

Investment Insights

UBS Asset Management

Nur für professionelle Kunden / institutionelle Investoren | Juni 2017

Marketing Material

In dieser Ausgabe von Investment Insights untersuchen wir, wie sich ein erweitertes Spektrum von Markttreibern und die hohe politische Unsicherheit weltweit auf die Aktienmärkte auswirken.

Angesichts sinkender Sektorkorrelationen betrachten wir die Folgen für Investoren und analysieren, ob sich hieraus grundlegend verbesserte Gelegenheiten für aktive Manager mit konzentrierten High-Conviction-Portfolios ergeben.

Wenn Sie mehr darüber erfahren möchten, wie wir Sie bei Ihren Anlageherausforderungen unterstützen können, sprechen Sie bitte Ihren Relationship Manager an oder besuchen Sie uns auf www.ubs.com/deutschlandfonds

Aktive Gelegenheiten in Sicht

Michael Ho, Dan Heron

- Die Korrelationen in und zwischen den Aktienmärkten sind seit den US-Wahlen stark zurückgegangen
- Angesichts global hoher politischer Unsicherheit erweitert sich das Spektrum möglicher Wachstums-, Inflations- und Gewinnszenarien
- In diesem Umfeld erwarten wir anhaltend niedrige Korrelationen und eine verstärkte Renditestreuung
- Zusätzliche Gelegenheiten für aktive Manager? Die meisten aktiven Fonds haben signifikante Überrenditen erzielt, wenn die Marktstreuung am höchsten war

Unbeabsichtigte Folgen

Fast ein Jahr nach dem Brexit-Votum kann leicht in Vergessenheit geraten, wie dominant das Investmentthema „langfristig niedrige Zinsen“ in den Tagen des britischen EU-Referendums und vor den US-Wahlen im November 2016 geworden war.

Angesichts der weit verbreiteten Diskussion über ein verlorenes Jahrzehnt der westlichen Volkswirtschaften nach dem Vorbild Japans erwarteten Investoren vor den US-Wahlen nicht, dass sich an niedrigen Zinsen, einem kraftlosen Nachfragewachstum oder der niedrigen Inflation in absehbarer Zeit etwas ändern würde. Sogar die US-Notenbank hatte begonnen, die Rhetorik langfristiger niedriger Zinsen zu übernehmen. Zehn Tage vor dem Brexit-Votum räumte US-Notenbankpräsidentin Janet Yellen ein, es gebe „lang anhaltende, hartnäckigere Faktoren, die das längerfristige neutrale Zinsniveau drücken könnten.“

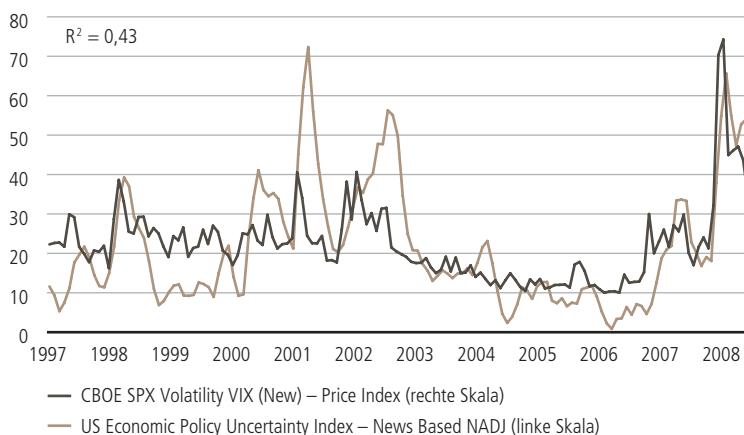
Entscheidend für die Märkte war, dass die Investoren trotz eines möglicherweise mageren Wirtschaftswachstums großes Vertrauen in eine relativ enge Spanne von Prognosewerten setzten. Dieses Vertrauen wurde von dem Wissen gestärkt, dass bei einem überraschenden Einbruch der Aktienkurse oder Wachstumsdaten rasch weitere Hilfsprogramme der Notenbanken bereitstehen würden.

Liquidität führt zu niedriger Aktienmarktvolatilität

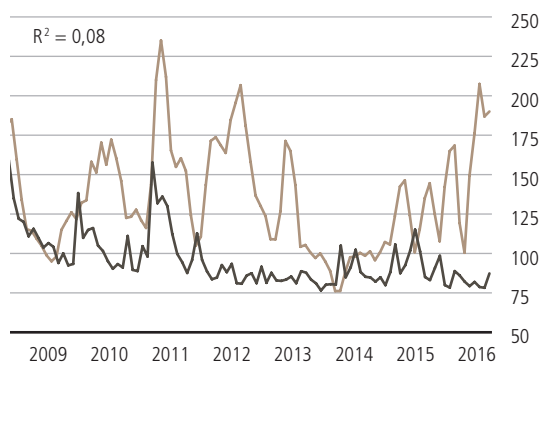
Die Liquidität der quantitativen Lockerung (QE) hat nicht nur für das nötige Kapital gesorgt, um die Kurse von Risikoanlagen in die Höhe zu treiben, sondern auch eine Reihe von etablierten Wechselbeziehungen verzerrt. Insbesondere hat die überschüssige Liquidität die implizite und realisierte Volatilität der Aktienmärkte niedrig gehalten.

Grafik 1

Unsicherheitsindex für die US-Wirtschaftspolitik und VIX bis Dez 2008 – vor QE

**Grafik 2**

Unsicherheitsindex für die US-Wirtschaftspolitik und VIX – nach QE



R^2 misst den Zusammenhang zwischen zwei Datenreihen.

R^2 drückt den Anteil der Veränderungen in einer Datenreihe, die durch die Bewegung einer anderen Datenreihe erklärt werden können, in Werten zwischen 0 und 1 aus.

Quelle: Datastream, UBS Asset Management, April 2017

Vor den US-Wahlen waren die Korrelationen auch zwischen Sektoren ohne erkennbare wirtschaftliche Verknüpfung über einen längeren Zeitraum hoch.

Wie Grafik 1 zeigt, gab es einen relativ robusten empirischen Zusammenhang zwischen dem Unsicherheitsindex für die US-Wirtschaftspolitik und der impliziten Volatilität am US-Aktienmarkt, bevor die US-Notenbank mit ihrem QE-Programm begann. Dieser Zusammenhang erscheint absolut begründbar angesichts der möglichen Auswirkungen politischer Maßnahmen auf das Nachfragewachstum und die Ertragskraft der Unternehmen. Seit dem Start von QE (Grafik 2) ist die implizite Volatilität am US-Aktienmarkt jedoch niedrig geblieben, und dies trotz stark erhöhter wirtschaftspolitischer Unsicherheit, wie sie jetzt in den USA und weltweit herrscht.

Es bleibt abzuwarten, ob die Aktienmarktvolatilität angesichts dieser Unsicherheit und einer US-Notenbank, die Zinsen anhebt und ihre Bilanz

abbaut, weiter niedrig bleiben kann.

Bei näherer Betrachtung zeigt sich der gravierende Einfluss überschüssiger Liquidität und des dadurch hervorgerufenen, allgemein akzeptierten Narrativs langfristig niedriger Zinsen deutlich in der Renditeentwicklung der Aktienmärkte. Vor den US-Wahlen waren die Korrelationen auch zwischen Sektoren ohne erkennbare wirtschaftliche Verknüpfung über einen längeren Zeitraum hoch. Auch wenn es auf den ersten Blick kaum Belege für einen grundsätzlichen Wandel seit Donald Trumps Wahlerfolg gibt, entwickelt sich unter der Oberfläche ein ganz anderer Zusammenhang.

Donald Trumps Sieg im Kampf um das Weiße Haus im November – genauer gesagt, seine aus Infrastrukturausgaben, Steuersenkungen und Deregulierung

Grafik 3

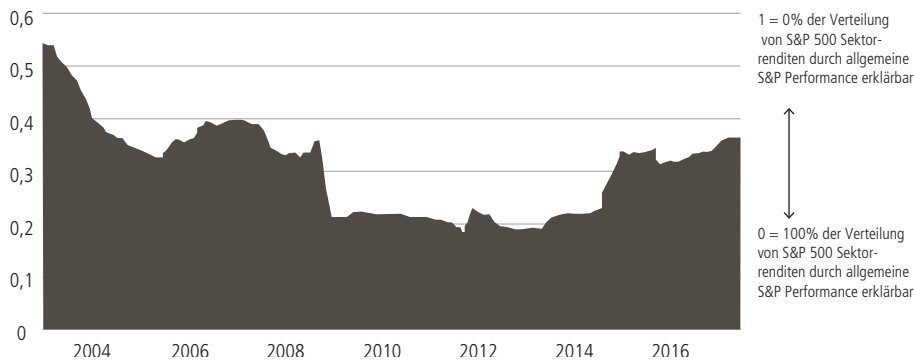
Sektorkorrelationen im S&P 500, rollierend über 1 Jahr



Quelle: Datastream, UBS Asset Management, April 2017

Grafik 4

Durchschnittlicher Anteil der Sektorrenditen im S&P 500, die nicht durch Marktbewegungen zu erklären sind



Quelle: Thomson Reuters, UBS Asset Management, April 2017

Die Varianz misst die Verteilung von individuellen Werten in einer Datenreihe relativ zum Mittelwert

bestehende Wachstums-Agenda – scheint das vorherrschende Narrativ an den Anlagemärkten in kürzester Zeit verändert zu haben.

Die Sektorkorrelationen im US-Aktienmarkt sind seit dem Wahlerfolg von Präsident Trump stark gefallen, nachdem Investoren die Aussichten auf mehr Wachstum und Inflation über den sogenannten „Reflationshandel“ erst angenommen, dann wieder infrage gestellt hatten. In einigen Fällen sind die Sektorbeziehungen zusammengebrochen. Auch die zuvor starken Korrelationen auf Länderebene in den globalen Aktienmärkten gehen zurück, und Investoren diskutieren wieder stärker über fundamentale Gewinndaten, anstatt sich völlig auf die künftige Notenbankpolitik zu konzentrieren.

Im Bewusstsein der Tatsache, dass die Sektorkorrelationen im Zeitraum zwischen der großen Finanzkrise und der

Präsidentschaftswahl zumindest teilweise durch den insgesamt starken Anstieg des US-Aktienmarkts hochgetrieben wurden, haben wir die Sektorvarianz analysiert, die nicht durch Marktrisiken erklärbar ist. Unsere Analyse (siehe Grafik 4) bestätigt, dass sich unterschiedliche Sektorrenditen über einen längeren Zeitraum nach der Finanzkrise großteils durch Marktrisiken erklären lassen. Die sogenannten „unerklärten Varianzen“ der Sektorrenditen haben seit 2015 zugenommen. Dies unterstützt die These, dass die Spielräume für Gelegenheiten aus aktiver Sektorrotation heute so groß sind wie seit über einem Jahrzehnt nicht mehr.

Was hat sich also in Wirklichkeit verändert?

Reflationstreiber

Die Aktienrally nach der US-Wahl wurde anfänglich von Donald Trumps eigener Wachstums-Agenda und dem Glauben der Investoren an ihren Nutzen für die

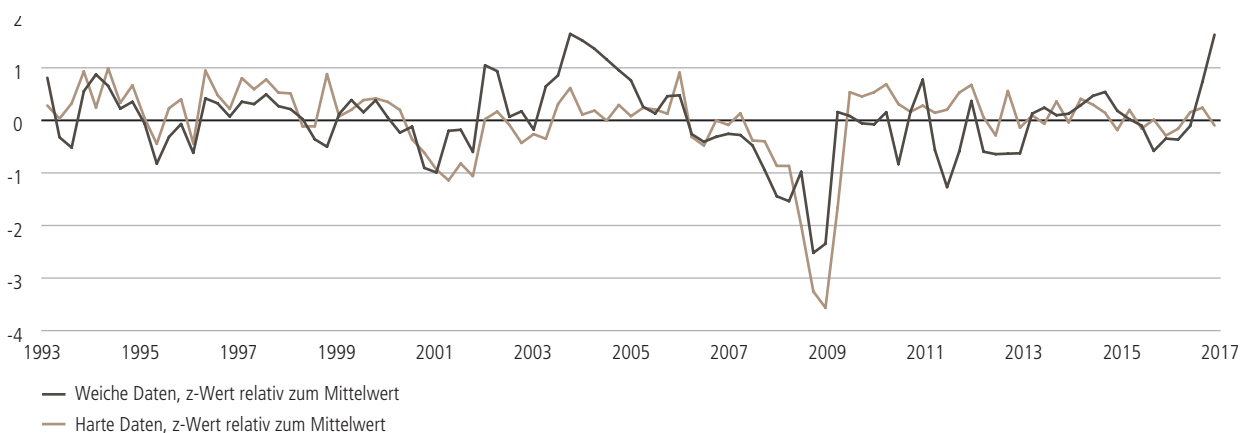
Weltwirtschaft gestützt. Sie fand auch Unterstützung durch einen moderaten, aber weit verbreiteten Konjunkturaufschwung in den globalen Industrieländern, der bereits vor der US-Wahl eingesetzt hatte, aber erst unmittelbar danach deutlich erkennbar wurde.

Besonders bemerkenswert in den letzten Monaten war die verbesserte Nachfrage in Europa. Dagegen ist es schwierig, über das sehr starke Wachstum der chinesischen Importe und ihren Einfluss auf die Rohstoffpreise, den wirklichen Ursprung des Reflationshandels, hinauszusehen.

Im Festzinsbereich machte sich der Reflationshandel durch den erneuten Anstieg der nominalen Renditen zehnjähriger US-Anleihen bemerkbar, während an den Aktienmärkten eine anfänglich starke Rotation aus den zuvor besonders erfolgreichen Anleihen-Proxies hin zu den lange vergessenen Value-Zyklikern beobachtet wurde.

Grafik 5

„Weiche“ und „harte“ US-Wirtschaftsdaten



Quelle: Datastream, UBS Asset Management, Januar 2017

Diejenigen, die an den Reflationshandel glauben, und diejenigen, die das nicht tun, ziehen mit Kraft in unterschiedliche Richtungen.

Divergierende harte und weiche Daten aus den USA

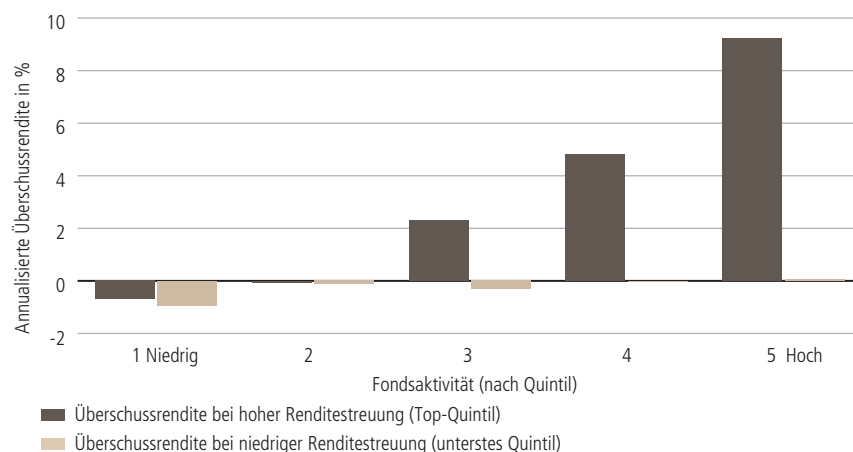
Ein großer Teil der kurzfristigen Outperformance, den die Value-Zykliker gegenüber den Wachstumssektoren in den USA erzielt haben, ist inzwischen wieder verloren. Die Investoren haben begonnen, Donald Trumps Fähigkeit zur Umsetzung schneller Veränderungen in seinem Heimatland mit einer knappen Mehrheit im Senat und angesichts zahlreicher wichtiger Fragen, die in der internationalen Diplomatie zu lösen sind, infrage zu stellen. Sein zunächst gescheiterter Versuch, genug Unterstützung für die Ablösung des Affordable Care Act („Obamacare“) zu finden, unterstreicht diesen Punkt.

In den USA gibt es eine deutliche Abweichung zwischen der Stärke sogenannter „weicher“, vorausschauender Umfragedaten zur Konsumenten- und

Unsicherheit über Wachstum, Inflation und politische Entwicklungen bedeutet auch Unsicherheit bei den Unternehmensgewinnen.

Grafik 6

Aktivität und Netto-Überschussrendite von US-Aktiefonds in Zeiträumen hoher und niedriger Streuung von Aktienrenditen



Quelle: Anna von Reibnitz: „When Opportunity Knocks: Cross Sectional Return Dispersion and Active Fund Performance“. Daten basierend auf Monatsrenditen von Anlagefonds für US-Aktien, nach Gebühren, aus der CRSP Survivor-Bias-Free Mutual Fund Database. Betrachteter Zeitraum: Januar 1972 bis Dezember 2013.

Geschäftsstimmung und den „harten“ Daten zur tatsächlichen wirtschaftlichen Aktivität, die weniger robust ausfallen. Diese Diskrepanz könnte sich als kurzlebig erweisen. Dennoch, gleich ob sich die „harten“ Daten verbessern oder die „weichen“ Daten verschlechtern: Die Abweichung illustriert, dass sich die Bandbreite möglicher BIP-Wachstumsraten in den USA angesichts der großen Unsicherheit über die wachstumsfreundliche Agenda des Präsidenten Trump ausgeweitet hat. Dieses breitere Spektrum von Szenarien könnte den Anstoß für eine höhere implizite Volatilität am Aktienmarkt geben und für eine anhaltend breite Renditestreuung zwischen den Aktiensektoren sorgen.

Diejenigen, die an den Reflationshandel glauben, und diejenigen, die das nicht tun, ziehen also mit Kraft in unterschiedliche Richtungen. Egal wer am Ende recht behält, es bleibt kritisch festzuhalten: Vor einem Jahr war das Narrativ langfristig niedriger Zinsen so allgemein akzeptiert, dass das Potenzial für bedeutsam höhere und selbsttragende Wachstums- und Inflationsdaten von den Märkten als sehr gering eingeschätzt wurde. Wir glauben jedoch, dass vor diesem Hintergrund die Korrelationen zwischen den US-Aktiensektoren und zwischen globalen Aktienindizes niedriger bleiben werden als in der Zeit nach der Finanzkrise und vor

dem Wahlsieg Donald Trumps. Unsicherheit über Wachstum, Inflation und politische Entwicklungen bedeutet auch Unsicherheit bei den Unternehmensgewinnen. Wir wissen noch nicht, welche Preismacht die Unternehmen besitzen, um bei steigender Inflation höhere Inputpreise weiterzugeben, oder welche operativen Hebeleffekte es gibt, falls das Umsatzwachstum die Erwartungen übertrifft. Derweil bleibt der Ausblick für die Unternehmensgewinne angesichts von Trumps Wachstums-Agenda, dem Wandel von monetären zu fiskalpolitischen Anreizen und einem „America First“-Protektionismus einschließlich möglicher Einfuhrzölle bislang unklar. Sicher scheint, dass sich Veränderungen wahrscheinlich nicht gleichmäßig oder proportional auf alle Aktien und Sektoren auswirken werden.

Selbst beste Fähigkeiten bei der Aktienauswahl oder Vermögensallokation erbringen keine Überrendite, wenn die Renditestreuung bei null liegt.

Tatsächlich zählte die starke Anhebung der Konsensus-Schätzungen ¹ bei US-Finanzwerten zu den auffälligsten Veränderungen der Gewinnprognosen nach der Wahl. Analysten beginnen, niedrigere Steuersätze, die Aussichten auf stärkeres Wachstum und ein möglicherweise weniger belastendes regulatorisches Umfeld als Faktoren zu berücksichtigen.

Streuung gleich aktive Gelegenheiten

Warum sollte all dies für Investoren von Belang sein? Einfach gesagt: Renditestreuung in und zwischen den Märkten ist die Gelegenheit für aktive Investoren. Bei hoch korrelierten Renditen bringt es wenig Vorteile, nach möglichen Outperformern zu suchen. Selbst beste Fähigkeiten bei der Aktienauswahl oder Vermögensallokation erbringen keine Überrendite, wenn die Renditestreuung bei null liegt. Im Gegensatz dazu bietet ein Anlageuniversum mit fallenden Korrelationen bei Aktien, Sektoren oder sogar Anlageklassen und wachsender Renditestreuung mehr Platz für Diversifikation und mehr Spielraum für aktive Investoren, um mit konzentrierten Portfolios Überschussrenditen zu erzielen ² (siehe Grafik 6).

Dies ist mehr als eine bloße Vermutung. Auf der Grundlage von langfristigen US-Aktienfondsrenditen lässt sich überzeu-

gend nachweisen, dass die Renditestreuung zusammen mit dem Grad der Aktivität die Wirksamkeit von aktiven Strategien und ihre Fähigkeit, Überschussrenditen zu erzielen, wesentlich beeinflusst.

Wir glauben, dass wir uns in einem Umfeld befinden, in dem die Gelegenheiten für aktive Manager deutlich größer sind als zu den meisten Zeitpunkten seit

Wir glauben, dass wir uns in einem Umfeld befinden, in dem die Gelegenheiten für aktive Manager deutlich größer sind als zu den meisten Zeitpunkten seit der Finanzkrise.

der Finanzkrise. Wie lang dieser Zustand anhält ist sicher eine wichtige Frage. Aus unserer Sicht wird der Wandel von der geldpolitischen Abhängigkeit hin zu anderen Treibern des Nachfragewachstums, darunter die Fiskalpolitik, wohl nicht nur vorübergehend oder kurzfristig sein. Außerdem sollte sich die sogenannte Normalisierung der US-Geldpolitik, einschließlich der Abwicklung der QE-Programme der Notenbank, über einen längeren Zeitraum hinziehen. Nachdem das „Taper Tantrum“ von 2013 eine nützliche Lektion über die potenzielle Empfindlichkeit des breiten Marktes gegenüber

einem wahrgenommenen Rückgang der Liquidität war, ist sich die US-Notenbank der möglichen Folgen ihrer Handlungen sehr bewusst.

Es bestehen Spielräume für einen strukturellen, mäßigen Anstieg der Aktienvolatilität, wenn die US-Notenbank langsam Liquidität aus dem Markt nimmt. Wir glauben jedoch nicht, dass

diese Entwicklung oder eine Ausweitung der Markttreiber sich de facto negativ auf das allgemeine Niveau der Aktienkurse weltweit auswirken werden.

Über einen längeren Zeitraum wurde die Marktstimmung von einem einzigen Faktor beherrscht: der Notenbankpolitik. Wir glauben, dass die Stimmung und die Märkte insgesamt zunehmend auch von anderen Faktoren getrieben werden. Dieses Umfeld wird aus unserer Sicht potenziell bessere Gelegenheiten für aktive Manager bieten.

¹ Quelle: Bloomberg, April 2017

² Anna von Reibnitz: „When Opportunity Knocks: Cross Sectional Return Dispersion and Active Fund Performance“

Rechtliche Hinweise

Für Marketing- und Informationszwecke von UBS. Nur für professionelle und semi-institutionelle Anleger nach dem Kapitalanlagegesetzbuch. UBS Fonds nach deutschem, EU- und ausländischen Rechts. Investitionen in die dargestellten Produkte sollten nur nach gründlichem Studium des jeweiligen aktuellen Verkaufsprospekts und der wesentlichen Anlegerinformationen erfolgen, die kostenlos schriftlich bei UBS Europe SE (Zahlstelle/Vertreter und ggf. Repräsentant für UBS-Fonds EU- und/oder ausländischen Rechts) bzw. bei UBS Asset Management (Deutschland) GmbH, Bockenheimer Landstraße 2-4, 60306 Frankfurt am Main angefordert werden können oder im Internet unter www.ubs.com/deutschlandfonds abrufbar sind. Die wesentlichen Anlegerinformationen sind im Internet in deutscher und/oder englischer Sprache veröffentlicht, wobei die deutsche Fassung maßgeblich ist. Die Verkaufsprospekte der Fonds, die nicht in Deutschland domiziliert sind, sind in englischer und/oder deutscher Sprache veröffentlicht. Jahres- und Halbjahresberichte können ebenfalls in Internet kostenlos heruntergeladen werden. Die Anlagegrenzen des Risikomanagements des Investmentvermögens, die Risikomanagementmethoden und die jüngsten Entwicklungen bei den Risiken und Renditen der wichtigsten Kategorien von Vermögensgegenständen des Investmentvermögens sind in den jeweiligen Verkaufsprospekten näher beschrieben. Anteile der erwähnten UBS Fonds 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 künftige Ergebnisse. Die dargestellte Performance lässt mögliche bei Zeichnung und Rücknahme von Anteilen erhobene Gebühren und Kosten unberücksichtigt. Gebühren 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 der 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. 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 die tatsächlichen Entwicklungen und Resultate sich von unseren Erwartungen deutlich unterscheiden. Die Angaben in diesem Dokument werden ohne jegliche Garantie oder Zusicherung zur Verfügung gestellt, dienen ausschließlich zu Informationszwecken und sind lediglich zum persönlichen Gebrauch des Empfängers bestimmt. Quelle für sämtliche Daten und Grafiken (sofern nicht anders angegeben): UBS Asset Management (ein Geschäftsbereich des UBS-Konzerns).

© UBS 2017. Das Schlüsselsymbol und UBS gehören zu den geschützten Marken von UBS. Alle Rechte vorbehalten.

www.ubs.com/deutschlandfonds

Nur für professionelle Kunden / institutionelle Investoren

