

Kein Krieg – nur der Kuschelkurs ist vorbei

SOLUTIONS & MULTI-ASSET | GLOBAL BALANCED RISK CONTROL TEAM | MACRO INSIGHT | MAI 2018

Am 2. März 2018, einen Tag nach der Ankündigung seines ersten Zollvorhabens, das sich gegen Stahl- und Aluminiumimporte aus China richtet, verkündete Präsident Trump über Twitter, dass „Handelskriege gut und leicht zu gewinnen“ seien. Bisher allerdings sieht es noch nicht so sehr nach einem Handelskrieg mit China aus, sondern vielmehr nach einer sich verschlechternden Beziehung. Wir haben es also eher mit dem „Ende einer Liebschaft“ zu tun, um es mit einem Songtitel der Manic Street Preachers auszudrücken (*Just the end of love*).

Sowohl China als auch die USA haben jede Menge zu verlieren, falls sich die Zwistigkeiten zwischen den beiden Länder tatsächlich zu einem ausgewachsenen Krieg entwickeln sollten. Handelszölle und -beschränkungen sowie Technologiekontrollen könnten Chinas Pläne durcheinanderbringen, das Problem der langfristigen Schulden anzugehen und seine Wirtschaft neu auszurichten. Insgesamt könnte die Strategie „Made in China 2025“ durchkreuzt werden, ein Vorhaben der Regierung zur Aufwertung der chinesischen Industrie, die durch eine Kombination aus Fertigungs- und intelligenter Technologie erreicht werden soll. Für die USA sprechen politische und wirtschaftliche Überlegungen gegen einen wirklichen Handelskrieg.

VERFASSER



ANDREW HARMSTONE
Managing Director

Andrew Harmstone ist leitender Portfolio Manager für die Global Balanced Risk Control Strategy (GBaR). Er kam 2008 zu Morgan Stanley und verfügt über 37 Jahre einschlägige Branchenerfahrung.



Chinas Verwundbarkeit besteht in einem riesigen Schuldenberg

Vor rund zehn Jahren waren Investitionsausgaben der wesentliche Treiber des chinesischen Wachstums. Diese Ausgaben und die zunehmende Verschuldung trugen tatsächlich zum Wachstum bei; in den vergangenen Jahren scheint die Wirkung jedoch nachgelassen zu haben. Als sich das Weltwirtschaftswachstum infolge der Finanzkrise verlangsamt, versuchte die chinesische Regierung, das Wachstum durch gezielte Investitionen in bestimmte Branchen oder Sektoren anzukurbeln. Die Banken vergaben Kredite an chinesische Staatsunternehmen, die dann in diese Bereiche investierten. Die Schulden der öffentlichen Unternehmen machen 70% der Unternehmensverschuldung aus.¹

In der Folge stieg die Verschuldung seit 2008 stetig an und liegt nun bei fast 300% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) (Abbildung 1). Dieser Verschuldungsgrad macht Zinszahlungen von jährlich ca. 12% des BIP erforderlich.² Die größte Schuldenquelle sind die weniger rentablen Staatsunternehmen (Abbildung 2), die in der Vergangenheit zum BIP-Wachstum beigetragen haben.

Eines der Ziele des Parteitags der Kommunistischen Partei Chinas war es, das Wirtschaftsmodell des Landes neu auszurichten und nachhaltig zu gestalten. Es wird angestrebt, den Anteil der Investitionsausgaben am BIP zu reduzieren und stattdessen den Haushaltskonsum zu steigern, der bereits zugenommen hat und mittlerweile beinahe 40% des BIP beträgt (Abbildung 3). Es sei darauf hingewiesen, dass Investitionsausgaben den wichtigsten Wachstumstreiber darstellen können, während der Verbraucherkonsum teilweise vom Verbrauchertrauen abhängt und

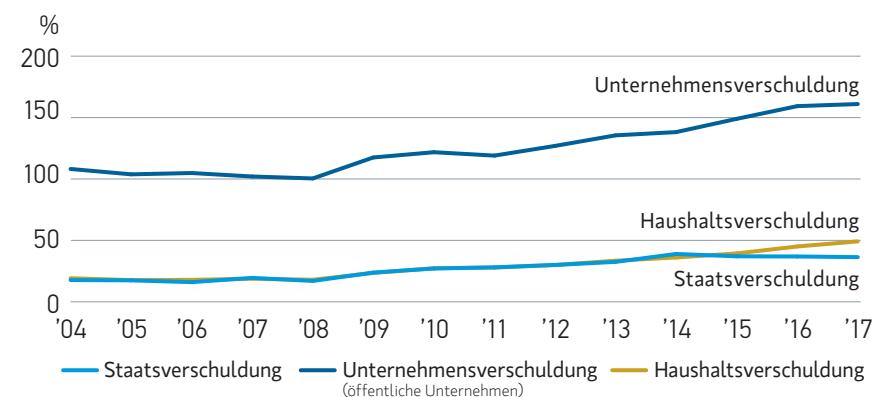
ABB. 1 Chinas riesiger Schuldenberg wächst...

Prozentualer Schuldenanteil Chinas am BIP-Wachstum



Quelle: Bloomberg. Stand: 31. Dezember 2017.

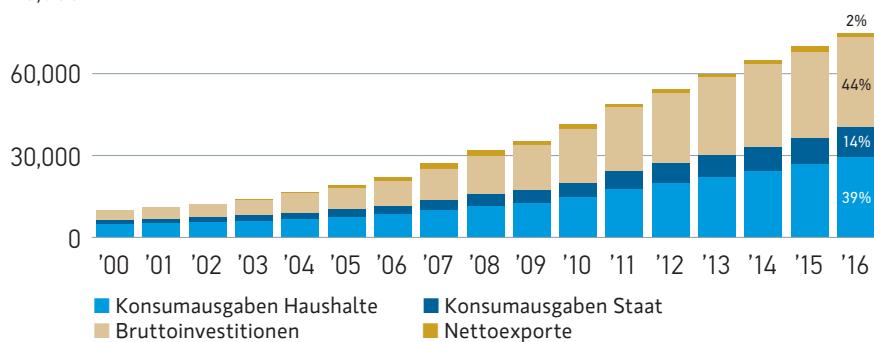
ABB. 2 ... insbesondere bei den weniger rentablen Staatsunternehmen



Quelle: Bloomberg. Stand: 31. Dezember 2017.

ABB. 3 Der Konsum chinesischer Privathaushalte leistet einen zunehmend wichtigen Beitrag zum BIP

RMB
Milliarden



Quelle: Bloomberg. Stand: 31. Dezember 2016.

¹ Quelle: OECD, <https://www.oecd.org/eco-surveys/china-2017-OECD-economic-survey-overview.pdf>

² Bloomberg. Für die Berechnung wurde ein sehr konservativer Zinssatz von 4,75% für Kredite über 1 bis 5 Jahre zugrunde gelegt.

damit kein so direkter „Hebel“ ist, falls die Regierung auf eine schnelle Wachstumssteigerung abzielt. Ein zweites Ziel ist die Steigerung der Produktivität, die durch einen Umschwung der Investorenbasis in China von Branchen mit geringem Mehrwert auf solche mit höherer Wertschöpfung und Technologieausrichtung erreicht werden soll (Strategie „Made in China 2025“).

Hightech-Importe und Technologietransfers – die von den USA als erzwungen oder missbräuchlich angesehen werden – werden benötigt, um die Produktivität zu steigern und auf wertschöpfendere Unternehmen umzusatteln. Die von der Trump-Regierung vorgeschlagenen Zölle setzen diese Pläne unmittelbar unter Druck.

Eine zielgerichtete Antwort (an die Politik)

China reagierte auf die verkündeten US-Zölle mit scharfen Sanktionen gegen die USA, die den Regionen schaden werden, die für Trump gewählt haben. Die chinesischen Zölle richten sich damit einerseits direkt gegen die US-Politik, schaden aber auch China selbst: Sojabohnenimporte beispielsweise sind für die chinesische Schweineproduktion unerlässlich – gleichzeitig stimmten aber auch acht der zehn Staaten mit der höchsten Produktion bei der Wahl 2016 für Trump.

Die Ursache für Trumps aggressive und ungestüme China-Strategie könnte die Erkenntnis sein, dass seine Möglichkeiten, Gesetze durchzubringen, nach den Zwischenwahlen im November deutlich eingeschränkt sein dürften. Und sein ursprünglicher Ansatz für Stahl- und Aluminiumzölle – der sich zunächst gegen alle Länder richtete, dann aber Ausnahmen für Kanada, Mexiko, und schließlich die Europäische Union, Südkorea, Indonesien usw. gewährte – unterstützt die Theorie, dass dieses Hin und Her vielmehr ein taktisches

ABB. 4

Steigende Erträge beflügeln den chinesischen Markt



Die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung ist keine Garantie für die künftige Wertentwicklung. Die Wertentwicklung des Index dient nur zur Veranschaulichung und bildet nicht die Wertentwicklung einer bestimmten Investition ab. Für Indexdefinitionen siehe Abschnitt mit Rechtshinweisen unten.

Quelle: IBES, Datastream; Daten auf Lokalwährungsbasis.

Spiel ist und das letzte Wort noch nicht gesprochen ist.

Wenn China in die Ecke gedrängt wird, könnte das Land einfach aufhören, weiter in US-Staatsanleihen zu investieren. Schlimmer noch: China könnte anfangen, seinen Bestand an Staatsanleihen in Höhe von 1,2 Bio. USD³ abzustoßen. Des Weiteren setzen die USA im Nordkorea-Konflikt auf China – ein zusätzlicher Anreiz für Trump, seine aggressive Politik nicht einfach rücksichtslos durchzusetzen.

60-tägige Frist: Seht, wie die Uhr tickt

Durch die Strategie der Trump-Regierung hat sich die Dynamik der Zollverhandlungen verändert. In der Vergangenheit war es bei Neuverhandlungen von Handelskonditionen seitens der USA üblich, dass erst miteinander geredet, dann auf eine Antwort gewartet und schließlich gehandelt wurde. Doch reden, ohne Fristen zu setzen, führte zu Verzögerungen; die USA konnten reden bis zum Umfallen, ohne dass etwas geschah.⁴

Stattdessen setzte die Trump-Regierung diesmal eine klare Frist und kündigte für den Fall, dass die Verhandlungen scheitern, schwerwiegende Konsequenzen an. Dem Inkrafttreten der Zölle geht eine 60-tägige Verhandlungsfrist voraus, wodurch sich der Druck auf beide Seiten, erhebliche Zugeständnisse zu machen, erhöht.

An den Märkten wurden Bedenken laut, dass diese Ankündigung den „Drohst-du-mir-droh-ich-dir“-Schlagabtausch weiter anheizen würden, doch diese Dynamik können wir nicht bestätigen. Die Trump-Regierung hat kein Interesse daran, ihre Drohungen zu verschärfen. Sie hat bereits, was sie wollte: Genügend Zeit, um unter Zugeständnissen eine Einigung zu erzielen, und eine Frist, um die Wahrscheinlichkeit hierfür zu erhöhen.

Allerdings besteht auch das Risiko, dass es zwischen den beiden Parteien zu keiner Einigung innerhalb der Frist kommt. Damit wären Zölle die Folge. Sollte sich dieses Risiko bewahrheiten, wäre eine Eskalation denkbar. Doch wir halten es für wahrscheinlicher, dass Zugeständnisse gemacht werden, die

³ Quelle: Department of the Treasury/Federal Reserve Board, Major Foreign Holders of Treasury Securities, veröffentlicht am 16. April 2018. <http://ticdata.treasury.gov/Publish/mfh.txt>

⁴ Siehe z. B. The US's Act First, Talk Later Approach to Tariffs (US-Zölle: Erst handeln, dann reden), Jim Caron, MSIM Global Fixed Income Team, 5. April 2018. „In der Vergangenheit gingen die USA nach dem Prinzip „erst reden, dann handeln“ vor. Das Ergebnis war, dass China Verzögerungstaktiken einsetzte, bis das politische Klima in den USA weiterführender Gespräche überdrüssig wurde. Für China hat sich diese Taktik als erfolgreich erwiesen. Doch damit ist es nun vorbei.

langwährende globale Ungleichgewichte allmählich ausgleichen könnten.

Heftige Schwankungen, aber kein Abwärtstrend

In einem Umfeld, in dem Investoren bereits aufgrund einer strafferen Geldpolitik nervös sind, hat eine aggressive Verhandlungsstrategie zwischen den beiden größten Volkswirtschaften zu einer extremen Marktvolatilität und Unsicherheit geführt. Und wir reden hier nicht von einer Volatilität, wie wir sie sonst kennen; seit dem Ausverkauf Anfang Februar, der durch steigende Zinsen ausgelöst wurde, kam es am Markt zu starken Intraday-Schwankungen. Ein echter Abwärtstrend ist jedoch nicht auszumachen. Wir gehen von einem Festhalten an diesem Muster aus, weil wir glauben, dass die aktuell zu beobachtenden handelsbezogenen Drohungen eine Verhandlungstaktik darstellen, und nicht auf die Zerstörung des globalen Handels abzielen.

Wachsende Investitionen, günstige BIP-Prognosen und Rekordtiefstände bei den Arbeitslosenzahlen deuten auf eine starke Weltwirtschaft hin. Auch für chinesische Aktien ist der Ausblick günstig: Die Kurse steigen im Einklang mit der Ergebnisentwicklung (*Abbildung 4*). Ebensoförderlich sind abgesehen von den unterstützenden Bewertungen auch die Gewinnprognosen, die von den Analysten jüngst nach oben korrigiert wurden.

Strategie: Was wir tun und was wir lassen sollten

Dieser Ausblick suggeriert, dass Anleger versuchen sollten, um die Volatilität „herum“ zu handeln. Marktabswünge lösen fast immer – und die Betonung liegt hier auf „fast“ – eine Überreaktion aus, aus der sich auch immer Chancen für günstige Käufe ergeben. Ebenso

führen anschließende Erholungen mit hoher Wahrscheinlichkeit zu Überreaktionen auf der Verkaufsseite. Dieses Phänomen lässt sich zur Zeit verstärkt beobachten.

Anleger können nun entweder von weiterem Handeln absehen und die Schwankungen aussitzen, oder versuchen, die Volatilität kontrolliert zu nutzen, um von Preisverzerrungen zu profitieren. Bei starken Rückgängen können also begrenzt Käufe getätigt werden, bei Erholungen Verkäufe. Dabei geht es jeweils darum, Positionen in Anlageklassen umzuschichten, die zum gegebenen Zeitpunkt attraktiv erscheinen. Was Anleger jedoch definitiv lassen sollten: der Dynamik folgen.

Angesichts der positiven wirtschaftlichen Rahmenbedingungen für Aktien sollten Anleger grundsätzlich erwägen, unabhängig von den Marktschwankungen ein größtmögliches Aktienengagement beizubehalten. Bei einem derart volatilen Markt lässt sich schlicht nicht vorhersagen, wann es wieder zu einem Aufwärtstrend kommt. Und auf Barmitteln sitzenden Anlegern würden bei einer Erholung Chancen entgehen. Dennoch sollten Sie ausreichend Liquidität beibehalten, um nach einem Marktrückgang nicht zu Aktienverkäufen gezwungen zu sein.

Selektivität ist ausschlaggebend

Sollten die Handelsstreitigkeiten eskalieren, so käme dies zweifellos lateinamerikanischen Sojabohnenproduzenten wie Brasilien und Argentinien zugute. Auch europäische Sektoren würden profitieren, da China den Handel von den USA weglenkt. Andere Nationen wiederum könnten negative Auswirkungen zu spüren bekommen. Länder mit starker Einbindung in die Versorgungskette von Produkten,

die von China in die USA exportiert werden, – wie Japan, Korea, Südkorea oder Taiwan –, könnten bei einem Rückgang der Exporte in die USA die Leidtragenden sein.

Wir sehen keinen tatsächlichen Handelskrieg vorher. Daher werden wir nach Chancen Ausschau halten und uns Überreaktionen auf Schlagzeilen zunutze machen. Eine Strategie könnte sein, selektiv Sektoren und Länder zu kaufen, die vermutlich benachteiligt oder überverkauft sein werden, und jene zu verkaufen, die voraussichtlich profitieren oder überkauft sind.

Eine günstige Gelegenheit, um sich die Macht des Risikos zunutze zu machen

Bisher stellt das Geplänkel rund um Strafzölle zwischen den USA und China eher das „Ende einer Liebschaft“ als einen ausgewachsenen Handelskrieg dar. Für beide Seiten scheint es unwahrscheinlich, einen erheblichen wirtschaftlichen Schaden, Ungleichgewichte und politische Risiken zu provozieren, die sich aus einem verlängerten Handelskrieg ergeben könnten. Wir werten die geäußerten Drohungen als Verhandlungstaktiken, die helfen könnten, langwährende globale Ungleichgewichte zu beheben.

Dennoch haben die Märkte mit drastischen Intraday-Auf- und -Abschwüngen auf diese Taktiken reagiert. Es kann davon ausgegangen werden, dass derartige Überreaktionen für die Dauer der Verhandlungen anhalten. Diese Schwankungen sind unserer Ansicht nach Chancen, von Preisverzerrungen zu profitieren, wenn man um die Volatilität „herum“ handeln kann. Statt blind der Dynamik zu folgen oder die Schwankungen komplett auszusitzen, sollten Anleger einen strategischeren Ansatz erwägen.

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 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 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. **Aktien und ausländische Wertpapiere** sind grundsätzlich volatiler als festverzinsliche Wertpapiere und unterliegen Währungs-, politischen, wirtschaftlichen und Marktrisiken. 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. 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

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 **MSCI China Index** erfasst die Entwicklung chinesischer A-Aktien, B-Aktien, H-Aktien, Red Chips und P-Chips von großen und mittleren Unternehmen. Er bildet die Gelegenheiten des chinesischen Festland- und Hongkong-Marktes aus der Perspektive internationaler Anleger ab.

Der **Gewinn je Aktie (EPS)** ist der Konzernjahresüberschuss geteilt durch die Anzahl der Aktien. Er wird ermittelt, indem die man den Nettoertrag durch die Anzahl der ausstehenden Stammaktien dividiert, und gibt Auskunft über die Ertragskraft eines Unternehmens. Die **Europäische Union (EU)** ist eine politische und wirtschaftliche Vereinigung von 28 Mitgliedsländern, die sich in erster Linie in Europa befinden. 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 zum 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 Unternehmensbewertung, die das Verhältnis zwischen dem aktuellen Aktienkurs mit dem Gewinn je Aktie herstellt. Für die Berechnung gilt: Kurs je Aktie/Gewinn je Aktie. Die **Realrendite** ist die Nominalrendite einer Anleihe abzüglich der Inflationsrate. **Staats- oder öffentliche Unternehmen (State-owned Enterprises; SOE)** sind staatseigene Unternehmen und juristische Personen, die im Auftrag eines staatlichen Trägers kommerzielle Aktivitäten ausüben. In rechtlicher Hinsicht kann es sich um teilstaatliche Unternehmen oder um Aktiengesellschaften mit einem staatlichen Träger oder dem Staat als Hauptaktionär handeln. Es existiert keine Standarddefinition für öffentliche bzw. Staatsunternehmen und staatseigene Kapitalgesellschaften; die Begriffe sind beliebig austauschbar.

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 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 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 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 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. Eingetragener 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. 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.

U.S.

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

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 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. 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.

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 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 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 Version dieses Dokuments in einer anderen Sprache ist die englische Version maßgebend.

Explore our site at www.morganstanley.com/im