

Global Equity Observer

Den Weg des Kapitalaufbaus unbeirrt fortsetzen

ACTIVE FUNDAMENTAL EQUITY | INTERNATIONAL EQUITY TEAM | ANLAGEEINBLICK | MÄRZ 2018

Nach den fast durchgehend volatilitätsfreien Märkten der vergangenen Jahre halten wir die Rückkehr von ein wenig Normalität im ersten Quartal für begrüßenswert. Einige der aufgeregten – und nervös machenden – jüngsten Kommentare beziehen sich eher auf die zuvor übertriebene Ruhe als auf das aktuelle Geschehen. Um die Entwicklungen ins rechte Licht zu rücken: Der MSCI World Index verlor im ersten Quartal lediglich 1%, und der IT-Sektor entwickelte sich in Wahrheit positiv. Besonders erfreulich ist, dass der potenzielle Melt-up, der sich zu Jahresbeginn abzeichnete und auf den unweigerlich ein äußerst unangenehmer Melt-down gefolgt wäre, vermieden wurde.

Doch selbst nach den jüngsten Rückgängen sind die Bewertungen noch hoch: Der MSCI World Index etwa liegt mehr als 15-fach über den Gewinnprognosen für die nächsten zwölf Monate, die ihrerseits im zweistelligen Bereich gestiegen sind. Zumindest in den USA ist der Konjunkturzyklus relativ weit fortgeschritten und es bestehen erhebliche Risiken, da sich die Geldpolitik normalisiert und die Handelspolitik droht, von ihrem normalen Weg abzuweichen. Nach neun Jahren Hause ist es sicherlich an der Zeit, sich Gedanken über eine Verlustabsicherung zu machen; wobei... für uns ist immer eine gute Zeit, um sich Gedanken über eine Verlustabsicherung zu machen!

AUTHOR



WILLIAM LOCK
Head of International
Equity Team



BRUNO PAULSON
Managing Director



**DIRK
HOFFMANN-BECKING**
Executive Director

„Nach neun Jahren
Hausse ist es sicherlich
an der Zeit, sich
Gedanken über eine
Verlustabsicherung
zu machen...“



Wenn man die Komplexität von Aktien mal beiseite lässt, gibt es auch gute Nachrichten: Kapitalverluste sind bei Aktien nur auf zweierlei Art möglich: entweder bleiben die Gewinne aus oder aber die Bewertungen brechen ein. Wir sind der Meinung, dass unsere Portfolios beiden Risiken trotzen können und weiterhin wie in den vergangenen zwei Jahrzehnten eine Kombination aus Kapitalvermehrung und relativem Verlustschutz bieten dürften.

In erster Linie geht es bei der Verlustabsicherung darum, dass die Erträge unserer Portfolios sich bei einem Konjunkturabschwung als robust erweisen sollen. Für Unternehmen bedeutet eine Kombination aus wiederkehrenden Erträgen und Preismacht, dass ihre Umsätze und Gewinnspannen sich auch in schwierigen Zeiten behaupten können. Unsere Vorzeige-Strategie Global Franchise/Brands hat den Härtetest während der globalen Finanzkrise bestanden: Ganz im Gegensatz zum Markt konnte sie ihre Gewinne im Zeitraum 2007 bis 2009 sogar steigern. Es stimmt, dass unsere Portfolios heute stärker IT-gewichtet sind, doch die Backtesting-Performance lässt darauf schließen, dass sie trotzdem widerstandsfähig sein sollten. Und bei dieser Aussage haben wir den Einzug der Cloud-Technologie mitsamt den gestiegenen wiederkehrenden Erträgen bei Softwareunternehmen noch gar nicht berücksichtigt. Ein Beispiel hierfür ist ein multinationaler Softwarekonzern, an dem wir beteiligt sind und der Unternehmenssoftware zur Verwaltung von Geschäftsabläufen und Kundenbeziehungen entwickelt. Seit 2008 sind die wiederkehrenden Erträge von 43% auf 63% des Gesamtertrags angestiegen und der wiederkehrende Bestandteil ist von 52% auf 70% (Bruttogewinn) gewachsen.

Im Hinblick auf die Bewertungen ergibt sich für unsere globalen Portfolios ein Aufschlag gegenüber

dem Markt, der prognostizierte KGVs verwendet, oder, wie wir sie lieber nennen, Vermutungen über Lügen. Vermutungen, weil Ein-Jahres-Gewinnschätzungen durchschnittlich 8% zu hoch sind (bei Prognosen für die nächsten zwei Jahre steigt die Fehlerquote auf 14%), und Lügen, weil die verwendeten Gewinne „bereinigt“ sind, oder,

„Die Gefahr, dass die Gewinne der Unternehmen enttäuschend ausfallen, ist bei unseren Portfolios geringer als beim Markt. Dies liegt an der inhärenten Stabilität dieser Unternehmen...“

wie wir gerne sagen, es sich um „problembereinigte Gewinne“ handelt, beziehungsweise, wenn wir zynischer aufgelegt sind, um „Gewinne, damit das Management bezahlt wird“. 2016 lagen die Reingewinne in den USA 25% über den „tatsächlichen“ Zahlen der allgemein anerkannten Rechnungslegungsgrundsätze. Die Gefahr, dass die Gewinne der Unternehmen enttäuschend ausfallen, ist bei unseren Portfolios geringer als beim Markt. Dies liegt zum einen an der inhärenten Stabilität der Unternehmen und zum anderen daran, dass sie weniger geneigt sind, Verluste – etwa aus Restrukturierungskosten, Abschreibungen oder aktienbasierter Vergütung – als „Unterstrichpositionen“ auszuweisen. Auf diese Weise verschwindet ein großer Teil des Aufschlags auf Reingewinnbasis. Tatsächlich beinhalten unsere globalen Portfolios einige der hochwertigsten

Unternehmen der Welt und verzeichnen damit gemäß unserer bevorzugten Messgröße, der Cashflow-Rendite, einen Aufschlag von 5–9% (je nach Strategie) gegenüber dem MSCI World Index.

Die starken relativen Bewertungsabschläge, die der wichtige Basiskonsumgütersektor in den vergangenen zwei Jahren erlitt (Prämienrückgang von 40% auf 16% gegenüber dem Markt für die Gewinne der nächsten zwölf Monate), beeinträchtigten die Performance, haben jedoch auch die Bewertungsrisiken der Portfolios verringert und damit unser Vertrauen in die Widerstandsfähigkeit der Portfolios im Falle eines Abschwungs gestärkt. In Zeiten einer weltweiten Konjunkturabschwächung ist der Sektor mit den robustesten Gewinnen, der einen erheblichen Anteil der Portfolios ausmacht, gegenüber dem Markt so günstig wie noch nie seit der globalen Finanzkrise, und weist auf Basis des freien Cashflows einen nicht nennenswerten Aufschlag von 3% gegenüber dem MSCI World Index aus.

Unsere Strategien zielen auf eine langfristige Kapitalvermehrung ab: durch Beteiligungen an hochwertigen Unternehmen, die ihre Gewinne stetig bei vernünftigen Bewertungen mehren. Sie bemühen sich darum, den eingeschlagenen Weg mit Bedacht fortzusetzen, statt alles stehen und liegen zu lassen, und haben den „Langsam-reich-werden-Stempel“ verdient. Wir sind der Ansicht, dass dies in einer unsicheren Welt einen attraktiven Ansatz darstellt, insbesondere da die relative Sicherheit nicht mit höheren Kosten verbunden ist.

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 gewissen zusätzlichen Risiken ausgesetzt ist. Veränderungen der globalen Konjunktur, der Verbraucherausgaben, des Wettbewerbs, der demografischen Entwicklung, der Verbraucherpräferenzen, der gesetzlichen Regelungen und der Wirtschaftsbedingungen können sich auf **globale Franchise-Unternehmen** negativ auswirken und die Strategie stärker belasten als bei einer Investition der Strategie 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, während der Laufzeit der Option 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 führen können.

INFORMATIONEN ZUM INDEX

Der **MSCI World** Index ist ein streubesitzadjustierter Marktkapitalisierungsindex, der die Aktienmarktpreformance der Industrieländer weltweit misst. Der Begriff „Streubesitz“ bezieht sich auf den Anteil der umlaufenden Aktien, von dem angenommen wird, dass er Anlegern zum Kauf an den Aktienmärkten zur Verfügung steht. Die Performance des Index wird in US-Dollar angegeben und setzt die Wiederanlage der Nettodividenden voraus. Der Index ist nicht verwaltet und berücksichtigt weder Aufwendungen noch Gebühren oder Ausgabeaufschläge. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren.

DEFINITIONEN

Der **freie Cashflow** ist ein Maß für die Finanzstärke eines Unternehmens und berechnet sich aus dem operativen Cashflow abzüglich Investitionsausgaben. Das **Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)** ist eine Kennzahl zur Unternehmensbewertung, die das Verhältnis zwischen dem aktuellen Aktienkurs mit dem Gewinn je Aktie herstellt. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis wird auch als Preis- oder Gewinnmultiplikator bezeichnet.

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. 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, 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 11096HA, Niederlande. Telefon: 312-0462-1300. 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. 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. 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 abzuwegen, 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 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. **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.

WICHTIGE INFORMATION

EMEA: Dieses Dokument 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.

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 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. 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 abzuwegen, 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 Marktrenditen 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 Finanzintermediäre 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. 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 offenlegen werden.

Alle hierin enthaltenen Informationen sind urheberrechtlich geschützt.

Explore our site at www.morganstanley.com/im