

# Sand im Getriebe

**SOLUTIONS & MULTI-ASSET** | GLOBAL BALANCED RISK CONTROL TEAM | MAKRO-EINBLICKE | AUGUST 2018

Noch bis vor Kurzem bewegten sich die USA und die globalen Volkswirtschaften in eine positive Richtung. Die Anlageinvestitionen der Unternehmen waren ein wichtiger Motor für dieses Wachstum, und die Rhetorik rund um Handel und Zölle schien kaum mehr als eine aggressive Verhandlungstaktik zu sein. Ab Mitte Juni begann sich jedoch der Ton zu verschärfen.

Gleichzeitig wiesen die Rückmeldungen der Handelsgesandten darauf hin, dass die USA keine klaren Botschaften darüber aussandten, wie ihre Forderungen erfüllt werden könnten. Unserer Ansicht nach deutet die Verschärfung des Tons möglicherweise darauf hin, dass die Spannungen mit anderen Ländern anhalten werden. Dies könnte die Volatilität im Vorfeld der Zwischenwahlen in den USA im November erhöhen. Diese Art Politik bringt, bildlich gesprochen, Sand in das Getriebe der Weltwirtschaft.

In der Konjunkturtheorie spielen die Anlageinvestitionen der Unternehmen eine entscheidende Rolle, da ihre Beschleunigung meist zu einem stärkeren Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) führt. Beschleunigte Anlageinvestitionen bedeuten eine höhere Kapitalstocknachfrage, die mehr Investitionen und Wachstum nach sich zieht und zu einer sich selbst verstärkenden Entwicklung führt. In den letzten anderthalb Jahren spiegelten die Anlageinvestitionen der Unternehmen diesen positiven Zyklus wider – sie stiegen, da der angestrebte Kapitalstock den bestehenden Kapitalstock deutlich überstieg.

VERFASSER



**ANDREW HARMSTONE**  
Managing Director

Andrew Harmstone ist leitender Portfoliomanager für die Global Balanced Risk Control-Strategie (GBaR). Er kam 2008 zu Morgan Stanley und verfügt über mehr als 30 Jahre Branchenerfahrung.

Dieser Multiplikatoreffekt beruht in erster Linie darauf, dass die Anlageinvestitionen der Unternehmen steigen müssen, damit dieser positive Zyklus aufrechterhalten werden kann. Dieser Prozess kann sich aber auch umkehren. Dazu ist es nicht notwendig, dass die Investitionen in absoluten Zahlen sinken. Wenn sich die Wachstumsgeschwindigkeit verlangsamt, sinkt auch die mit diesem langsameren Wachstum einhergehende Nachfrage. Das führt dazu, dass die Gesamtwirtschaft weniger schnell wächst, was wiederum einen Rückgang des angestrebten Kapitalstocks nach sich zieht. Der Trend kann sich also auch in die Gegenrichtung verstärken. Dies scheint jetzt der Fall zu sein.

Was sich in letzter Zeit geändert hat, ist die Rhetorik in Handelsstreit und Zollverhandlungen. Die Anlageinvestitionen von Unternehmen hängen in einem hohen Maß vom Welthandel und von globalen Lieferketten ab. Daher kann Unsicherheit über Zölle, die zu einer Drosselung der Nachfrage oder zu einer Erhöhung der Inputkosten führen könnten, die Unternehmen dazu veranlassen, ihre Anlageinvestitionen zu überdenken. Wir sind der Meinung, dass diese Überlegungen in den Investitionsentscheidungen der Unternehmen bereits eine wichtige Rolle spielen.

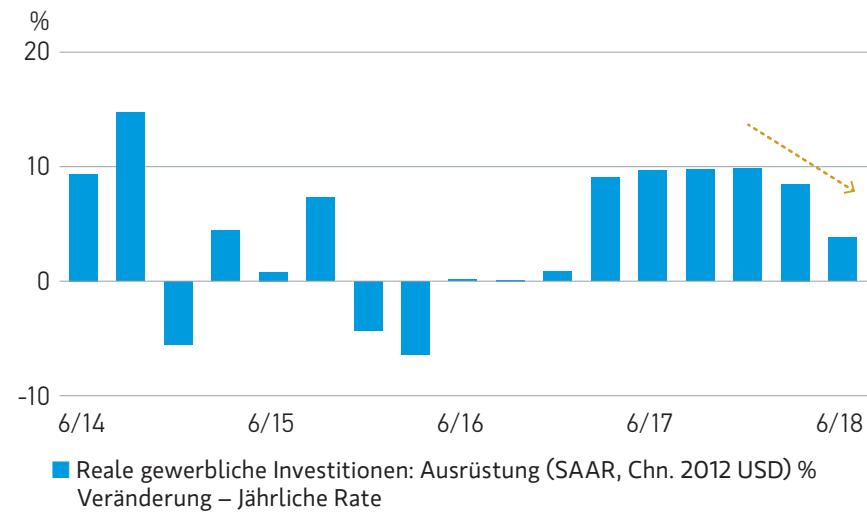
Die Anlageinvestitionen der Unternehmen (*Abb. 1*) entwickelten sich ab 2014 gemischt. 2017 schließlich begann das Wirtschaftswachstum den Unternehmen ihre Kapazitätsgrenzen aufzuzeigen. Sie erkannten, dass sie investieren mussten, um Güter und Dienstleistungen entsprechend der Kundennachfrage produzieren zu können. Es folgte ein stetiger Investitionsanstieg von 2017 bis zum letzten Quartal. Die spürbare Verlangsamung des Wachstums im vergangenen Quartal sehen wir insbesondere in der Zollunsicherheit und im Geschäftsklima begründet.

Regionale Umfragen der US-Notenbank Fed<sup>1</sup> über Investitionsausgaben (CapEx) in den USA weisen ebenfalls auf einen deutlichen Rückgang der geplanten Investitionen und damit

auf eine einsetzende Verlangsamung des Wachstums in den USA hin. Aber das Problem beschränkt sich nicht auf die USA. Das erste Halbjahr 2018 brachte eine starke Verlangsamung

**ABB. 1**

### Anlageinvestitionen der Unternehmen: Eine spürbare Verlangsamung



Quelle: U.S. Bureau of Economic Analysis, Haver. 27. Juli 2018. Saisonbereinigte Jahresrate (SAAR) in Milliarden „chained“ Dollars, Basisjahr 2012 (zu Vergleichszwecken inflationsbereinigte reale Dollar).

**ABB. 2**

### Verlangsamung der Wachstumserwartungen in Europa



der Wachstumsindikatoren in einigen wichtigen Volkswirtschaften mit sich (Abb. 2). So verzeichnete Japan im ersten Quartal 2018 ein negatives BIP-Wachstum, die Stimmung in der Eurozone fiel unter das Niveau von 2016 und die chinesischen Daten zeigten eine anhaltende Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit.

### Mehrere Sandquellen

Es sind aber nicht nur die Zölle, die eine wichtige Rolle im Konjunkturzyklus spielen, auch die Zinsschritte der Fed haben eine wichtige Bedeutung. Die Anlageinvestitionen in Wohnimmobilien wirkten sich in den letzten beiden Quartalen negativ auf das BIP aus. Die Hausbaubeginne (housing starts)<sup>2</sup> – ein wichtiger Frühindikator für die Wirtschaftskraft – gingen im Juni deutlich zurück und nahmen gegenüber Mai 2018 um 12,3% ab (Abb. 3). Dieser Rückgang ist vermutlich auf die steigenden Zinsen zurückzuführen.

Die Kombination aus Zöllen und anziehenden Zinsen hat zu einem Wendepunkt geführt, an dem sich eine zuletzt starke Wachstumsrate bei niedriger Inflation in eine niedrigere Wachstumsrate bei höherer Inflation umwandeln könnte.

### Ist der Gipfel des Optimismus überschritten?

Die Verbraucherstimmung wird zum Teil von der Arbeitslosenquote getrieben. Diese ist derzeit niedrig, steht aber in einer starken inversen Korrelation zur Sparquote (Abb. 4). Wenn die Stimmung besser ist, wird weniger gespart. Die jüngsten Zahlen zeigen nun einen Anstieg der Sparquote, was darauf hinweist, dass entweder das Verbrauchertrauen sinkt oder die verfügbaren Einkommen durch den steigenden Ölpreis unter Druck geraten.

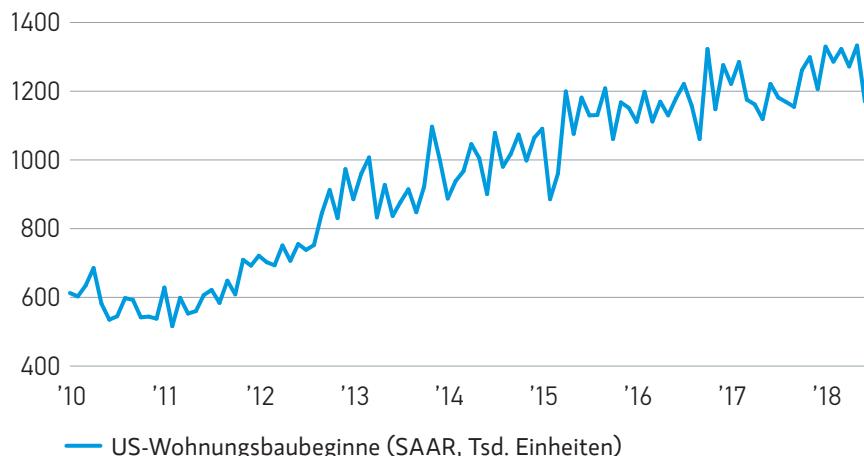
Der Ölpreis hat sich im letzten Jahr fast verdoppelt. Dabei verzeichnete der Rohölpreis der Sorte Brent einen Anstieg von rund 44 USD Ende

Juni 2017 auf 80 USD Ende Mai 2018, während auch die Benzinpreise anzogen. Zölle können zudem die Preise für Konsumgüter direkt erhöhen, vor allem am unteren Ende der Skala, zum Beispiel bei Waren, die in China produziert werden.

### Herstellerumfragen: Zollmaßnahmen und Mangel an Lkw-Fahrern

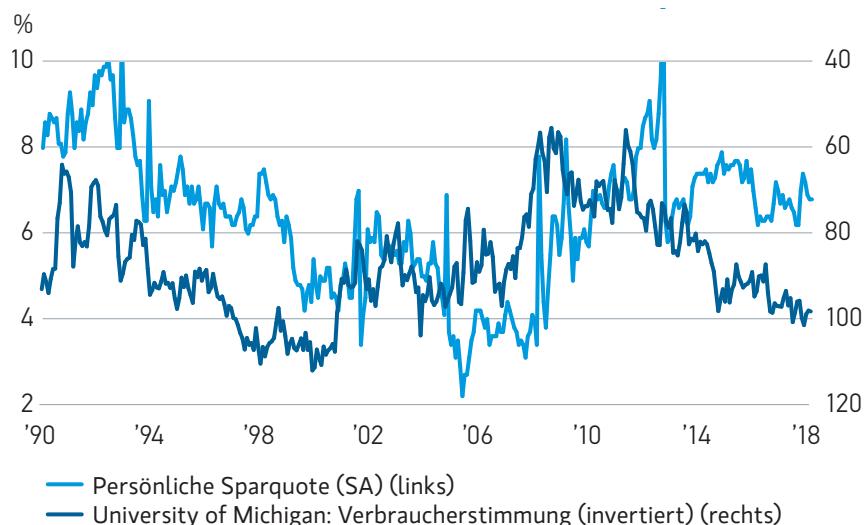
In jüngsten Umfragen<sup>3</sup> äußerten Hersteller diese Bedenken. Ihnen zufolge führen Zölle zu Versorgungsstörungen und höheren Inputpreisen, und auch

**ABB. 3**  
**Weniger Wohnungsbaubeginne im Juni**



Quelle: Census Bureau, Haver, 18. Juli 2018.

**ABB. 4**  
**Wenn es den Menschen besser geht, sparen sie weniger.**



Quelle: Bureau of Economic Analysis, University of Michigan, Haver, 31. Juli 2018.

<sup>2</sup> Neue monatlich begonnene private Wohnungsbauprojekte laut Daten des Census Bureau

<sup>3</sup> Fed Beige Book, 18. Juli 2018 und ISM-Herstellerumfrage vom Juni

der Arbeitskräftemangel wird als Wachstumshemmnis empfunden. Insbesondere wird auf die Mangel an Lkw-Fahrern verwiesen. Derartige Engpässe wurden in der Vergangenheit durch den Import von Arbeitskräften aus dem Ausland behoben, was aber angesichts der aktuellen Einwanderungspolitik derzeit nicht möglich ist.

### Erfüllung von Wählererwartungen

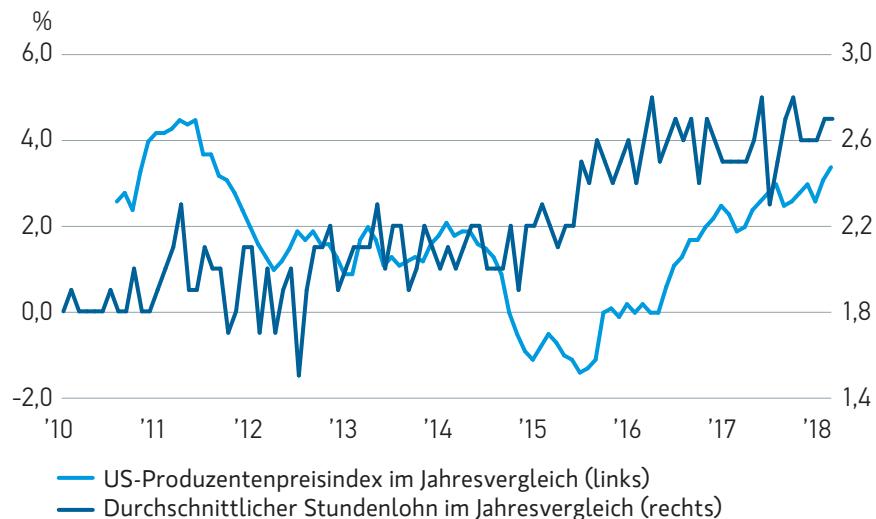
Sowohl hinter den Zollstreitigkeiten als auch hinter der restriktiven Einwanderungspolitik scheint das Bemühen von Präsident Trump zu stehen, die Erwartungen seiner Wähler zu erfüllen. Da der Druck auf den Präsidenten stetig zunimmt, könnten wir weitere politische Initiativen sehen, die das wirtschaftliche Bild eintrüben.

Zwei politische Ereignisse, die voraussichtlich für einen Großteil des zu erwartenden Sandes im Getriebe verantwortlich sein werden, werfen ihre Schatten voraus. Ersteres ist die Untersuchung der russischen Einmischung in die US-Präsidentenwahl 2016 durch Sonderermittler Robert Mueller, deren Ergebnisse voraussichtlich in den nächsten Monaten an die Öffentlichkeit gelangen werden. Zweiteres ist die US-Zwischenwahl. Ist sie einmal vorbei, könnte die Politik moderater und stärker von wirtschaftlichen als von politischen Gesichtspunkten bestimmt werden. Das könnte aber auch eine erhebliche Volatilität bis zur Wahl bedeuten, die dadurch verstärkt werden könnte, dass Mueller eine Überraschung kurz vor der Zwischenwahl vermeiden möchte, um nicht in den Verdacht zu geraten, die Zwischenwahlen beeinflussen zu wollen.

### Inflation nimmt zu

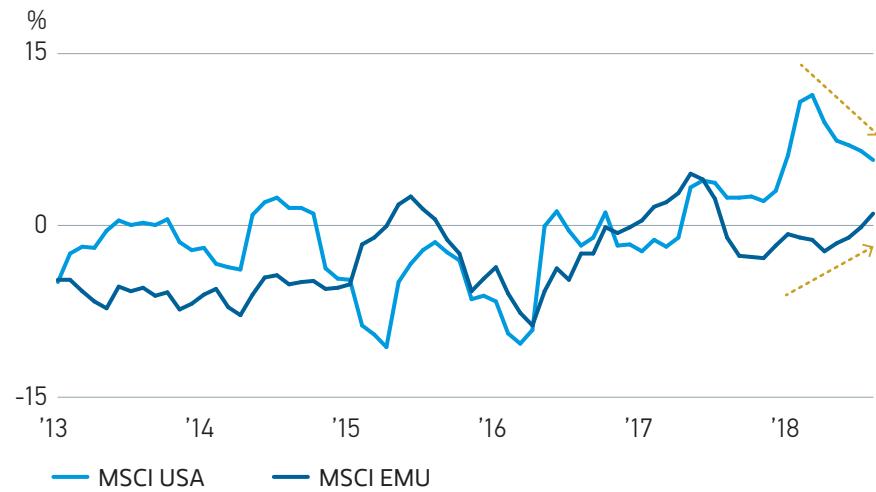
Neben den steigenden Zöllen, die zu erheblichen Verzerrungen der Preis- und Markteffizienz führten, trug auch die Erholung der Ölpreise wesentlich zu einem Anstieg der Gesamtinflation bei. Auch die Erzeugerpreise und die Arbeitskosten tendieren nach oben. In Europa

**ABB. 5  
Gefährdung der US-Wirtschaft durch steigende Inputkosten**



Quelle: Bloomberg. „NSA“ steht für „Nicht saisonbereinigt“.

**ABB. 6  
Ertragsrevisionen: Steigend in Europa, sinkend in den USA**



Quelle: Datastream, IBES.

geben 41% der Kleinunternehmen an, „erhebliche Schwierigkeiten“ zu haben, Mitarbeiter zu finden,<sup>4</sup> eine Zahl, die um 10 Prozentpunkte höher liegt als im letzten Jahr und den Höchststand seit 2002 repräsentiert. Die am stärksten gefährdete Volkswirtschaft ist unserer Meinung nach jedoch die der USA (Abb. 5), was zum Teil daran liegt, dass

der Rest der Welt bereits ein schwaches erstes Halbjahr 2018 verzeichnete und der Knick in den USA daher stärker zu spüren sein könnte.

### Anlageauswirkungen

Angesichts des starken Wirtschaftswachstums in den USA fließt viel Geld in US-Aktien und

<sup>4</sup> <https://www.lesechos.fr/economie-france/social/0302020039303-les-difficultes-de-recrutement-des-pme-a-des-sommets-2193990.php>

insbesondere in die bekanntesten Namen des Technologiesektors. Dies erklärt den einsetzenden Überschwang und die sehr hohen Ergebniserwartungen trotz der ungünstigeren Aussichten für die USA. Nach einem starken Anstieg ist die Entwicklung der Ertragsrevisionen in den USA nun rückläufig.

In Europa hingegen werden sie hingegen höher ausfallen, voraussichtlich unterstützt durch die Schwäche des Euro im Jahr 2018 (Abb. 6). Nach dem Abflauen der erhöhten EPS-Erwartungen für 2018 wird auch die Kluft zwischen den EPS-Wachstumserwartungen in den USA und im Euroraum praktisch verschwinden. Die Ertragserwartungen für 2019 liegen sowohl in den USA als auch im Euroraum bei 10%.

Obwohl der Optimismus bei US-Vermögenswerten – Aktien und US-Dollar – und der Pessimismus bei europäischen Vermögenswerten anhält, begünstigt die Kombination aus niedrigeren Ertragshürden, steigenden Gewinnerwartungen und einem relativ schwachen Euro die europäischen Aktien gegenüber ihren US-Pendants (Abb. 6). Sobald eine Wende eintritt, könnte sie angesichts der übersteigerten Nachfrage sehr scharf ausfallen. Aufgrund der hohen Absicherungskosten dürften die jüngsten Zahlungsströme nicht abgesichert worden sein, so dass die Anleger sowohl an den Basismärkten als auch am Devisenmarkt Schaden nehmen könnten.

Infolgedessen könnte es durch die Desillusionierung der Anleger, die eine Neupositionierung anstreben, zumindest kurzfristig zu einer breiteren Verkaufswelle kommen. In derartigen Zeiten ist die Volatilität meist hoch.

Wenn und falls eine Erholung eintritt, erwarten wir, dass sie in Europa stärker ausfallen wird.

Wir sind auch für eine Rotation aus dem Growth- in das Value-Segment positioniert. Bei einem Rückgang der Dynamik im Bereich des Sektors mit hohem KGV-Wachstum könnte es letztlich zu einer Rotation in das Value-Segment kommen, das relativ gesehen überverkauft ist. So sind Finanzwerte seit Jahresbeginn zurückgeblieben, haben sich aber im Laufe des vergangenen Monats wieder erholt, und wir erwarten, dass sich diese Entwicklung fortsetzen wird.

Die Banken- und Energiesektoren sehen wir weiterhin positiv. Nach der Finanzkrise wurde das Bankensystem – vor allem in den USA – von Grund auf gestärkt und gut kapitalisiert und die Banken sind im Vergleich zu den historischen Gegebenheiten weniger verschuldet. Im Energiebereich führen die hohen Ölpreise eindeutig zu höheren Ergebniserwartungen.

### **China: Fragiler als sonst**

Der zweite wichtige Motor der Weltwirtschaft ist China, wo sich das Wachstum ebenfalls verlangsamt. Die Verfolgung der Ziele, die Qualität seines Wirtschaftswachstums zu verbessern, die Verschuldung zu reduzieren und ineffiziente Produzenten zu eliminieren, drückte das Wachstumstempo des Landes nach unten. Dies bedeutet, dass die Zollerhöhungen China zu einem für die Wirtschaft sensiblen Zeitpunkt trafen.

### **Asien ohne China: Dominoeffekt**

Die Zollstrafe für Asien könnte erheblich ausfallen. Die Wertschöpfung der chinesischen Exporte in die USA beträgt ca. 60%, was bedeutet, dass die

restlichen 40% nach China importiert werden, um die Produkte für die USA herzustellen. Dieser Dominoeffekt von 40% der Zölle, die China auferlegt wurden, wird die Volkswirtschaften der vornehmlich asiatischen Länder treffen, die China beliefern.

### **Lateinamerika: Nachfrageverschiebung**

Obwohl die Schwellenländer typischerweise als High-Beta-Regionen gelten, sind die lateinamerikanischen Schwellenländer wahrscheinlich weniger stark von den Zöllen betroffen und könnten aufgrund der Nachfrageverschiebung sogar von ihnen profitieren. Beispielsweise kauft China Sojabohnen aufgrund der Zollerhöhungen nicht mehr von den USA, sondern von Brasilien. Zweitens kommen die hohen Ölpreise, während sie den Verbrauchern schaden, den lateinamerikanischen Ölexporten zugute. Sie tragen dazu bei, diese Länder zu isolieren, obwohl bestimmte Segmente unter steigenden Preisen leiden werden.

### **Eine unvermeidliche Steigung**

Die USA fungierten bislang als Lokomotive, die den Rest der Welt aus einem schwachen Wirtschaftsumfeld herauszog und in ein stärkeres Umfeld brachte. Doch die Zoll- und Handelsstreitigkeiten brachten bildlich gesprochen Sand in das Getriebe. Die höheren Zinsen führen zu einer unvermeidlichen Steigung und bewirken in Kombination mit den Zollerhöhungen, dass der Motor nicht effizient läuft. So könnte die gesamte globale Lokomotive ins Stottern geraten. Noch läuft sie, aber sie beginnt zu stocken.

## Risikohinweise

Es besteht keine Garantie dafür, dass die Strategie ihr Anlageziel erreicht. Portfolios sind Marktrisiken ausgesetzt, d. h. es besteht die Möglichkeit, dass der Marktwert der Wertpapiere im Portfolio zurückgeht und der Wert der Portfolioanteile in der Folge geringer ist als zum Zeitpunkt des Erwerbs durch den Anleger. Anleger können deshalb durch die Anlage in dieses Portfolio Verluste verzeichnen. Anleger sollten beachten, dass diese Strategie bestimmten zusätzlichen Risiken ausgesetzt sein kann. Es besteht das Risiko, dass die **Asset-Allokationsmethode und die Annahmen** des Anlageberaters in Bezug auf die zugrunde liegenden Portfolios sich im Zusammenhang mit den tatsächlichen Marktbedingungen als falsch erweisen könnten, sodass das Portfolio sein Anlageziel womöglich nicht erreicht. Aktienkurse sind darüber hinaus oftmals Schwankungen ausgesetzt und es besteht ein erhebliches Verlustrisiko. Die Anlagen des Portfolios in **Commodity-Linked Notes** sind mit erheblichen Risiken verbunden. Hierzu zählt auch das Risiko des Verlustes eines wesentlichen Teils ihres Kapitals. Neben dem Rohstoffrisiko können sie mit anderen besonderen Risiken behaftet sein, etwa dem Risiko des Zins- und Kapitalverlustes, fehlender Sekundärmärkte sowie einem erhöhten Volatilitätsrisiko. Traditionelle Aktien und Anleihen sind von diesen Risiken nicht betroffen. **Währungsschwankungen** können Anlagegewinne zunichten machen oder Anlageverluste noch höher ausfallen lassen. Bei Anlagen in Anleihen sind die Fähigkeit des Emittenten, Tilgungen und Zinszahlungen zeitgerecht zu leisten (Kreditrisiko), Änderungen der Zinsen (Zinsrisiko), die Bonität des Emittenten sowie die allgemeine Marktliquidität (Marktrisiko) zu beachten. In einem Umfeld steigender Zinsen können Anleihekurse fallen. **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. Die Anteile **börsengehandelter Fonds (ETFs)** unterliegen im Wesentlichen den gleichen Risiken wie Direktinvestitionen in herkömmliche Aktien oder Anleihen, und ihr Marktwert unterliegt den Schwankungen des zugrunde liegenden Index. Durch Anlagen in ETFs und andere **Investmentfonds** absorbiert das Portfolio sowohl seine eigenen Aufwendungen als auch die des ETFs und des Investmentfonds, in die es investiert. Angebot und Nachfrage von ETFs und Investmentfonds korrelieren möglicherweise nicht mit den zugrunde liegenden Wertpapieren. **Finanzderivate** können illiquide sein, Verluste unverhältnismäßig stark steigern und die Portfolioperformance unter Umständen deutlich schmälern. Ein **Währungstermingeschäft** ist ein Sicherungsinstrument, das keine Upfront-Zahlungen vorsieht. Der Einsatz von **Fremdkapital** kann die Volatilität des Portfolios erhöhen. **Diversifizierung** schützt nicht vor Verlusten an einem bestimmten Markt, jedoch lässt sich das Risiko damit über mehrere Anlagenklassen verteilen.

## DEFINITIONEN

Das **Bruttoinlandsprodukt (BIP)** ist eine finanzielle Messgröße für den Marktwert aller Endprodukte (Waren und Dienstleistungen), die während eines Zeitraums (vierteljährlich oder jährlich) in einem Land hergestellt werden. Schätzungen des nominalen BIP dienen allgemein dazu, die wirtschaftliche Leistung eines Landes oder einer Region zu bestimmen und internationale Vergleiche anzustellen. Das **Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)** ist eine Kennzahl zur Bewertung des aktuellen Aktienkurses eines Unternehmens im Verhältnis zum Gewinn je Aktie. Für die Berechnung gilt: Kurs je Aktie/Gewinn je Aktie. **Volatilität** wird durch die Ermittlung der Standardabweichung bei den Jahresrenditen über einen bestimmten Zeitraum gemessen. Sie stellt die Spanne dar, innerhalb derer der Kurs eines Wertpapiers steigen oder fallen kann.

Die Indizes werden nicht verwaltet und enthalten ferner keine Aufwendungen, Gebühren oder Ausgabeaufschläge. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. Sämtliche in diesem Dokument genannte Indizes (einschließlich eingetragener Marken) sind geistiges Eigentum des jeweiligen Lizenzgebers. Indexbasierte Produkte werden in keiner Weise von dem jeweiligen Lizenzgeber gesponsert, beworben, verkauft oder empfohlen, und der Lizenzgeber übernimmt für diese Produkte keine Haftung. Der **MSCI Emerging Markets Net Index (MSCI EM)** ist ein um den Streubesitz bereinigter Marktkapitalisierungsindex, der die Aktienmarktpreformance der Schwellenländer 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. Der MSCI Emerging Markets Net Index setzt sich aus den Indizes von 23 Schwellenländern zusammen. Die Performance des Index ist in US-Dollar angegeben, wobei von einer Wiederanlage der Nettodividenden ausgegangen wird. Der **MSCI EMU INDEX (European Economic and Monetary Union)** erfasst die Large- und Mid-Cap-Vertretung in den zehn entwickelten Ländern der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion. Die 241 Komponenten des Index decken rund 85% der um den Streubesitz bereinigten Marktkapitalisierung der EMU ab. Der **MSCI USA Index** ist ein streubesitzadjustierter Marktkapitalisierungsindex, der die Aktienmarktpreformance in den USA misst. Der **MSCI World Index (MSCI World)** ist ein um den Streubesitz bereinigter und nach Marktkapitalisierung gewichteter Index, der die Aktienmarktpreformance 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.

## HINWEIS

Die Ansichten und Meinungen entsprechen jenen des Autors zum Zeitpunkt der Veröffentlichung. Sie können sich infolge veränderter Markt- oder Wirtschaftsbedingungen jederzeit ändern und müssen sich nicht zwingend bestätigen. Diese Ansichten werden nach dem Datum ihrer Veröffentlichung weder aktualisiert noch im Lichte späterer Informationen, Umstände oder Veränderungen überarbeitet. Die dargelegten Ansichten reflektieren nicht die Meinung aller Portfoliomanager von Morgan Stanley Investment Management (MSIM) oder die Ansichten des Gesamtunternehmens und spiegeln sich möglicherweise nicht in allen Strategien und Produkten des Unternehmens wider.

Prognosen und/oder Schätzungen können geändert werden und müssen nicht zwingend eintreten. Informationen zu erwarteten Markttrenden 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.

Sofern 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.

Einige dieser Informationen beruhen auf Daten, die wir aus externen Quellen erhalten haben und für zuverlässig erachteten. Diese Informationen wurden jedoch nicht von uns geprüft, und wir geben keinerlei Zusicherungen für ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit.

Bei den vorliegenden Informationen handelt es sich um eine allgemeine Mitteilung, die nicht neutral ist. Sie dient ausschließlich zu Informations- und Aufklärungszwecken und stellen kein Angebot bzw. keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf eines bestimmten Wertpapiers oder zur Verfolgung einer bestimmten Anlagestrategie dar. Die hierin enthaltenen Materialien wurden nicht auf der Grundlage der individuellen Situation eines einzelnen Kunden 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 zu den steuerlichen Folgen umfasst.

**Die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung ist keine Garantie für die künftige Wertentwicklung.** Die Abbildungen und Grafiken in diesem Dokument dienen ausschließlich der Veranschaulichung.

Dieses Material wurde nicht von der Researchabteilung von Morgan Stanley erstellt und ist nicht als Researchempfehlung zu verstehen. Die in diesem Material enthaltenen Informationen wurden nicht im Einklang mit den gesetzlichen Erfordernissen zur Förderung der Unabhängigkeit des Anlageresearch erstellt und unterliegen keinem Handelsverbot im Vorfeld der Verbreitung des Anlageresearch.

**Dieser Kommentar ist ausschließlich für Personen in Ländern bestimmt, in denen seine Verbreitung bzw. Verfügbarkeit den jeweils geltenden Gesetzen oder Vorschriften nicht zuwiderläuft, und wird daher nur an diese Personen verteilt.**

Es gibt keine Garantie dafür, dass eine Anlagestrategie unter allen Marktbedingungen funktioniert. Anleger sollten ihre Fähigkeit zu langfristigen Investitionen beurteilen, insbesondere in Zeiten eines Marktabwärts. Anleger sollten vor einer Anlage das entsprechende Angebotsdokument des Produkts lesen. Die Strategie wird in jedem der Anlageinstrumente unterschiedlich ausgeführt.

## 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.**

**Großbritannien:** Morgan Stanley Investment Management Limited wurde von der Financial Conduct Authority zugelassen und unterliegt deren Aufsicht. Eingetragen in England. Registernummer: 1981121. Eintragener Geschäftssitz: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA, zugelassen und beaufsichtigt von der Financial Conduct Authority. **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, Niederlassung Mailand (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, Niederlassung Mailand (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 eingetragen. **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. Eintragener 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. Gemäß der Strategie gesondert verwaltete Konten 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 abzuwagen, 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 BANEINLAGE**

**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. **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 MSIM den Auftrag, alle Anlageentscheidungen auf der Grundlage einer Analyse des Wertes usw. der Wertpapiere zu treffen, und MSIM nimmt diesen Auftrag an. Der Kunde überträgt MSIM die für die Durchführung von Kapitalanlagen erforderlichen Befugnisse. MSIM übt diese Befugnisse auf der Grundlage von Anlageentscheidungen von MSIM 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 abzuwagen, 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 MSIM 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 MSIM, Registernummer 410 (Director of Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firms)) verbreitet. Mitgliedschaften: 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 Nr. 1981121. Eingetragener Geschäftssitz: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA.

Sämtliche in diesem Dokument genannte Indizes (einschließlich eingetragener Marken) sind geistiges Eigentum des jeweiligen Lizenzgebers. Indexbasierte Produkte werden in keiner Weise von dem jeweiligen Lizenzgeber gesponsert, beworben, verkauft oder empfohlen, und der Lizenzgeber übernimmt für diese Produkte keine Haftung.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen keine Research-Empfehlung oder ein „Anlageresearch“ dar und sind in Übereinstimmung mit geltenden europäischen oder Schweizer Bestimmungen als „Marketingmitteilung“ klassifiziert. Das bedeutet, dass die in dieser Marketingmitteilung enthaltenen Informationen (a) nicht im Einklang mit den gesetzlichen Erfordernissen zur Förderung der Unabhängigkeit des Anlageresearch erstellt wurden und (b) keinem Handelsverbot im Vorfeld der Verbreitung des Anlageresearch unterliegen.

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. MSIM haftet nicht für die Verwendung oder den Missbrauch dieses Dokuments durch solche Finanzintermediäre und übernimmt keine diesbezügliche Haftung. Wenn Sie als Vertriebsstelle der Morgan Stanley Investment Funds fungieren, sind einige bzw. alle Fonds oder Anteile an einzelnen Fonds ggf. zum Vertrieb verfügbar. Bitte entnehmen Sie die entsprechenden Informationen Ihrer Untervertriebsvereinbarung, bevor Sie Informationen zum Fonds an Ihre Kunden weiterleiten.

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

Alle hierin enthaltenen Informationen sind urheberrechtlich geschützt. Morgan Stanley Investment Management ist die Vermögensverwaltungsparte von Morgan Stanley.

Dieses Dokument kann in andere Sprachen übersetzt werden. Im Fall solcher Übersetzungen bleibt die englische Fassung maßgebend. Bei Unstimmigkeiten zwischen der englischen Version und einer anderssprachigen Version dieses Dokuments ist die englische Version maßgebend.

Besuchen Sie unsere Website unter [www.morganstanley.com/im](http://www.morganstanley.com/im)