

Global Equity Observer

# Wir verwalten zwei Arten von Risiken: Erträge und Bewertungen

ACTIVE FUNDAMENTAL EQUITY | INTERNATIONAL EQUITY TEAM | INVESTMENT INSIGHT | JULI 2019

Wie bereits erwähnt, besteht das Gute an Aktien darin, dass es lediglich zwei Arten gibt, Geld zu verlieren: sinkende Erträge oder sinkende Multiples. Ende 2017 bereitete uns die Bewertung des Marktes Sorge. Nach der Herabstufung im Jahr 2018 verlagerte sich unsere Hauptsorge zu den Erträgen. Einerseits bestand diese Besorgnis zu Recht, sind doch die Schätzungen für den MSCI World Index 2019 seit Jahresbeginn um 7% rückläufig. Andererseits erwies die Sorge sich jedoch als unberechtigt, da die Märkte die fallenden Gewinne ignorierten und sich gut erholen konnten. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis des MSCI World Index 2019 stieg dank der großzügigen Geldpolitik der US-Notenbank (Fed) und des Präsidenten der Europäischen Zentralbank (EZB), Mario Draghi von 13,4 auf 16,5. Dabei dürfte er von der mehrjährigen Annahme einer positiven Ertragsentwicklung profitiert haben, wobei für 2020 ein 10% höheres Ertragswachstum als 2019 angenommen wird. Eine Annahme, die wohl zweifelhaft ist.

Unsere globalen Portfolios erzielten in diesem Umfeld 2019 bisher ein Plus von über 20% und übertrafen den Index. Dies war zum Teil auf die robusten Erträge zurückzuführen, die sich besser entwickelten als der Markt, doch es gab auch eine neue Bewertung. Unsere globalen Portfolios werden derzeit mit dem 20-21-fachen der Gewinne der nächsten 12 Monate

AUTOR



**WILLIAM LOCK**

*Head of International Equity Team*



**BRUNO PAULSON**

*Managing Director*



**DIRK HOFFMANN-BECKING**

*Executive Director*

„Unsere Portfolios sind weniger anfällig für die Problematik von ‚bereinigten‘ bzw. von ‚problem-bereinigten Gewinnen‘ als der Gesamtmarkt.“



gehandelt, d. h. um 28%-36% höher als der MSCI World Index und im durchschnittlichen Vergleich zur globalen Finanzkrise um 19%-35% oder für jüngst aufgelegte Fonds zum Auflegungsdatum.

Unsere Priorität sind natürlich absolute Bewertungen, aber relativ gesehen sollten die Portfolios unserer Meinung nach mit einem erheblichen Aufschlag gegenüber dem allgemeinen Markt gehandelt werden. Die Verbindung von wiederkehrenden Erträgen und Preismacht sollte Umsätze und Margen und damit die Gewinne bei einem Abschwung schützen. Unsere besten Portfolios lagen während der globalen Finanzkrise im Plus. Außerdem sind die Erträge unserer Portfolios weniger anfällig für die Problematik von „bereinigten“ bzw. „problembereinigten Gewinnen“ als der Gesamtmarkt, seien es die Nichtbezahlung der Mitarbeiter in Aktien, Restrukturisierungskosten oder Abschreibungen. Allein in den USA sind in den letzten drei Jahren 600 Mrd. USD oder 21% zwischen dem „bereinigten“ Wert und den tatsächlichen Gewinn- und Verlustrechnungen verloren gegangen. Letztlich führen die hohen Kapitalerträge der Portfoliounternehmen zu einer deutlich über dem Markt liegenden Free Cash Flow Conversion, so dass der Aufschlag im Free Cashflow deutlich niedriger ist.

Man könnte angemessenerweise zudem davon ausgehen, dass die Aufschläge der Portfolios derzeit höher sind als sonst, da sie weniger stark von einigen aktuellen Marktsorgen betroffen sind als der Gesamtmarkt. In diesem Zusammenhang zu erwähnen sind die aktuelle Abwärtsbewegung der Gewinnsschätzungen, die Auswirkungen sinkender Zinsen auf die Finanzwerte, die möglichen Auswirkungen eines sich verschärfenden Handelskrieges oder gar die Beendigung dieses sehr lang anhaltenden Konjunkturzyklus. Im Ernstfall könnten sich die Markterwartungen eines zweistelligen Ergebniswachstums 2020 als sehr optimistisch erweisen, während die Erträge unserer Portfolios durchaus robuster ausfallen könnten.

Interessanterweise scheint die relative Neubewertung nicht allgemein erfolgt zu sein, sondern konzentriert sich auf den „wachstumsstärkeren“ Teil der Portfolios. Wir investieren nicht in Wachstumswerte. Als „wachstumsstärker“ sehen wir Unternehmen mit mittelfristigen Wachstumsaussichten im mittleren bis hohen einstelligen Bereich, im Gegensatz zum 3%-5%igen Umsatzwachstum einiger „stabilerer“ Titel des Portfolios oder zum zweistelligen Wachstum, das Investoren in Wachstumswerten anstreben. Basiskonsumgüter, die zwischen 20%-40% unserer globalen Portfolios ausmachen, können grob betrachtet als der „stabilerer“ Teil des Portfolios angesehen werden. Der Sektor wird derzeit mit einem Aufschlag von 21% gegenüber dem MSCI World Index auf die Gewinne der nächsten 12 Monate gehandelt, in etwa entsprechend dem Durchschnitt von fast 22% nach der globalen Finanzkrise. Die Konsumgüterwerte in unserem

Portfolio werden tatsächlich mit einem leichten Abschlag gegenüber der gesamten Branche gehandelt.

### KGV-Vergleich MSCI World Consumer Staples und MSCI World Index



Quelle: Morgan Stanley Investment Management und FactSet

„Das Wachstum der wiederkehrenden cloubasierten Softwareumsätze bedeutet, dass sich die Unternehmen in einem Abschwung robuster zeigen dürften.“

Der IT-Teilsektor Software und Services, der ca. 30%-32% unserer globalen Portfolios ausmacht, kann als Vertreter der „wachstumsstärkeren“ Seite des Portfolios betrachtet werden. Die Folge ist ein Aufschlag von 58% gegenüber dem MSCI World Index, ein Wert, der zuletzt vor der globalen Finanzkrise beobachtet wurde. Obwohl unsere Portfoliopositionen gegenüber dem gesamten Teilsektor leicht zurückliegen, haben sie auch eine Neubewertung erfahren. Wir denken, dass die Neubewertung unserer Positionen gerechtfertigt ist und dass die aktuellen Multiples vertretbar sind. Mit dem Wachstum der Cloud hat die gesamte Softwarebranche einen tiefgehenden Wandel durchlaufen. Dieser belastete die Multiples aufgrund berechtigter Zweifel an der Fähigkeit der Unternehmen, den Übergang zu bewältigen. Hinzu kam der Margendruck bei der Entwicklung ihrer neuen Angebote. Da sie sich mittlerweile erholen, ist inzwischen klarer, dass sie im neuen Umfeld gut positioniert sind. Gleichzeitig erholten sich die Margen mit zunehmender Größe der Cloud-Angebote, vor allem bei einem unserer US-Technologiekonzerne. Zusätzlich positiv bemerkbar macht sich das Wachstum von cloubasiertem SaaS (Software as a Service) auf Kosten traditionell schwächelnder Software-Verkäufe, dies führt zu einer stärkeren Fokussierung auf wiederkehrende Umsätze

und lässt die Unternehmen weniger anfällig im Falle eines Abschwungs werden. Der Umsatz eines deutschen Software-Multinationals, an dem wir beteiligt sind, stieg zwischen 2008 und 2018 von 43% auf 65%, ein Wert, der bei anhaltend starkem Cloud-Wachstum weiter steigt.

### KGV-Vergleich MSCI World Software & Services und MSCI World Index



Quelle: Morgan Stanley Investment Management und FactSet

Wir sind zwar mit den absoluten Bewertungen unserer „wachstumsstärkeren“ Titel sowohl bei Software und Services als auch anderweitig generell zufrieden, aber wir haben trotzdem auf die Neubewertung reagiert. Seit Anfang 2018 haben wir

unsere globalen Portfolios in den Bereichen Basiskonsumgüter und Gesundheit aufgestockt und in den „wachstumsstärkeren“ Bereichen Software und Services und Konsumgüter reduziert. Auf Sektorebene reduzierten wir „wachstumsstärkere“ Aktien mit einem geschätzten mittelfristigen Umsatzwachstum von über 6% und verlagerten die liquiden Mittel auf die „stabileren“ Seite der Portfolios.

„Wir sind zuversichtlich, dass die Erträge unserer Beteiligungen robust sind und steigen können.“

Wie eingangs bereits erwähnt, gibt es nur zwei Möglichkeiten, mit Aktien Geld zu verlieren – sinkende Erträge und sinkende Multiples. Für den Gesamtmarkt sehen wir die Gefahr für beide, da sie beide hoch sind. Die Gewinne sind anfällig und die aktuelle Kombination aus sinkenden Erträgen und steigenden Multiples dürfte kaum nachhaltig sein. Die Multiples erscheinen für die Portfolios zumindest in absoluten Zahlen ziemlich hoch, und wir können natürlich nicht ausschließen, dass es zu Verlusten aufgrund von veränderten Bewertungen kommt. Wir sind jedoch weiterhin zuversichtlich, dass die Erträge unserer Beteiligungen widerstandsfähig sind und steigen werden. Auf mittlere Sicht sollte dies einer Erosion der Multiples entgegenwirken.

### RISIKOHINWEISE

Es besteht keine Garantie, dass ein Portfolio sein Anlageziel erreichen wird. Portfolios sind Marktrisiken ausgesetzt, d. h. es besteht die Möglichkeit, dass der Marktwert der Wertpapiere im Portfolio zurückgeht. Anleger können deshalb durch die Anlage in diese Strategie Verluste verzeichnen. Anleger sollten beachten, dass diese Strategie bestimmten zusätzlichen Risiken ausgesetzt sein kann. Veränderungen der globalen Konjunktur, der Verbraucherausgaben, des Wettbewerbs, der demografischen Entwicklung, der Verbrauchernachfrage, der gesetzlichen Regelungen und der Wirtschaftsbedingungen können sich negativ auf **global operierende Unternehmen** auswirken und das Portfolio stärker belasten als bei einer Investition des Portfolios in eine größere Vielfalt von Unternehmen. **Aktienkurse** reagieren im Allgemeinen auch auf unternehmensspezifische Aktivitäten. Anlagen in **ausländischen Märkten** sind mit besonderen Risiken verbunden. Dazu zählen politische und wirtschaftliche Risiken sowie Währungs- und Marktrisiken. Die Aktien **kleiner Unternehmen** weisen besondere Risiken wie begrenzte Produktlinien, Märkte und Finanzressourcen auf. Darüber hinaus sind sie einer

stärkeren Marktvolatilität ausgesetzt als die Wertpapiere größerer, etablierter Unternehmen. Die Risiken einer Anlage in **Schwellenländern** übersteigen jene Risiken, die mit Investitionen in ausländischen Industrieländern einhergehen. **Nicht diversifizierte Portfolios** investieren oftmals in eine beschränkte Anzahl von Emittenten. Aus diesem Grund können Veränderungen der finanziellen Situation und des Marktwerts einzelner Emittenten zu einer höheren Volatilität führen. **Overwriting-Strategie.** Der Verkauf von Call-Optionen ist mit dem Risiko verbunden, dass bei Ausübung der Basiswert zu einem ungünstigen Kurs oder unter dem Marktpreis verkauft werden muss oder entsprechende Barmittel aufzuwenden sind. Durch den Verkauf von Call-Optionen wird darauf verzichtet, von Kursgewinnen des Basiswerts zu profitieren, die über die Summe aus Verkaufsprämie und Ausübungspreis hinausgehen. Jedoch bleibt das Verlustrisiko bestehen, wenn der Kurs des Basiswerts fällt. Darüber hinaus ist das Portfolio durch die Overwriting-Strategie unter Umständen nicht vollständig gegen einen rückläufigen Marktwert abgesichert. Der Verkauf ungedeckter Optionen ist mit besonderen Risiken verbunden, die zu erheblichen Verlusten im Portfolio führen können.



## INDEXINFORMATIONEN

Der **MSCI World Index** ist ein um den Streubesitz bereinigter und nach Marktkapitalisierung gewichteter Index, der die Aktienmarkt-Performance der Industrieländer weltweit misst. Der Begriff „Streubesitz“ bezieht sich auf den Anteil der im Umlauf befindlichen Aktien, von dem angenommen wird, dass er Anlegern zum Kauf an den Aktienmärkten zur Verfügung steht. Die Performance des Index ist in US-Dollar angegeben, wobei von einer Wiederanlage der Nettodividenden ausgegangen wird. Der Index wird nicht verwaltet und berücksichtigt weder Aufwendungen noch Gebühren oder Ausgabeaufschläge. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren.

## WEITERGABE

**Dieses Material ist ausschließlich für Personen in Ländern bestimmt, in denen die Verteilung bzw. Verfügbarkeit des Materials den jeweils geltenden Gesetzen oder Vorschriften nicht zuwiderläuft, und wird daher nur an diese Personen verteilt.**

**Irland:** Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Eingetragener Geschäftssitz: The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, Irland. Registriert in Irland unter der Unternehmensnummer 616662. Beaufsichtigt durch die Central Bank of Ireland. **Großbritannien:** Morgan Stanley Investment Management Limited wurde von der Financial Conduct Authority zugelassen und unterliegt deren Aufsicht. Eingetragen in England. Registernummer: 1981121. Eingetragener Geschäftssitz: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA. **Dubai:** Morgan Stanley Investment Management Limited (Representative Office, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubai, 506501, Vereinigte Arabische Emirate. Telefon: +97 (0) 14 709 7158). **Deutschland:** Morgan Stanley Investment Management Limited Niederlassung Deutschland Junghofstrasse 13-15 60311 Frankfurt Deutschland (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). **Italien:** Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) ist eine Zweigstelle von Morgan Stanley Investment Management Limited, einer in Großbritannien eingetragenen Gesellschaft, die von der Financial Conduct Authority (FCA) zugelassen wurde und unter deren Aufsicht steht. Der eingetragene Geschäftssitz lautet: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London, E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) mit eingetragenem Geschäftssitz in Palazzo Serbelloni, Corso Venezia 16, 20121 Mailand, Italien, ist in Italien mit der Unternehmens- und Umsatzsteuernummer 08829360968 registriert. **Niederlande:** Morgan Stanley Investment Management, Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 1 1096HA, Niederlande. Telefon: +31 (0) 20-462-1300. Morgan Stanley Investment Management ist eine Zweigniederlassung von Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited wurde von der britischen Financial Conduct Authority zugelassen und unterliegt deren Aufsicht. **Schweiz:** Morgan Stanley & Co. International plc, London, Niederlassung Zürich, wurde von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht („FINMA“) zugelassen und unterliegt deren Aufsicht. Eingetragen im Handelsregister Zürich unter der Nummer CHE-115.415.770. Eingetragener Geschäftssitz: Beethovenstraße 33, 8002 Zürich, Schweiz, Telefon +41 (0) 44 588 1000. Fax: +41 (0) 44 588 1074.

## USA

Ein gesondert verwaltetes Konto eignet sich unter Umständen nicht für jeden Anleger. Konten, die gemäß der Strategie gesondert verwaltet werden, enthalten eine Reihe von Wertpapieren und bilden nicht notwendigerweise die Wertentwicklung eines Index ab. Anlegern wird geraten, die Anlageziele, Risiken und Gebühren der Strategie sorgfältig abzuwägen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen. Es ist ein Mindestanlagevolumen erforderlich. Wichtige Informationen über den Investmentmanager sind dem Formular ADV, Teil 2 zu entnehmen.

**Setzen Sie sich bitte gründlich mit den Anlagezielen und -risiken sowie den Kosten und Gebühren der Fonds auseinander, bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen. Diese und weitere Informationen über die Fonds sind im jeweiligen Verkaufsprospekt enthalten. Sie können den Verkaufsprospekt unter [morganstanley.com/im](http://morganstanley.com/im) herunterladen oder unter 1-800-548-7786 anfordern. Bitte lesen Sie den Verkaufsprospekt vor einer Anlage aufmerksam durch.**

**Morgan Stanley Distribution, Inc. ist die Vertriebsstelle der Fonds von Morgan Stanley.**

**NICHT DURCH DIE FDIC VERSICHERT | KEINE BANKGARANTIE | WERTVERLUST MÖGLICH | DURCH KEINE US-BUNDESBEHÖRDE VERSICHERT | KEINE EINLAGE**

**Hongkong:** Dieses Dokument wurde von Morgan Stanley Asia Limited zur Verwendung in Hongkong herausgegeben und wird nur „professionellen Anlegern“ gemäß der Definition in der Verordnung für Wertpapiere und Futures von Hongkong (Securities and Futures Ordinance of Hong Kong, Kap. 571) ausgehändigt. Der Inhalt wurde nicht durch eine Regulierungsbehörde, einschließlich der Securities and Futures Commission in Hongkong, überprüft oder genehmigt. Daher darf dieses Material, außer in gesetzlich vorgesehenen Ausnahmefällen, in Hongkong nicht publiziert, in Umlauf gebracht, verteilt, an die Öffentlichkeit gerichtet oder allgemein verfügbar gemacht werden. **Singapur:** Dieses Material versteht sich nicht (weder direkt noch indirekt) als Aufforderung an die allgemeine Öffentlichkeit in Singapur zur Zeichnung oder zum Kauf, sondern richtet sich an (i) institutionelle Anleger gemäß Abschnitt 304 des Securities and Futures Act, Chapter 289, von Singapur („SFA“), (ii) eine „betroffene Person“ (u. a. ein zugelassener Anleger) gemäß Abschnitt 305 des SFA und darf an diese nur im Einklang mit den in Abschnitt 305 des SFA festgelegten Bedingungen verbreitet oder (iii) anderweitig nur gemäß der Maßgabe sonstiger geltender Bestimmungen des SFA weitergegeben werden. Diese Materialien wurden nicht durch die Monetary Authority of Singapore überprüft. **Australien:** Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN: 122040037, AFSL Nr. 314182, verbreitet diese Veröffentlichung in Australien und ist verantwortlich für den Inhalt. Diese Publikation und der Zugang zu ihr sind ausschließlich für „Wholesale-Clients“ im Sinne des Australian Corporations Act bestimmt.

**Japan:** An professionelle Anleger wird dieses Dokument nur zu Informationszwecken verteilt. Anderen Anlegern wird dieses Dokument im Zusammenhang mit Vermögensverwaltungsmandaten und Anlageverwaltungsverträgen mit Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd („MSIM“) zur Verfügung gestellt. Dieses Dokument dient nicht als Empfehlung oder Aufforderung für Transaktionen oder dazu, bestimmte Finanzinstrumente anzubieten. Im Rahmen eines Vermögensverwaltungsmandats definiert der Kunde grundlegende Richtlinien für die Verwaltung der Vermögenswerte und erteilt MSIMJ den Auftrag, alle Anlageentscheidungen auf der Grundlage einer Analyse des Wertes usw. der Wertpapiere zu treffen, und MSIMJ nimmt diesen Auftrag an. Der Kunde überträgt MSIMJ die für die Durchführung von Kapitalanlagen erforderlichen Befugnisse. MSIMJ übt diese Befugnisse auf der Grundlage von Anlageentscheidungen von MSIMJ aus, und der Kunde wird keine einzelnen Anweisungen erteilen. Alle Anlagegewinne und -verluste entfallen auf den Kunden; das Kapital ist nicht garantiert. Anlegern wird geraten, die Anlageziele und die Art der Risiken abzuwägen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen. Bei Vermögensverwaltungsmandaten und Anlageverwaltungsverträgen fällt eine Anlageberatungsgebühr an, die wie folgt berechnet wird: Der Wert des vertraglich vereinbarten Vermögens wird mit einem bestimmten Satz (max. 2,16% p. a. (inkl. Steuern)) multipliziert und das Ergebnis ins Verhältnis zur Vertragslaufzeit gesetzt. Bei einigen Strategien kann zusätzlich zu der oben genannten Gebühr eine Erfolgsgebühr anfallen. Indirekte Gebühren können ebenfalls anfallen, etwa Maklerprovisionen bei der Aufnahme von Wertpapieren. Da diese Gebühren und Kosten je nach Vertrag und anderen Faktoren unterschiedlich sind, kann MSIMJ die Preise, Obergrenzen usw. nicht im Voraus angeben. Alle Kunden sollten vor Vertragsabschluss die zur Verfügung gestellten Dokumente sorgfältig lesen. Dieses Dokument wird in Japan von MSIMJ, Registernummer 410 (Director of Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firms)) verbreitet. Mitgliedschaften: Japan Securities Dealers Association, The Investment Trusts Association (Japan), Japan Investment Advisers Association und Type II Financial Instruments Firms Association.

## WICHTIGE INFORMATIONEN

**EMEA:** Dieses Marketingdokument wurde von Morgan Stanley Investment Management Limited („MSIM“) herausgegeben. MSIM wurde von der Financial Conduct Authority zugelassen und unterliegt deren Aufsicht. Registriert in England unter der Nr. 1981121. Eingetragener Geschäftssitz: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA.

Es gibt keine Garantie dafür, dass eine Anlagestrategie unter allen Marktbedingungen funktioniert. Anleger sollten ihre Fähigkeit zu langfristigen Investitionen beurteilen, insbesondere in Zeiten eines Marktabschwungs. Anleger sollten vor der Investition die entsprechenden Angebotsunterlagen der Strategie/des Produkts lesen. Die Strategie wird in jedem der Anlageinstrumente unterschiedlich ausgeführt.

**Ein gesondert verwaltetes Konto eignet sich unter Umständen nicht für jeden Anleger. Konten, die gemäß der Strategie gesondert verwaltet werden, enthalten eine Reihe von Wertpapieren und bilden nicht notwendigerweise die Wertentwicklung eines Index ab. Anlegern wird geraten, die Anlageziele, Risiken und Gebühren der Strategie sorgfältig abzuwägen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.**

Bei diesem Material handelt es sich um eine allgemeine Mitteilung, die nicht neutral ist. Es wurde ausschließlich zu Informations- und Aufklärungszwecken erstellt und stellt kein Angebot bzw. keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf eines bestimmten Wertpapiers oder zur Verfolgung einer bestimmten Anlagestrategie dar. Die hierin enthaltenen Informationen wurden nicht auf der Grundlage der individuellen Situation eines einzelnen Anlegers erstellt und stellen keine Anlageberatung dar. Sie dürfen nicht als Steuer-, Buchführungs-, Rechts- oder aufsichtsrechtliche Beratung interpretiert werden. Zu diesem Zweck sollten Anleger vor Anlageentscheidungen eine unabhängige Rechts- und Finanzberatung in Anspruch nehmen, die auch eine Beratung in Bezug auf steuerliche Folgen umfasst.

Falls nicht anders angegeben, sind die hier zum Ausdruck gebrachten Meinungen und Einschätzungen die des Portfoliomanagementteams. Sie beziehen sich auf keinen Zeitpunkt in der Zukunft, sondern basieren auf der zum Zeitpunkt der Abfassung des Dokuments bestehenden Situation und werden nicht aktualisiert oder auf andere Weise berichtigt, um Informationen zu berücksichtigen, die nach dem Erstellungsdatum verfügbar werden, oder Umstände oder Änderungen einzubeziehen, die im Nachhinein auftreten.

Prognosen und/oder Schätzungen können geändert werden und müssen nicht zwingend eintreten. Informationen zu erwarteten Markttrenditen und Marktaussichten basieren auf dem Research, den Analysen und den Meinungen der Autoren. Alle Schlussfolgerungen sind spekulativer Natur, müssen sich nicht zwingend bestätigen und verfolgen nicht die Absicht, zukünftige Entwicklungen bestimmter Produkte von Morgan Stanley Investment Management vorherzusagen.

MSIM hat Finanzintermediären die Nutzung und Verteilung dieses Dokuments nicht genehmigt, es sei denn, eine solche Nutzung und Verteilung erfolgt im Einklang mit den geltenden Gesetzen und Vorschriften. Zudem sind Finanzintermediäre verpflichtet, sich zu vergewissern, dass die in diesem Dokument enthaltenen Informationen unter Berücksichtigung der Situation und Intention der jeweiligen Empfänger dieses Dokuments für diese geeignet sind. MSIM haftet nicht für die Verwendung oder den Missbrauch dieses Dokuments durch solche Finanzintermediäre und übernimmt keine diesbezügliche Haftung.

Dieses Dokument darf ohne die ausdrückliche schriftliche Zustimmung von MSIM weder vollständig noch in Teilen vervielfältigt, kopiert oder weitergegeben oder Dritten gegenüber offengelegt werden.

Alle hierin enthaltenen Informationen sind urheberrechtlich geschützt.

Entdecken Sie Unsere Webseite Unter [www.morganstanley.com/im](http://www.morganstanley.com/im)