

# Panorama

Marketingmaterial  
Nur für professionelle / qualifizierte /  
institutionelle Kunden und Anleger

Investieren im Jahr 2019 | UBS Asset Management



## Auf Kurs in volatilen Märkten

06 | Das  
Gesamtbild

12 | Wesentliche  
Anlage-  
einschätzungen

17 | Blick auf die  
Investment-  
landschaft

In dieser Ausgabe von Panorama bewerten unsere führenden Experten für Anlageklassen und Vermögensallokation die möglichen Herausforderungen und Gelegenheiten, die sich Investoren im kommenden Jahr bieten.

Die folgenden Seiten enthalten unterschiedliche Standpunkte aus der ganzen Breite und Tiefe unserer globalen Kompetenz, die Ihnen bei der Bewältigung Ihrer Anlageherausforderungen helfen sollen.

Weitere Inhalte und frühere Ausgaben von Panorama, darunter «Halbjahresausblick 2018: Chancen in einem Zyklus, der sich dem Höhepunkt nähert», finden Sie online unter [ubs.com/panorama](http://ubs.com/panorama).



# Inhalt

## 3 Vorwort: Stürmische Zeiten

## 6 Das Gesamtbild: Ausblick auf die Weltwirtschaft wirtschaft und die taktische Vermögensallokation

## 12 Wesentliche Anlageeinschätzungen

12 Traditionelle Anlageklassen

14 Multi-Manager Hedge Funds

## 17 Blick auf die Investmentlandschaft

18 Aktien China: Verbesserte Aussichten

20 Aktien Schwellenländer: Im langfristigen Aufwärtstrend

22 Aktien Europa: Fokus auf Fundamentaldaten

24 Anleihen: Die Macht der Erträge

26 Anleihen Schwellenländer: Volatilität schafft  
Gelegenheiten

28 Single Manager Hedge Funds: Wertvolle Trades

30 Immobilien, Infrastruktur und Private Equity:  
Alternative Anlagen bleiben belastbar

32 Systematische und Indexanlagen: Die Zeiten ändern sich

36 Nachhaltige und wirkungsorientierte Investitionen:  
Die Bedeutung der Verantwortung

38 Strategische Vermögensallokation: Ein neues Paradigma?

## 42 Die Autoren

### Hinweise zu dieser Publikation

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

### Chefredaktion

Claire Evans und Dan Heron

### Redaktion

Sarah Gill und Beth Roberts

### Design

UBS Asset Management  
Creative Studio, New York

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



**Suni Harford**  
Head of Investments

# Stürmische Zeiten

Die zweistelligen Kursverluste globaler Aktien im Oktober haben Investoren, sofern dies noch nötig war, den überzeugenden Beweis geliefert, dass sie auf dem Weg ins Jahr 2019 vor weltweiten Herausforderungen stehen, die sowohl zahlreicher als auch signifikanter werden. Der fortgeschrittene Zyklus, geringere geldpolitische Unterstützung, höhere Aktienvolatilität, Handelskonflikte, Brexit, politische Risiken in Europa und steigende Anleiherenditen bedrohen Risikoanlagen in unterschiedlichem Ausmaß.

Aus unserer Sicht sollten echt diversifizierte Risikoprämien weiterhin das Fundament eines Anlageportfolios bilden.

Nehmen wir noch die Wahrnehmung einer erhöhten Anfälligkeit der Schwellenländer für desynchronisierte und sich abschwächende globale Wachstumstreiber, steigende US-Refinanzierungskosten und einen stärkeren US-Dollar (USD) hinzu – und Investoren scheinen vor einem echten Dilemma zu stehen.

Wie sollten sich Investoren angesichts dieser Herausforderungen dem kommenden Jahr nähern? In der Panorama-Ausgabe zur Jahresmitte haben wir die Auffassung vertreten, dass Investoren anders denken, ihr Risikobudget präziser verteilen und härter für risikoadjustierte Renditen arbeiten müssen, als sie es in der Zeit nach der Finanzkrise überwiegend getan haben. Sechs Monate später hat sich an dieser Sichtweise nichts geändert.

Nach wie vor sollten aus unserer Sicht echt diversifizierte Risikoprämien weiterhin das Fundament eines Anlageportfolios bilden. Wie Ryan Primmer, Head of Investment Solutions, in unserem makroökonomischen Ausblick betont, sprechen ein globales Nachfragewachstum über dem Trend, stabile Unternehmensgewinne und attraktivere Bewertungen weiterhin für positive Renditen mit globalen Aktien im Jahr 2019. Unserer Ansicht nach ist dies noch nicht das Ende des Aktien-Bullenmarkts. Auf risikoadjustierter Basis dürften die globalen Aktienrenditen allerdings von anhaltend hoher Volatilität begrenzt werden – und vom verständlichen Zögern der Investoren, Höchstbewertungen für Unternehmensgewinne zu zahlen, die ihren Höhepunkt erreicht haben könnten.

## Flexibilität und Beweglichkeit dürften wichtige Eigenschaften sein, wenn Gelegenheiten und Verwerfungen am Markt innerhalb und zwischen den Anlageklassen aufkommen und wieder verschwinden.

Wir möchten erneut darauf hinweisen, dass innerhalb der traditionellen Anlageklassen eine stärkere Renditestreuung zwischen einzelnen Wertpapieren im Aktien- und Anleihenuniversum mit einer erhöhten Volatilität einhergehen sollte. Damit befinden wir uns weiterhin in einer Umgebung, in der aktive Manager auf relativer Basis erfolgreich sein können. Flexibilität und Beweglichkeit dürften wichtige Eigenschaften sein, wenn Gelegenheiten und Verwerfungen am Markt innerhalb und zwischen den Anlageklassen aufkommen und wieder verschwinden. Wir setzen daher weiterhin einen Schwerpunkt auf betont konzentrierte und aktive Anlagestile.

Nach einem schwierigen Jahr 2018 dürften die Aussichten für Anlagen in Schwellenländern allgemein und insbesondere für chinesische Aktien 2019 und darüber hinaus ein zentrales Thema für Investoren bleiben. Die Einschätzungen unserer Teams für Schwellenländer-

aktien und -anleihen besagen im Wesentlichen, dass die langfristige fundamentale Schwellenländerstory intakt bleibt. Es ist uns bewusst, dass bestehende Schwierigkeiten kurzfristig zu anhaltender Volatilität bei Schwellenländer-Anlageklassen führen können – doch aus langfristiger Sicht erscheinen die aktuellen Einstiegsgelegenheiten für geduldige Investoren attraktiv. Nach Ansicht von Bin Shi, Head of China Equities, haben die Investoren weder die Schritte der chinesischen Behörden zur Unterstützung der Wirtschaft und der Aktienmärkte bereits ausreichend gewürdigt, noch haben sie anerkannt, dass China in den vergangenen Wochen wichtige Industriesektoren für Investitionen ausländischer Unternehmen geöffnet hat – ein Thema, das zuvor ein wesentlicher Streitpunkt mit den USA gewesen war.

Unserer Meinung nach gibt es im aktuellen Marktumfeld auch weiterhin starke Argumente für alternative Anlagen. Auf den Folgeseiten skizzieren wir den Ausblick für die Immobilien-, Private Equity- und Infrastrukturmärkte. Angesichts ihrer größeren Flexibilität und der Fähigkeit, das Marktbeta zu reduzieren und zu neutralisieren, sind selektive Hedge Fund-Investitionen eine logische Folge unserer Haltung, konzentrierte, aktive Long only-Mandate zu favorisieren. Bruce Amlicke, CIO of UBS UBS Hedge Fund Solutions, stellt das aus seiner Sicht potenziell sehr positive Umfeld für eine Reihe von Hedge Fund-Strategien dar.

Nach einem von Megadeals geprägten Jahr sehen wir wachsende Gelegenheiten im Bereich der Fusionsarbitrage. Unser Spezialistenteam weist auf Low Beta-Gelegenheiten für fähige Manager angesichts anhaltender geopolitischer und regulatorischer Unsicherheiten hin.

Neben breit gefächerten Einblicken zur mittelfristigen Anlage in traditionelle und alternative Anlageklassen beleuchtet diese Panorama-Ausgabe «Investieren im Jahr 2019» ein zunehmend wichtiges strukturelles Anlagethema: Nachhaltigkeit. Als ein weltweit führender Anbieter auf diesem Gebiet haben wir Nachhaltigkeitsfaktoren in unsere Anlageprozesse integriert, und zwar für alle Anlageklassen und bei aktiven wie

passiven Strategien. Wir möchten bei dieser Gelegenheit das Innovationspotential von regelbasierten, CO<sub>2</sub>-bewussten Aktienstrategien und, unabhängig davon, die zentrale Rolle von Verantwortungsbewusstsein und aktivem unternehmerischem Engagement für das Erreichen nachhaltiger Anlageziele hervorheben. Wie unser Team für nachhaltiges und wirkungsorientiertes Investieren deutlich macht, besteht eine erhebliche Schnittmenge zwischen langfristigen Performancetreibern von Unternehmen und Nachhaltigkeitsthemen, insbesondere auf dem Gebiet der unternehmerischen Verantwortung. Der Zusammenhang zwischen aktivem unternehmerischem Engagement und langfristigen finanziellen Kennzahlen ist aus unserer Sicht

kaum ein Zufall. Er dient auch zur rechtzeitigen Erinnerung an die Vorteile der Fokussierung auf langfristige Renditetreiber, selbst wenn kurz- und mittelfristige Herausforderungen für Risikoanlagen die Schlagzeilen dominieren.

Wir freuen uns darauf, die Partnerschaft mit unseren Kunden im kommenden Jahr fortzuführen.

Unserer Meinung nach gibt es im aktuellen Marktumfeld weiterhin starke Argumente für alternative Anlagen.

# Das Gesamtbild

## Ausblick auf die Weltwirtschaft und die taktische Vermögensallokation



**Evan Brown**  
Head of Macro  
Asset Allocation  
Strategy



**Dan Heron**  
Senior Investment  
Strategist



**Ryan Primmer**  
Head of Investment  
Solutions

Wir haben in der Panorama-Ausgabe zur Jahresmitte darauf hingewiesen, dass sich die Beschleunigung der globalen Volkswirtschaft abgeschwächt hat, während die Wachstumsraten der einzelnen Länder und Regionen stärker voneinander abweichen und weniger synchronisiert sind.

Diese Trends haben sich in den vergangenen Monaten weitgehend fortgesetzt, wobei die deutliche relative Stärke der USA die Sorgen der Anleger über die Verwundbarkeit von Schwellenländern mit hohen Leistungsbilanzdefiziten, die Erwartung schwächeren Wachstums in China angesichts verstärkter globaler Handelsspannungen und die Wachstumsprognosen für die Industrieländer außerhalb der USA vergrößert hat. Zugleich sind die geopolitischen Risiken in Europa angesichts einer italienischen Regierung, die bei den Haushaltsausgaben auf Kollisionskurs mit den europäischen Behörden geht, und des noch ungewissen Ausgangs der Brexit-Verhandlungen wieder in den Vordergrund gerückt und sollten beim Übergang ins Jahr 2019 auf hohem Niveau bleiben.

Höhere Handelszölle, steigende Anleiherenditen, politische Unsicherheiten und

höhere geopolitische Risiken führen verständlicherweise zu Sorgen über das globale BIP im Jahr 2019. Doch solange sich die Erwartungen auf einem dieser Felder nicht dramatisch verändern, sollten die Folgen insgesamt moderat bleiben. Das globale Wachstum dürfte daher 2019 zumindest in der ersten Jahreshälfte relativ stabil bleiben und deutlich über dem langfristigen Trendwachstum verlaufen. Tatsächlich sehen wir für Anfang 2019 die Möglichkeit einer teilweisen Resynchronisierung der globalen Wachstumstreiber, wenn die jüngsten Anreize in China auf die Nachfrage durchschlagen und die Wirkung der Konjunkturmaßnahmen in den USA nachzulassen beginnt.

In den USA hebt die Notenbank (Fed) die kurzfristigen Zinssätze an, tut dies jedoch recht langsam und datenabhängig. Der reale Leitzins bleibt im historischen



Vergleich sehr niedrig. Die Finanzierungsbedingungen in den USA erscheinen daher insgesamt keineswegs restriktiv, sondern weiterhin wachstumsfördernd. Der Konsum wird weiterhin von sehr starken Arbeitsmärkten, beschleunigtem Lohnwachstum und einer vernünftigen Sparquote, die fallen kann, ohne übermäßige Besorgnis hervorzurufen, gestützt. Die soliden Kapitalinvestitionen sollten durch steigende Gewinne und die jüngsten Steueranreize weiter vorangetrieben werden. Die Breite der Nachfrage weist darauf hin, dass der Zyklus langlebiger sein könnte, als viele Volkswirte derzeit annehmen, auch wenn sich das zuletzt gesehene Wachstumstempo mit nachlassenden fiskalpolitischen Anreizen im Jahr 2019 abschwächt.

Außerhalb der USA verfolgen die Europäische Zentralbank und die Bank of Japan weiterhin eindeutig eine die Nachfrage belebende Geldpolitik. Die Wirtschaftsdaten aus beiden Regionen waren im bisherigen Jahresverlauf enttäuschend. Wir sehen für beide Regionen das Potenzial, später im kommenden Jahr wieder Fahrt aufzunehmen – vor allem aufgrund von Konsumwachstum bei steigenden Löhnen. In Japan scheint nach

## Das globale Wachstum dürfte daher 2019 zumindest in der ersten Jahreshälfte relativ stabil bleiben und deutlich über dem langfristigen Trendwachstum verlaufen.

der Wiederwahl von Ministerpräsident Abe als Parteivorsitzender eine Fortsetzung der «Abenomics» mit Unterstützung der Wirtschaft durch Strukturreformen, lockere Geldpolitik und Konjunkturmaßnahmen zum Ausgleich der für Oktober 2019 geplanten Mehrwertsteuererhöhung wahrscheinlich.

In Europa erscheint das Konsumwachstum durch starke Arbeitsmärkte relativ gut unterstützt zu sein. Wir sehen Raum für (von einer niedrigen Basis aus) wachsende Investitionsausgaben und betrachten die anhaltende politische Unsicherheit in Italien, einen harten Brexit und einen verlangsamten Welthandel als Hauptgefahren für das Wachstum. Die Wahlen zum Europäischen Parlament dürften wichtige Erkenntnisse über den Aufstieg populistischer Parteien bringen.

Die Rücknahme der geldpolitischen Notmaßnahmen in beiden Regionen, von der wir bereits annahmen, dass sie nur schrittweise erfolgen würde, könnte sich jetzt über einen noch längeren Zeitraum hinziehen.

Die Schwellenländer bieten nach wie vor ein sehr uneinheitliches Bild. Unserer Ansicht nach ist die strukturelle Demografiestory keineswegs beendet. Sie stützt weiterhin ein langfristiges Wachstumspotenzial, das erheblich über dem der Industrieländer liegt. Angesichts verbesserter Fundamentaldaten seit dem «Taper Tantrum» 2013 halten wir Befürchtungen für überzogen, es könnte, ausgelöst durch die kräftige Abwertung der türkischen Lira im August, zu einer Schwellenländerkrise auf breiter Front kommen.



Ungeachtet dessen stellen ein stärkerer USD, höhere USD-Finanzierungskosten und ein verlangsamer Welthandel wesentliche kurz- bis mittelfristige Hindernisse für die Entwicklung der Schwellenländer dar – insbesondere in Ländern mit signifikanten Leistungsbilanzdefiziten, externem Finanzierungsbedarf und begrenzten Devisenreserven wie Argentinien, Kolumbien und Südafrika. Eine straffere US-Geldpolitik und ein stärkerer USD zwingen zudem einige Schwellenländer-Notenbanken zu einer schwierigen Entscheidung – die Geldpolitik in Einklang mit den USA zu straffen oder eine Schwächung der Währung und höhere Inflation durch steigende Importkosten zuzulassen. Für asiatische Volkswirtschaften gab es zusätzliche Wachstumshemmnisse in Form höherer Ölpreise und erheblicher Abhängigkeit von der verlangsamt chinesisches Wirtschaft.

Die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt liefert aktuell enttäuschende Daten, während die chinesischen Behörden in ihrem Kampf gegen Umweltverschmutzung, Überschusskapazitäten, hohe Verschuldungsgrade, ineffiziente Kapital-

allokation und Risiken im Finanzsektor unvermindert voranschreiten. Die Behörden in China haben auf die hieraus entstandenen Wachstumsrisiken aber auch mit einer ganzen Reihe von Maßnahmen auf fiskal-, geld- und ordnungspolitischem Gebiet reagiert.

Dieser ausgewogenere Politikansatz ist ein starker Beleg dafür, dass China aus den politischen Fehlern der Vergangenheit gelernt hat und in der Lage ist, die fraglos schwierige Balance zwischen kurzfristigem Wachstum und langfristiger Finanzstabilität herzustellen. Auch wenn China vermutlich weitere Maßnahmen zur Unterstützung der Nachfrage treffen

**Wir glauben, dass die Kerninflation 2019 weltweit leicht ansteigen dürfte.**

wird, erwarten wir doch nicht, dass die Behörden auf ineffiziente reflationäre Anreize zurückgreifen werden, wie sie zumindest teilweise die konjunkturellen Berg-und-Tal-Fahrten der Vergangenheit ausgelöst haben.

Wir glauben, dass die Kerninflation 2019 mit den USA als Schrittmacher weltweit leicht ansteigen dürfte, da sich Produktionslücken schließen, höhere Ölpreise und andere Investitionskosten an die Verbraucher weitergegeben werden und die Löhne in den Industrieländern steigen. Weiterhin drohen weltweit steigende Preise durch ökonomischen Nationalismus, Deglobalisierung und Protektionismus.

Angesichts struktureller deflationärer Kräfte erwarten wir jedoch keinen dramatischen Anstieg der Inflation. Wir gehen davon aus, dass technische Fortschritte, der weitere Aufstieg des elektronischen Handels mit der damit verbundenen Preistransparenz, alternde Gesellschaften und niedrige neutrale Zinssätze in den Industrieländern auch weiterhin den Anstieg der nominalen Anleiherenditen und der Inflation begrenzen.



## Vor diesem Hintergrund eines überdurchschnittlichen weltweiten Wachstums und allgemein verhaltener Inflationsrisiken sehen wir globale Aktien bis ins Jahr 2019 hinein positiv.

Vor diesem Hintergrund eines überdurchschnittlichen weltweiten Wachstums und allgemein verhaltener Inflationsrisiken sehen wir globale Aktien bis ins Jahr 2019 hinein positiv. Aktuelle Befürchtungen hinsichtlich einer strafferen US-Geldpolitik und steigender US-Anleiherenditen halten wir für übertrieben. In der Vergangenheit hatten die Aktienmärkte zu kämpfen, wenn sich die realen Renditen 10-jähriger US-Treasuries dem realen BIP annäherten. Von diesem Punkt sind wir noch ein ganzes Stück entfernt. Angesichts der Tatsache, dass globale Aktien nach traditionellen, ertragsbasierten Bewertungsmaßstäben insgesamt unterdurchschnittlich bewertet sind – und im Vergleich zu Staats- und hochwertigen Unternehmensanleihen attraktiv erscheinen –, bleiben wir zuversichtlich, dass der Aktien-Bullenmarkt noch weiter laufen wird. Dennoch dürften die Aktienrenditen auf risiko-adjustierter Basis schwächer ausfallen. Mit voranschreitendem Zyklus erweitert sich die Spanne möglicher Wachstums-, Inflations- und Zinsentwicklungen.

Wir erwarten, dass diese wachsende Unsicherheit zu einem Anstieg der Gesamtvolatilität in allen Anlageklassen

führen wird. Weitere mögliche Inflations-treiber sind die anhaltende USD-Stärke und die allmähliche Rücknahme von Notenbankliquidität. Schließlich dürften wachsende geopolitische Risiken wie Handelsprotektionismus, der Brexit und der aktuelle Streit um Italiens Haushalt die weltweiten Märkte weiter beeinflussen und zu einer höheren Volatilität von Risikoanlagen führen. Einige dieser Probleme könnten relativ rasch gelöst werden, doch weist das allgemeine Aufkommen eines ökonomischen Nationalismus aus unserer Sicht auf strukturelle Trends hin, die in nächster Zeit kaum abklingen dürften.

Aus regionaler Sicht scheinen die US-Aktienmärkte im internationalen Ver-

gleich teuer zu sein. Sie werden jedoch von hohen Unternehmensgewinnen und einem starken Konjunkturausblick unterstützt. Wegen ihrer geringeren Abhängigkeit vom Welthandel scheinen die USA auch weniger verwundbar durch höhere Zölle als andere Märkte. Ein Anstieg der M&A-Aktivitäten und weitere Kapitalrückgaben an die Aktionäre sollten in den kommenden Monaten ebenfalls wesentliche Stützpfiler für US-Aktien darstellen.

Die Schwellenländer erscheinen aus Bewertungssicht zunehmend attraktiv, und zwar im historischen wie im internationalen Vergleich. Kurzfristig stehen die Zeichen angesichts eines potenziell stärkeren USD und einer möglichen Aus-

## Ein Anstieg der M&A-Aktivitäten und weitere Kapitalrückgaben sollten in den kommenden Monaten ebenfalls wesentliche Stützpfiler für US-Aktien darstellen.

## Wir erwarten, dass 2019 den Investoren zahlreiche Gelegenheiten für die taktische Vermögensallokation bieten wird.

weitung des Handelskonfliktes allerdings auf Volatilität. Weiterhin nehmen wir gegenüber japanischen Aktien seit einigen Monaten eine konstruktivere Haltung ein.

Fortlaufende Strukturreformen unterstützen ein besseres Rating, während eine sich verstärkende Wirtschaftsdynamik zu einem künftigen Gewinnwachstum führen könnte, das höher ausfällt, als die Märkte aktuell einkalkulieren.

**Die Schwellenländer erscheinen aus Bewertungssicht zunehmend attraktiv, und zwar im historischen wie im internationalen Vergleich.**

Chinesische Aktien bleiben bei einer Ausweitung des aktuellen Handelskonfliktes mit den USA auf kurze Sicht anfällig. Nach den jüngsten Kursverlusten ist aber eine allmähliche Abschwächung der Konjunktur bereits eingepreist, und die chinesischen Behörden haben ihre Bereitschaft gezeigt, mit zusätzlicher Liquidität den laufenden ökonomischen Übergang zu erleichtern. Längerfristig betrachten wir die Liberalisierung der chinesischen Kapitalmärkte und das daraus folgende technische Angebot als kraftvollen Katalysator für steigende Preise. Die Aufnahme von chinesischen Onshore-Aktien und lokalen Anleihen in weitverbreitete globale Indizes stellt einen bedeutenden Meilenstein auf diesem Weg dar.

Wir bleiben untergewichtet in Nominalanleihen staatlicher Emittenten, nehmen aber bei US-Treasuries eine neutrale Position ein. Wir glauben, dass Treasuries eine vergleichsweise attraktive Rendite sowie Schutz bei einer möglichen Flucht in die Sicherheit bieten. Die Ausfall-

quoten bei US-Hochzinsanleihen sind nach historischen Maßstäben sehr niedrig, und dies sollte vor dem recht positiven ökonomischen Hintergrund auch so bleiben. Dennoch sind wir vom Rendite-Risiko-Verhältnis nicht hinreichend überzeugt und betrachten eine Untergewichtung von Hochzinsanleihen im Portfoliokontext als wirkungsvolle Absicherung für unser Übergewicht in globalen Aktien. An anderer Stelle im Kreditbereich nähern sich die realen Renditen der Schwellenländer historischen Höchstständen und erscheinen attraktiv für Investoren mit langem Zeithorizont. Doch wie am Aktienmarkt dürfte auch hier die kurzfristige Entwicklung holprig sein.

Da mehrere starke, übergreifende makroökonomische Themen die Märkte vorantreiben, erwarten wir, dass 2019 den Investoren zahlreiche Gelegenheiten für die taktische Vermögensallokation bieten wird.



# Wesentliche Anlageeinschätzungen

Veränderte Allokationen Q2 2018 – Q4 2018

## Traditionelle Anlageklassen

**Evan Brown**, Head of Macro Asset Allocation Strategy, **Dan Heron**, Senior Investment Strategist und **Ryan Primmer**, Head of Investment Solutions

In den vergangenen sechs Monaten ist unsere übergreifende Einschätzung des taktischen Ausblicks für die wichtigsten Risikoprämien weitgehend unverändert geblieben. Vor dem Hintergrund eines sich abschwächenden, aber noch über dem Trend verlaufenden globalen Wachstums und generell hoher Unternehmensgewinne behalten wir unsere positive Sicht auf globale Aktien insgesamt bei. Angesichts des allmählich steigenden Inflationsdrucks bleiben wir zugleich bei unserer negativen Einschätzung der Duration in den Industrieländern.

Innerhalb der wichtigsten Anlageklassen fielen die Veränderungen der bevorzugten Länder oder Regionen eher dezent als signifikant aus. Im Aktienbereich ist die Herabstufung von Aktien aus dem Euroraum auf neutral die größte Veränderung. Sie sind zwar attraktiv bewertet, doch wir glauben, dass die Rückkehr erheblicher geopolitischer Risiken in Form des Brexit und der populistischen Regierung Italiens das Aufwärtspotenzial kurzfristig begrenzen dürften.

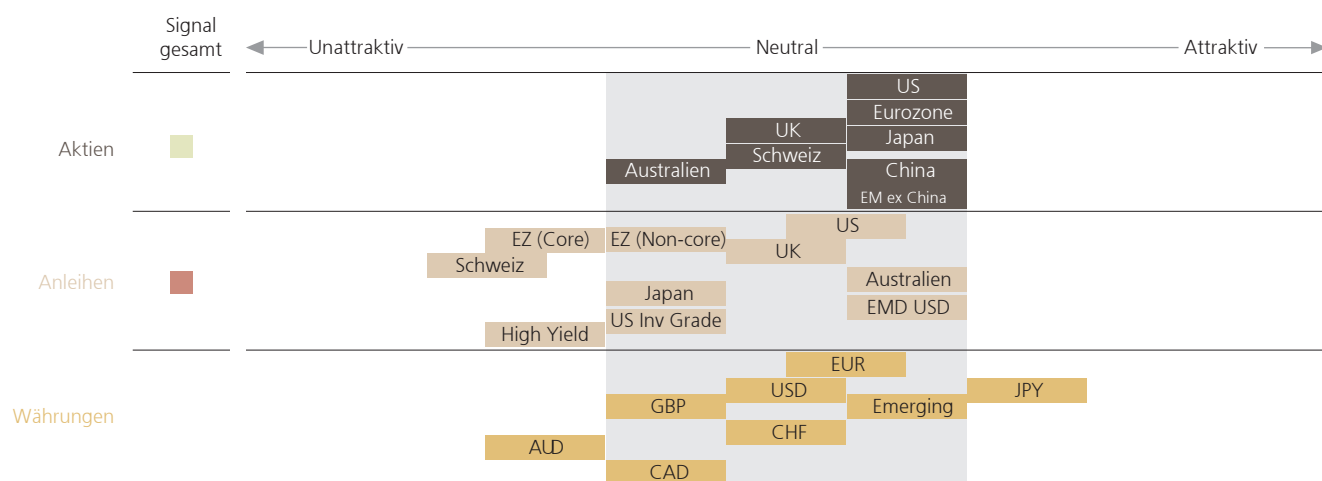
Im Festzinsbereich haben wir unser Universum um eine eigenständige Position in einer Anlageklasse erweitert, die im Laufe des Jahre 2019 zunehmend in den Mittelpunkt rücken dürfte: chinesische Anleihen.

Unbemerkt von vielen institutionellen Investoren hat sich der chinesische Rentenmarkt schon zum weltweit drittgrößten Markt für Festzinsanlagen entwickelt – und er wird bald der zweitgrößte sein. Seine Vorteile sind offensichtlich. Chinesische Anleihen weisen die höchste Nominalverzinsung der zehn größten Festzinsmärkte auf und haben zugleich über die letzten fünf und zehn Jahre die höchsten risikoadjustierten Renditen in dieser Gruppe erzielt. Das verlangsamte Wirtschaftswachstum und die Aufnahme chinesischer Lokalanleihen in eine Reihe bedeutender globaler Indizes 2019 sollten im nächsten Jahr die Nachfrage weiter steigen und die Renditen sinken lassen.

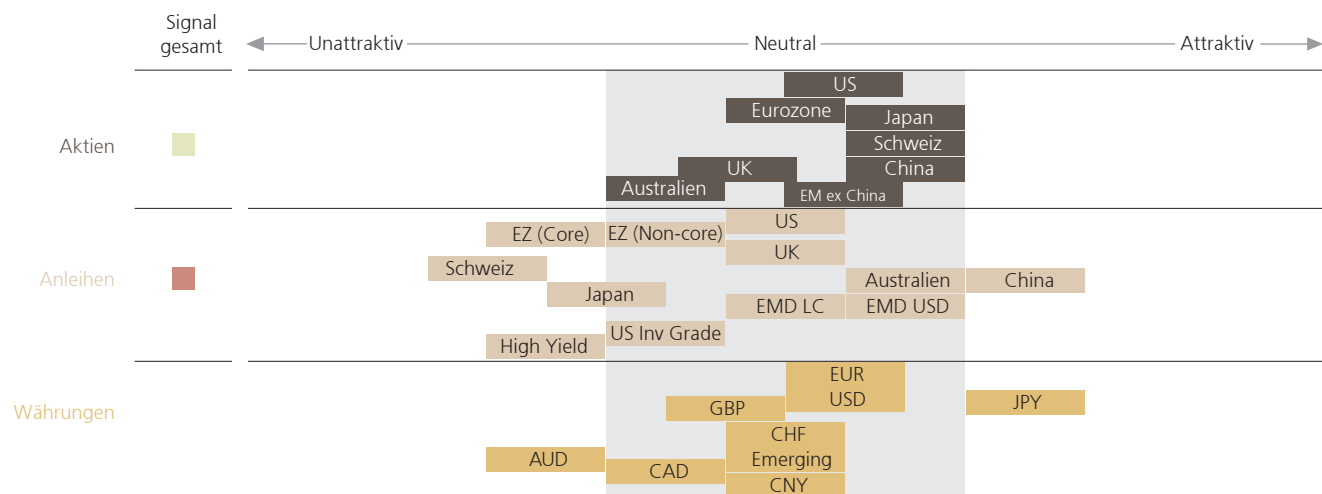
An den Währungsmärkten erwarten wir, dass im Jahresverlauf 2019 Kapital aus den USA in frühzyklische Volkswirtschaften fließen wird, vor allem, wenn der USD auf real handelsgewichteter Basis eher teuer bleibt. Darüber hinaus sehen wir die Bewertung des japanischen Yen (JPY) – der im größeren Portfoliokontext auch attraktive defensive Eigenschaften als «Risk off»-Währung aufweist – weiterhin stark unterstützt.

Signal gesamt = Positiv Negativ

### Traditionelle Anlageklassen und Währungen – Stand 30. Juni 2018<sup>1</sup>



### Traditionelle Anlageklassen und Währungen – Stand 31. Oktober 2018<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Quelle: Asset Allocation & Currency-Team von UBS Asset Management, per 30. Juni 2018 bzw. 31. Oktober 2018. Die Einschätzungen basieren auf einem Anlagehorizont von 12 bis 18 Monaten, spiegeln nicht unbedingt die tatsächliche Portfoliopositionierung wider und können sich ändern.

## Multi-Manager Hedge Funds

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

Wir haben früher bereits darauf hingewiesen, dass wir die Investmentlandschaft angesichts der geldpolitischen Straffung und der geopolitischen Situation trotz einer lebhaften US-Wirtschaft mit Vorsicht betrachten. Die jüngste Marktvolatilität hat unsere Sorge, dass sich der ökonomische Zyklus in den späteren Phasen seiner Produktivität befindet, teilweise bestätigt. Hinzu kommt: Nachdem wir zu einem früheren Zeitpunkt im Jahr noch gehofft hatten, geopolitische Probleme (Brexit, Handelskriege usw.) würden sich ausräumen lassen, scheinen diese Themen die Investoren bis ins Jahr 2019 hinein zu beschäftigen.

Unabhängig von der Sichtweise der Investoren haben die Märkte verstärkt technisches Verhalten im Bereich von Crowded Trades und Liquidität gezeigt. Wir beobachten solche Entwicklungen weiterhin, zuletzt Anfang Oktober 2018 in Form eines weiteren systematischen Risikoabbaus im gesamten Hedge Fund-Universum, als Quantitative Futures-Strategien und Risikoparitätsfonds ihr Netto-Aktienexposure reduzierten. Während die Abverkäufe technischer Natur waren, warten die Marktteilnehmer auf fundamentale Nachrichten über Unternehmensgewinne und volkswirtschaftliche Daten, in der Hoffnung, die früher im Konjunkturzyklus entstandenen Trends wieder aufzunehmen.

Trotz dieser technischen Hintergründe bleibt das ökonomische Gesamtbild gut. Vielleicht zum ersten Mal denken die Märkte darüber nach, ob die Konjunktur in einigen Bereichen zu stark sein könnte. Die US-Märkte erleben eine Kombination von starken Fundamentaldaten, stabiler Beschäftigung (die Zahl der Stellenangebote übertrifft jetzt die der Erwerbslosen) und einer unterstützenden Steuerpolitik – alles Dinge, die theoretisch inflationsfördernd wirken sollten. Jüngste Aussagen der Fed weisen darauf hin, dass der abschließende FOMC-Zinssatz höher sein könnte als die weithin diskutierten 2,75 bis 3 Prozent. Das hat die Denkweise der Investoren verändert – und die Märkte höhere Zinserwartungen einpreisen lassen. Diese neue Bepreisung verschafft uns in Verbindung mit der nachlassenden Wirkung der Fiskalpolitik im Jahr 2019 eine Atempause, um die Marktaussichten neu zu bewerten.

Auch wenn sie nicht so robust ausfallen wie in den USA, erscheinen die ökonomischen Daten aus Europa und Asien weiterhin relativ belastbar. Die gestiegene Unsicherheit zeigt sich dennoch bei europäischen und asiatischen Hedge Funds, die ihre Netto-Exposures im Vergleich zu früher im Jahr 2018 erheblich reduziert haben, in einigen Fällen bis auf historische Tiefststände. Zölle und Handelskriegrhetorik gegen China haben die Divergenz zwischen den USA und Asien verschärft, und in Europa bleibt ein Stimmungsüberhang aus dem Brexit und Italiens Haushaltsvorschlägen. Gleichwohl wird die EZB, wenn das Wachstum dies zulässt, nach Gelegenheiten zur Normalisierung der Geldpolitik suchen, was unsere Bedenken in Bezug auf Liquidität und Markttechnik noch verstärken würde.

Mit der weiteren Anpassung der Marktbedingungen an diese neuen «spätzyklischen» Datenpunkte erwarten wir, dass Anlageklassen neu bewertet und neue Kapitalflüsse ausgelöst werden. Solche Entwicklungen sprechen dann für einen vorteilhaften Zukunftsausblick bei Hedge Fund-Anlagen. Ohne Zweifel werden sich die Marktvolatilität und die Neubewertung von Risiken unterschiedlich auf verschiedene Strategien und Regionen auswirken. Wir freuen uns auf künftige Gelegenheiten und auf die Renditestreuung, die das Hedge Fund-Universum an den Märkten vorfinden wird.

Bei Equity Hedged-Strategien haben wir seit Jahresbeginn insgesamt ein nachhaltiges Momentum für Long-Positionen in Growth-Aktien und insbesondere im Bereich Technologie beobachtet, auch wenn sich dieser Trend durch die Sektorrotation Anfang Oktober teilweise umgekehrt hat. In den vergangenen Quartalen haben wir uns bereits mit Low Beta-Strategien, taktischen Managern und ausgewählten Sektorspezialisten positioniert. Da die Manager ihre Exposures und Positionen aktiv anpassen, werden wir das aktuelle Profil unserer Teilstrategie wohl beibehalten. In Asien, wohin wir zur Vermeidung von Crowded Trades in den USA einen Teil unserer Investitionen verschoben haben, konnten die Manager Alpha generieren, während sie zugleich angesichts des Aufkommens negativer Stimmungen ihr Netto- und Brutto-Exposure beträchtlich

reduziert haben. Vorausschauend glauben wir, dass Manager mit Asienfokus gut gerüstet für eine überdurchschnittliche Performance sein könnten, wenn sich die Nachrichtenlage stabilisiert.

Auf der Kredit-/Ertragsseite nehmen wir weiterhin zielorientierte Allokationen vor. Generell sind die Risikoprämien im Kreditbereich perfekt bepreist; daher vermeiden wir nach wie vor ein breites Engagement im Unternehmensbereich. Der US-Immobilienmarkt ist geteilt, vergleichbar dem Arbeitsmarkt; das Angebot an preiswerteren Wohnungen ist knapp, und die Preise sind gut unterstützt, während das obere Marktsegment unter Druck gerät. Wir favorisieren weiterhin durch Wohnimmobilien-Hypotheken gesicherte Wertpapiere (Residential Mortgage Backed Securities), bleiben dabei aber notwendigerweise zielgerichtet und vorsichtig. Nicht zuletzt stützen diese Marktbedingungen unsere positive Sicht auf die unkorrelierte Rückversicherungsstrategie, in der wir uns, wenngleich in geringerem Umfang, für ein weiteres Jahr engagieren wollen.

Relative Value-Strategien würden von einer anziehenden Volatilität am meisten profitieren. Obwohl sich die Renditen im Sommer ruhiger entwickelt haben und zunehmend Kapital in den Bereich fließt, werden wir unsere Allokation in Fixed Income Relative Value (FIRV) weitgehend beibehalten, da wir eine höhere Volatilität am Zinsmarkt und Verwerfungen durch Notenbankaktivitäten erwarten. Im Bereich Fusionsarbitrage ist unser Optimismus nach einigen politisch gescheiterten Transaktionen sowie angesichts engerer Renditespannen und geo- bzw. innenpolitischer Unsicherheiten leicht zurückgegangen. Wir glauben, dass künftig eine kleinere Anzahl komplexer Transaktionen weiterhin Gelegenheiten bietet wird. Wir behalten unsere Investitionen in erstklassigen Fusionsarbitrage-Managern bei, werden aber unser Engagement mit Blick auf Veränderungen der Marktvolatilität und der Deal Spreads aktiv anpassen.

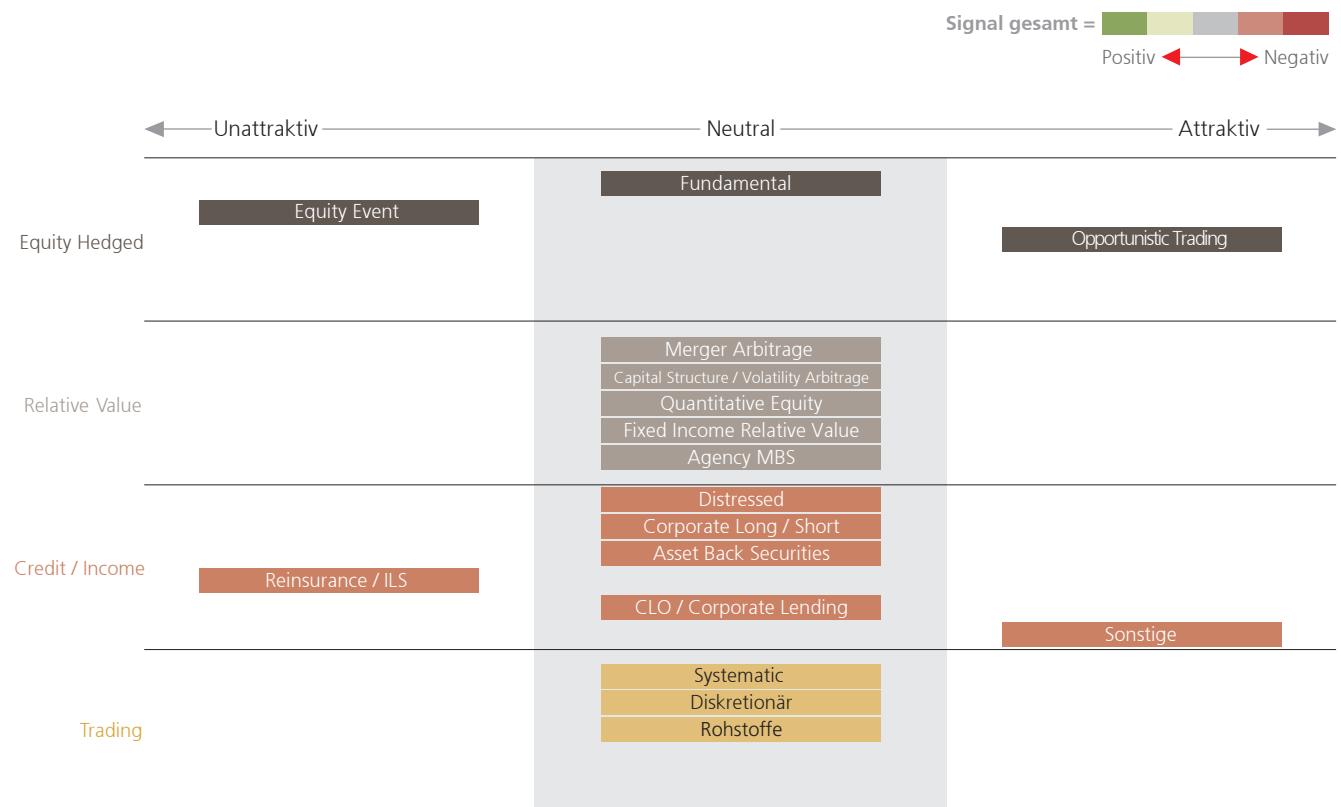
Weiterhin könnten wir uns verstärkt in Trading Funds engagieren, um die Diversifikationsvorteile der Strategie und den

möglichen Zuwachs an Long-Konvexität in unseren Portfolios zu nutzen. Allerdings teilen viele Händler die gleiche Markteinschätzung, und einige Portfolios setzen übereinstimmend auf reflationäre Tendenzen: Short-Positionen in US-Zinsen (und Zinsen anderer Industrieländer), häufig Long-Positionen am Aktienmarkt. Für Strategien mit Schwellenländer-Schwerpunkt gibt es nach zwei Quartalen des Risikoabbaus etwas klarere Argumente, auch wenn überwiegend long positionierte oder Beta-abhängige Ansätze im vierten Quartal weiter auf Schwierigkeiten treffen könnten. Somit bevorzugen wir taktische Manager mit Stärken in der Portfoliokonstruktion und dynamischem Risikomanagement.

In einem Jahr des harten Wettbewerbs um Alpha beobachten wir eine fortgesetzte Konsolidierung der Hedge Fund-Branche sowie eine fundamentale Divergenz zwischen erfolgreichen und erfolglosen Fonds. Wir glauben, dass diese Erscheinungen letzten Endes den großen Hedge Fund-Investoren wie Hedge Fund Solutions (HFS) und ihren Kunden zugute kommen werden. Die größten Manager verbessern ihre Angebote an einen begrenzten Pool von fähigen Anlageexperten, während kleinere Firmen aus dem Markt herausgespült werden. Dies gilt besonders für quantitative Aktienstrategien, die für ihren Rüstungswettbewerb große Research- und Datenteams benötigen, sowie für Relative Value- und Trading-Strategien im Festzinsbereich, wo die Handelsdesks der Banken in der Nach-Volcker-Ära keinen Eigenhandel tätigen dürfen und somit weniger erfahrene Händler hervorbringen. Erfreulicherweise scheinen viele Multi-Portfoliomanager-Aktienplattformen in der Lage zu sein, mit der Zeit eigene talentierte Analysten aufzubauen. Genau diese Firmen haben es sich angewöhnt, Kapital an ihre beteiligten Investoren zurückzugeben – seien es Gewinne im Jahresverlauf oder größere Summen, sei es auf anteilmäßiger Basis oder nicht –, um ihre begrenzten Kapazitäten beizubehalten und die Renditen zu steigern. Dies wirkt sich auch günstig auf das Kapital ihrer Partner aus.

## Multi-Manager Hedge Funds – Fortsetzung

### Hedge Fund-Strategien – Vorausschauende Einschätzung, Stand Q4 2018<sup>2</sup>



<sup>2</sup> Quelle: UBS Asset Management, Hedge Fund-Team, Stand Q4 2018. Einschätzungen werden auf Basis eines 12- bis 18-monatigen Anlagehorizonts abgegeben, stellen nicht notwendigerweise die tatsächliche Portfoliopositionierung dar und können sich ändern.



# Blick auf die Investmentlandschaft



Auf dem Weg ins Jahr 2019 bewerten unsere Branchenexperten die globale Investmentlandschaft. Erfahren Sie auf den nächsten Seiten mehr über Herausforderungen und Gelegenheiten in den jeweiligen Anlageklassen.

## Untersuchte Anlageschwerpunkte:

Aktien  
China

Aktien  
Schwellen-  
länder

Aktien  
Europa

Anleihen

Anleihen  
Schwellen-  
länder

Single  
Manager  
Hedge Funds

Immobilien,  
Infrastruktur  
und Private  
Equity

Systema-  
tische und  
Index-  
anlagen

Nachhaltige  
u. wirkungs-  
orientierte  
Investitionen

Strategische  
Vermögens-  
allokation

# Verbesserte Aussichten

## Erneute Bemühungen der Regierung zur Unterstützung der chinesischen Wirtschaft stellen eine Gelegenheit dar

**Bin Shi**, Head of China Equities

2018 war ein herausforderndes Jahr, doch wir glauben, dass die jüngsten politischen Entwicklungen einen Wendepunkt für die chinesischen Aktienmärkte darstellen – und dass das aktuelle Umfeld eine Gelegenheit für Investoren bietet, ihre Allokation in chinesische Aktien zu erhöhen.

### **Chinas politischer Kurs hat sich geändert**

Als wir uns im Laufe des Jahres 2018 vorsichtiger am Markt positioniert hatten, ging diese Entscheidung auf den harten Regulierungskurs der chinesischen Regierung, insbesondere beim Schuldenabbau, und auf den Handelsstreit zwischen den USA und China zurück.

Mit Blick auf einige aktuelle politische Erklärungen und Nachrichten glauben wir aber, dass die chinesische Regierung ihre Haltung signifikant geändert hat, was einen zukünftigen Kompromiss in US-chinesischen Handelsfragen wahrscheinlicher macht. Die kürzlich erfolgte Ankündigung von BMW, die Mehrheit an seinem lokalen Joint Venture mit Brilliance Automotive, einem in China ansässigen Automobilhersteller, zu übernehmen, zeigt, dass die chinesische Regierung wichtige Industriesektoren für Investitionen von ausländischen Unternehmen geöffnet hat. Damit verlässt sie ihre Position der Beschränkung von Investitionen in China, die eine Hauptquelle für Meinungsverschiedenheiten im US-chinesischen Handelsstreit war.

### **Aber der politische Wandel wurde vom Markt noch nicht vollständig aufgenommen**

Darüber hinaus hat die chinesische Regierung eine Reihe harter politischer Entscheidungen aus dem Jahr 2018 zurückgenommen, unter anderem zu Sozialabgaben und der Besteuerung von Private Equity-Investitionen, und damit konzertierte Bemühungen um eine stärkere Unterstützung der Wirtschaft gezeigt.

Diese innenpolitischen Veränderungen sind von hoher Bedeutung, da die frühere politische Haltung der Regierung das Anlegervertrauen geschwächt und den Markt in diesem Jahr in höchstem Maße beeinflusst hat. Wie bereits angemerkt, lassen einige Aspekte dieses Politikwechsels auf einen Abbau der US-chinesischen Handelsspannungen hoffen, die ebenfalls einen Beitrag zur Marktvolatilität geleistet haben.

Obwohl es zahlreiche Regierungserklärungen gegeben hat, sind wir der Meinung, dass der Markt die neue politische Unterstützung noch nicht vollständig verstanden oder aufgenommen hat. Wir glauben jedoch, dass sie sich 2019 positiv auf die Anlegerstimmung auswirken wird.

Insbesondere führen die veränderte politische Haltung und die größere Wahrscheinlichkeit einer Lösung von Handelsfragen dazu, dass das systemische Risiko auf dem chinesischen Aktienmarkt deutlich abgenommen hat.

### **Wir setzen unser Kapital ein**

Damit fällt auch unser Ausblick für chinesische Aktien wieder positiver aus.

In der ersten Jahreshälfte 2018 hatten wir unsere Liquidität aufgrund der schwächeren Stimmung und der gestiegenen Volatilität des Marktes erhöht, doch vor Kurzem haben wir einen Teil dieser Mittel wieder investiert.

Wir gehen davon aus, dass wir in Zukunft noch mehr Kapital einsetzen werden, da wir das aktuelle Bewertungsniveau an den chinesischen Aktienmärkten für attraktiv halten und viele Möglichkeiten für Investitionen sehen.

### Wir bleiben diszipliniert und auf langfristig erfolgreiche Aktien fokussiert

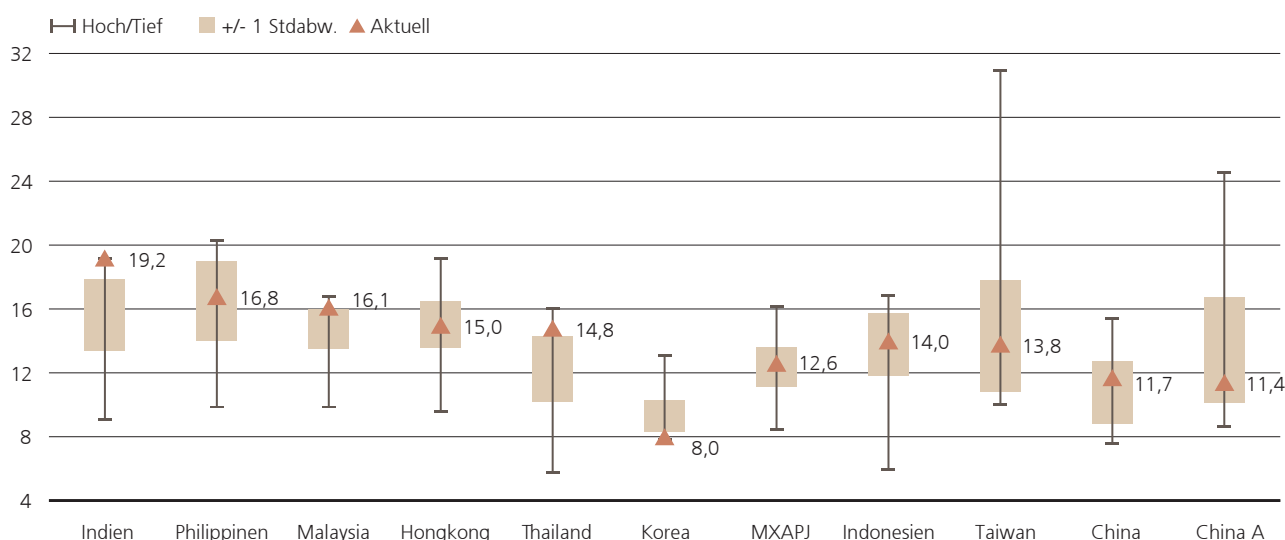
Obwohl wir die Marktaussichten positiver beurteilen und in naher Zukunft wahrscheinlich weniger defensiv bei unseren Aktienallokationen sein werden, verfolgen wir weiterhin einen disziplinierten Investmentansatz.

Wir werden uns unverändert auf Unternehmen konzentrieren, von denen wir glauben, dass sie langfristig Wachstum generieren. Nach wie vor sind wir positiv gestimmt für Unternehmen der «New Economy» in Sektoren wie Konsumgüter, IT und Gesundheitswesen.

Sehr wahrscheinlich werden wir in Sektoren investieren, die von staatlicher Regulierung stark betroffen sind, wie Onlinespiele und Bildung, da wir erwarten, dass einige dieser Vorschriften in Zukunft gelockert werden.

Zusammenfassend sind wir der Meinung, dass Investoren gute Gründe haben, optimistischer in Bezug auf chinesische Aktien zu sein, und da wir eine Verbesserung der Marktaussichten sehen, halten wir dies für einen guten Zeitpunkt, um auf Anlegenseite aktiv zu werden.

Abbildung 1: Rückblick über zehn Jahre – 12M Forward-KGV



Quelle: FactSet, MSCI, UBS Asset Management, Stand Ende September 2018.

# Im langfristigen Aufwärtstrend

## Nach dem perfekten Top down-Sturm 2018 bieten Schwellenländeraktien jetzt große Gelegenheiten

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

Unsere positive Haltung gegenüber den Schwellenländern seit 2016 basierte auf der zunehmenden Wachstumslücke zwischen Schwellen- und Industrieländern sowie auf einem für die Schwellenländer günstigen Zyklus nebst verbesserten Fundamentaldaten auf Länder- und Unternehmensebene. Diese gingen großteils auf einen Rückgang der Investitionsausgaben in den letzten Jahren, der zu einer Erholung der Margen und der Rentabilität beitrug, auf Chinas anhaltende Neuausrichtung hin zu mehr Dienstleistungen und Konsum sowie auf faire und im Vergleich zu den USA deutlich günstigere Bewertungen zurück.

### **Schärfere Finanzierungsbedingungen**

Angesichts der starken Binnenkonjunktur in den Schwellenländern waren die Aktienmärkte gut positioniert, um dem Anstieg der US-Anleiherenditen bis Anfang 2018 standzuhalten. Die Stärke der US-Wirtschaft, wachsende Handelsspannungen zwischen den USA und China und die Abschwächung der Wachstumsaussichten außerhalb der USA führten jedoch zu Gegenwind für die Entwicklung der Schwellenländeraktien.

Deutliche höhere Renditen von US-Treasuries und ein stärkerer USD haben die Finanzierungsbedingungen für die Schwellenländer verschärft und ihre Währungen erneut unter Druck gesetzt. Gleichzeitig sind die Volkswirtschaften der Schwellenländer ungeachtet des in den letzten Jahren zunehmenden gegenseitigen Handels weiterhin stärker vom Welthandel abhängig als die Industrieländer.

Zusammen führten diese Faktoren besonders in kleineren Volkswirtschaften mit großen Leistungsbilanzdefiziten und hoher Nettoauslandsverschuldung wie Argentinien und der Türkei zu Problemen – und verstärkten die Sorge der Investoren über eine breite Ansteckungswelle im ganzen Schwellenländeruniversum. Dieses reflexhafte und nervöse Verhalten entsprach eher einer vergangenen Sicht auf die Schwächen der Schwellenländer. Die genannten Entwicklungen führten zu Abflüssen aus Rentenmärkten und Schwellenländer-ETFs, was wiederum die Schwellenländerwährungen nach unten und die Zinsen nach oben drückte. Da der Kursrückgang selbst Unternehmen mit starken Fundamentaldaten getroffen hat, halten wir den Ausverkauf für übertrieben.

### **Chinesische Behörden wollen Verlangsamung abfedern**

All dies geschieht, während Chinas Bemühungen, systemische Risiken durch eine Stabilisierung der Schuldenlast zu reduzieren, in nächster Zeit unweigerlich und besonders in Asien zu einer Störung der Wachstumsaussichten führen werden. Die chinesischen Behörden haben jedoch mit verstärkter geld- und fiskalpolitischer Unterstützung reagiert, um die Wachstumsverlangsamung abzufedern – und behalten gleichzeitig ihr langfristiges Bekenntnis zu Schuldenabbau und Reformen bei. Das Ergebnis sollte letzten Endes ein nachhaltigeres und qualitativ besseres Wachstum sein. Wir glauben, dass die chinesischen Behörden noch viele Hebel nutzen können, um die allmähliche Verlangsamung erfolgreich zu managen und eine harte Landung zu vermeiden.

Die langfristigen Argumente für Investitionen in China konzentrieren sich weiterhin auf die strukturelle Neuausrichtung hin zu mehr Dienstleistungen und die damit verbundenen Anlagegelegenheiten in Sektoren wie elektronischer Handel und Zahlungsverkehr, soziale Medien, Bildung und Versicherungen. Wir beobachten jedoch aufmerksam die zunehmenden regulatorischen Eingriffe in Bereichen wie Bildungsdienstleistungen und Spielbetriebe, die zuletzt dazu beigetragen haben, die Stimmung der Anleger zu dämpfen.

### **Trotz kurzfristiger Risiken bieten sich große Gelegenheiten in verschiedenen Sektoren**

Mit Blick auf die Zukunft scheint es unwahrscheinlich, dass die Handelsspannungen zwischen den USA und China kurzfristig abgebaut werden. Unserer Ansicht nach hat die Eskalation des US-chinesischen Handelskonflikts die Risiken für eine wirtschaftliche Erholung in den Schwellenländern erhöht. Doch obwohl die Bedenken der Anleger angesichts der jüngsten Ereignisse verständlich sind, bleiben die tatsächlichen langfristigen Auswirkungen aller dieser Faktoren auf das Wirtschaftswachstum und die Unternehmensgewinne in den Schwellenländern relativ begrenzt. Vor diesem Hintergrund scheint die Marktreaktion von einem starken Stimmungsumschwung und nachfolgenden Abflüssen getrieben zu sein.

Allerdings zeigt uns die Vergangenheit, dass es sich hier um eine Anlageklasse handelt, die anfällig für kurzfristige Stimmungs- und Marktpreisschwankungen ist. Zum Teil spiegelt dies aus unserer Sicht die Tatsache wider, dass Schwellenländeraktien für viele globale Investoren immer noch eine taktische und keine strategische Allokation darstellen.

Wir gehen davon aus, dass die aktuellen Risiken in den Bewertungen bereits weitgehend eingepreist sind. Diese sind auf Basis des Kurs-Buchwert-Verhältnisses (KBV) von 1,9 im Januar auf 1,6 gefallen. Die aktuellen Bewertungen bewegen sich nun deutlich unter ihrem langfristigen Durchschnitt von 1,8. Auch die Währungen der Schwellenländer haben in diesem Jahr erheblich korrigiert und sind aus unserer Sicht unterbewertet.

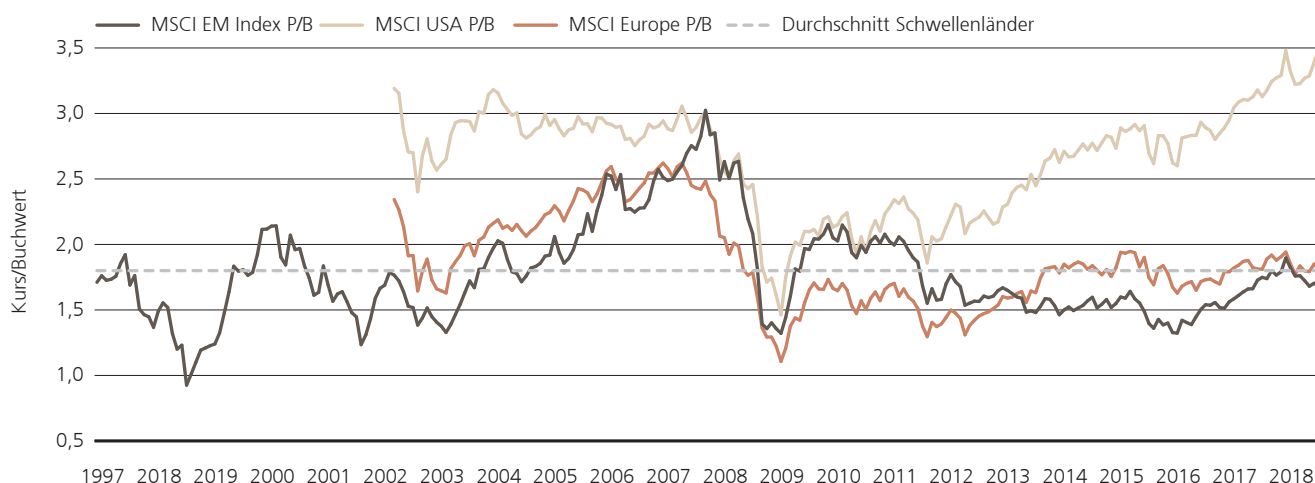
Unser positiver mittel- bis langfristiger Ausblick für Schwellenländeraktien bleibt daher unverändert. Schwellenländeranlagen erscheinen attraktiv bewertet. In Bezug auf Leistungsbilanzen und Nettoauslandsverschuldung behalten wir die Meinung bei,

dass die meisten Schwellenländer fundamental gesund sind. Auf Unternehmensebene gehen wir davon aus, dass die Aussichten für Profitabilität und Ertragswachstum insgesamt stabil bleiben.

Unsere Analyse zeigt, dass verschiedene Sektoren, darunter Konsumgüter, Internet/E-Commerce und Finanzwesen, große Gelegenheiten bieten. Zwar weisen die Schwellenländer einige verwundbare Punkte auf, doch sind wir uns dieser Risiken bewusst und engagieren uns nur sehr begrenzt auf diesen Gebieten.

Während jedoch weiterhin kurzfristige Risiken bestehen, könnte eine Kombination der folgenden Auslöser zu einem raschen Stimmungsumschwung der Anleger gegenüber den Schwellenländern führen: eine verbesserte Rhetorik zwischen den USA und China in Handelsfragen, weniger regulatorische Eingriffe in China und, vielleicht als wichtigster Punkt, eine Stabilisierung des zuletzt sehr starken USD.

**Abbildung 1: Schwellenländer sind günstig bewertet**



Quelle: FactSet, MSCI. Stand 30. September 2018.

# Fokus auf Fundamentaldaten

## Langsames aber positives Wachstum erwartet

**Maximilian Anderl**, Head of Concentrated Alpha Equity und **Nicole Lim**, Equity Specialist/Analyst

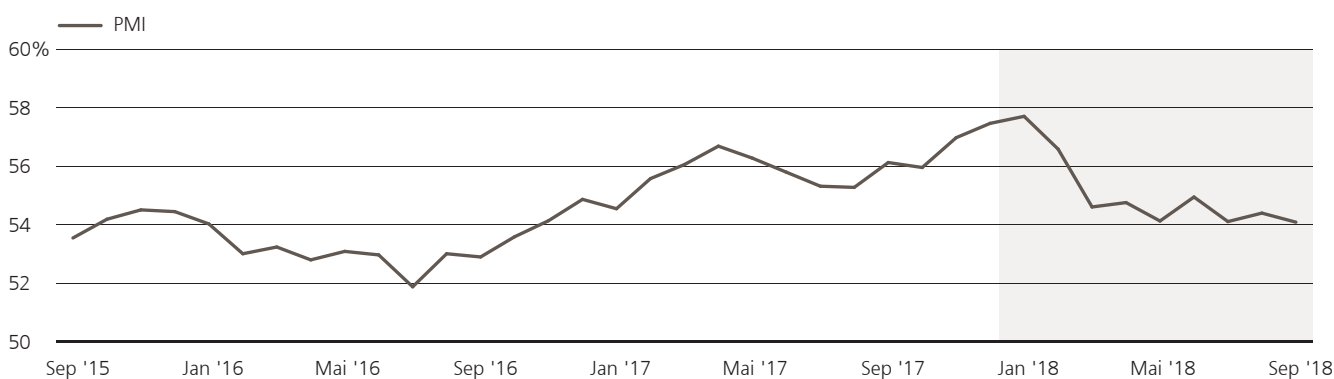
Starke makroökonomische Fundamentaldaten und eine positive Stimmung erzeugten 2017 ein positives Umfeld für europäische Aktien, das bis Anfang 2018 fortbestand. In jüngerer Zeit hinterließ der Ausverkauf im Oktober bei vielen Anlegern ein Gefühl des Déjà-vu, da er an die globalen Marktverluste früher im Jahr erinnerte. Aus unserer Sicht wurde diese Korrektur vor allem durch den Anstieg der langfristigen US-Anleiherenditen verursacht. Wir sind uns zwar bewusst, dass eine schnelle Veränderung der Anleiherenditen vorübergehend destabilisierend und schädlich für die Aktienmärkte sein kann, glauben aber nicht, dass das Renditeniveau ausreicht, um einen substanziellen Rückgang des Marktes auszulösen oder europäische Aktien fundamental unattraktiv zu machen. Stattdessen eröffneten sich angesichts solider Fundamentaldaten Gelegenheiten für Investoren auf Einzeltitelebene.

Mit Blick auf 2019 ist das weltwirtschaftliche Gesamtbild weniger klar. 2015 kam es zu einer Verlangsamung, gefolgt von einer Erholung im Jahr 2016 und synchronisiertem Wachstum im Jahr 2017. Wir gehen davon aus, dass das globale Wachstum

in Zukunft weniger synchronisiert sein wird, da sich die Konjunktur in einigen Ländern abschwächt. In Europa gibt es hierfür bereits einige Anzeichen, wie rückläufige Frühindikatoren zeigen (Abbildung 1). Es ist jedoch wichtig, sich daran zu erinnern, dass diese Indikatoren von einem sehr hohen Niveau aus gefallen sind und weiterhin ein gesundes Bild bieten.

Trotz vermehrter politischer Risiken, insbesondere durch den Brexit und Italien, und steigender Zinskosten in diesem Jahr sehen wir keine aussagekräftigen Anzeichen dafür, dass die Verlangsamung zu einer Rezession führen wird, und zwar weder in Europa noch in der Weltwirtschaft. Wir erleben lediglich ein langsames, aber immer noch positives Wachstum. Auch wenn darüber hinaus viel über Inflation gesprochen wurde, bleibt die realisierte Kerninflation in Europa verhalten und liegt unter den Prognosen. Bislang gibt es noch keine Hinweise auf stark sinkende Gewinne. Die Wachstumsprognosen für die Gewinne je Aktie (EPS) in Europa liegen unter denen der USA, aber dies kommt angesichts der Auswirkungen der US-Steuersenkungen nicht unerwartet.

**Abbildung 1: EU Composite-Einkaufsmanagerindex (PMI) (%)**



Quelle: FactSet, Stand 30. September 2018.

Mit Blick auf die Bewertung ist der europäische Markt im Vergleich zu den letzten Jahren preiswerter geworden; Abbildung 2 zeigt, dass das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) unter seinen langfristigen Mittelwert gefallen ist. Da die Erträge nun auf einem vernünftigeren Niveau liegen, hat sich auch die Wahrscheinlichkeit eines Abschwungs verringert. Wir glauben, dass das aktuelle wirtschaftliche Umfeld Gelegenheiten für Investoren bietet, Einzeltitel mit einem guten Rendite-Risiko-Verhältnis zu finden.

So wie das Ergebnis des Brexit-Votums 2016 schwer vorherzusehen war, scheinen auch seine endgültigen Folgen für Großbritannien schwer zu beurteilen. Die Situation bleibt unbeständig. Wir schlagen vor, dass Investoren keine großen Risiken im Hinblick auf den Ausgang der Verhandlungen eingehen sollten. Im Falle eines harten Brexit werden europäische Unternehmen unvermeidlich einen gewissen Schaden nehmen, da das Vereinigte Königreich einer der größten Handelspartner Europas

ist. Wir glauben, dass Unternehmen, deren internationaler Umsatz den Inlandsumsatz übersteigt, im aktuellen Umfeld profitieren werden. Die Haushaltsverhandlungen mit Italien dämpfen weiterhin die Risikobereitschaft bei Investitionen in europäische Aktien. Beide politischen Risiken sind teilweise eingepreist und spiegeln sich in den Bewertungen wider.

Die großen Notenbanken, mit Ausnahme Japans, haben angesichts der geldpolitischen Straffung der Fed begonnen, ihre lockere Geldpolitik zurückzufahren. Dies sollte ein interessantes Umfeld für die Einzeltitelauswahl herstellen. Stabile Growth-Unternehmen und defensive Titel des IT- und Gesundheitssektors werden sich in diesem Umfeld weiterhin gut behaupten. Banken sind anfällig für jedes zusätzliche politische Risiko und bleiben damit ein schwieriger Sektor, dagegen bieten die Versicherer bessere und stabilere Renditen. Die Aussichten für Industrie- und Investitionsgüterunternehmen sind weiterhin unsicher, und ihre Bewertungen erscheinen noch nicht attraktiv.

**Abbildung 2: MSCI Europe 12M Forward-KGV**



Quelle: Morgan Stanley, Stand 23. Oktober 2018.

# Die Macht der Erträge

## Gelegenheiten in einem Umfeld steigender Zinsen

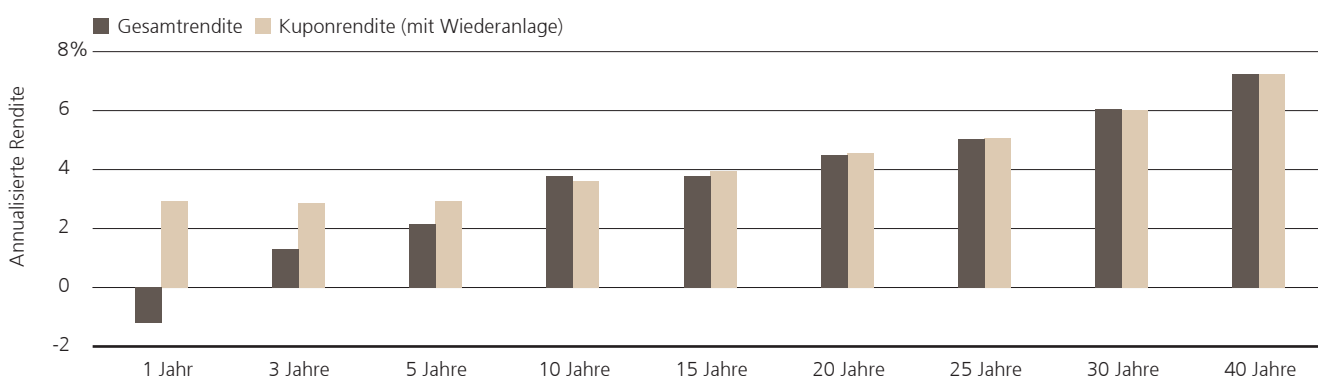
**Jeff Grow**, Senior Portfolio Manager, Fixed Income

Wir sind uns bewusst, dass Rentenanleger ständig mit Zielkonflikten konfrontiert werden, vor allem, wenn sie versuchen, ihre Bedürfnisse nach Ertragsgenerierung und Kapitalerhalt in Einklang zu bringen. Angesichts des bevorstehenden Endes der ultraexpansiven Geldpolitik, der wachsenden Divergenz der Zinssätze in den einzelnen Märkten und zunehmender Volatilität gehen wir davon aus, dass die Bedeutung der Erträge für Anleger immer stärker wachsen wird.

Kurzfristig dienen Kuponerträge als wesentliche Grundlage der Gesamrendite, zu der sie einen positiven, direkten Beitrag leisten, während sie die bei steigenden Anleiherenditen entstehenden Kursverluste abfedern. Auf längere Sicht nähern sich Kuponrendite und Gesamrendite tendenziell an, da die kapitalinduzierte Volatilität weitgehend in den Hintergrund tritt. Abbildung 1 und 2 veranschaulichen den übergroßen Beitrag der Kuponerträge zu den Gesamrenditen des Bloomberg Barclays US Aggregate Index und Euro Aggregate Index im Zeitverlauf.

Im aktuellen Umfeld sehen wir eine Reihe von Bereichen, die den Investoren die geforderte wirtschaftliche Rendite in Form regelmäßig zufließender Kuponerträge bieten können. Dazu gehören variabel verzinsliche Anleihen, deren Cashflow in einem Umfeld höherer Zinsen steigt und die gleichzeitig eine relativ geringe Preissensibilität gegenüber Zinsänderungen aufweisen, da ihre Kuponsätze dem Marktzins entsprechen. Für Investoren, die einen nachhaltigen Zinsanstieg befürchten, sollte ein Kreditengagement am kurzen Ende der Zinskurve weiterhin attraktiv sein. Angesichts der Abflachung der US-Zinskurve in diesem Jahr erscheint ein kurzfristiges Kreditengagement auf risikoadjustierter Basis besonders interessant. Wir glauben, dass Carry-Strategien (Kuponeinnahmen) einen soliden Ertragsstrom mit begrenztem Abwärtsrisiko bieten, da die Fundamentaldaten für Unternehmenskredite weiterhin gesund aussehen. Ferner können Anleiheninhaber, die in den letzten Jahren von traditionellen Unternehmensanleihen profitiert haben, mit der Einbeziehung von verbrieften Forderungen in ein breiteres Portfoliokonstrukt zu einer

**Abbildung 1: Renditen des US Aggregate Index**



Quelle: UBS; Bloomberg; Barclays. Stand 31. September 2018.



reduzierten Volatilität und verbesserter risikoadjustierter Rendite beitragen, da verbriefte Anleihen nur eine mäßige Korrelation zu Unternehmensanleihen in den Bereichen Investment Grade und High Yield aufweisen. Im aktuellen Umfeld ist Diversifikation eine der wichtigeren und unterschätzten Eigenschaften dieser Vermögenswerte.

#### Gelegenheiten mit allen Renditetreibern suchen

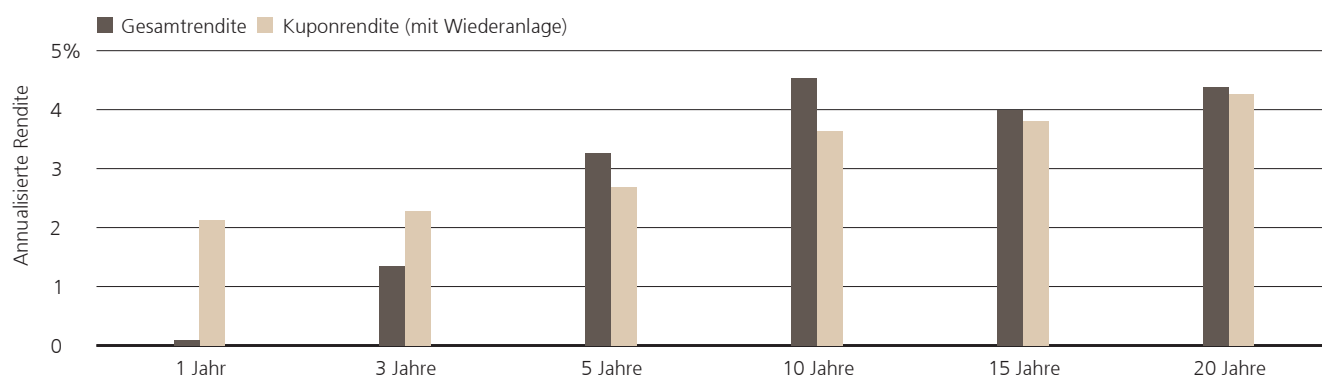
Wenn wir die Erträge als Kernelement der Gesamrendite betrachten, nähern wir uns der Aussicht auf steigende globale Zinssätze vielleicht mit einer etwas anderen Perspektive als andere. Wir gehen davon aus, dass höhere Anleiherenditen in höhere Kuponsätze umgewandelt werden, die in der Folge zu höheren Ertragsrenditen führen. Dies ist mittelfristig eine positive Entwicklung für alle ertragsabhängigen Investoren.

Mit Blick auf 2019 erwarten wir, dass die US-Notenbank ihren Weg der allmählichen Zinsnormalisierung fortsetzt. Die

Europäische Zentralbank, die einen nachhaltigen, aber moderaten Wachstums- und Inflationspfad anstrebt, wird ihr Kaufprogramm Ende 2018 auslaufen lassen und dürfte eine Leitzinsanhebung für Ende 2019 vorbereiten. Wir glauben, dass der Anfang vom Ende der negativen/ultraniedrigen Zinsniveaus eine sehr positive Entwicklung für die Rentenmärkte und Investoren ist, die zu einer intensiveren Suche nach Erträgen in der ganzen Anlageklasse führen wird.

Die mittelfristige Konzentration auf die Gesamrendite erlaubt es unseren Portfoliomanagern, eine Wertmaximierung für jeden wesentlichen Faktor der Gesamrendite eines Anleihenportfolios anzustreben – Kuponertrag, Währung, Preis und Rückzahlung –, aber auch, die Risiken jedes Renditetreibers zu kontrollieren, um die Marktrenditen zu verbessern und zu glätten. Um dies zu erreichen, bedarf es in erster Linie der Verpflichtung zu einem aktiven Portfoliomanagement.

Abbildung 2: Renditen des Euro Aggregate Index



Quelle: UBS; Bloomberg; Barclays. Stand 31. September 2018.

# Volatilität schafft Gelegenheiten

In den aktuellen Märkten entscheidet die selektive Auswahl

**Federico Kaune**, Head of Emerging Markets Fixed Income

Es steht außer Frage, dass Investoren in Schwellenländeranleihen kurz- bis mittelfristig vor einer Reihe von Problemen stehen. Ein desynchronisiertes globales Wachstum, straffere monetäre Bedingungen und idiosynkratische Themen dürften die Stimmung der Anleger weiterhin belasten. Wir sehen aber auch, dass sich einige dieser Probleme in den kommenden Monaten verringern könnten, und neigen zu einer konstruktiven Haltung im Vorfeld dieser verbesserten Dynamik. Inmitten der negativen Schlagzeilen bleiben die Grundvoraussetzungen für Schwellenländeranleihen insgesamt günstig, und die Fundamentaldaten der Unternehmen spiegeln weiterhin die sich verbessernden langfristigen Wachstumsaussichten wider. Für längerfristig orientierte Investoren scheinen die derzeitigen Renditen ein attraktiver Einstiegspunkt zu sein.

Die jüngste Volatilität der Schwellenländeranleihen wurde durch eine Reihe von Faktoren angetrieben. Dazu zählen ein moderates und weniger synchronisiertes globales Wachstum, steigende geopolitische und handelspolitische Unsicherheiten und ungenügende politische Reaktionen auf den Finanzierungsdruck in Schwellenländern wie der Türkei und Argentinien. Die höhere Volatilität bei Schwellenländerkrediten, Devisen und Zinssätzen hat dazu geführt, dass der Wert von Schwellenländeranleihen bei begrenzter Liquidität und anhaltenden Kapitalabflüssen gesunken ist. Die politische Unsicherheit in Brasilien, ein stärkerer USD, die Androhung von Sanktionen in Russland und mögliche Grundstücksenteignungen in Südafrika haben die Stimmung der Anleger weiter beeinträchtigt.

Doch während sich der globale Wachstumsimpuls abgeschwächt hat, bleibt das Residualwachstum über dem Trend. Da sich das Wachstum außerhalb der USA stabilisiert hat, sehen wir zukünftig weniger Druck auf Schwellenländeranlei-

hen durch globale Wachstumssorgen oder den USD. Zugleich erwarten wir, dass China nach einer Reihe politischer Maßnahmen zur Abfederung des schwächeren Wachstums in Zukunft bessere Konjunkturdaten vorweisen kann. Neue Investitionen und höhere Ausgaben, wie sie von der chinesischen Regierung angekündigt wurden, dürften das Nachfragewachstum stützen, auch wenn sie mit dem Risiko verbunden sind, die bereits hohe Verschuldung in China zu steigern.

Die sich verschärfenden Handelsspannungen zwischen den USA und China trüben die Konjunkturaussichten für die Schwellenländer etwas ein. Jedoch ist die Stimmung in Bezug auf die Handelspolitik bereits äußerst negativ. Obwohl es unwahrscheinlich erscheint, dass sich die kämpferische Rhetorik zwischen den USA und China kurzfristig deutlich versöhnlicher gestalten wird, glauben wir alles in allem, dass viele schlechte Nachrichten bereits eingepreist sind. Während also unklar ist, ob sich die Handelsrhetorik 2019 zum Positiven entwickelt oder sich in einer Weise fortsetzt, wie sie die Investoren schon 2018 erlebt haben, glauben wir doch, dass angesichts der sehr negativen Stimmung die Aufwärtsrisiken überwiegen.

Auf der Angebotsseite erwarten wir höhere Nettoemissionen von Unternehmen, jedoch auf überschaubarem Niveau. Das Angebot aus China war zuletzt geringer als erwartet und dürfte niedrig bleiben, solange die politischen Spannungen zwischen den USA und China anhalten.

Andererseits ist in Ländern wie der Türkei Vorsicht geboten, wo wir mit anhaltender Volatilität, wirtschaftlicher Verlangsamung und Druck auf Finanzinstitute und inlandsorientierte Emittenten rechnen. In den aktuellen Märkten entscheidet die selektive Auswahl.

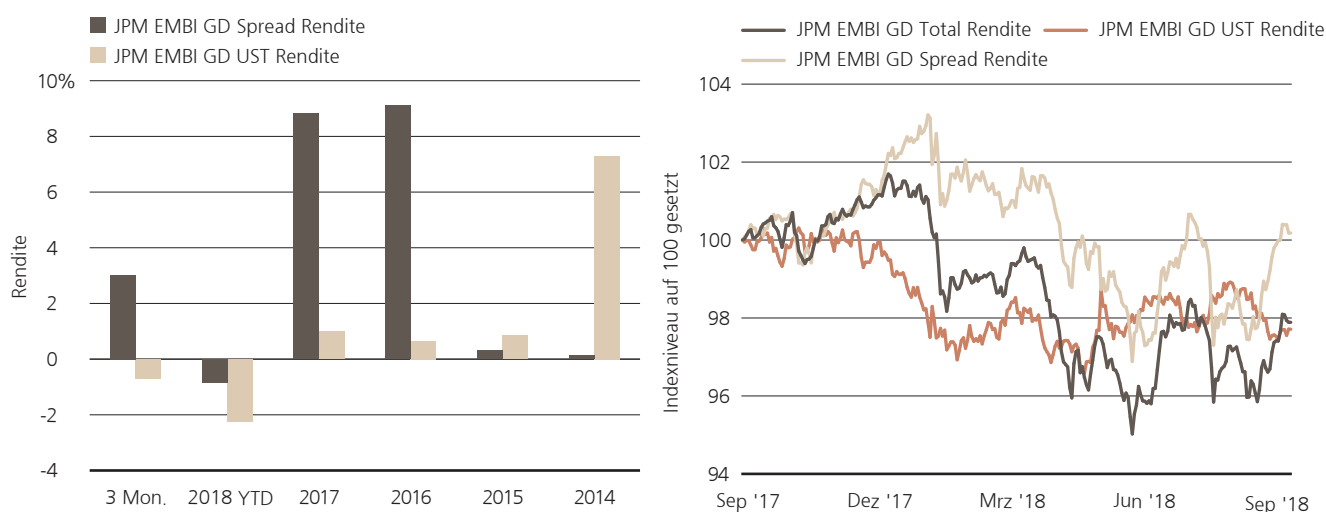
In China sprechen eine schwächere Konjunktur und die weiterhin hohe Verschuldung nach wie vor für Zurückhaltung. Wir behalten jedoch unsere positive Haltung gegenüber systemrelevanten staatlichen Unternehmen in China bei, vor allem bei Firmen aus dem Energiebereich und bei Finanzinstituten.

Punktuell lässt sich Mehrwert mit Schwellenländer-Staatsanleihen erzielen, zum Beispiel in verschiedenen Hochzinsländern, die finanzielle Unterstützung aus unterschiedlichen Quellen erhalten sollten. Insgesamt bleiben wir kurzfristig zurückhaltend gegenüber Schwellenländer-Staatsanleihen, sehen die

längerfristige Entwicklung aber als robust an und bleiben in einigen Hochzinsländern engagiert.

Die Risikobereitschaft bei Schwellenländerkrediten wird nach wie vor von der Nachrichtenlage bestimmt. Unser Augenmerk gilt weiterhin den US-chinesischen Handelsstreitigkeiten und Zöllen, ebenso wie dem anhaltenden Druck auf Argentinien nach Finanzhilfen des IWF, weiteren Sanktionen gegen Russland, politischen Maßnahmen in der Türkei sowie dem Verhalten der neuen Regierungen in Mexiko und Brasilien im Jahresverlauf.

**Abbildung 1: Staatsanleihen – im 3. Quartal hohe Volatilität beider Renditequellen**



Quelle: JP Morgan Monitor, Stand 28. September 2018. Per 31. September 2017 auf 100 indiziert.

# Wertvolle Trades

## Fusionsarbitrage-Strategien weiter von starken M&A-Aktivitäten unterstützt

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

### Ein robustes Umfeld für neue Geschäfte

Fusionsarbitrage hat im Zeitverlauf attraktive risikoadjustierte Renditen mit niedrigem Beta im Vergleich zu anderen Anlageklassen erbracht, und dies unabhängig vom Makroumfeld für Fusionen und Übernahmen (M&A). Heute betrachten wir das aktuelle Umfeld als sehr vorteilhaft für die Strategie, da die M&A-Aktivitäten auf historisch hohem Niveau sind, die Komplexität der Regulierungs- und Handelspolitik gestiegen ist und ein relatives Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage besteht.

Das M&A-Geschäft profitiert von zyklischen und strukturellen Kräften, die das Management und die Führungsgremien von Unternehmen zu Akquisitionen veranlassen:

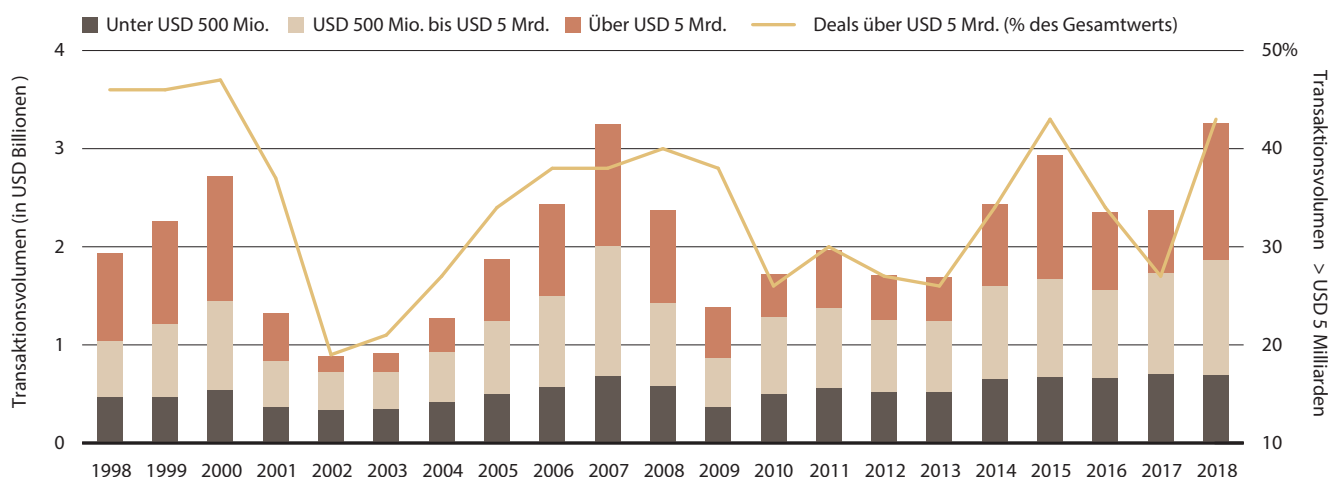
- Trotz des starken Wirtschaftswachstums in den USA bleibt das organische Unternehmenswachstum in vielen Sektoren und Regionen weltweit verhalten.
- Anhaltend niedrige Zinssätze haben zu einer expansiven Finanzierung an den Kredit- und Aktienmärkten geführt.
- Die Zuversicht der Unternehmen bleibt hoch, getragen von einer starken Konjunktur und politischen Veränderungen in den Industrieländern.

Zu den wichtigsten Treibern dieser Entwicklung gehören die jüngsten Änderungen in der US-Steuerpolitik, die Verbesserung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und des Unternehmervertrauens in Europa, die Notwendigkeit, in traditionellen Geschäftsfeldern neue Technologien einzusetzen, zunehmender Aktionärsaktivismus und die Rekordhöhe des von Private Equity-Investoren gehaltenen verfügbaren Kapitals.

### Umfangreichere Transaktionen bieten größere Gelegenheiten

In den letzten zwölf Monaten wurden die Fusionsschlagzeilen von «Blockbuster»-Deals dominiert, die häufig ein Volumen von über USD 30 Milliarden erreichten. Megadeals wie Disney/Fox, Takeda/Shire, CVS/Aetna und Cigna/Express Scripts weisen tendenziell eine höhere geschäftliche und regulatorische Komplexität auf und bieten daher höhere implizite Risiken und ein größeres Ertragspotenzial. Während große Deals die Aufmerksamkeit der Medien auf sich gezogen haben, hat aber auch die Zahl der kleinen und mittleren Transaktionen zugenommen. Dies schafft ein Universum vielfältiger Möglichkeiten, um von Deals in allen Branchen und Regionen zu profitieren.

**Abbildung 1: Auf der Megadeal-Welle surfen**



Quelle: Refinitiv, Stand 30. Juni 2018. Mit Genehmigung verwendet.

### **Weiterhin attraktive Preise durch Ungleichgewicht von Angebot und Nachfrage**

In der Vergangenheit war die Fusionsarbitrage eine der beliebtesten Strategien der bankeigenen Handelsbereiche, die eigenständige Hedgefonds auf diesem Gebiet in den Schatten stellten. Im Jahr 2011 untersagte die Volcker-Regel den Eigenhandel und nahm damit den größten Käufer von Fusionsgeschäften vom Markt. Dies brachte den Fusionsarbitrage-Hedge Funds einen erheblichen strukturellen Vorteil, da sich die Dynamik von Angebot und Nachfrage verschob. Die aktuelle Rekordzahl von Deals führt dazu, dass eine große Zahl von Anteilen nach Bekanntgabe von Transaktionen auf den Markt kommen, weil fundamentale Investoren ihre Positionen veräußern. Diesem überwältigenden Angebot stehen weniger Arbitrage-Dollar von Marktintermediären gegenüber, was attraktivere Preise, ausgeweitete Transaktionsspreads und potenziell höhere Renditen für Investoren zur Folge hat.

### **Gelegenheiten dank geopolitischer Komplexität und regulatorischer Unsicherheit**

Die geopolitische Landschaft hat sich in den letzten zwei Jahren erheblich verändert, vor allem hinsichtlich der US-Handelspolitik gegenüber China und des Brexit in Europa. In jüngster Zeit war zu beobachten, dass Chinas Regulierungsbehörde, die State Administration for Market Regulation (SAMR), angesichts der schärferen US-Handelsrhetorik ihren Genehmigungsprozess stärker an politischen Kriterien ausrichtet. In den USA sind Regulierungsbehörden wie das Justizministerium und die Wettbewerbsbehörde Federal Trade Commission (FTC) bei der Auslegung von Richtlinien und Präzedenzfällen für die Genehmigung von Transaktionen unberechenbarer geworden. Diese erhöhte Unsicherheit hat zu einer Ausweitung der

Spreads geführt, vor allem bei grenzüberschreitenden und in China zustimmungspflichtigen Transaktionen, was qualifizierte Manager in die Lage versetzt, die Risiken scheiternder Deals effektiv zu managen. Bei den aktuellen Gelegenheiten kann das erhöhte Risiko durch ein größeres Renditepotenzial aufgewogen werden.

### **Portfoliokonstruktion und Research: eine globale Perspektive**

Das M&A-Geschäft ist globaler Natur. Wir sind der Ansicht, dass bei der Fusionsarbitrage am besten ein regional agnostischer Ansatz verfolgt wird, bei dem die Kapitalallokation ausschließlich auf Basis der attraktivsten risikogewichteten Chancen weltweit erfolgt. Dies ist angesichts der aktuellen Entwicklung bei grenzüberschreitenden Transaktionen und länderübergreifenden Genehmigungen von besonderer Bedeutung. Im Laufe der Zeit haben wir unseren Anlagehorizont und unsere Research-Kapazitäten erweitert, um die Vorteile von Fusionstransaktionen auf der ganzen Welt optimal zu nutzen, sodass unsere Investoren von der höheren Komplexität dieser Situationen profitieren können.

Wir gehen davon aus, dass die M&A-Transaktionsströme bis ins Jahr 2019 hinein weiter von starken strukturellen und zyklischen Faktoren getrieben werden, was zu soliden Investitionsmöglichkeiten in einer Reihe von Regionen und Sektoren führt. Darüber hinaus sind wir der Ansicht, dass das komplexere regulatorische/politische Umfeld weltweit zusätzliche Möglichkeiten für spezialisierte Fusionsarbitrage-Manager bieten wird, um auch in Zukunft starke absolute und relative risikoadjustierte Renditen zu erzielen.

# Alternative Anlagen bleiben belastbar

## Auf der Suche nach höheren Erträgen sollten die Investitionen in alternative Anlagen 2019 weiter zunehmen

### Immobilien

**Paul Guest**, Lead Real Estate Strategist

Die positive Dynamik bei Immobilienanlagen setzte sich 2018 fort, und am Markt herrschte weiter eine gesunde Aktivität. Nach vorläufigen Daten von Real Capital Analytics belief sich das Transaktionsvolumen bei ertragsgenerierenden Immobilien (also ohne Landverkäufe) in den ersten neun Monaten des Jahres auf insgesamt USD 627 Milliarden. Die Aktivität liegt knapp über dem langjährigen Durchschnitt und war leicht höher als in den ersten neun Monaten 2017. Allgemein gesprochen erleben wir damit ein gesundes, stabiles Aktivitätsniveau. Das Investitionsvolumen hatte sich, zunächst in den USA, ab Ende 2015 deutlich verringert, hatte im ersten Halbjahr 2017 einen Tiefpunkt erreicht und war dann dank des europäischen Marktes leicht gestiegen. Die Preisdynamik bleibt positiv: Deutlich mehr Märkte erleben eher eine Renditekompression als eine -expansion, aber das Tempo des Preiswachstums verlangsamt sich weiterhin.

Für die Zukunft erwarten wir, dass der Rückgang der Risikoprämien infolge steigender langfristiger Zinsen letztendlich Aufwärtsdruck auf die Immobilienrenditen ausüben wird. Der Bereich Einzelhandel wird dagegen strukturell beeinflusst. Bei börsennotierten Immobiliengesellschaften, in den Bewertungen institutioneller Portfolios und in den Primärdaten sehen wir den Beginn einer Preisanpassung von Einzelhandelsimmobilien, besonders von Objekten geringerer Qualität, die den laufenden Strukturwandel im Sektor widerspiegelt. Wir erwarten, dass sich dieser Trend 2019 fortsetzen wird. Dagegen profitieren Logistikimmobilien weiterhin von einigen der Trends, die auch den Einzelhandel betreffen, und überraschen positiv sowohl bei der Miete als auch bei der Wertsteigerung.

### Infrastruktur

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

Institutionelle Investoren allokierten zunehmend Kapital in Infrastruktur – vor allem aufgrund ihrer geringen Korrelation zu anderen Anlageklassen, ihrer stabilen Cash-Renditen und ihrer Eignung als Inflationsschutz. Die OECD schätzt, dass bis 2030 Infrastrukturinvestitionen von weltweit USD 6,3 Billionen jährlich benötigt werden, um Wachstum und Entwicklung zu unterstützen und die Nachfrage zu decken. Im Markt für private Infrastrukturbeteiligungen wurde 2016 mit USD 66 Milliarden eine neue Rekordsumme aufgenommen. Das Momentum blieb im Jahr 2017 erhalten, als USD 65 Milliarden eingeworben wurden. Die Attraktivität von Infrastruktur beruht vor allem auf hohen Renditen in einem ertragsschwachen Umfeld. Das «trockene Pulver», also für Investitionen bereitliegendes Kapital, hat ein Rekordniveau erreicht, da die Nachfrage nach ertragsstarken Anlagen die Investitionsmöglichkeiten übersteigt. Das Wachstum des Sektors bedeutet, dass die Anleger nun zwischen Managern aus dem gesamten Rendite-Risiko-Spektrum auswählen können.

Der wachsende Sekundärmarkt für Infrastrukturanlagen hat die insgesamt starke Wertentwicklung der Anlageklasse unterstützt. Da auf Kapitalwachstum abzielende Strategien auf erfolgreiche Exits angewiesen sind, um ihre Renditeziele zu erreichen, ist für sie ein gesunder Sekundärmarkt mit reichlicher Liquidität aus neuen Zuflüssen von entscheidender Bedeutung. Die rekordhohe Kapitalaufnahme hat aber auch zu einem zunehmend wettbewerbsintensiven Markt mit steigenden Bewertungen und einem Fokus auf Nicht-Kernstrategien geführt.

Zugleich wächst das investierbare Universum von Infrastrukturanlagen weiter. In den letzten Quartalen haben wir eine starke Transaktionstätigkeit im Kommunikationssektor beobachtet, mit Investitionen in Glasfasernetze, Rechenzentren und Mobilfunkmasten. Weitere Wachstumsbereiche sind die soziale Infrastruktur und die dezentrale Energieversorgung. Während einige Anleger über steigende Zinsen besorgt sind, glauben wir, dass die Attraktivität von Infrastruktur für Investoren hoch bleibt. Laut dem Global Infrastructure Report 2018 von Preqin erwarten 90 Prozent der Investoren, dass sie in den nächsten zwölf Monaten mindestens den gleichen oder einen höheren Betrag in Infrastruktur investieren werden; 93 Prozent sind der Meinung, dass die Anlageklasse ihre Erwartungen erfüllt oder übertroffen hat, was einen starken Anstieg gegenüber den Vorjahren darstellt.

#### Private Equity

**Markus Benzler**, Head of Multi-Managers Private Equity

Vor dem Hintergrund der nach wie vor positiven weltweiten makroökonomischen Rahmenbedingungen und einer insgesamt starken Entwicklung am Aktienmarkt verzeichnete Private Equity weiterhin starke Zuflüsse, und dies weltweit und über verschiedene Anlagestrategien hinweg. Ursächlich waren, wie in den Vorjahren, der Appetit der Investoren auf hohe risiko-adjustierte Renditen und Werttreiber im Portfolio sowie der Wunsch nach Portfoliodiversifizierung. Einige Investoren fahren fort, ihre Gesamtallokation in alternativen Anlageklassen wie Private Equity auf Kosten des Aktienanteils zu erhöhen.

Ohne Zweifel wurde der Aktien-Bullenmarkt zum Teil durch die quantitative Lockerung (QE) in großen Teilen der Welt angetrieben. Nachdem diese wie erwartet ausläuft, könnte sich das globale Wachstum bis hin zu einem Abschwung verlangsamen. Auch wenn erhöhte Sorgfalt und zusätzliche Vorsicht geboten sind, gehen wir doch nicht davon aus, dass Private Equity deutliche Wertverluste erleiden wird. Wir bleiben überzeugt, dass wachstumsorientierte Aktivitäten wie kleine und mittlere Buy-outs gut geeignet sind, um die positiven Folgen eines anhaltenden Konjunkturaufschwungs bis ins Jahr 2019 zu nutzen. Im Falle eines Abschwungs sollten richtig strukturierte und gut geführte Private Equity-Gesellschaften weiter wachsen – ohne die größeren Risiken, die ein hoher Verschuldungsgrad und ein schwächeres BIP-Wachstum für größere Unternehmen mit sich bringen.

Ein wesentlicher Aspekt bleibt die differenzierte Auswahl von Fondsmanagern, die für ihre Portfoliounternehmen echten Mehrwert erbringen können, zum Beispiel im operativen Geschäft oder bei einer Neuausrichtung, und die ihre Fremdverschuldung sinnvoll einsetzen, ohne sie als hauptsächlichen Werttreiber zu betrachten. Bis ins Jahr 2019 hinein wird das globale Umfeld hoher Börsenkurse Anlass zur Sorge geben, da sich die Akteure am Private Equity-Markt Gedanken über das mögliche Aufwärtspotenzial und den damit verbundenen Druck auf die Bewertungen privater Märkte machen.

# Die Zeiten ändern sich

## Berücksichtigung von CO<sub>2</sub>-Risiken bei der Vermögensallokation

**Ian Ashment**, Head of Systematic and Index Investments, **Rodrigo Dupleich**, Senior Quantitative Analyst, **Boriana Iordanova**, Index Analyst und **Xiaochen Zhao**, Quantitative Analyst

Der Klimawandel ist eines der bedeutendsten und doch unverstandenen Risiken, denen Unternehmen und Finanzorganisationen heute ausgesetzt sind.<sup>3</sup> Seine möglichen kurz- und langfristigen Auswirkungen sind physischer, regulatorischer und technologischer Natur. Investoren müssen Wege finden, den kommenden Herausforderungen zu begegnen.

Ein wichtiges Ereignis für Investoren fand im April 2016 statt, als 174 Länder und die Europäische Union offiziell das Pariser Übereinkommen der Vereinten Nationen über den Klimawandel unterzeichneten, um Treibhausgasemissionen zu reduzieren, den Anstieg der globalen Durchschnittstemperatur auf maximal 2°C über dem vorindustriellen Niveau zu begrenzen und den Übergang zu einer kohlenstoffärmeren Wirtschaft zu beschleunigen.<sup>4</sup> Viele Länder verschärften in der Folge ihre Anforderungen an die Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen und Großinvestoren.

Im Oktober 2018 wurde der Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften an zwei Ökonomen für ihre Forschung zur Integration des Klimawandels in die makroökonomische Analyse verliehen. William Nordhaus von der Yale University wurde für seine bahnbrechenden Arbeiten zur Erforschung des Klimawandels ausgezeichnet. Seine Forschung zielte darauf ab, den Zusammenhang zwischen dem von einer zunehmenden Kohlendioxidkonzentration in der Atmosphäre verursachten Klimawandel, den Folgen für das Wirtschaftswachstum und die Gesundheit der Gesellschaft sowie der Notwendigkeit entschlossener Maßnahmen zum Erreichen der CO<sub>2</sub>-Ziele zu untersuchen. Dieser Übergang zum 2°C-Ziel wird sowohl Risiken als auch Chancen mit sich bringen und alle Unternehmensbereiche und Branchen weltweit betreffen. Investoren, die den kohlenstoffreichen Sektor einfach ausschließen, werden keinen Einfluss

auf die Mittel und den Zeitpunkt eines solchen Übergangs ausüben können.

Ein alternativer und, aus einer Gesamtperspektive gesehen, vermutlich verantwortungsbewussterer Ansatz für Investoren ist, sich an den weltweiten Bemühungen zur Verringerung der Kohlenstoffabhängigkeit zu beteiligen. Wir erwarten, dass sich dieser Trend bis 2019 und darüber hinaus verstärken wird.

Wir glauben, dass ein Ansatz, der sich ausschließlich auf historische Daten zu CO<sub>2</sub>-Emissionen und den Ausschluss entsprechender Anlagen stützt, unter anderem folgende Schwächen aufweist:

- Er kann zu unbeabsichtigten Engagements in Branchen, Ländern, Stilfaktoren, Beta usw. führen.
- Es wird versäumt, die multidimensionalen Aspekte des Klimawandels und der Kohlenstoffdaten selbst zu berücksichtigen. Zum Beispiel können große CO<sub>2</sub>-Emittenten ihr Unternehmen an die kohlenstoffarme Wirtschaft anpassen, in erneuerbare Energien investieren oder ihre Daten offenlegen.
- Die alleinige Konzentration auf das Kohlenstoffrisiko führt möglicherweise zu unbeabsichtigten Risiken. Während Risiken im Zusammenhang mit dem Klimawandel großteils beseitigt werden, könnten zugleich einige Möglichkeiten, die durch den Übergang entstehen, verpasst werden.
- Offene Fragen des Klimawandels werden nicht berücksichtigt.

Der letzte Punkt ist aus unserer Sicht sehr wichtig und wird nicht oft diskutiert. Brock und Hansen<sup>4</sup> analysieren die sozialen Kosten von Kohlenstoff bei bestehender Unsicherheit und unterscheiden dabei drei Formen der Unsicherheit: Risiko,

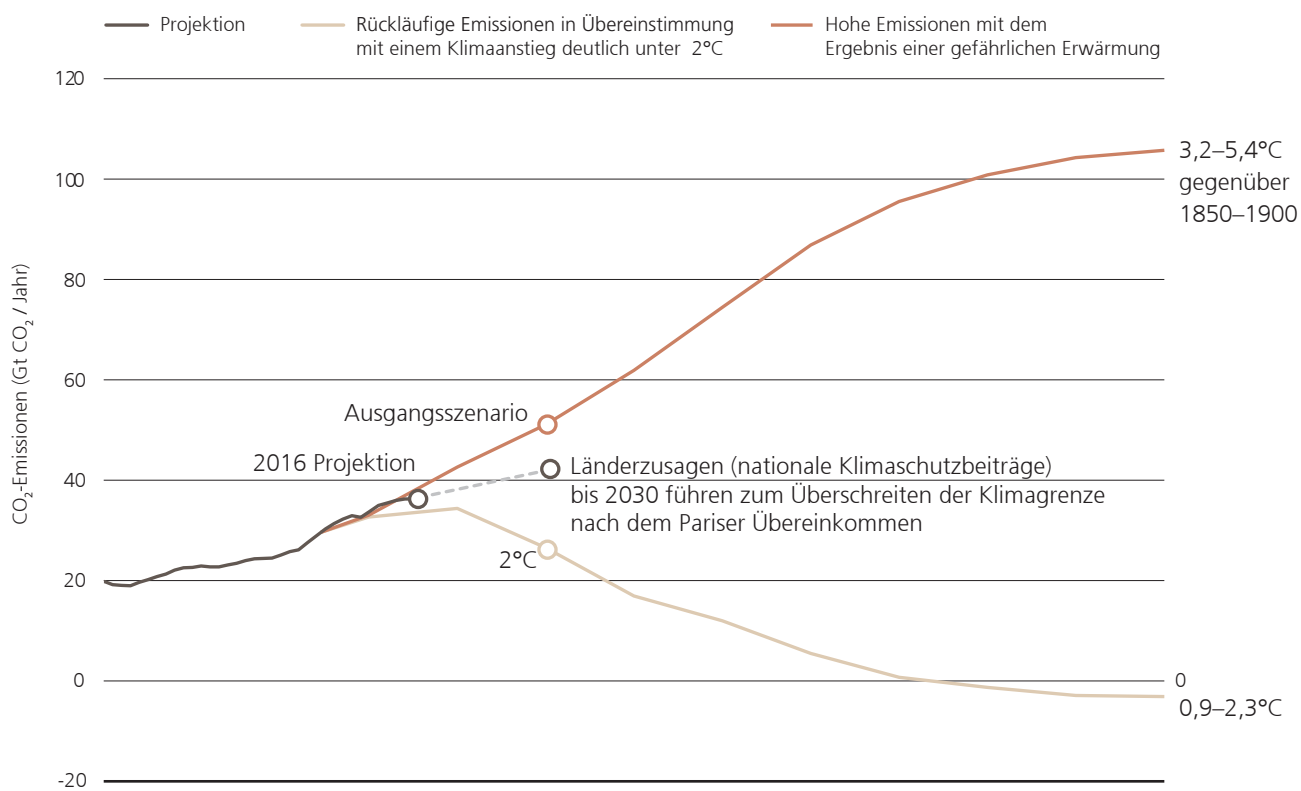
<sup>3</sup> Gemäß der Arbeitsgruppe für klimabezogene Finanzberichterstattung (TCFD) des Finanzstabilitätsrates (FSB).

<sup>4</sup> Ein Schlüsselement der auf der Pariser Klimakonferenz 2015 ausgehandelten Vereinbarung ist das langfristige Ziel, den Anstieg der globalen Durchschnittstemperaturen auf «deutlich unter» 2°C über dem vorindustriellen Niveau zu begrenzen und gleichzeitig eine Begrenzung auf 1,5°C anzustreben.

<sup>5</sup> Brock, W. und Hansen, L. P., «Wrestling with Uncertainty in Climate Change Models», Working Paper University of Chicago (2017).



**Abbildung 1: Globale CO<sub>2</sub>-Emissionen nach Emissionsziel**



Quelle: Future Earth, CDIAC/GCP/IPCC/Fuss et al. 2014 / Rogelj et al. 2016. Nur zur Illustration.

Zweideutigkeit und Fehlspezifikation. Intuitiv weist Risiko auf einen Modellansatz hin, der wahrscheinlich nicht für zukünftige Ereignisse geeignet ist. Zweideutigkeit ist die Unsicherheit, die mit der Nutzung alternativer Modellansätze verbunden ist. Fehlspezifikation bezieht sich auf die Verwendung von Modellen, die nicht perfekt sind. Unser Ansatz zielt darauf ab, die Unsicherheiten bei der Einbeziehung von CO<sub>2</sub>-Risiken in ein Portfolio in den Griff zu bekommen.

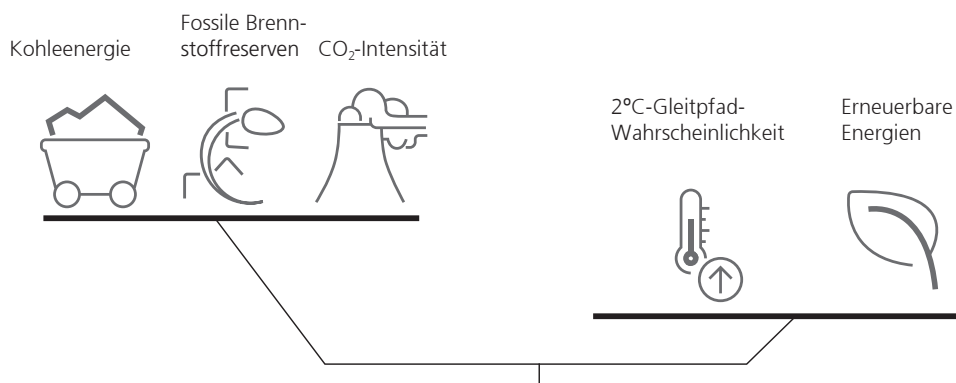
Basierend auf unserer Szenarioanalyse zum CO<sub>2</sub>-Ziel empfehlen wir Aktienindex-Investoren, die die Notwendigkeit der Anpassung an das veränderte Szenario verstehen, einen anderen Ansatz: eine regelbasierte Strategie, die weiterhin in CO<sub>2</sub>-emittierende Unternehmen investiert, aber aktiv mit Unternehmen

zusammenarbeitet, die für den erforderlichen Übergang weniger gut positioniert erscheinen, und Firmen unterstützt, die für den Übergang notwendige neue Technologien entwickeln.

Mithilfe einer Reihe positiver und negativer Einflussfaktoren, die in Abbildung 2 schematisch dargestellt sind, haben wir einen innovativen, zukunftsorientierten Ansatz entwickelt, der mehrere Ziele verfolgt:

- Den CO<sub>2</sub>-Fußabdruck<sup>6</sup> eines globalen Aktienindex-Portfolios erheblich verringern und zugleich verstärkt in zukunftsweisende Kennzahlen für den Übergang in eine kohlenstoffarme Wirtschaft investieren.
- Investitionen in Unternehmen deutlich ausweiten, die am besten positioniert sind, um von der wachsenden Nachfrage

**Abbildung 2: Positive und negative Einflussfaktoren**



Quelle: UBS Asset Management. Nur zur Illustration.

<sup>6</sup> In diesem Zusammenhang umfasst der CO<sub>2</sub>-Fußabdruck die sechs Treibhausgase, die unter das Rahmenübereinkommen der Vereinten Nationen über Klimaänderungen und unter das Kyoto-Protokoll fallen: Kohlendioxid, Methan, Lachgas, Fluorkohlenwasserstoffe, perfluorierte Kohlenwasserstoffe und Schwefelhexafluorid.

nach erneuerbaren Energien und damit verbundenen Technologien zu profitieren.

- Langfristige Renditen erzielen, die weitgehend den Renditen des zugrunde liegenden Index entsprechen.

Nachfolgend skizzieren wir einige innovative Best Practices für unseren von Einflussfaktoren bestimmten Ansatz, bei denen wir glauben, dass er sich von konventionelleren Ansätzen unterscheidet.

- Er beruht auf einer probabilistischen Struktur, die Unsicherheiten in Bezug auf CO<sub>2</sub>-Emissionsdaten ausdrücklich anerkennt.
- Er integriert kohlenstoffbezogene, zukunftsgerichtete Indikatoren, um Unternehmen zu belohnen, die sich dem absoluten 2°C-Ziel der Vereinten Nationen auf der Pariser Klimakonferenz 2015 annähern.
- Er integriert qualitative Erkenntnisse, zum Beispiel über Quellen und Qualität der gemeldeten Daten, über die Offenlegung der Richtlinienumsetzung und über Ziele und Initiativen in Bezug auf die Kohlenstoffeffizienz.
- Ein weiteres zentrales Anliegen von Investoren in der Ära des Klimawandels ist es, robuste Elemente des Abstimmungsverhaltens und aktiven Engagements zu entwickeln. Unser diesbezüglicher Ansatz soll Unternehmen ermutigen,
  - CO<sub>2</sub>-Emissionsdaten zu veröffentlichen,
  - klare Strategien und Ziele zur Reduzierung von Emissionen aufzustellen und sich zu einer regelmäßigen Berichterstattung über die Fortschritte zu verpflichten,

- den bewährten Praktiken bei der Berichterstattung zu Unternehmensführung, Strategie, Risikomanagement, Kennzahlen und Ziele gemäß den Empfehlungen der Arbeitsgruppe für klimabezogene Finanzberichterstattung (TCFD) zu folgen,
- Szenariotests durchzuführen und ihre Auswirkungen in der Jahresberichterstattung darzustellen.

Darüber hinaus ermöglicht es der Dialog mit Unternehmen, ihre Fortschritte mit zusätzlichen Informationen, die vor und nach dem Dialog gesammelt wurden, zu überprüfen. Er bedeutet auch, dass wir Rückmeldungen sammeln, Ziele für Veränderungen in der Unternehmenspraxis ausdrücklich kommunizieren und das Modell, das der Unter-/Übergewichtung unserer Positionen zugrunde liegt, weiter verbessern können.

Mit Blick auf 2019 bleibt der Klimawandel ein fortschreitender und dynamischer Prozess. Investoren sollten daher sowohl über das Problem selbst (zum Beispiel Kohlenstoff als Kernrisiko für den Klimawandel) als auch über die verfügbaren Daten/Forschungen/Innovationen stets auf dem neuesten Stand sein. Zu diesem Zweck haben wir eine Beratergruppe eingerichtet, die aktuelle klimarelevante Trends und Entwicklungen mit Folgen für börsennotierte Unternehmen aufnehmen, unser laufendes Abstimmungsverhalten und Engagement überwachen und die Methodik unseres Ansatzes kontinuierlich verbessern soll.

# Die Bedeutung der Verantwortung

## Aktives Engagement für die Wertsteigerung von Kundenvermögen

**Christopher Greenwald**, Head of SI Research, Sustainable and Impact Investing und **Valeria Piani**, Strategic Engagement Lead

Mit dem weltweit wachsenden Bedarf an Erkenntnissen über Nachhaltigkeit und langfristige Investitionen sind auch die Argumente für verantwortungsbewusstes Investieren in den Vordergrund gerückt. Bei aktiven und passiven Aktienanlagen sowie bei Anlagen mit Nachhaltigkeitszielen hat es sich nachweisbar positiv auf die Geschäftsergebnisse ausgewirkt, Verantwortung («Stewardship») zu übernehmen.

Der Grund dafür ist offensichtlich. Im Kern bedeutet «Stewardship» die Verantwortung der Eigentümer, wobei unternehmerisches Engagement und Stimmrechtsvertretung eine Schlüsselrolle bei der Integration von Nachhaltigkeitsthemen spielen. Dies ist ein Trend, der 2019 und darüber hinaus an Fahrt gewinnen sollte.

Die vielen auffallend positiven Aspekte unternehmerischen Engagements sind wissenschaftlich gut fundiert; mehrere Studien belegen den finanziellen Nutzen, der sich ergibt, wenn Verantwortung durch Engagement gezeigt wird. Eine Studie ergab, dass Unternehmen, deren Investoren sich erfolgreich engagiert hatten, ihre Ertragskraft (gemessen an der Gesamtkapitalrendite) verbessern konnten. Dagegen verzeichneten Unternehmen, deren Engagementziele nicht erreicht wurden, keine Veränderung der Gesamtkapitalrendite.<sup>7</sup> Eine zweite Studie hob die mit dem Engagement der Aktionäre verbundenen Lerneffekte sowie kommunikativen und politischen Vorteile hervor.<sup>8</sup>

Auf dieser Basis glauben wir, dass Verantwortungsaktivitäten bessere langfristige Anlageerträge ermöglichen und somit einen wichtigen Mechanismus der Wertschöpfung für unsere Kunden darstellen.<sup>9</sup>

### Ein einzigartiger Ansatz

Die akademische Forschung unterstreicht klar die Vorteile des verantwortungsbewussten Investierens. Darüber hinaus glauben wir, dass unsere umfangreiche Arbeit im Bereich der aktiven und passiven Strategien ebenso wie unsere branchenweit anerkannte Führungsrolle bei Nachhaltigkeitsthemen ausgezeichnete Grundlagen darstellen, um unsere Kunden von einer gut entwickelten Verantwortungsstrategie profitieren zu lassen.

Unsere Arbeit erfolgt nicht isoliert. Wir sind Unterzeichner von Best Practice-Verhaltenskodizes wie den «Global Stewardship Principles» des International Corporate Governance Network (ICGN) und dem investorengeführten ISG Stewardship Framework in den USA. Wir sind ferner Mitglied der UN-Initiative «Prinzipien für verantwortliches Investieren», die Investoren ermutigt, aktive Eigentümer zu sein, indem sie sich (gemäß der Nummer 2 der Prinzipien) aktiv im Unternehmen engagieren und auf der jährlichen Hauptversammlung ihre Stimme abgeben.

Unsere Verantwortungsaktivitäten sind derzeit nach vier Formen des Engagements gegliedert: thematisch, reaktiv, auf die Stimmrechtsvertretung bezogen und proaktiv (also von Analysten geführt). Darüber hinaus sind wir offen für eine Zusammenarbeit in Situationen, in denen wir denken, dass die Wirksamkeit des Engagements verstärkt werden kann. Wir glauben, dass Investoren, die mit einer gemeinsamen Stimme sprechen, ihre Ansichten effizient und zielgerichtet kommunizieren können. Wir betrachten die Ausübung unserer Stimmrechte als einen weiteren Schlüsselaspekt des wirkungsvollen Engagements und einer effektiven Übernahme von Verantwor-

<sup>7</sup> Die Stichprobe bezog sich auf 225 Investoren, die an 30 Aktionärsnetzwerken beteiligt waren. Siehe Elroy Dimson, «How institutional investors' collective engagement on ESG issues create value for investors and corporations: A configurational analysis», Judge Business School, Cambridge University, London Business School; Chair of Strategy Council, Norwegian GPF; Director of FTSE International, 2017.

<sup>8</sup> Siehe Jean-Pascal Gond, «How ESG engagement creates value for investors and companies», Cass Business School, City University, 2018.

<sup>9</sup> Eine Zusammenfassung weiterer Arbeiten zu den Vorteilen des Engagements für eine positive externe und finanzielle Performance bei: UBS Wealth Management CIO, «Education Primer: ESG Engagement Equities», August 2018.

tung. Im Durchschnitt stimmen wir über einen Zeitraum von zwölf Monaten auf 10.000 Sitzungen ab. Wir sehen diesen Vorgang als wesentliche Ergänzung und Unterstützung unseres aktiven Engagements in den Unternehmen. Darüber hinaus ist es bei passiven Strategien oft unser einziges Instrument, um Meinungen zu äußern und die Führungsgremien zu ermutigen, sich mit unseren Anliegen zu befassen.

### Proaktives Vermögensmanagement

Indem sie größere Kapazitäten speziell für das aktive Engagement und die Stimmrechtsausübung bereithalten, sind aktive Manager in der Lage, direkt mit den Unternehmen zusammenzuarbeiten, statt Anlageentscheidungen nur anhand einer Analyse der veröffentlichten Ergebnisse zu treffen. Durch den Aufbau längerfristiger Beziehungen zu den Portfoliounternehmen können aktive Vermögensmanager gemeinsam mit ihnen die langfristigen Werttreiber verbessern.

Diese intensiven, von Analysten geführten Dialoge haben unmittelbaren Einfluss auf die Geschäftsstrategien von

Unternehmen, da sie direkt mit Investitionsvorhaben verknüpft sind. Der von unseren Finanzanalysten und Portfoliomanagern geleistete Austausch führt in enger Zusammenarbeit mit den Teams für nachhaltiges Anlageresearch und Investorenverantwortung zu Schlussfolgerungen, die für alle aktiv gemanagten Strategien relevant sind.

Für das Jahr 2019 planen wir die Weiterentwicklung unseres strategischen Engagements, das sich auf die wesentlichen Nachhaltigkeitsrisiken und -chancen konzentriert. Ein Bereich, dem wir unsere anhaltende Aufmerksamkeit widmen werden, ist das Klima – ein Thema, mit dem wir uns bereits intensiv beschäftigen –, ferner die Gleichstellung der Geschlechter und die Auswirkungen der Unternehmensführung auf die Ziele der nachhaltigen Entwicklung. Der jüngst veröffentlichte Bericht des Weltklimarats (IPCC) unterstreicht ebenso wie die wachsende Zahl von Gesetzen und Richtlinien, zum Beispiel aus der Europäischen Union, dass Großinvestoren den Dialog voranbringen müssen, um Veränderungen herbeizuführen.

## Die 4 Formen unserer «Stewardship»-Strategie

| 1. Thematisch  | 2. Reaktiv  | 3. Stimmrechtsvertretung                               | 4. Proaktiv   |
|--|---|--|---|
| Engagement zu verschiedenen Nachhaltigkeits-themen wie Klimawandel und Wirkungsaspekte | Engagement bei aktuellen Ereignissen und Verletzungen des UN Global Compact | Engagement konzentriert auf Hauptversammlungs-analysen | Engagement nach Feststellung erheblicher ESG-Risiken und -gelegenheiten |



## Aktive und passive Positionen

# Ein neues Paradigma?

## Sollten langfristig ausgerichtete institutionelle Investoren das Thema Megatrends in ihre Überlegungen zur strategischen Vermögensallokation aufnehmen?

**Massimiliano Castelli**, Head of Global Strategy, Global Sovereign Markets

Inmitten des «Marktrauschens», das kurz- und mittelfristig die Märkte und Renditen beeinflusst, stellt sich die Frage: Welche Schlüsselfaktoren sollten wirklich langfristig ausgerichtete Investoren im Rahmen ihrer Vermögensanlagen besonders beachten?

Der traditionelle Ansatz stützt sich stark auf diskontierte Cashflows und Annahmen zum langfristigen Wirtschaftswachstum, zur Inflation und zu den Zinssätzen. Wir glauben dagegen, dass wirklich langfristige Investoren solchen Faktoren mehr Gewicht geben sollten, die das Potenzial besitzen, Länder, Regionen, Branchen und Unternehmen dauerhaft und grundlegend zu beeinflussen.

Wissenschaftliche Studien haben gezeigt, dass Faktoren wie Regulierung, politischer Wandel, Technologie und systematische Risiken langfristig zwischen 20 und 70 Prozent der Unternehmensperformance, gemessen an Aktienkursen, Ertragskraft und Marktanteilen, ausmachen.<sup>10</sup>

Aus Investorensicht sollten die globalen Faktoren heute Anlass zu besonderer Sorge geben, da ihre Vorhersehbarkeit abnimmt und sie bekanntermaßen schwierig zu messen sind. Selbst wenn es zu einem günstigen Ausgang kommt, dürfte allein diese Unsicherheit sowohl auf Länder- als auch auf Sektorebene großen Einfluss auf die Weltwirtschaft und die Anlageentscheidungen der Zukunft haben. Daher ist es für Investoren im 21. Jahrhundert von größter Bedeutung, mit diesen globalen Phänomenen umzugehen und sie zu verstehen.

### Zeit zum Umdenken

Aber welche globalen Faktoren sind für große institutionelle Investoren in den nächsten Jahrzehnten besonders relevant? Unser langfristiger, auf globalen Trends basierender Analyseansatz erfordert eine Abkehr vom traditionellen makroökonomischen «Szenariodenken»; positive Szenarien sind nie positiv genug, und negative Szenarien sind nie negativ genug. Es ist auch wichtig anzuerkennen, dass diese Faktoren nicht statisch sind. Wir schlagen daher eine Reihe von globalen Trends und

Faktoren vor und verfolgen sie im Zeitverlauf, wobei wir robuste Strategien um sie herum entwickeln.

Gemäß diesem Ansatz konzentrieren wir uns hier auf drei globale Schlüsselfaktoren:

1. Demografie
2. Technologie und Innovation
3. Nachhaltigkeit und Klimawandel

### Demografie verändert langfristig die Wettbewerbsfähigkeit der Länder

Wir gehen davon aus, dass der weltweite demografische Wandel in den nächsten Jahrzehnten auf zweierlei Weise erfolgen wird. Einerseits dürften wir sinkende Geburtenraten erleben, andererseits sollte die Lebenserwartung steigen.<sup>11</sup> Beide Faktoren könnten zu einem Anstieg der Nichterwerbstätigenzahlen führen, ein Trend, der vermutlich durch wichtige technologische Entwicklungen noch verstärkt wird. Die kombinierten Folgen von selbstfahrenden Fahrzeugen und Drohnen sowie Smart Shopping-Lösungen (zum Beispiel RFID-Etiketten oder Online-Shops) könnten vor allem für gering qualifizierte Arbeitnehmer zum Wegfall wichtiger «Standardjobs» führen, die es ihnen in der Vergangenheit ermöglicht haben, ihren Lebensunterhalt als Fahrer von Lkws, Taxis oder Lieferwagen oder mit der Arbeit im Einzelhandel zu bestreiten.

Abgesehen von den unvermeidlichen Verschiebungen des Nachfrageverhaltens aufgrund der demografischen Entwicklung wird die höhere Zahl von Nichterwerbstätigen in der Wirtschaft wahrscheinlich zu einem Rückgang des BIP-Wachstums pro Kopf führen, selbst wenn das BIP-Niveau unverändert bleibt. Untersuchungen in den USA lassen darauf schließen, dass ein Anstieg des Bevölkerungsanteils der über 60-Jährigen um 10 Prozent mit einem Rückgang des Wirtschaftswachstums um 8,3 Prozent verbunden ist.<sup>12</sup>

Schließlich wird sich die Demografie auch auf andere wirtschaftliche Schlüsselvariablen auswirken. Wissenschaftliche Analysen weisen auf eine Korrelation des Werts von Aktienanlagen in den USA mit demografischen Trends hin. Wenn die

<sup>10</sup> Kewei Hou, G. Andrew Karolyi, und Bong Chan Kho. «What Factors Drive Global Stock Returns?» Review of Financial Studies, 2011.

<sup>11</sup> United Nations Department of Economic and Social Affairs/Population Division. «World Population Prospects: The 2017 Revision, Key Findings and Advance Tables.»

<sup>12</sup> Vgl. Maestas, Nicole, Kathleen J. Mullen und David Powell. 2016. «The Effect of Population Aging on Economic Growth, the Labor Force and Productivity,» Rand Labor & Population, Working paper: 1063-1.

Babyboomer altern, werden sie wahrscheinlich von der Anlage in Aktien zum Verkauf von Aktien übergehen, um ihren Ruhestand zu finanzieren. Bei sonst unveränderten Bedingungen wird dies den Druck auf die Aktienmultiples erhöhen. Ferner deuten Untersuchungen darauf hin, dass bei niedrigerem Wirtschaftswachstum auch der risikofreie Zinssatz sinken wird. Dies bedeutet bei sonst konstanten Daten, dass die zu erwartenden Aktienrenditen fallen.<sup>13</sup> Eine wesentliche Quelle der Unsicherheit wird jedoch das Ausmaß der Risikoaversion bei den Älteren sein.

Insgesamt glauben wir, dass die Alterung zu einer Umverteilung des Reichtums über verschiedene Generationen hinweg führen und das Konsumverhalten verändern wird. So entsteht ein Bedarf nach neuen Produkten und Dienstleistungen. Dies wird neue investitionsfähige Projekte in den Bereichen Infrastruktur, Gesundheitswesen und Wellness sowie im Wohnungsmarkt nötig machen, um nur einige zu nennen.

Aufgrund all dieser Faktoren erwarten wir, dass sich die derzeit noch eher theoretische Diskussion über «die Alterung» zunehmend in Form greifbarer Investitionsbedürfnisse manifestiert. Angesichts der vielen künftig benötigten investitionsfähigen Projekte sollte daher Demografie als zentrales Thema in den Prozess der langfristigen Vermögensallokation einbezogen werden.

### **Technologie und Innovation**

Die Digitalisierung oder, allgemeiner gesagt, der Prozess der digitalen Transformation in Unternehmen und Branchen bringt bereits neue Geschäftsmodelle hervor. Folglich werden wir bald das Entstehen neuer Branchen erleben, die bislang nicht existierten. Doch wie können wir uns aus Anlagesicht gegenüber noch unbekanntem Verhalten verhalten?

Die digitale Transformation der Unternehmen stellt einen organisatorischen Wandel durch den Einsatz digitaler Technologien und Geschäftsmodelle für eine verbesserte Performance dar. Damit unterscheidet sie sich von der digitalen Disruption, die für den Einfluss digitaler Technologien auf das aktuelle Leistungsversprechen eines Unternehmens steht.

Indem die digitale Transformation die Grenzen jeder Branche erweitert, sollte sie auch zu branchenübergreifenden Ausstrahlungseffekten führen, die sehr schwer zu messen sind. Agilität als Maß der Fähigkeit, schnell auf die so aufkommenden Ideen zu reagieren, sowie der Flexibilität, ein Geschäftsmodell an den Wandel anzupassen, ist daher von größter Bedeutung für den erfolgreichen Umgang mit der digitalen Transformation. Auch aus Investorensicht stellt Agilität ein wichtiges Konzept dar: Die Fähigkeit, Disruptoren und ihre unterlegenen Wettbewerber zu erkennen, könnte zusätzliche Renditen hervorbringen oder dauerhafte Verluste mit Unternehmen vermeiden, die bei der Anpassung scheitern.

### **Nachhaltigkeit und Klimawandel**

Allzu oft verwechseln Unternehmen «Nachhaltigkeit» mit reiner «sozialer Verantwortung». Letzten Endes deutet der Begriff Nachhaltigkeit auf die Fähigkeit eines Unternehmens hin, langfristig Wert zu schaffen.

Wir sind der Meinung, dass der Klimawandel ein wichtiger Treiber für nachhaltige Strategien sein wird. Er sollte sich unterschiedlich auf Volkswirtschaften und Branchen und damit auch auf die Renditen verschiedener Anlageklassen auswirken. Mit fortschreitender Elektrifizierung und Dekarbonisierung sollte die Nachfrage nach fossilen Brennstoffen zurückgehen. Dies dürfte viele Länder und Branchen grundlegend erschüttern, mit der Folge, dass bei einigen davon Wachstum und Ertragskraft sinken.

Länder mit stark kohlenstoffabhängigem Wohlstand dürften ein verlangsamtes Wachstum sowie zunehmende politische und soziale Spannungen erleben. Ölgesellschaften, ob börsennotiert oder nicht, sind eine wichtige Quelle des Wohlstands, und diejenigen, die sich nicht auf die neue globale Energielandschaft einstellen können, werden unter sinkenden Ölpreisen leiden. Darüber hinaus könnten sie zunehmenden regulatorischen Risiken gegenüberstehen, wenn die Folgen der Treibhausgasemissionen greifbarer werden, der soziale Druck zunimmt und dies zu verstärkten Maßnahmen gegen den Klimawandel führt.

<sup>13</sup> Vgl. Cornell, Bradford. 2012. «Demographics, GDP, and future stock returns: The implications of some basic principles.» Journal of Portfolio Management, Summer.

### Ein neues Paradigma für die strategische Vermögensallokation

Traditionell folgt die Vermögensallokation einem Top down-Ansatz, bei dem einige wichtige wirtschaftliche und finanzielle Variablen genutzt werden, um Rendite- und Risikoannahmen für alle Anlageklassen zu entwickeln. Bei diesem Ansatz werden die Vermögenspreise durch eine Reihe von wirtschaftlichen und finanziellen Variablen wie Wachstum, Zinssätze und andere monetäre Bedingungen bestimmt, die sich auf die Wertentwicklung aller Anlageklassen auswirken, darunter festverzinsliche Wertpapiere, Aktien und alternative Anlagen. Sind die Renditeziele und die Risikobereitschaft eines Investors bekannt, kann mithilfe eines Optimierungsprozesses eine effiziente Vermögensallokation angestrebt werden.

Können Megatrends in einen solchen Top down-Ansatz einbezogen werden? Die Methode der diskontierten Cashflows, die oft für die Preisfindung bei Vermögensanlagen genutzt wird, ist angesichts der Komplexität und Unsicherheit dieser Trends nur sehr schwierig anzuwenden.

Besser könnte eine Kombination aus Top down- und Bottom up-Ansatz geeignet sein. Der Top down-Ansatz identifiziert wichtige Themen und priorisiert diejenigen mit dem größten Disruptionspotenzial. Der Bottom up-Ansatz nutzt diese Themen, um in Aktien zu investieren, die von ihnen profitieren können, und Aktien zu vermeiden, die am stärksten von den negativen Folgen dieser Trends betroffen sind.

In der neuen Welt, wie wir sie uns für Investoren vorstellen, sind auch die Einsatzmöglichkeiten traditioneller Instrumente zur Risikomessung und -steuerung stark eingeschränkt. In der Vergangenheit ging ein typisches Rahmenwerk für die Risiko-Steuerung von einer klassischen Risiko-Rendite-Abwägung nach Markowitz aus, basierend auf der Annahme, dass wir unsere Unsicherheiten und damit Risiken (1) identifizieren, (2) bewerten und (3) messen können.

Das vergangene Jahrzehnt hat uns jedoch gezeigt, dass die Unbekannten, die Unternehmen und Branchen zerstört haben, nicht leicht quantifizierbare Risiken waren, sondern globale

Trends, Katastrophen und systemische Krisen. Bei der Diversifizierung sollte es nicht nur um Anlageklassen gehen, sondern auch um Engagements in Themen wie Technologie oder Klimawandel, die das Potenzial haben, Unternehmen, Branchen und Länder grundlegend zu verändern.

Es sei daran erinnert, dass langfristige Investoren wie Staatsfonds einige natürliche Vorteile haben, wenn sie diesen Ansatz in Betracht ziehen. Aufgrund ihrer hohen Risikotoleranz, ihres langen Anlagehorizonts und der breiten Palette von Anlageklassen, in die sie investieren können, sind Staatsfonds in der Lage, Megatrends zu nutzen und die damit verbundenen Risikoprämien zu generieren und zu vereinnahmen. Dieser Trend ist bereits erkennbar, da nun die Staatsfonds einen zunehmenden Anteil ihrer Direktinvestitionen in disruptive Technologien lenken.

Der Trend zur Einbeziehung globaler Trends und Faktoren wie Demografie, Technologie und Klimawandel sollte einige wichtige Fragen aufwerfen. Wie können Investoren einen Anlagerahmen für globale Trends schaffen? Kann ein langfristiger Ansatz zur strategischen Vermögensallokation, der globale Trends berücksichtigt, definiert und in ausführbare Anlagekonzepte übersetzt werden? Oder sollten sie einfach zusätzliche «optische Linsen» sein, durch die man die vorgeschlagene Vermögensallokation betrachten kann?

Wir sind der Ansicht, dass die Evolution in Richtung eines langfristigen, auf globalen Themen basierenden Anlage Rahmens eine neue Denkweise erfordert und dass sich Investoren mit langfristigem Anlagehorizont auf diesen Wandel einstellen sollten. Die erforderlichen Veränderungen sind umfassend und berühren mehrere Aspekte des Vermögensallokations-Prozesses, der Unternehmensführung und der erforderlichen Fähigkeiten und Denkweisen – kurz gesagt, ein neues Paradigma für langfristiges Investieren.

*UBS Asset Management begrüßt die Gelegenheit, dieses Paradigma des Wandels mit Ihnen zu diskutieren, während wir die Grenzen unserer Anlagepraktiken kontinuierlich erweitern, um auch in Zukunft nachhaltig positive Ergebnisse für unsere Kunden zu erzielen.*



## Vermögensallokation für langfristige Investoren in Vergangenheit und Zukunft

| Traditionelle Vermögensallokation   | Langfristige Vermögensallokation   |
|---|--|
| <p><b>Starker Fokus auf wirtschaftliche und monetäre Faktoren</b><br/>Megatrends werden nur berücksichtigt, wenn sie einen klar messbaren Einfluss auf wirtschaftliche Faktoren (z. B. Demografie) haben.</p>   | <p><b>Spiegelt vielfältige, miteinander verknüpfte Trends wider, die sich künftig auf Gesellschaft und Umwelt auswirken werden</b><br/>In einer wirklich globalisierten Welt ist die Berücksichtigung von Herausforderungen auf den Gebieten (Geo-)Politik, Technologie und Nachhaltigkeit entscheidend.</p> |
| <p><b>Investoren und Unternehmen handeln auf kurze Sicht</b><br/>An den Finanzmärkten herrschen Trendfolge- und Quartals-/ Jahresend-Effekte («Window-dressing») vor. Unternehmen tätigen Aktienrückkäufe, anstatt in Ausrüstung oder Mitarbeiterausbildung zu investieren.</p> | <p><b>Langfristiges Denken</b><br/>Lassen Sie sich von Megatrends leiten, um Störungen bei wichtigen Portfoliopositionen zu vermeiden und langfristige Wachstumschancen zu nutzen. Bringen Sie langfristige Trends nicht mit Hypes durcheinander!</p>  |
| <p><b>Marktkapitalisierungs-basierte Benchmarks und passive Replikation</b><br/>Je breiter der Index, desto stärker diversifiziert und desto sicherer das Portfolio?</p>  | <p><b>Unbeschränkter Bottom up-Ansatz</b><br/>Diversifizierung nicht über eine Benchmark, sondern über einen Pool guter langfristiger Ideen.</p>   |
| <p><b>Rückkehr zum Mittelwert</b><br/>Entscheidungen zur Diversifikation und Neuausrichtung beruhen auf Varianz-Kovarianz-Optimierung und Rückkehr zum Mittelwert.</p>  | <p><b>Schutz vor Störungen, die zu einem plötzlichen und dauerhaften Kapitalverlust in Ihrem Portfolio führen</b><br/>Vermögensanlagen können lange Zeit zum Mittelwert zurückkehren – bis sie es nicht mehr tun. Risikomanagement bedeutet, sich des Disruptionsrisikos bewusst zu sein.</p>                |
| <p><b>Private/öffentliche Märkte</b><br/>Die Diversifikation über liquide Aktien- und Festzinsmärkte ermöglicht es Investoren, sich mit ihren Risiko- und Renditeerwartungen an der Effizienzkurve zu positionieren. Private Märkte bieten zusätzliches Alpha.</p>              | <p><b>Private Märkte</b><br/>Um Renditechancen mit disruptiven Trends zu nutzen, ist es nötig, verstärkt in private Märkte zu investieren, in denen oft neue Geschäftsmodelle entstehen. Die Einhörner einfangen.</p>  |
| <p><b>Steuerung und Anreize: Herdenmentalität</b><br/>Sponsoren und Kunden erwarten eine den bekannten Benchmarks entsprechende Wertentwicklung, mit Renditeabweichungen und Wertverlusten im Rahmen der Branchenstandards.</p>   | <p><b>Steuerung und Anreize: Suche nach langfristigen Werten</b><br/>Langfristige Investitionen sind besonders stark, wenn sie mit anti-zyklischen Strategien kombiniert werden – aber sind die Sponsoren bereit, sich gegen den Trend zu stellen? Und für wie lange?</p>                                    |
| <p><b>Konservatismus</b><br/>Sehr ähnliche strategische Vermögensallokationen innerhalb vergleichbarer institutioneller Sektoren, die zu sehr ähnlichen und damit (leicht unter-)durchschnittlichen Ergebnissen führen.</p>   | <p><b>Innovative Ansätze</b><br/>(Konservative) Kerninvestments werden stets durch innovative Satelliten ergänzt, die nur dafür da sind, Gelegenheiten mit Megatrends zu nutzen.</p>   |

Quelle: UBS Asset Management.

# Die Autoren



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



**Ian Ashment** ist Head of Systematic and Index Investments bei UBS Asset Management und für die Verwaltung von indexgebundenen Aktien- und Rohstoffanlagen sowie quantitativen Aktienstrategien zuständig. Zuvor war er Global Head of Structured Beta & Indexing mit Verantwortung für Indexanlagen in allen Anlageklassen. Seine Laufbahn bei UBS Asset Management begann 1985 als Statistikassistent. Im Anschluss wurde er Trainee-Manager für aktiv verwaltete europäische Aktienfonds und später Mitglied der quantitativen Abteilung. Ian Ashment ist Chairman des FTSE Russell EMEA Regional Advisory Committee, Mitglied der FTSE Policy Group und Mitglied des S&P Global Index Advisory Panel.



**Maximilian Anderl** ist Head of Concentrated Alpha Equity und leitender Portfoliomanager für die globalen und europäischen Concentrated Alpha-Strategien mit Long only- und Long/Short-Ansatz. Er ist Mitglied des Concentrated Alpha-Teams seit dessen Gründung 2004 und leitet es seit März 2011. Maximilian Anderl kam 2000 als Aktienfondsmanager zu UBS Asset Management in Zürich und wechselte 2002 zum European Equity-Team in London. Vor seinem Eintritt bei UBS arbeitete er in der akademischen Forschung, in Forschung und Entwicklung sowie in der Unternehmensfinanzierung für die pharmazeutische Industrie.



**Markus Benzler** leitet das Private Equity-Team von Multi-Managers Real Estate & Private Markets. Seine Aufgaben umfassen die Anlageauswahl und das Portfoliomanagement für verschiedene diversifizierte internationale Private Equity-Mandate sowie für das Geschäft von UBS mit Private Equity Fund of Funds. Markus Benzler ist stimmberechtigtes Mitglied der Ausschüsse für Multi-Managers Private Equity und Infrastructure Investment. Bevor er zu UBS kam, arbeitete er bei Bain & Company in München, wo er unterschiedlichste Projekte vor allem in den Bereichen Private Equity, Bankwesen und Industrie durchführte.



**Evan Brown** ist Head of Macro Asset Allocation Strategy im Investment Solutions-Team. Er verantwortet das Makroresearch, die taktische Vermögensallokation und die Vermittlung innovativer Ideen gegenüber Kunden. Vor seinem Eintritt bei UBS war er Strategie und Händler für Macro Hedge Fund-Portfolios bei UBS O'Connor und Millennium. Zuvor war Evan Brown Co-Leiter von US FX Strategy bei Morgan Stanley. Von 2006 bis 2009 arbeitete er am Open Markets Desk der New Yorker Notenbank, wo er wichtige Entscheidungsträger informierte und half, politische Antworten auf die globale Finanzkrise zu entwickeln.



**Rodrigo Dupleich** ist Mitglied der Systematic Investment Group mit Sitz in London. Das Team beschäftigt sich mit der Entwicklung und Einführung systematischer Anlageprodukte. Bevor er 2016 zu UBS Asset Management kam, bekleidete Rodrigo Dupleich eine Reihe von Positionen im Research und als Portfoliomanager bei Citi, Tower Research Capital und Barings Asset Management, wo er systematische Long/Short- und Long only-Handelsstrategien entwickelte und einführte. Bevor er in die Finanzindustrie wechselte, arbeitete er als akademischer Mitarbeiter für die Universität Cambridge und das bolivianische Finanzministerium. Er hat verschiedene wissenschaftliche Publikationen auf den Gebieten Statistik und Finanzwesen veröffentlicht.



**Massimiliano Castelli** arbeitet als Head of Global Strategy im Bereich Global Sovereign Markets. Er analysiert die Markttrends, die das Anlageverhalten von Notenbanken, Staatsfonds und anderen öffentlichen Anlageinstitutionen beeinflussen, und arbeitet eng mit den Anlageteams zusammen. Massimiliano Castelli ist ein globaler Vordenker hinsichtlich makroökonomischer, finanzieller und politischer Trends beim Management von Staatsfonds. Er war zuvor Head of Governmental Affairs für UBS in Europa, dem Nahen Osten und Afrika sowie leitender Volkswirt für die EMEA-Region und hat Regierungen und Unternehmen in den Schwellenländern im Auftrag internationaler Institutionen beraten.



**Christopher Greenwald** kam im Februar 2017 als Head of SI Research im Sustainable and Impact Investing zu UBS Asset Management. Davor leitete er das Nachhaltigkeitsresearch bei RobecoSAM und war dabei für ein Team von Sektorspezialisten zuständig, die sich mit der Integration von Nachhaltigkeit in den Anlageprozess beschäftigten. Zuvor war er Leiter des Teams Sustainability Application and Operations 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 bei ASSET4/Thomson Reuters.



**Jeff Grow** ist leitender Portfoliomanager und Mitglied des Australian Strategy-Teams. Er entwickelt australische und globale Zinsstrategien zur Umsetzung in allen australischen Portfolios. Er arbeitet ferner als Portfoliomanager für diversifizierte Festzinsstrategien und managt Portfolios mit kurzer und langer Duration. Jeff Grow kam im März 2011 zu UBS Asset Management, nachdem er fünf Jahre lang in London beschäftigt war, zuletzt als Director, Head of Money Markets bei F&C Asset Management, wo er Geldmarktportfolios sowie GBP-, EUR- and USD-Portfolios mit kurzer Duration betreute. Er arbeitete auch für HSBC Global Asset Management.



**Suni Harford** kam 2017 als Head of Investments zu UBS Asset Management. Zuvor nahm sie bei Citigroup 24 Jahre lang verschiedene Tätigkeiten wahr, zuletzt als Regional Head of Markets für Nordamerika. Ferner war sie Mitglied des Pension Plan Investment Committee von Citi und Mitglied im Verwaltungsrat von Citibank Canada. Davor arbeitete sie bei Citi als Global Head of Fixed Income Strategy and Analysis sowie als Global Head bei The Yield Book Inc. Ihre Wall Street-Karriere begann bei Merrill Lynch & Co. im Investment Banking.



**Paul Guest** ist Lead Real Estate Strategist bei Real Estate Research & Strategy, einem zu Real Estate & Private Markets 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 Geschäftsbereichen Wealth Management und Investment Bank von UBS. Paul Guest arbeitet seit 2015 für UBS Asset Management und ist Mitglied der Ausschüsse für Fund of Funds- und Multi-Manager-Investments.



**Dan Heron** trat 2015 in das Team Investment Solutions ein und fungiert dort als Vordenker in den Bereichen Makroökonomie und Vermögensallokation. Er ist ferner leitendes Mitglied der Asset Allocation Equity Research Group. Vor seinem Eintritt bei UBS arbeitete Dan Heron als Portfoliomanager für britische Aktien bei Gartmore mit zusätzlicher Verantwortung für Optionsstrategien der Gartmore Hedge Funds im Bereich britischer Large Cap-Aktien. Er begann seine Laufbahn als Market Maker für Optionen bei Nations-CRT.



**Blake Hiltabrand** ist Head of Merger Arbitrage Research und leitender Portfoliomanager im Team Merger Arbitrage bei O'Connor in Chicago. Bevor er 2007 zu O'Connor kam, arbeitete er als Assistenz-Portfoliomanager bei Deephaven Capital und Amaranth Advisors LLP. Blake Hiltabrand war auch Associate und leitender Analyst in der Aktienabteilung von Goldman Sachs, wo er überwiegend im Event Driven-Research tätig war.



**Federico Kaune** ist Head of Emerging Markets Fixed Income mit Verantwortung für das Management aller Schwellenländerportfolios einschließlich Research sowie Formulierung und Umsetzung der Anlagestrategie. Vor seinem Wechsel zu UBS Asset Management im Jahr 2015 war er leitender Portfoliomanager bei Baffin Advisors. Von 2002 bis 2014 hatte er verschiedene Funktionen bei Morgan Stanley Investment Management, darunter Co-Leiter des Bereichs Schwellenländer in den Jahren 2010 bis 2014. Vor seinem Eintritt bei MSIM war Federico Kaune fünf Jahre lang leitender Volkswirt für die Andenstaaten bei Goldman Sachs und davor Volkswirt beim Internationalen Währungsfonds.



**Boriana Iordanova** ist Indexanalystin im Indexing-Team. Sie ist zuständig für Indexresearch, auch zu Alternative Beta-Indizes. Zu UBS Asset Management kam sie 2010. Davor war sie Aktienanalystin für Finanztitel bei Sanford C. Bernstein und Investment Banking-Analystin bei Putnam Lovell, wo sie im Asset Management-Sektor Fusionen und Übernahmen untersuchte.



**Nicole Lim** ist Mitglied des Concentrated Alpha Equity-Teams. Dort verantwortet sie die Kommunikation von Strategien gegenüber internen und externen Kunden und unterstützt den Anlageprozess als Analystin. Zuvor arbeitete sie in London als Associate Equity Specialist hauptsächlich im Bereich europäische, globale und britische Aktien. Sie verantwortete die Marketing- und Kommunikationsunterstützung für diese Strategien bei bestehenden und potenziellen Kunden weltweit. Nicole Lim begann ihre Laufbahn in der Finanzbranche als Betriebspraktikantin bei UBS Asset Management im Jahr 2012, bevor sie an die Universität zurückkehrte, um ihr Wirtschaftsstudium abzuschließen.



**Declan O'Brien** kam 2017 zu UBS Asset Management und arbeitet hier als Senior Infrastructure Analyst im Research & Strategy-Team, einem Teil des Bereichs Real Estate & Private Markets. Seine Funktion umfasst vor allem das Erstellen quantitativer und qualitativer, regionenübergreifender Analysen von Infrastruktur-Anlagemärkten. Declan O'Brien wechselte zu UBS von Legal & General Investment Management, wo er für Research und Strategieentwicklung im Infrastruktursektor verantwortlich war.



**Ryan Primmer** ist Head of Investment Solutions. Er trägt die übergeordnete Verantwortung für alle Aspekte des Investment Solutions-Geschäfts einschließlich der Teams Asset Allocation, Portfolio Management, Implementation, Analytics und Modelling. Ryan kehrte im Juni 2018 zu UBS zurück, nachdem er von 2013 bis 2017 bei KCG Holdings, einem globalen Finanzdienstleistungsunternehmen mit Sitz in den USA, gearbeitet hatte. Zuletzt war er Head of Quantitative and Systematic Trading, Head of Global Quantitative Strategies und Mitglied des Operating Committee der Firma.



**Valeria Piani** trat im Dezember 2017 in das Stewardship-Team von UBS Asset Management ein. Sie ist verantwortlich für die Koordination und Durchführung unserer Zusammenarbeit mit Portfoliounternehmen im Hinblick auf ökologische und soziale Faktoren. Vor ihrem Wechsel zu UBS Asset Management war Valeria Piani Associate Director bei der Initiative Principles for Responsible Investment (PRI), wo sie das Team für ESG-Engagements leitete. Sie war verantwortlich für die Entwicklung und das Management einer Reihe wechselseitiger Verpflichtungen in den Bereichen Umwelt, Gesellschaft und Unternehmensführung.



**Bin Shi** ist Mitglied des in Hongkong ansässigen Global Emerging Markets und Asia Pacific Equities-Teams. Als Länderanalyst und Portfoliomanager für China liegt sein Fokus auf chinesischen Aktien, die an ausländischen und inländischen chinesischen Börsen notiert sind. Vor seiner Tätigkeit für UBS Asset Management war er Head of International Business, Portfoliomanager und Analyst bei Boshi Fund Management Co. Zuvor arbeitete er bei mehreren US-amerikanischen Fondsgesellschaften als Portfoliomanager und Analyst. Bin Shi kam im Januar 2006 zu UBS und ist seit April 2006 Manager des Greater China Fund.



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



**Xiaochen Zhao** ist quantitativer Analyst im Team Systematic & Index Investment bei UBS Asset Management in London. Er ist vor allem für die Analyse und Entwicklung systematischer Anlagelösungen verantwortlich. Bevor er 2017 in das Team wechselte, arbeitete er für UBS Investment Bank als quantitativer Analyst im Team Portfolio Quantitative Analytics. Xiaochen Zhao hat am Imperial College London über Signalverarbeitung promoviert und verschiedene Publikationen über Signalverarbeitung und maschinelles Lernen verfasst.

## Über UBS Asset Management

### Was wir bieten

Unabhängig von Ihrem Anlageprofil oder Zeithorizont bieten wir Ihnen eine umfassende Palette von aktiven und passiven Anlagestilen und Strategien, zugeschnitten auf Ihre Bedürfnisse, in allen wichtigen traditionellen und alternativen Anlageklassen. Wir bieten auch Plattformlösungen und Beratungsleistungen für Institutionen, Wholesale-Intermediäre und Kunden im Wealth Management an. Wir sind eine wirklich globale Firma mit Niederlassungen in Chicago, Frankfurt, Hartford, Hongkong, London, New York, Singapur, Sydney, Tokio und Zürich. Unser investiertes Vermögen beläuft sich auf USD 830 Milliarden<sup>14</sup> und wir beschäftigen rund 3.600<sup>15</sup> Mitarbeiter, darunter über 900 Anlagespezialisten, in 23 Ländern.

### Wer wir sind

Wir sind einer der größten Manager für alternative Anlagen: der zweitgrößte Manager von Funds of Hedge Funds<sup>16</sup> und der weltweit fünftgrößte Manager von Direktimmobilien.<sup>17</sup> Wir sind ein führendes Fondshaus in Europa, der größte Fondsmanager der Schweiz,<sup>18</sup> Europas drittgrößter «Money Manager»<sup>19</sup> und die beste ausländische Firma in China.<sup>20</sup> Das einzigartige Angebot von UBS im Bereich passiver Anlagen umfasst Index- und systematische Strategien und bietet Smart Beta-, alternative Index- und andere maßgeschneiderte Lösungen, um die Bedürfnisse unserer Kunden zu erfüllen. Wir sind der zweitgrößte europäische Anbieter passiver Lösungen<sup>21</sup> und der viertgrößte ETF-Anbieter in Europa.<sup>22</sup>

## Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.

<sup>14</sup> Stand 30. September 2018.

<sup>15</sup> Davon rund 1.300 im Corporate Center, per 31. Dezember 2017.

<sup>16</sup> HFM InvestHedge Billion Dollar Club, März 2018.

<sup>17</sup> Pensions and Investments, Oktober 2018 (basierend auf Daten bis 30. Juni 2018).

<sup>18</sup> Morningstar/Swiss Fund Data FundFlows, September 2018.

<sup>19</sup> Institutional Investor Euro 100, basierend auf Daten bis 30. Juni 2017 (nur Vermögen mit Verwaltungsauftrag, UBS WM und AM kombiniert, ohne Fund of Funds-Anlagen).

<sup>20</sup> Z-Ben Advisors: 2018 China Rankings, April 2018.

<sup>21</sup> UBS Asset Management Analyse, Mai 2018.

<sup>22</sup> ETFGI European ETF and ETP industry insights, September 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 November 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 Neuauflegung 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 Schlüsselwort und UBS gehören zu den geschützten und ungeschützten Marken von UBS.

© UBS 2018. Alle Rechte vorbehalten.

AMMA-707 11/18

[www.ubs.com/am](http://www.ubs.com/am)



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

