überlappungen, doch Anleihenanleger achten eher auf das Abwärtsrisiko, während sich Aktienanleger in der Regel auf das Wachstumspotenzial konzentrieren.

Drittens und unserer Meinung nach am wichtigsten ist die Tatsache, dass die Beurteilung der Nachhaltigkeitsratings von den tatsächlichen Finanzanalysen eines Unternehmens getrennt ist. Die Datenanbieter arbeiten unabhängig vom Anlageprozess. Deshalb befassen sie sich nicht mit den Auswirkungen wesent-

licher Nachhaltigkeitsprobleme auf die tatsächliche finanzielle Beurteilung. Nachhaltigkeitsratings sind zwar wichtig. Damit sie jedoch wirklich sinnvoll sind, müssen die Kreditanalysten und Portfoliomanager diese Ratings unserer Meinung nach in ihre eigene finanzielle Kreditbeurteilung einbeziehen.

Deshalb widerspiegelt unser Ansatz unsere Kernüberzeugung: Die ESG-Integration ist am wirkungsvollsten, wenn die Kreditanalysten im Zentrum stehen. Sie befinden sich in der besten Position, ihr fundiertes Wissen über die Emittenten und ihre Erfahrung mit Fundamentalanalysen einzusetzen, um den Kontext zu liefern, in dem Nachhaltigkeitsaspekte betrachtet werden sollten. Dies sind die gleichen Kompetenzen, die sie zur Analyse von ESG-Faktoren verwenden. Vor allem aber geben die Analysten zukunftsgerichtete Urteile ab. Dies gilt für ESG-Aspekte genauso wie für finanzielle. Wir halten die Analysten dazu an, selbst ein Verständnis für Nachhaltigkeitsaspekte zu entwickeln, um die ESG-Integration weiter zu vertiefen.

Zusammenarbeit ist enorm wichtig. Unser Research-Team für nachhaltige Anlagen unterstützt die Kreditanalysten unmittelbar und berät sie in Bezug auf die Bedeutung und die zeitliche Relevanz massgeblicher ESG-Aspekte über das gesamte Spektrum der Nachhaltigkeitsfaktoren hinweg. Durch diesen laufenden Dialog können wir Fragen zur Wesentlichkeit eines Themas abklären, zum Beispiel, wie gut ein Emittent seine Risiken im Griff hat, wie sich verschiedene Wesentlichkeitsgrade oder die zeitliche Relevanz eines ESG-Aspekts wahrscheinlich entwickeln werden und nicht zuletzt, ob die ESG-Aspekte die Bonitätsbeurteilung beeinflussen. Sind sie signifikant genug, um zu einer wichtigen Erwägung für die künftige Entwicklung der Kreditwürdigkeit des Emittenten zu werden? Und in welchem Ausmass verändert die ESG-Analyse die Bonitätsbeurteilung? Dies sind wichtige Fragen, die die Nachhaltigkeitsanalysten mit den Kreditanalysten abklären.

Der bisher beschriebene Ansatz stellt die Bottom-up-Beurteilung dar, die hauptsächlich von den Kreditanalysten durchgeführt wird. Unser Research-Team für nachhaltige Anlagen hat aber noch eine weitere wichtige Aufgabe: Es erarbeitet den Top-down-Kontext für ESG-Aspekte. Hierzu analysiert es sektorübergreifende Themen im Hinblick auf den allgemeinen Einfluss auf die Kreditwürdigkeit. Damit unterstützt es die Kreditanalysten bei ihren Beurteilungen, aber auch Portfoliomanager, die ihre Strategien angemessen ausrichten möchten.

Unserer Meinung nach bieten ESG-Analysen von Kreditanalysten die Möglichkeit, eine tiefere Integration anzustreben, die den Fokus auf die Wesentlichkeit richtet, vorausschauend ist und sich auf die Auswirkungen der Nachhaltigkeit auf Kreditrisiken konzentriert. Unser Ziel ist es, weiterhin an der vordersten Front dieser Bewegung zu stehen und innovative neue Strategien und Lösungen zu entwickeln, um eine Antwort für die Herausforderungen zu haben, mit denen unsere Kunden konfrontiert sind.

UBS-AM veröffentlichte vor Kurzem ein Whitepaper, das eine detaillierte Analyse der Integration von ESG-Aspekten in festverzinsliche Anlagen bietet. Dieser Artikel bietet eine kurze Zusammenfassung. Die vollständige Studie können Sie unter [ubs.com/panorama/the-next-frontier](https://ubs.com/panorama/the-next-frontier) herunterladen.

# Die Autoren



**Bruce Amlicke** ist Chief Investment Officer von UBS Hedge Fund Solutions. Seine Hauptaufgabe ist die Schaffung eines gemeinsamen Kompetenzzentrums für die Auswahl externer Alpha-Manager für traditionelle und Hedge-Fund-Anlagen. Bevor er 2010 zu UBS zurückkehrte, war er fünf Jahre lang CIO von Blackstone Alternative Asset Management und Senior Managing Director von The Blackstone Group. Davor war Bruce Amlicke von 2003 bis 2004 CIO des damaligen O'Connor Multi-Manager-Programms, einem Vorgängerunternehmen von HFS. Zum Multi-Manager-Team von O'Connor kam er ursprünglich im Jahr 1998.



**Erin Browne** ist Head of Asset Allocation im Investment Solutions-Team von UBS Asset Management. Sie verantwortet unser makroökonomisches Research, unsere Kapitalmarktannahmen sowie unsere taktische und strategische Vermögensallokation für alle Anlageklassen. Zudem leistet sie Beiträge zu strategischen Research-Initiativen und spielt eine aktive Rolle bei der Entwicklung von Anlagelösungen für Kunden. Zuletzt war Erin Browne Head of Macro Investments bei O'Connor und verwaltete anlagenübergreifende Portfolios mit besonderem Schwerpunkt auf Devisen und Aktien. Sie stiess 2016 zu UBS und verfügt über 16 Jahre Branchenerfahrung.



**Charlotte Bänninger** ist Head of Fixed Income bei UBS Asset Management. Sie ist für über CHF 200 Mrd. in Fixed-Income- und Geldmarktstrategien weltweit zuständig. Sie leitet das Fixed-Income-Geschäft in der Schweiz, ist Vorsitzende des Fixed Income Management-Teams und des Fixed Income Investment-Forums sowie Mitglied des AM Switzerland Management Committees und Verwaltungsratsmitglied der Swiss Bond Commission. Charlotte Bänninger ist auch Senior-Botschafterin für Fixed-Income-Anlagen gegenüber dem Wealth Management. Sie begann ihre berufliche Laufbahn im Jahr 1987 bei der damaligen UBS.



**Francis Condon** kam im Dezember 2017 als Analyst für nachhaltiges Investment Research zu UBS. Davor war er Senior ESG-Analyst bei RobecoSAM, wo er die Sektoren Öl, Gas und Bergbau analysierte. Er war auch dafür verantwortlich, anlegerorientierte Antworten zum Klimawandel und Aktivitäten zur ESG-Integration in Anleihen und Aktienanlagen zu entwickeln. Seine früheren Rollen im Bereich nachhaltige Finanzierung umfassen Tätigkeiten als Associate Partner bei Financial Access (einem Beratungsunternehmen) und Vice President Sustainability bei ABN Amro, wo er für die Umsetzung der Nachhaltigkeitsstrategie und die Beurteilung von Transaktionsrisiken zuständig war.



**Matthias Goegele** leitet das europäische Team von Multi-Managers Private Equity (MM-PE) in Zürich und London. MM-PE ist Teil von Multi-Managers, einem Geschäftsbereich, der zu Real Estate & Private Markets (REPM) innerhalb von UBS Asset Management gehört. Seine Aufgaben umfassen die Auswahl der Anlagen unter den europäischen Fondschancen, Überwachungs- und Portfoliomanagementverantwortung für internationale Private-Equity-Mandate und das Geschäft von UBS mit Private-Equity-Fund-of-Funds. Matthias Goegele ist stimmberechtigtes Mitglied des Multi-Managers Private Equity Investment Committee.



**Paul Guest** ist Lead Real Estate Strategist für Real Estate Research & Strategy, einen zu Real Estate & Private Markets (REPM) innerhalb von UBS Asset Management gehörenden Geschäftsbereich. Er ist dafür verantwortlich, multiregionale Anlagemandate mit qualitativen und quantitativen Analysen von Volkswirtschaften und Anlagemärkten verschiedener Regionen zu unterstützen. Darüber hinaus koordiniert er die Zusammenarbeit von Unternehmensfunktionen in den UBS-Geschäftsbereichen Wealth Management und Investment Bank. Paul Guest arbeitet seit 2015 für UBS Asset Management und ist Mitglied des Fund of Funds and Multi-Manager Investment Committee.



**Christopher Greenwald** kam im Februar 2017 als Head of SI Research, Sustainable and Impact Investing, zu UBS Asset Management. Vor seinem Eintritt bei UBS-AM leitete er das Nachhaltigkeitsresearch von RobecoSAM, wo er für ein Team von Sektorspezialisten zuständig war, die sich mit der Integration von Nachhaltigkeit in den Anlageprozess beschäftigten. Zuvor war er Leiter des Sustainability Application and Operations-Teams und überwachte in dieser Funktion die Nachhaltigkeitsdaten und die Berechnung für die Dow Jones Sustainability-Indizes von RobecoSAM. Vor seiner Tätigkeit bei RobecoSAM war er Director of ESG Content Strategy für ASSET4 / Thomson Reuters.



**Suni Harford** ist seit 2017 als Head of Investments bei UBS Asset Management beschäftigt. Vor ihrem Eintritt bei UBS arbeitete sie 24 Jahre lang bei Citigroup, zuletzt als Regional Head of Markets für Nordamerika. Ausserdem war sie Mitglied des Pension Plan Investment Committee von Citi und Mitglied im Verwaltungsrat von Citibank Canada. Davor war Suni Harford bei Citi Global Head of Fixed Income Strategy and Analysis sowie Global Head of The Yield Book Inc. Sie begann ihre Karriere an der Wall Street im Bereich Investmentbanking von Merrill Lynch & Co.



**Blake Hiltabrand** ist Managing Director und Head of Merger Arbitrage Research sowie Senior Portfolio Manager des Merger Arbitrage-Teams bei O'Connor in Chicago. Vor seinem Eintritt bei O'Connor im Jahr 2007 war er Assistant Portfolio Manager bei Deephaven Capital und Amaranth Advisors LLP. Ausserdem war er früher Associate and Senior Analyst in der Aktienabteilung von Goldman Sachs, wo er sich hauptsächlich auf das Research für Event-driven-Anlagen konzentrierte.



**Urs Räbsamen** ist Aktienspezialist im Systematic and Index Investments-Team. Von September 2007 bis Juli 2010 befand er sich auf einer Mission in Korea für UBS Hana Asset Management. In diesem Rahmen zeichnete er für quantitative Anlagen sowie für eine Reihe geschäftlicher und operativer Bereiche in der Aktiendivision verantwortlich. Er war Mitglied des UBS Hana Asset Management Executive Committee. Zu UBS Asset Management kam er 2001 als Portfoliomanager mit Zuständigkeit für den UBS Equity Fund Small Caps Switzerland und den UBS Equity Fund – Gold.



**Declan O'Brien** kam 2017 zu UBS Asset Management. Er arbeitet als Senior Infrastruktur-Analyst im Research & Strategy-Team, das zum Bereich Real Estate & Private Markets (REPM) gehört. Er ist in erster Linie dafür verantwortlich, quantitative und qualitative regionenübergreifende Analysen von Märkten für Infrastrukturanlagen zu erstellen. Davor war Declan O'Brien bei Legal & General Investment Management für Research und Strategie im Infrastruktursektor verantwortlich.



**Geoffrey Wong** ist Head of Global Emerging Markets & Asia Pacific Equities mit Gesamtverantwortung für alle Teams, Strategien und das Research im Zusammenhang mit Aktien aus Schwellenländern, Japan und Australien. Zu UBS Asset Management kam er 1997. Zuvor war er als Mitgründer eines asiatischen Anlageverwaltungsunternehmens für die Vermögensallokation und die Titelauswahl in globalen und regionalen Portfolios institutioneller Anleger zuständig. Darüber hinaus war Geoffrey Wong Verwaltungsratsmitglied der Börse Singapur.

# Warum UBS Asset Management?

Dank der Breite und Tiefe unserer Kompetenzen und unserer globalen Präsenz verwandeln wir Herausforderungen in Chancen. Gemeinsam mit Ihnen finden wir die Lösung, die Sie benötigen. Bei UBS Asset Management verfolgen wir einen koordinierten Ansatz.



## Ideen und Anlagekompetenz

Unsere Teams haben individuelle Ansichten und Philosophien, verfolgen jedoch alle ein gemeinsames Ziel: Ihnen Zugang zu den besten Ideen und einer erstklassigen Anlageperformance zu bieten.



## Ganzheitliche Perspektive

Die Tiefe unseres Anlagewissens und die Breite unserer Anlagekompetenzen macht uns zu einem kompetenten Gesprächspartner, der Ihnen hilft, fundierte Entscheidungen zu treffen.



## Marktübergreifend

Dank unserer weltweiten Präsenz können wir die Teile der Anlagewelt miteinander verbinden, die für Sie am relevantesten sind. Dies unterscheidet uns von unseren Mitbewerbern: Wir sind ganz in Ihrer Nähe und gleichzeitig wahrhaft global präsent.



## Lösungsorientiertes Denken

Die Suche nach den passenden Antworten steht für uns im Mittelpunkt und bestimmt unsere Denkweise. Für Sie nutzen wir die ganze Breite unserer Anlagekompetenzen, um Ihnen eine auf Ihre Bedürfnisse zugeschnittene Lösung bieten zu können.

## Was wir bieten

Unabhängig von Ihrem Anlageprofil oder Zeithorizont bieten wir eine umfassende Palette aktiver und passiver Anlagestile und -strategien, die Ihrem Bedarf über alle wichtigen traditionellen und alternativen Anlageklassen hinweg gerecht werden sollen. Unser investiertes Vermögen beträgt insgesamt USD 831 Mrd.<sup>7</sup>. Dabei beschäftigen wir in 23 Ländern rund 3600<sup>8</sup> Mitarbeitende, darunter über 900 Anlageexperten.

## Über uns

Wir zählen zu den grössten Managern für alternative Anlagen und sind der zweitgrösste Fund-of-Hedge-Funds-Manager<sup>9</sup> sowie der fünftgrösste Manager weltweit für direkte Immobilienanlagen<sup>10</sup>. Wir sind der führende Fondsanbieter in Europa, der grösste Anlagefondsmanager in der Schweiz<sup>11</sup>, der drittgrösste Vermögensverwalter Europas<sup>12</sup> und der grösste ausländische Anbieter in China<sup>13</sup>. Das einzigartige Angebot von UBS für passive Anlagen mit indexgebundenen und systematischen Strategien ermöglicht Lösungen für Smart Beta, alternative Indizes und weitere massgeschneiderte Lösungen, um dem Bedarf unserer Kunden Rechnung zu tragen. Wir sind der zweitgrösste europäische Anbieter passiver Anlagen<sup>14</sup> und der viertgrösste ETF-Anbieter in Europa<sup>15</sup>. Wir sind ein wahrhaft globales Unternehmen mit Hauptniederlassungen in Chicago, Frankfurt, Hartford, Hongkong, London, New York, Singapur, Sydney, Tokio und Zürich.

**Die frühere Wertentwicklung liefert keine Hinweise auf die künftige Wertentwicklung.**

<sup>7</sup> Per 31. März 2018.

<sup>8</sup> Davon rund 1300 im Corporate Centre per 31. Dezember 2017.

<sup>9</sup> HFM InvestHedge Billion Dollar Club, publiziert im März 2018.

<sup>10</sup> FT/Towers Watson, basierend auf Daten per 31. Dezember 2016.

<sup>11</sup> Morningstar/Swiss Fund Data FundFlows, März 2018.

<sup>12</sup> Institutional Investor Euro 100, basierend auf Daten per 30. Juni 2017 (nur auf Basis von Vermögenswerten mit Verwaltungsmandat, UBS WM und AM zusammen, unter Ausschluss von Fund-of-Funds-Vermögenswerten).

<sup>13</sup> Z-Ben Advisors: 2018 China Rankings, April 2018

<sup>14</sup> UBS Asset Management, Dezember 2017.

<sup>15</sup> Branchenanalysen ETFGI European ETF und ETP, Februar 2018.



## Für Marketing- und Informationszwecke von UBS. Nur für professionelle / qualifizierte / institutionelle Kunden und Anleger.

Dieses Dokument ersetzt keine portfolio- und fondsspezifischen Unterlagen. Die Kommentare betreffen die makroökonomische bzw. strategische Ebene und stehen in keinem Bezug zu einem registrierten oder sonstigen Anlagefonds.

Die dargelegten Ansichten verstehen sich als allgemeine Anhaltspunkte für die Einschätzungen von UBS Asset Management per Juni 2018. Die hierin enthaltenen Informationen sind nicht als Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, einer bestimmten Strategie oder einem bestimmten Fonds zu verstehen. Die Kommentare betreffen die makroökonomische Ebene und stehen in keinem Bezug zu Anlagestrategien, Produkten oder Fonds, die von UBS Asset Management angeboten werden. Die hierin enthaltenen Informationen stellen kein Anlageresearch dar und wurden nicht gemäss den Anforderungen einer bestimmten Gerichtsbarkeit erstellt, welche die Unabhängigkeit des Anlageresearch fördern sollen, und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageresearch. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen wurden auf der Grundlage von Informationen aus Quellen zusammengestellt bzw. extrapoliert, die als zuverlässig erachtet werden und in gutem Glauben erstellt wurden. Alle diese Informationen und Meinungen können sich jederzeit ändern. Auch wenn deren Richtigkeit mit entsprechender Sorgfalt sichergestellt wurde, wird für Fehler oder Auslassungen keine Haftung übernommen. Einige Kommentare in diesem Dokument basieren auf aktuellen Erwartungen und gelten als «zukunftsgerichtete Aussagen». Tatsächliche künftige Ergebnisse können jedoch von den Erwartungen abweichen. Die dargelegten Meinungen entsprechen dem besten Urteil von UBS Asset Management zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments, und jegliche Verpflichtung zur Aktualisierung oder Änderung zukunftsgerichteter Aussagen infolge neuer Informationen, künftiger Ereignisse oder sonstiger Umstände wird abgelehnt. Darüber hinaus zielen diese Einschätzungen nicht darauf ab, die künftige Wertentwicklung eines bestimmten Wertpapiers, einer Anlageklasse oder eines Markts allgemein vorwegzunehmen oder zu garantieren. Ausserdem sollen sie nicht die künftige Wertentwicklung eines Depotkontos, Portfolios oder Fonds von UBS Asset Management vorhersagen.

### EMEA

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen wurden auf der Grundlage von Informationen aus Quellen zusammengestellt bzw. extrapoliert, die als zuverlässig erachtet werden und in gutem Glauben erstellt wurden; es wird jedoch keine Garantie für ihre Genauigkeit übernommen. Des Weiteren handelt es sich nicht um eine vollständige Darstellung oder Zusammenfassung der Wertpapiere, Märkte oder Entwicklungen, auf die in diesem Dokument Bezug genommen wird. UBS AG und/oder andere Mitglieder der UBS Group können Positionen in den in diesem Dokument erwähnten Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten halten und diese kaufen und/oder verkaufen.

Investitionen in ein Produkt sollten nur nach gründlichem Studium des aktuellen Prospekts erfolgen. Anteile der erwähnten UBS Fonds können in verschiedenen Gerichtsbarkeiten oder für gewisse Anlegergruppen für den Verkauf ungeeignet oder unzulässig sein und dürfen innerhalb der USA weder angeboten noch verkauft oder ausgeliefert werden. Die genannten Informationen sind weder als Angebot noch als Aufforderung zum Kauf bzw. Verkauf irgendwelcher Wertpapiere oder verwandter Finanzinstrumente zu verstehen. Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Die dargestellte Performance lässt allfällige bei Zeichnung und Rücknahme von Anteilen erhobene Kommissionen und Kosten unberücksichtigt. Kommissionen und Kosten wirken sich nachteilig auf die Performance aus. Sollte die Währung eines Finanzprodukts oder einer Finanzdienstleistung nicht mit Ihrer Referenzwährung übereinstimmen, kann sich die Rendite aufgrund von Währungsschwankungen erhöhen oder verringern. Diese Informationen berücksichtigen weder die spezifischen oder künftigen Anlageziele noch die steuerliche oder finanzielle Lage oder die individuellen Bedürfnisse des einzelnen Empfängers.

Die Angaben in diesem Dokument werden von UBS ohne jegliche Garantie oder Zusicherung zur Verfügung gestellt, dienen ausschliesslich zu Informationszwecken und sind lediglich zum persönlichen Gebrauch des Empfängers bestimmt. Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Erlaubnis von UBS AG weder reproduziert noch weiterverteilt noch neu aufgelegt werden.

Dieses Dokument enthält «zukunftsgerichtete Aussagen», die unter anderem, aber nicht nur, auch Aussagen über unsere künftige Geschäftsentwicklung beinhalten. Während diese zukunftsgerichteten Aussagen unsere Einschätzung und unsere Geschäftserwartungen ausdrücken, können verschiedene Risiken, Unsicherheiten und andere wichtige Faktoren dazu führen, dass sich die tatsächlichen Entwicklungen und Resultate deutlich von unseren Erwartungen unterscheiden.

### Grossbritannien

In Grossbritannien herausgegeben von UBS Asset Management (UK) Ltd. Zugelassen und reguliert von der Financial Conduct Authority.

### APAC

Dieses Dokument und sein Inhalt wurden von keiner Aufsichts- oder anderen zuständigen Behörde in der APAC-Region geprüft oder bei diesen eingereicht oder registriert. Dieses Dokument dient ausschliesslich Informationszwecken und versteht sich weder direkt noch indirekt als Angebot oder Aufforderung an die Öffentlichkeit, Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen. Dieses Dokument ist für die beschränkte Verbreitung bestimmt, soweit dies nach den geltenden Gesetzen in Ihrer Gerichtsbarkeit zulässig ist. Es werden keine Zusicherungen gemacht, dass die Empfänger dieses Dokuments die notwendigen Voraussetzungen für den Erwerb von Beteiligungen an Wertpapieren gemäss den Gesetzen Ihrer Gerichtsbarkeit erfüllen.

Die Nutzung, Vervielfältigung, Weitergabe oder Neuauflage beliebiger Teile dieses Dokuments ist ohne vorherige schriftliche Genehmigung von UBS Asset Management verboten. Aussagen zu der angestrebten Anlageperformance, den Risiko- und/oder Renditezielen stellen keine Zusicherung oder Garantie dar, dass solche Ziele oder Erwartungen erreicht oder Risiken vollständig offengelegt werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen basieren auf Informationen aus Quellen, die als zuverlässig erachtet werden und in gutem Glauben erstellt wurden; für falsche Angaben, Irrtümer oder Auslassungen wird jedoch keine Haftung übernommen. Alle diese Informationen und Meinungen können sich jederzeit ändern. Einige Kommentare in diesem Dokument basieren auf aktuellen Erwartungen und gelten als «zukunftsgerichtete Aussagen». Tatsächliche künftige Ergebnisse können von den Erwartungen abweichen, und es können künftig unvorhergesehene Risiken oder Ereignisse eintreten. Die dargelegten Meinungen entsprechen dem Urteil von UBS Asset Management zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments, und jegliche Verpflichtung zur Aktualisierung oder Änderung zukunftsgerichteter Aussagen infolge neuer Informationen, künftiger Ereignisse oder sonstiger Umstände wird abgelehnt.

Sie sollten die Inhalte dieses Dokuments mit Vorsicht zur Kenntnis nehmen. Die Informationen in diesem Dokument stellen keine Beratung dar und berücksichtigen weder Ihre Anlageziele noch Ihre rechtliche, finanzielle oder steuerliche Lage oder Ihre speziellen Bedürfnisse in anderer Hinsicht. Anleger sollten sich bewusst sein, dass die Wertentwicklung einer Anlage in der Vergangenheit kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung ist. Das Gewinnpotenzial geht mit der Möglichkeit von Verlusten einher. Wenn Sie Zweifel in Bezug auf den Inhalt dieses Dokuments hegen, sollten Sie unabhängige professionelle Beratung einholen.

### Australien

Dieses Dokument wird von UBS Asset Management (Australia) Ltd., ABN 31 003 146 290 und AFS License No. 222605 bereitgestellt.

Quelle für alle Daten und Grafiken (sofern nicht anders angegeben): UBS Asset Management

Das Schlüsselsymbol und UBS gehören zu den geschützten und ungeschützten Marken von UBS.



[www.ubs.com/am-linkedin](https://www.ubs.com/am-linkedin)