

Ausblick Dezember 2017

2018: Ein Jahr voller Überraschungen

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

Ein neues Jahr bringt stets auch ein paar Überraschungen mit sich. Für das Jahr 2018 haben wir drei mögliche Überraschungen für Anleger auf dem Radar, und zwar im Hinblick auf Geldpolitik, Inflation und Volatilität. Angesichts eines starken Weltwirtschaftswachstums, hoher Aktienbewertungen und einer historisch niedrigen Volatilität sind die Märkte darauf möglicherweise nicht ausreichend vorbereitet.

POTENZIELLE ÜBERRASCHUNG NR. 1: Schnellerer Zinsanstieg als erwartet

In der aktuellen Konjunkturphase gehen die meisten Anleger davon aus, dass der Aufwärtstrend der Zinsen weitergeführt wird. Allerdings herrschen unterschiedliche Meinungen in Bezug auf den Zeitpunkt und die Anzahl der Zinsanhebungen.

• KURZFRISTIGE ZINSEN

Die Erwartungen des Marktes in Bezug auf kurzfristige Zinsen liegen 2018 nur leicht unterhalb der Prognosen des FOMC.¹ Der Markt rechnet mit etwa zwei Zinsschritten von jeweils 0,25%, während der Offenmarktausschuss der US-Notenbank (FOMC) von drei solcher Erhöhungen ausgeht (*Abbildung 1*). Für das Jahr 2019 werden die Unterschiede jedoch größer: Hier prognostiziert der Markt weniger Zinsanhebungen als die Federal Reserve (Fed).

VERFASSER



ANDREW HARMSTONE
Managing Director

Andrew Harmstone ist leitender Portfolio Manager für die Global Balanced Risk Control Strategy (GBaR). Er ist seit 2008 bei Morgan Stanley und seit 37 Jahren in der Branche tätig.

¹ Das FOMC (Federal Open Market Committee) legt in den USA die Geldpolitik fest.

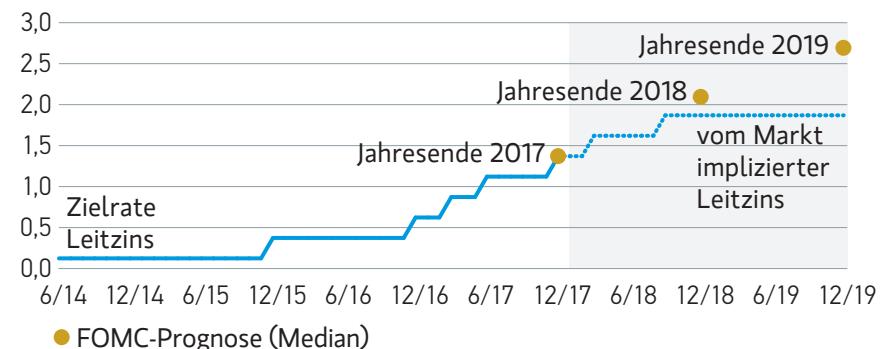
Gegen die Fed zu wetten, kann sich als ebenso gefährlich erweisen, wie gegen die Märkte zu wetten, doch in diesem Fall müssen sich die Anleger entscheiden. Die Tatsache, dass die globale Wirtschaft auf Volldampf läuft, deutet **unserer Meinung nach** darauf hin, dass die Prognosen der Fed korrekt sind.

• LANGFRISTIGE ZINSEN

Wir rechnen außerdem mit einer erheblichen Überraschung beim 10-jährigen Zinssatz. Der Spread zwischen der zehn- und zweijährigen Zinsrate beträgt aktuell 50 Basispunkte. Wenn die US-Notenbank die Zinsen 2018 tatsächlich dreimal – also um insgesamt 75 Basispunkte – erhöht, die zehnjährigen Zinsen aber unverändert bleiben, hätte dies eine inverse Zinskurve zur Folge. Dieses Szenario halten wir für äußerst unwahrscheinlich. Angesichts des derzeit starken wirtschaftlichen Umfelds haben Kreditnehmer ein Interesse daran, Anleihen mit längerer Laufzeit zu begeben, während renditehungrige Anleger lieber kurzfristig orientiert bleiben, um zu verhindern, allzu lange niedrige Zinsen ausgesetzt zu sein. Dadurch dürften sich die langfristigen Zinsen nach oben entwickeln.

Des Weiteren haben die sich ausweitenden Zinsdifferenzen (zwischen den USA und Europa sowie Japan) die Absicherungskosten so weit in die Höhe getrieben, dass abgesicherte Renditen langfristiger US-Anleihen für europäische und japanische Anleger immer unattraktiver werden. Die annualisierten Kosten der Absicherung US-amerikanischer Anleihen in Euro und Yen liegen bei 2,6% bzw. 2,2% und werden mit der Zeit unwirtschaftlich. Europäische oder japanische Anleger, die eine abgesicherte US-Anleihe mit 30-jähriger Laufzeit auf der Grundlage eines annualisierten einmonatigen Kontraktes

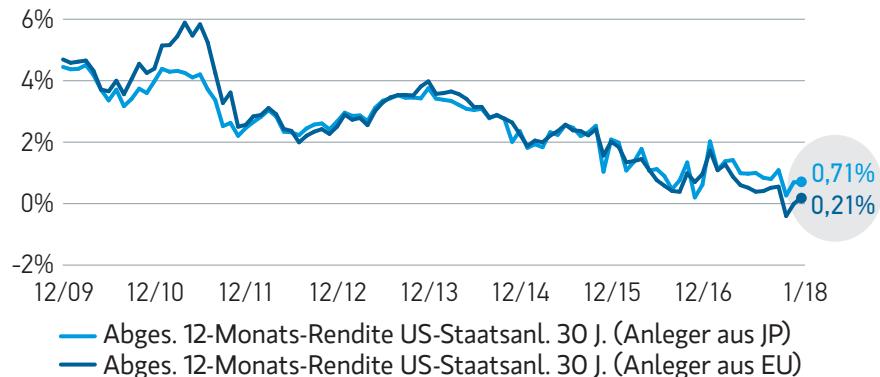
ABB. 1
Mögliche Maßnahmen der Fed
Vergl. FOMC-Prognosen und Markterwartungen



Die Prognosen/Schätzungen beruhen auf den aktuellen Marktbedingungen, können Veränderungen unterliegen und müssen sich nicht zwingend bestätigen. Quelle: Bloomberg. Stand: 20. Dezember 2017.

ABB. 2
Teure Absicherungen mindern die Renditen von US-Staatsanleihen...

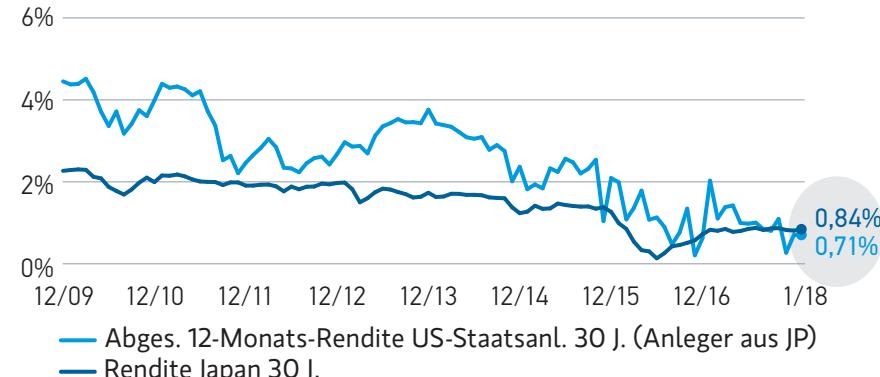
Abgesicherte 12-Monats-Rendite 30-jähriger US-Staatsanleihen für europäische und japanische Anleger



Quelle: Bloomberg. Stand: 9. Januar 2018.

ABB. 3
...machen inländische Anleihen attraktiver

Renditen 30-jähriger US-Treasuries und 30-jähriger JGBs



Quelle: Bloomberg. Stand: 9. Januar 2018. JGBs – Japanische Staatsanleihen. Die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung ist keine Garantie für die künftige Wertentwicklung.

kaufen, würden eine Rendite unterhalb derer eines inländischen Äquivalents erhalten. (*Abbildung 2*). Ein japanischer Investor täte beispielsweise besser daran, eine japanische Anleihe mit 30-jähriger Laufzeit zu 80 Basispunkten zu kaufen als eine abgesicherte US-Anleihe mit derselben Laufzeit zu 70 Basispunkten. (*Abbildung 3*).

Zudem gibt es Anzeichen dafür, dass die Bank of Japan (BoJ) ihr QE-Programm² möglicherweise zurückschrauben könnte. Kürzlich sagte der Gouverneur der BoJ, Haruhiko Kuroda, dass die Zinsen unterhalb des für das Wachstum optimalen Niveaus liegen. Höhere Zinsen in Japan würden den Appetit der japanischen Anleger auf US-Treasuries dämpfen und sie könnten die Zinsen in den USA verstärkt unter Aufwärtsdruck setzen.

Letztendlich scheint das lange Ende der Zinskurve das starke US-Wachstum nicht einzupreisen – noch nicht. Die nominalen Renditen zehnjähriger Anleihen neigen dazu, das nominale Bruttoinlandsprodukt abzubilden (BIP). Vor Kurzem kletterte das nominale BIP in den USA auf 4,1% und damit auf seinen höchsten Stand seit Juni 2015. Unterdessen bleiben die zehnjährigen Anleiherenditen von rund 2,5% relativ niedrig. Unseres Erachtens ist dies so unhaltbar, da die Zinsen potenziell schneller steigen als vom Markt erwartet (*Abbildung 4*).

POTENZIELLE ÜBERRASCHUNG NR. 2:

Der Inflationsdruck steigt

Die Inflationserwartungen in den USA bleiben gedämpft; der Konsens geht von einem Anstieg auf 2,17% bis Ende 2018 aus. Diese Prognose könnte sich als zu konservativ erweisen.

Wir erwarten eine allmähliche Produktivitätssteigerung infolge der Unternehmensinvestitionen in Sachanlagen. Dies bietet Unternehmen die Gelegenheit zu Lohnerhöhungen ohne eine negative Beeinträchtigung

ABB. 4
Die Zinsen hinken dem Wirtschaftswachstum hinterher



Quelle: Bloomberg. Stand: 20. Dezember 2017.

ABB. 5
US-Einfuhrpreise bleiben hinter chinesischem PPI zurück



Quelle: Bloomberg. Stand: 20. Dezember 2017.

ihrer Erträge. Die derzeit geringe Arbeitslosenquote wird ebenfalls einen deutlichen Aufwärtsdruck auf die Löhne ausüben.

Die jüngsten Zahlen spiegelten ein enttäuschenden Gesamtanstieg bei den Gehältern wider. Ein Großteil der Beschäftigungszunahme entfiel auf den Niedriglohnsektor, der den Durchschnittslohn insgesamt nach unten drückt. Die konstante Mischung aus niedrigen und hohen Gehältern zeigt, dass die Effektivlöhne – nicht nur die Beschäftigungszahlen – in den Niedriglohnsektoren stiegen. Mit anderen Worten: Lohnzuwächse sind

bereits zu beobachten und werden den Inflationsdruck weiter steigen lassen.

Dieser Druck kommt nicht nur aus den USA. Der chinesische Erzeugerpreisindex (PPI) beeinflusst üblicherweise die US-Einfuhrpreise, doch die Einfuhrpreise sind dem kräftigen Anstieg des chinesischen PPI bisher nicht gefolgt (*Abbildung 5*). Diese Lücke dürfte sich in den kommenden Monaten schließen und die Inflation damit weiter anheizen.

Auch die Energiepreise haben das Potenzial, Inflationsdruck zu erzeugen. Die Gesamtinflation lag im November im Vergleich zum Vormonat bei

² QE steht für Quantitative Easing, also quantitative Lockerungsmaßnahmen, die Zentralbanken auf ihre Geldpolitik anwenden.

0,4%, was eine recht hohe Jahresrate von 4,8% ergeben würde. Anleger lassen die Gesamtinflation oftmals unberücksichtigt, da sie die volatilen Komponenten Nahrungsmittel und Energie umfasst, doch auch diese fließen in die Inflationsprognosen. Steigende Ölpreise haben einen stetigen Aufwärtsdruck auf die Erzeugerpreise ausgeübt (Abbildung 6).

POTENZIELLE ÜBERRASCHUNG

NR. 3:

Die Volatilität kehrt zurück

Unser Ausblick deutet auf steigende Zinsen und Inflation hin, beides Faktoren, die die Märkte destabilisieren, insbesondere angesichts des gegenwärtig hohen Bewertungsniveaus. Daher rechnen wir nicht mit einer Fortsetzung der außergewöhnlich niedrigen und sinkenden Volatilität wie sie im vergangenen Jahr zu beobachten war. Betrachtet man das hohe Maß an geopolitischer Unsicherheit im aktuellen Umfeld, so erscheint eine Wiederanstieg der Volatilität noch wahrscheinlicher (Abbildung 7).

• MARKTVOLATILITÄT

Einer der Gründe für hohe Bewertungen bei Aktien war der, dass sie angesichts der extrem niedrigen Anleiherenditen angemessen scheinen. Sollten die Anleiherenditen also erwartungsgemäß steigen, entbehrt diese Rechtfertigung ihrer Grundlage und die Aktienvolatilität dürfte steigen. Die Volatilität an den Anleihemarkten könnte die Rentenanleger überraschen, und Investoren mit längeren Restlaufzeiten könnten allmählich unruhig werden. Steigen die Zinsen schneller als erwartet, könnten deutliche Anpassungen erfolgen und ein neuer Volatilitätschub entstehen.

• GEOPOLITISCHE UNSICHERHEIT

Erhebliche politische Risiken, die im Jahr 2017 aufgekommen sind, werden 2018 vermutlich fortbestehen. Während die Unsicherheit über die Situation in Nordkorea die

ABB. 6

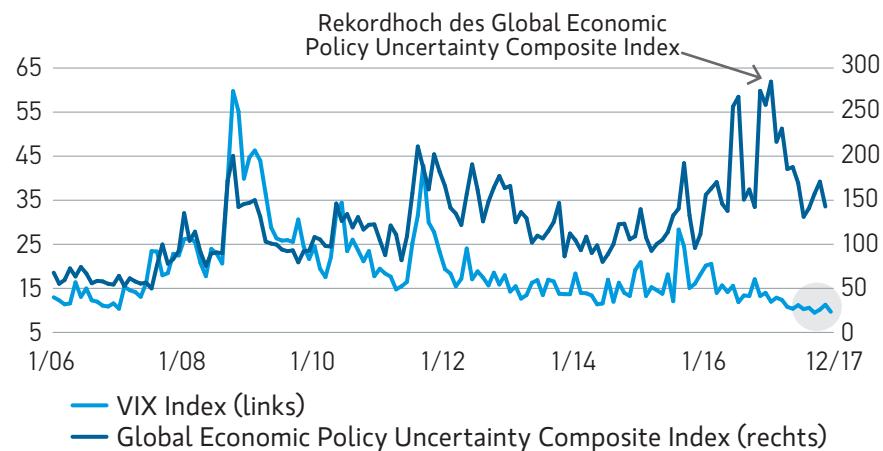
Steigende Energiepreise treiben Produktionskosten in die Höhe



Quelle: Bloomberg. Stand: 20. Dezember 2017.

ABB. 7

Außergewöhnlich niedrige Volatilität dürfte zu einem Ende kommen



Quelle: Bloomberg. Stand: 20. Dezember 2017. Der Global Economic Policy Uncertainty Index kann unter www.policyuncertainty.com eingesehen werden. Beim VIX handelt es sich um den Chicago Board Options Exchange (CBOE) Volatility Index® (VIX®), der die erwartete Volatilität anhand von Optionspreisen auf den Aktienindex S&P 500 misst. Die Wertentwicklung des Index dient nur zur Veranschaulichung und bildet nicht die Wertentwicklung einer bestimmten Investition ab. **Die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung ist keine Garantie für die künftige Wertentwicklung.** Für Indexdefinitionen siehe Abschnitt mit Rechtshinweisen unten.

Anleger derzeit weniger beunruhigt, werden die anhaltende politische Unsicherheit in den USA sowie weltweite Wahlen in diesem Jahr besonders in den Fokus rücken.

In den USA wurde das Gesetz zur Steuerreform und der Vorschlag zur Anhebung der Schuldengrenze relativ problemlos durch den

Kongress gewunken; gewinnen die Demokraten jedoch die Führung des Repräsentantenhauses und die Mehrheit der Senatssitze bei den Novemberwahlen, könnte die darauffolgende politische Spannung auf die Märkte überschappen.

Auch in Europa finden 2018 wichtige Wahlen statt. In Italien hat die

populistische Fünf-Sterne-Bewegung ihre Bereitschaft zur Bildung einer Koalition geäußert. 2013 erhielt die Partei die meisten Stimmen für die Abgeordnetenkammer, gewannen jedoch nur wenige Sitze, da sie Koalitionen ablehnten. Ihre neu entdeckte Bereitschaft zum Eingehen von Partnerschaften erhöht ihre Chancen auf eine Regierungsbildung.

Wahlen in Mexiko könnten ebenfalls zu einer Zunahme der Volatilität führen. Die Linkspartei Morena, die gegen das Nordamerikanische Freihandelsabkommen (NAFTA) ist, liegt in den Umfragen vorne.³ Sollte die Partei gewinnen, könnte das das Aus von NAFTA bedeuten, was wiederum zur Verunsicherung der Anleger führen würde.

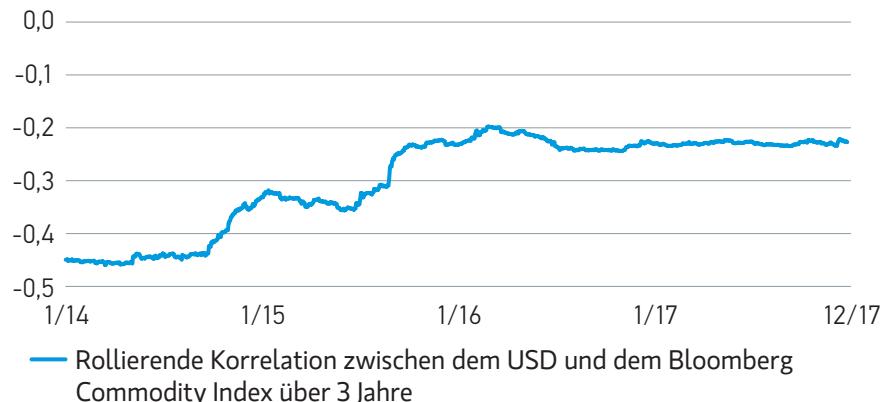
Unter Berücksichtigung dieser drei potenziellen Überraschungen möchten wir nun eine Bewertung der weltweit wichtigsten Anlageklassen vornehmen.

Schwellenländer und Rohstoffe Vom Wechselkurs des US-Dollars abhängig

• SCHWELLENLÄNDER

Unternehmen in den Schwellenländern verfügen noch immer über ein erhebliches, auf US-Dollar lautendes Anleihevolumen. Dadurch sind sie Wechselkursbewegungen und einem möglichen Anstieg des Dollars ausgesetzt. Kurzfristig betrachtet üben weitere Zinsschritte in diesem Jahr und darüber hinaus einen Aufwärtsdruck auf den US-Dollar aus. Allerdings dürften andere Regionen, die zwar ein starkes Wachstum verzeichneten, ihre niedrigen Zinsen jedoch bisher beibehalten haben – darunter Japan und Europa – die Zinsen ebenfalls allmählich anheben. Damit dürfte die Stärke des US-Dollars anderen Währungen gegenüber wieder ausgeglichen werden.

ABB. 8
Rohstoffe in umgekehrter Korrelation mit dem US-Dollar



Quelle: Bloomberg. Stand: 18. Dezember 2017. Die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung ist keine Garantie für die künftige Wertentwicklung.

Längerfristig gesehen ist der US-Dollar wohl überbewertet. Wir halten einen kurzfristigen Anstieg für wahrscheinlich, wobei im weiteren Jahresverlauf 2018 eine Umkehr erfolgen könnte. Angesichts der Fundamentaldaten, die auf ein robustes Wachstum und solide Gewinne in den Schwellenländern hindeuten, dürfte die Region weiter Unterstützung erfahren.

• ROHSTOFFE: SCHWÄCHERE KORRELATION

Rohstoffe neigen zu einer negativen Korrelation mit dem US-Dollar (*Abbildung 8*). 2014 bestand eine negative Korrelation von 45% zwischen Rohstoffen und dem US-Dollar. Seitdem kam es zu einer Korrektur der negativen Entwicklung, so dass die Korrelation in den vergangenen zwei Jahren bei 20% bis 25% lag.

Ein kurzfristiger Anstieg des US-Dollars wirkt sich zwar negativ auf Rohstoffe aus, wir gehen jedoch davon aus, dass sich dieser negative Einfluss durch den US-Dollar in Grenzen halten wird. Sollte sich der US-Dollar tatsächlich in die entgegengesetzte Richtung entwickeln, sobald der übrige Teil

der Welt mit der Straffung der Geldpolitik beginnt, dürften es angesichts einer weltweit anziehenden Konjunktur irgendwann zu wiederholten Preisänderungen bei Rohstoffen kommen.

China: Kalkulierter Abschwung

Die chinesische Wirtschaft hat sich abgeschwächt und damit das Wachstum im übrigen Asien gedämpft. Unseres Erachtens handelt es sich hierbei eher um eine bewusste politische Maßnahme zum Schuldenabbau als um tatsächliche Schwäche. Sollte sich das chinesische Wachstum zu stark verlangsamen, wird die Regierung schlicht für eine Wiederbelebung sorgen. Die jüngste Konjunkturabkühlung stellt für uns keinen Grund zur Besorgnis dar.

Die Spannungen in Korea waren ebenfalls negativ für Asien, doch im Hinblick auf die Olympischen Spiele in Südkorea halten wir ein einseitiges Vorgehen seitens der US-Regierung für weniger wahrscheinlich. Zwar gehen wir von einer relativ baldigen Lösung beider Probleme aus, bleiben gegenüber Asien ohne Japan jedoch bis auf Weiteres neutral eingestellt. Blickt man weiter in die Zukunft, so erscheint die Region relativ positiv.

³ <https://www.reuters.com/article/us-mexico-election/mexican-leftist-lopez-obrador-leads-presidential-race-polls-idUSKBN1DM286>

Japan: Unterstützung durch positive Trends

Entsprechend unserem vorherigen Artikel *The Third Arrow: Governance* sind wir der Meinung, dass strukturelle Reformen im Gange sind, die weiteres Aufwärtspotenzial für Japan beinhalten. Natürlich existieren in der Region Asien einige geopolitische Risiken, insbesondere was Nordkorea angeht. Es besteht zwar die Aussicht auf friedliche Lösungen, doch das Risiko insgesamt lässt sich nicht verleugnen.

Fazit: 2018 darf mit etwas Volatilität gerechnet werden

Im vergangenen Jahr rechneten wir mit steigenden Zinsen aufgrund der Steuersenkungen und anderen fiskalpolitischen Impulsen seitens der Trump-Regierung. Durch den Aufschub dieser Maßnahmen hat sich auch der Anstieg von Zinsen und Inflation zeitlich verschoben. Dies führte zu einer noch nie dagewesenen Niedrigvolatilitätsphase.

Heute gibt es jedoch einige Faktoren, die die Volatilität anfachen können: steigende Zinsen und Inflation sowie verschiedene politische Risiken. Das Jahr könnte einer Achterbahnfahrt gleichen. Erfahrenen Anlegern, die diese Risiken vorhersehen können – insbesondere Anlegern mit der Möglichkeit zur Anpassung ihrer Allokationen – bieten sich jede Menge interessanter Gelegenheiten.

Risikohinweise

Es besteht keine Garantie dafür, dass die Strategie ihr Anlageziel erreicht. Portfolios sind Markttrisiken 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 gewissen zusätzlichen Risiken ausgesetzt ist. 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, so dass 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 Sekundärmarkte sowie einem erhöhten Volatilitätsrisiko. Traditionelle Aktien und Anleihen sind mit diesen Risiken nicht behaftet. **Währungsschwankungen** können Anlagegewinne zunichthemachen 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 (Markttrisiko) zu

beachten. In einem Umfeld steigender Zinsen können Anleihekurse fallen.

Aktien und ausländische Wertpapiere sind grundsätzlich volatiler als festverzinsliche Wertpapiere und unterliegen Währungs-, politischen, wirtschaftlichen und Markttrisiken. Aktienkurse reagieren auf unternehmensspezifische Aktivitäten. 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. **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

Die Indizes werden nicht verwaltet und enthalten ferner keine Aufwendungen, Gebühren oder Ausgabeaufschläge. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. In diesem Dokument genannte Indizes (einschließlich eingetragener Marken) sind geistiges Eigentum des jeweiligen Lizenzgebers. Auf einen Index bezogene Produkte werden in keiner Weise von dem jeweiligen Lizenzgeber gesponsert, beworben, verkauft oder empfohlen, und der Lizenzgeber übernimmt in diesem Zusammenhang keine Haftung. Der **Chicago Board Options Exchange (CBOE) Market Volatility (VIX)** Index bildet die vom Markt für die nächsten 30 Tage erwartete Volatilität ab. Der Volatilitätsindex VIX ist das Ticker-Symbol für den Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index, eine beliebte Messgröße für die Volatilität der Aktienoptionen auf den S&P 500. Er spiegelt die Markterwartungen in Bezug auf die Volatilität an den Aktienmärkten über einen 30-tägigen Zeitraum wider. Der VIX arbeitet mit Prozentpunkten und stellt etwa die erwarteten Schwankungen des S&P 500 Index über die nächsten 30 Tage dar, die dann annualisiert werden. Der **Bloomberg Commodity Index (BCOM)** ergibt sich auf der Basis von Überschussrenditen und spiegelt die zukünftigen Schwankungen der Rohstoffpreise wider. Die Indexgewichtung besteht zu zwei Dritteln aus dem Handelsvolumen und zu einem Drittel aus der weltweiten Produktion. Gewichtungsobergrenzen werden auf Rohstoff-, Sektor- und Gruppenebene zu Diversifizierungszwecken angewandt. Die Rollperiode verläuft für gewöhnlich je nach Zeitplan zwischen dem 6. und dem 10. Geschäftstag. **Rohstoffe** sind Güter und Dienstleistungen, die normalerweise auf dem Markt zu einem Preis angeboten werden sollen, der ihre Produktionskosten deckt. Der **Erzeugerpreisindex (PPI)** ist ein gewichteter Index mit Preisen, die auf Großhandels- bzw. auf Erzeugerebene und an der Volatilität gemessen sind. **Treasuries** sind Staatsanleihen der US-Regierung, die in verschiedenen Intervallen begeben werden und unterschiedliche Laufzeiten aufweisen. **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. **Rendite** ist die jährliche prozentuale Ertragsrate eines Wertpapiers.

WICHTIGE BEKANNTMACHUNG

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 entsprechen nicht der Meinung aller Portfoliomanager von Morgan Stanley Investment Management (MSIM) oder den 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 Marktentwicklungen 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.

Einige dieser Informationen beruhen auf Daten, die wir aus externen Quellen erhalten haben und für zuverlässig erachten. 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 dienen 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 in Bezug auf steuerliche 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 der Investition die entsprechende Angebotsunterlage der Strategie/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. Eintrag 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 2-0462-1300. 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. Eintrag in den 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 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 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 BANKEINLAGE

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 Veröffentlichung und der Zugang zu ihr sind ausschließlich für „Wholesale-Clients“ im Sinne des Australian Corporations Act bestimmt. **Hongkong:** Dieses Material 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 Dokument 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. Insbesondere Investmentfonds (und deren Fondsanteile), die von der Monetary Authority of Singapore (MAS) nicht zugelassen oder anerkannt sind, dürfen Privatanlegern nicht angeboten werden. Schriftliche Dokumentationen, die an die vorstehenden Personen in Verbindung mit einem Angebot ausgegeben werden, verstehen sich nicht als Verkaufsprospekt im Sinne des SFA. Daher kommt die für Inhalte von Verkaufsprospekt im SFA festgelegte gesetzliche Haftung hier nicht zur Anwendung. Anleger sollten sorgfältig überlegen, ob die Anlage für sie geeignet ist.

WICHTIGE INFORMATION

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. Eintragener Geschäftssitz: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA.

In diesem Dokument genannte Indizes (einschließlich eingetragener Marken) sind geistiges Eigentum des jeweiligen Lizenzgebers. Auf einen Index bezogene Produkte werden in keiner Weise von dem jeweiligen Lizenzgeber gesponsert, beworben, verkauft oder empfohlen, und der Lizenzgeber übernimmt in diesem Zusammenhang keine Haftung.

MSIM hat Finanzintermediären nicht genehmigt, dieses Dokument zu nutzen und zu verteilen, es sei denn, eine solche Nutzung und Verteilung erfolgt im Einklang mit 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. zur Verteilung verfügbar. Bitte entnehmen Sie die entsprechenden Informationen aus Ihrer Unterverteilungsvereinbarung, bevor Sie jegliche Informationen zum Fonds an Ihre Kunden weiterleiten.

Dieses Dokument darf ohne die ausdrückliche 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 Version dieses Dokuments in einer anderen Sprache ist die englische Version maßgebend.

Besuchen Sie unsere Website unter www.morganstanley.com/im