

Für den Wandel geschaffen

Verlagerung von Beta zu Alpha

FIXED INCOME | GLOBAL FIXED INCOME TEAM | INVESTMENT INSIGHT | 2018

Ein grundlegender Wandel ist bei Anleihen im Gange. Eine neue Ära steigender Zinsen führt dazu, dass Anleihemanager weltweit ihre Anlagemethode überdenken. Anleger sollten aktive Manager in Erwägung ziehen, die sich auf die Generierung von Alpha konzentrieren, um Renditen zu fördern und Diversifizierungsvorteile aus gehaltenen Anleihen in einem Portfolio zu schaffen.¹

In den letzten zehn Jahren machten es die anhaltenden geldpolitischen Anreize – niedrigere Zinsen mit dem Ziel, die Volkswirtschaften nach der globalen Finanzkrise zahlungsfähig zu halten – für Anleihemanager einfach, Renditen zu erzielen. Der systemische Effekt im gesamten Markt (Beta) übertraf die Beiträge durch idiosynkratische Faktoren (Alpha) deutlich. Da die effektiven Verzinsungen fielen, stiegen die Kurse von Anleihen allgemein. Das alleinige Engagement auf dem Anleihemarkt war ausreichend, um ordentliche Renditen zu erwirtschaften.

Das alles hat sich geändert. Heute haben sich die Märkte größtenteils wieder normalisiert, und die bloße Anwesenheit am Markt reicht nicht mehr aus. Es ist wichtiger denn je, aktive Entscheidungen zu Duration und der Positionierung auf der Kredit- und Zinskurve zu treffen. Wem dies nicht gelingt, der verpasst womöglich Chancen und erleidet möglicherweise Verluste.

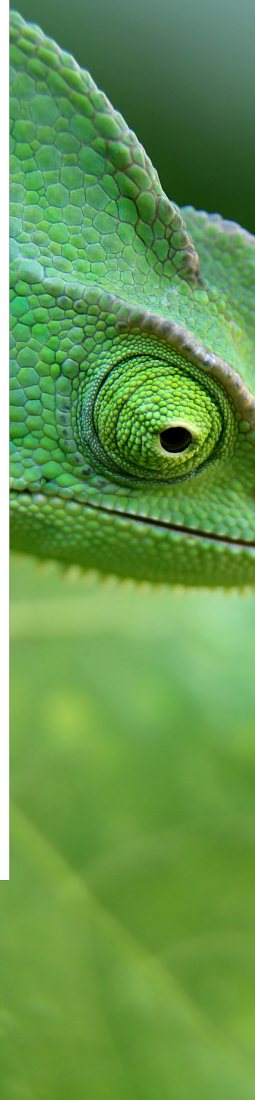
VERFASSER



JIM CARON

*Managing Director
Global Fixed Income Team*

¹ Diversifizierung schließt das Risiko von Verlusten nicht aus.



Die Beta-Lawine geht zu Ende

Die lockere Geldpolitik, die die Anleiherenditen willkürlich auf allen Märkten ankurbelte (die Beta-Lawine), wird beendet. Allerdings ist dies ein ungleichmäßiger Prozess, und die marktübergreifenden Auswirkungen sind schwer zu prognostizieren.

Wir denken, dass die einzige Gewissheit darin besteht, dass sich die Bewertungen von Vermögenswerten letztendlich normalisieren werden, und zwar auf Niveaus, die ihren idiosynkratischen Fundamentalwerten entsprechen. Diese Rückkehr zur Normalität bedeutet, dass Manager diese Werte identifizieren und gewinnbringend nutzen müssen, um attraktive Renditen zu erwirtschaften. Künftig wird höchstwahrscheinlich die tiefgreifende Analyse individueller Anleihen und Marktsegmente (Alpha-generierende Aktivitäten) als entscheidender Faktor für Anleiherenditen im Mittelpunkt stehen.

Die Ära der Beta-Vorherrschaft begann eigentlich schon weit vor der Finanzkrise

2007–2008. Fast vier Jahrzehnte lang waren sinkende effektive Verzinsungen die Hauptunterstützung für Anleiherenditen. Tatsächlich wies der Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Bond Index zwischen 1989 und 2017 eine durchschnittliche Jahresrendite von 6,4% auf. Davon entfielen 95% auf die Duration, den Beta-Effekt sinkender effektiver Verzinsungen auf allen Anleihemärkten.²

Wir sind also der Überzeugung, dass die Verlagerung von Beta zu Alpha als neuer dominanter Renditefaktor in Wirklichkeit den Anfang einer neuen Ära für Anleihen kennzeichnet. Anfang 2018 hatten die meisten großen Zentralbanken ihre lockere Geldpolitik entweder bereits beendet oder begannen mit deren Beendigung. Durch den Vergleich von Indexrenditen bisher in diesem Jahr mit denen während des Zehnjahreszeitraums der lockeren Geldpolitik (2008–2017) sehen wir, dass sich eine neue Ära abzeichnet: Das Ende der lockeren Geldpolitik hat den Beta-Motor abgebremst, der die Renditen früher antrieb (Abb. 1).

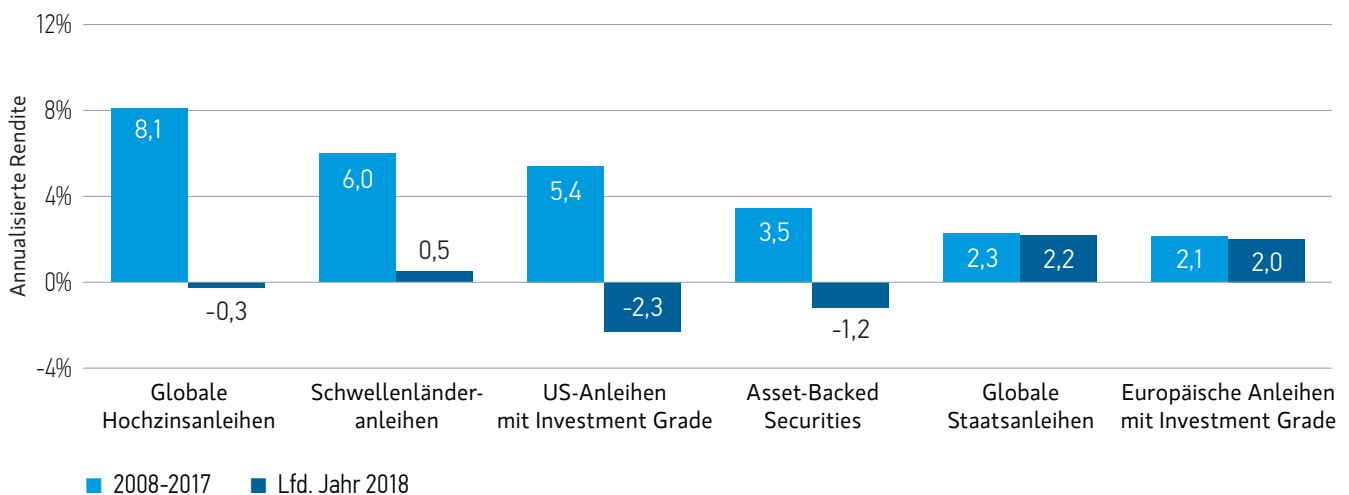
Die bloße Anwesenheit am Markt (Beta) ist nicht mehr ausreichend. Wir sind der Auffassung, dass Anleiheanleger zur Generierung solider Renditen in Zukunft aktive Manager beauftragen müssen, die über das Potenzial verfügen, den breiten Markt durch Alpha-generierende Strategien zu übertreffen.

In der neuen Ära behalten Anleihen ihre Diversifikationsfunktion bei

Mit der Verlagerung zu Alpha-basierten Renditen sind Anleger vielleicht versucht, die Validität von Anleihen als Diversifizierer in Frage zu stellen. Untersuchungen deuten darauf hin, dass negative Korrelationen zwischen Aktien und Anleihen, die auf solide Diversifizierungsvorteile hindeuten, mit einer lockeren Geldpolitik in Verbindung stehen.³ Dadurch, dass die Ära der lockeren Geldpolitik sich dem Ende nähert, wäre es logisch, dass Anleger die Diversifizierungsvorteile von Anleihen künftig in Frage stellen.

ABB. 1

Das Ende der lockeren Geldpolitik kennzeichnet eine neue Ära für Anleihen



Quelle: Morgan Stanley Investment Management Daten per 31. März 2018. 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.** Renditen für weniger als ein Jahr sind kumuliert (nicht annualisiert). Für Risikohinweise und Indexdefinitionen siehe Abschnitt mit Rechtshinweisen unten.

Anlagen sind mit Risiken verbunden, die auch einen möglichen Kapitalverlust umfassen. Festverzinsliche Anlagen unterliegen im Allgemeinen Kredit- und Zinsrisiken. Hochzinsanleihen haben möglicherweise ein höheres Kredit- und Liquiditätsrisiko. Ausländische Wertpapiere unterliegen Währungs-, politischen, wirtschaftlichen und Marktrisiken. Die Risiken einer Anlage in Schwellenländern übersteigen jene, die mit Investitionen in Industrieländern einhergehen. Investoren sollten die Risiken der einzelnen Anlageklassen vor einer Investition sorgfältig prüfen.

² Daten des Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Bond Index (1989–2017)

³ Systemic Risk and Systematic Value: „The correlation of equity and bond returns“ <http://www.sr-sv.com/the-correlation-of-equity-and-bond-returns/>

ABB. 2

Eine andere Ausgangslage ohne ein Renditepolster

INDEX FÜR UNTERNEHMENSANLEIHEN MIT A-RATING	1990er	HEUTE
Effektive Verzinsung	7,4%	3,7%
Geschätzte Gesamtrendite nach einem Anstieg von 50 Bp. bei der effektiven Verzinsung amerikanischer Staatsanleihen	4,9%	0,2%
Geschätzte Gesamtrendite nach einem Anstieg von 100 Bp. bei der effektiven Verzinsung amerikanischer Staatsanleihen	2,2%	-3,5%

Quelle: Bloomberg Barclays A-rated Corporate Bond Index. Stand der Daten: 13. Juni 2018. Bei den für die 1990er-Jahre angezeigten Daten handelt es sich um Durchschnittsdaten der Jahre 1990 bis 1999. Diese Analyse der Zinssensitivität ist Spread-neutral.

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. Die Prognosen/Schätzungen beruhen auf den aktuellen Marktbedingungen, können Veränderungen unterliegen und müssen sich nicht zwingend bestätigen.

Unsere Antwort ist, dass Anleihen eindeutig weiterhin eine wichtige Rolle bei der Portfoliodiversifizierung spielen werden – in der neuen Ära und noch über viele sich verändernde Marktzyklen hinweg. Wir sind jedoch der Ansicht, dass ein qualifiziertes aktives Management von entscheidender Bedeutung für die Generierung positiver Renditen und die Schaffung dieser Diversifizierungsvorteile sein wird.

Herausforderung: Hauchdünnes Renditepolster

Wir sind der Ansicht, dass es möglich sein wird, attraktive Renditen durch

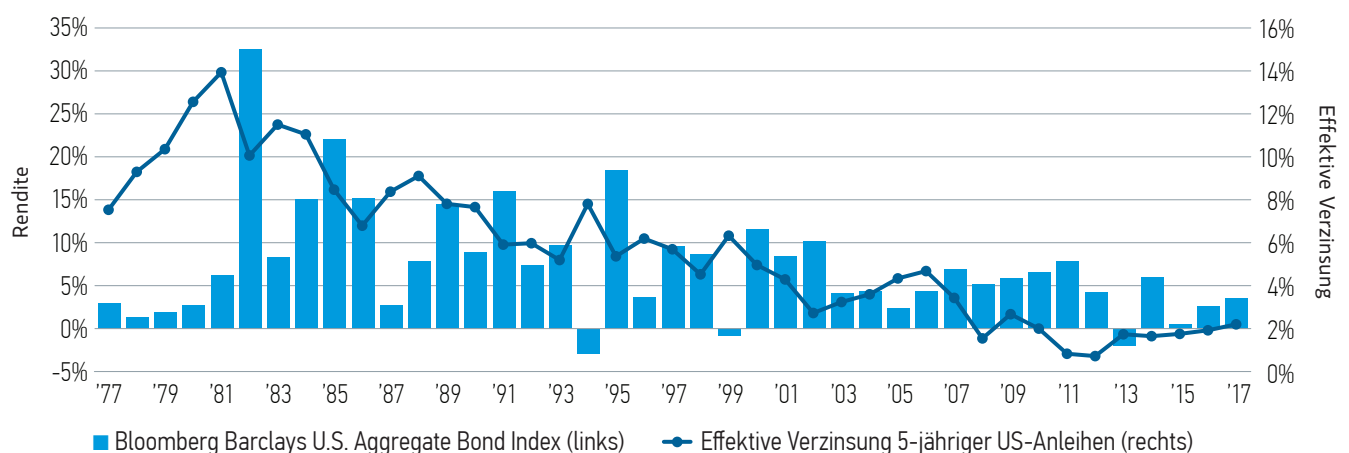
Anleihen zu erwirtschaften, dafür aber mehr Geschick erforderlich sein wird als in vergangenen Jahren. Eine der größten Herausforderungen wird die Steuerung des Zinsrisikos sein, wenn es quasi kein Renditepolster gibt, das die Auswirkungen steigender Zinsen abfedern könnte.

Ein Vergleich ist an dieser Stelle hilfreich. In der Zeit vor der Krise, als die Zinsen höher waren – und noch weiter zurückblickend in die 1980er-Jahre – sorgte eine allgemeine Allokation in Investment-Grade-Anleihen sowohl für Rendite- als auch

für Diversifizierungseigenschaften, da die effektive Verzinsung von Anleihen viel höher war. In den 1990er-Jahren konnte zum Beispiel ein Anleger Unternehmensanleihen mit A-Rating mit einer effektiven Verzinsung von durchschnittlich über 7% kaufen. Solche Anleihen konnten einen Anstieg von rund 130 Basispunkten bei der effektiven Verzinsung US-amerikanischer Staatsanleihen verkraften, bevor sie einen absoluten Renditeverlust erlitten. Ein solches Renditepolster gibt es heute nicht. Tatsächlich könnte bereits ein Anstieg von gut 50 Basispunkten

ABB. 3

An einem Wendepunkt?



Quelle: Bloomberg, Morgan Stanley Investment Management. Daten von 1977 bis 2017. 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.

bei der effektiven Verzinsung US-amerikanischer Staatsanleihen einen absoluten Renditeverlust auf dem heutigen Markt unter ansonsten gleichen Bedingungen auslösen (Abb. 2).

Wir sagen nicht, dass die effektiven Verzinsungen in naher Zukunft rasant steigen werden, sondern dass wir uns nahe an einem Wendepunkt befinden. Wir sind der Auffassung, dass sich der lang anhaltende Rückgang bei der effektiven Verzinsung dem Ende nähert,

wobei sich die effektive Verzinsung von Anleihen wohl auf niedrigem Niveau bewegen und in den nächsten Jahren nach oben tendieren wird (Abb. 3).

Verlagerung zu Alpha erfordert strategische Änderung

In diesem Umfeld, in dem das Markt-Beta nur wenig Mehrwert liefert oder die Renditen sogar noch schmälert, ist es von grundlegender Bedeutung, neue Renditequellen (Alpha) zu erschließen.

An dieser Stelle müssen Anleger ihre Entscheidungen treffen, und es gibt eine Reihe von Strategien, die sie auswählen können.

Indexstrategien ziehen generell Beta in starkem Maße als Renditequelle heran. Indexunabhängige Strategien haben das Potenzial, zusätzlich Alpha durch eine tiefgreifende Analyse zu Dauer, Sektoren, Kredit-Spreads und Struktur der Zinskurve zu generieren (Abb. 4).

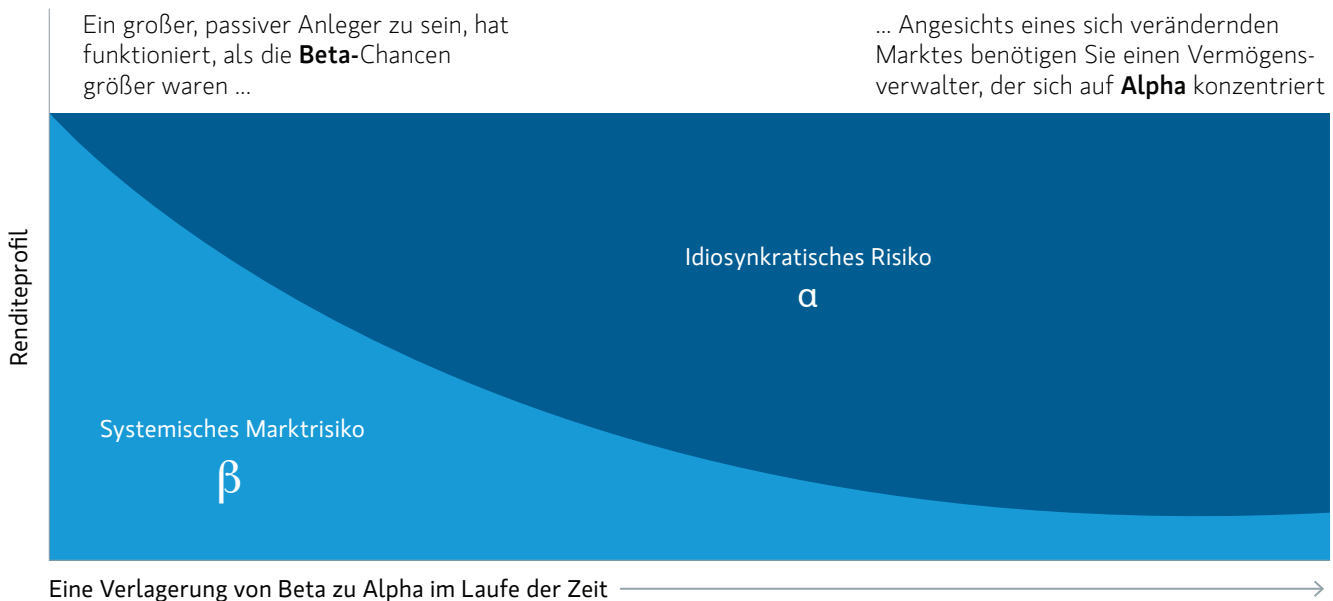
ABB. 4
Alpha-Generierung

	PASSIVE INDEXSTRATEGIE	AKTIVE INDEXSTRATEGIE	PASSIVE INDEXUNABHÄNGIGE STRATEGIE	AKTIVE INDEXUNABHÄNGIGE STRATEGIE
Beschreibung	Vermögensallokation ausschließlich durch einen Index festgelegt, ohne aktive Entscheidungsfindung durch einen Vermögensverwalter	Vermögensallokation durch einen Index festgelegt, mit gewisser Flexibilität	Portfolio wird ohne Bezug auf einen Index erstellt und passiv gehalten (Buy-and-Hold-Strategie)	Aktive Anlageentscheidungen werden unabhängig von einem Index getroffen; Risikoeigenschaften in dieser Kategorie können sehr variieren
Ziel	Wertentwicklung entsprechend dem Index	Leichte Outperformance des Index durch Nutzung ausgewählter Beta- und Alpha-Chancen	Outperformance eines Index durch Nutzung von Beta-Chancen und Generierung von Alpha während eines festgelegte Zeitraums, der mit der Fälligkeit der Anleihen im Portfolio endet	Outperformance eines Index durch Nutzung von Beta-Chancen und Generierung von Alpha über sich ändernde Märkte hinweg
Anlageansatz	Erzielt Renditen hauptsächlich aus Veränderungen bei den effektiven Verzinsungen, insbesondere in dem aktuellen Niedrigzinsumfeld Bei Indizes, die Anleihen umfassen, leistet die Ausweitung oder Verengung von Spreads einen Beitrag	Erzielt Renditen hauptsächlich aus Veränderungen bei den effektiven Verzinsungen und, bei Strategien, die Anleihen umfassen, aus allgemeinen Veränderungen der Kredit-Spreads Eine aktive Positionierung bei Duration, Unternehmensanleihen, Wertpapierauswahl und entlang der Zinskurve können in einem geringeren Maße beitragen	Erzielt Renditen aus einer Kombination von Marktfaktoren (Beta) plus aktiven Entscheidungen bei der Vermögensallokation und Wertpapierauswahl (Alpha)	Erzielt Renditen aus einer Kombination von Marktfaktoren (Beta) plus aktiven und fortlaufenden Positionierungsentscheidungen in Duration, Unternehmensanleihen, der Positionierung auf der Zinskurve sowie anhand der Wertpapierauswahl (Alpha)
Renditequellen	β	$\beta + \alpha$	$\beta + \alpha$	α

Zunehmendes Potenzial für Alpha-Generierung →

Quelle: Morgan Stanley Investment Management, Mai 2018
Dient ausschließlich der Veranschaulichung und ist nicht vollständig.

ABB. 5
Verlagerung von Beta zu Alpha



Diese Grafik dient ausschließlich der Veranschaulichung.

Wir sind der Ansicht, dass Anleger nur durch das Wahrnehmen dieser eher idiosynkratischen Chancen auf den globalen Märkten Alpha erzielen können. Aufgrund der heutigen Marktbedingungen sind wir der Meinung, dass Renditen aus Alpha-orientierten Entscheidungen das Potenzial haben, die Renditen aus Beta (Marktingagement) zu übersteigen. Aus diesem Grund ist es für Anleger möglicherweise an der Zeit, eine Erhöhung ihrer Allokationen in Alpha-fokussierte Anleihestrategien in Betracht zu ziehen.

Die richtigen Bedingungen für die Alpha-Generierung

Markt-Beta lässt sich leicht erzielen, Alpha ist jedoch selten. Die Generierung von Alpha ist eine Kunst und Wissenschaft für sich: Manager müssen über die richtigen analytischen Ressourcen und die Infrastruktur verfügen, um Alpha ausfindig machen zu können.

Für große Vermögensverwalter kann die Generierung von Alpha mit Schwierigkeiten verbunden sein, da sie möglicherweise nicht genügend einzelne Anleihen zur Erfüllung ihrer Anforderungen sichern können. Um

dies zu kompensieren, ziehen sie oftmals Derivate heran, um ein synthetisches Engagement zu erhalten. Diese Derivate verhalten sich üblicherweise wie Indizes und sind deshalb zu einem Großteil Beta-gesteuert, so dass der Zweck aktiver, auf Alpha ausgerichteter Strategien verfehlt wird. Der Einsatz von Derivaten kann zudem teuer sein und ist kein Ersatz für ein beständiges Portfolio tatsächlicher Wertpapiere. (Abbildung 5)

Allgemein bevorzugen wir das Halten eines Anleihefonds gegenüber einzelner Anleihen, da dadurch das Konzentrationsrisiko verringert wird. Der Grund dafür ist, dass ein Fonds den Vorteil der Diversifizierung über viele verschiedene Sektoren hinweg bietet. Es ist schwierig, diese Diversifizierungsvorteile durch das Halten verschiedener Einzelanleihen oder durch eine Leiter-Strategie, bei der einzelne Anleihen mit unterschiedlichen Fälligkeiten gehalten werden, zu replizieren.

Fazit: Eine neue Ära erfordert einen Fokus auf Alpha

Die Anleihemärkte befinden sich heute an einem Wendepunkt. Die

Beta-Kräfte, die in der Vergangenheit dominiert haben, lassen nach, da die Zentralbanken ihre lockere Geldpolitik zurückfahren und die Zinsen steigen. Die Diversifizierungsvorteile von Anleihen bleiben intakt, allerdings können Anleger nicht länger auf passive Strategien mit einfachem Marktingagement (Beta) setzen, um attraktive Renditen zu erzielen.

Diese neue Ära erfordert unseres Erachtens eine neue Denkweise. Mehr denn je müssen Anleger Alpha-fokussierte Strategien in dem Bemühen, eine attraktive Wertentwicklung zu erzielen, erkunden. Diese Strategien sollten von qualifizierten aktiven Managern überwacht werden, die die Freiheit haben, ihre Portfolios dynamisch in dem Bemühen anzupassen, das Wertpotenzial der Durationspositionierung, Kreditanalyse, Zinskurvenpositionierung und der Wertpapierauswahl auszuschöpfen. Die Auswahl, die Anleiheanleger heutzutage möglicherweise treffen, hat erhebliche Auswirkung auf die Wertentwicklung und die Diversifizierungsvorteile in der Zukunft.

Risikohinweise

Es besteht keine Garantie, dass ein Portfolio sein Anlageziel auch wirklich erreicht. Portfolios sind Marktrisiken ausgesetzt, d. h. es besteht die Möglichkeit, dass der Marktwert der Wertpapiere im Portfolio zurückgeht und 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 dieses Portfolio gewissen zusätzlichen Risiken ausgesetzt ist.

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. Im aktuellen Umfeld steigender Zinsen können Anleihekurse fallen und zu volatilen Phasen sowie zu verstärkten Mittelabflüssen aus dem Portfolio führen. **Langfristige Wertpapiere** können auf Zinsänderungen sensibler reagieren. Bei sinkenden Zinsen können sich die laufenden Erträge aus dem Portfolio reduzieren. **Hypotheken- und forderungsbesicherte Wertpapiere (MBS und ABS)** unterliegen dem Risiko einer vorzeitigen Tilgung und einem höheren Ausfallrisiko, und es kann schwierig sein, sie zu bewerten und zu verkaufen (Liquiditätsrisiko). Außerdem sind sie mit Kredit-, Markt- und Zinsrisiken verbunden. Bestimmte **US-Staatspapiere**, die im Rahmen der Anlagestrategie gekauft wurden, wie zum Beispiel die von Fannie Mae und Freddie Mac ausgegebenen Anleihen, werden nicht durch das Vertrauen und die Kreditwürdigkeit der US-Regierung besichert. Es ist möglich, dass diese Emittenten nicht über ausreichende Mittel verfügen, um ihre Zahlungsverpflichtungen in Zukunft zu erfüllen. **Hochverzinsliche Wertpapiere („Junk Bonds“)** sind Wertpapiere mit einem niedrigeren Rating, die ein höheres Kredit- und Liquiditätsrisiko aufweisen. **Darlehen öffentlicher Banken** unterliegen dem Liquiditätsrisiko und den Kreditrisiken von Titeln mit niedrigerem Rating. **Ausländische Wertpapiere** unterliegen Währungs-, politischen, wirtschaftlichen und Marktrisiken. Die Risiken einer Anlage in **Schwellenländern** übersteigen jene Risiken, die mit Investitionen in Industrieländern einhergehen. **Staatsanleihen** unterliegen dem Ausfallrisiko. **Finanzderivate** können Verluste unverhältnismäßig stark steigern und erhebliche Auswirkungen auf die Performance haben. Sie unterliegen möglicherweise auch Kontrahenten-, Liquiditäts-, Bewertungs-, Korrelations- und Marktrisiken. Es ist möglicherweise schwieriger, **beschränkt handelbare und illiquide Wertpapiere** zu verkaufen und zu bewerten als börsengehandelte Titel (Liquiditätsrisiko).

INDEXDEFINITIONEN

Der **Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate Index (European Investment Grade)** wurde entwickelt, um die Performance des Markts für auf Euro lautende Investment-Grade-Unternehmensanleihen abzubilden.

Der **Bloomberg Barclays Global Aggregate Hedged USD Index** ist eine breit basierte Benchmark und misst die Entwicklung der globalen Märkte für festverzinsliche Investment-Grade-Anleihen. Die Angaben zur Gesamrendite verstehen sich abgesichert in US-Dollar.

Der **Bloomberg Barclays Global High Yield Corporate Index (Global High Yield)** ist ein Maßstab für den globalen Markt der Hochzins-Unternehmensanleihen in verschiedenen Währungen. Am 24. August 2016 wurde der Referenzindex von Barclays Global High Yield – Corporate Index in Bloomberg Barclays Global High Yield – Corporate Index umbenannt.

Der **Bloomberg Barclays U.S. Corporate Index (U.S. Investment Grade)** ist eine breit basierte Benchmark, die als Maßstab für festverzinsliche, steuerpflichtige, Investment-Grade-Unternehmensanleihen dient.

Der **Bloomberg Barclays U.S. Mortgage-Backed Securities Index (Asset-Backed Securities)** bildet hypotheckenbesicherte Pass-Through-Papiere (festverzinsliche und hybride variabel verzinsliche Hypotheken) ab, die von Ginnie Mae (GNMA), Fannie Mae (FNMA) und Freddie Mac (FHLMC) garantiert sind. Die einzelnen als TBA lieferbaren MBS-Pools werden abhängig von Programmen, Kupons oder Jahren zu Aggregaten bzw. Gattungen zusammengelegt, auf deren Grundlage der Index aufbaut. Die festverzinslichen Indizes von GNMA, FHLMC und FNMA wurden 1985 eingeführt und bilden 30- und 15-jährige Wertpapiere ab. Sie wurden jeweils auf Januar 1976, Mai 1977 und November 1982 zurückdatiert. Im April 2007 wurde der Index um hypotheckenbesicherte hybride Agency-Pass-Through-Papiere mit variabler Verzinsung ergänzt.

EM-Anleihen – Repräsentiert durch einen gleichgewichteten Blended Index (1/3%) aus dem JP Morgan EMBI Global, dem JP Morgan CEMBI Broad Diversified und dem JP Morgan GBI-EM Global Diversified Index. Der **JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global** bildet die Gesamrendite der in Schwellenländern gehaltenen Schuldinstrumente ab und ist eine erweiterte Version des EMBI+. So wie der EMBI+ umfasst auch der EMBI Global auf US-Dollar lautende Brady Bonds, Darlehen und Eurobonds mit einem ausstehenden Nennwert von mindestens 500 Mio. USD. Der **JP Morgan Corporate Emerging Markets Bond Index Broad Diversified Index** ist eine globale, liquide Benchmark, die auf US-Dollar lautende Unternehmensanleihen aus Schwellenländern abbildet. Der **JP Morgan Government Bond Index-Emerging Markets Global Diversified Index** ist eine nach Marktkapitalisierung gewichtete, liquide globale Benchmark für auf US-Dollar lautende Unternehmensanleihen aus Schwellenländern in Asien, Lateinamerika, Europa und dem Nahen Osten/Afrika.

JP Morgan Global Government Bond Index (Global Government Bonds) ist ein marktwertgewichteter Anleiheindex, der sich aus Staatsanleihen in Industrieländern zusammensetzt.

WICHTIGE BEKANNTMACHUNG

Die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung ist keine Garantie für die künftige Wertentwicklung. Die im Kommentar genannten Renditen sind diejenigen repräsentativer Indizes und stellen nicht die Wertentwicklung einer bestimmten Anlage dar.

Die hier dargelegten Ansichten, Meinungen, Prognosen und Schätzungen entsprechen jenen des Verfassers oder Anlageteams zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Unterlagen. Sie können sich infolge veränderter Markt-, Wirtschafts- oder sonstiger Umstände jederzeit ändern. 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 Markttrenditen und Marktaussichten basieren auf dem Research, den Analysen und den Meinungen der Autoren. Alle Schlussfolgerungen sind spekulativ. Sie dienen nicht zur Prognose der zukünftigen Wertentwicklung bestimmter Produkte von Morgan Stanley Investment Management.

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 dem vorliegenden Material handelt es sich um eine allgemeine Mitteilung, die nicht neutral ist. Alle vorliegenden Informationen wurden ausschließlich zu Informations- und Bildungszwecken erstellt und stellen 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.

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.

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.

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

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 1 1096HA, Niederlande. Telefon: +31 (0)20-462-1300. Morgan Stanley Investment Management ist eine Zweigniederlassung von Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited wurde von der britischen Financial Conduct Authority zugelassen und unterliegt deren Aufsicht. **Schweiz:** Morgan Stanley & Co. International plc, London, Niederlassung Zürich, wurde von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht („FINMA“) zugelassen und unterliegt deren Aufsicht. Eingetragen im Handelsregister Zürich unter der Nummer CHE-115.415.770. Eingetragener Geschäftssitz: Beethovenstrasse 33, 8002 Zürich, Schweiz, Telefon +41 (0) 44 588 1000. Fax: +41 (0) 44 588 1074.

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: Dieses Dokument wird im Zusammenhang mit Vermögensverwaltungsmandaten und Anlageverwaltungsverträgen mit Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd („MSIMJ“) zur Verfügung gestellt und dient nicht als Empfehlung oder Aufforderung für Transaktionen oder Angebote in Verbindung mit bestimmten Finanzinstrumenten.

Im Rahmen eines Vermögensverwaltungsmandats definiert der Kunde grundlegende Richtlinien für die Verwaltung der Vermögenswerte und erteilt MSIMJ den Auftrag, alle Anlageentscheidungen auf der Grundlage einer Analyse des Wertes usw. der Wertpapiere zu treffen, und MSIMJ nimmt diesen Auftrag an. Der Kunde überträgt MSIMJ die für die Durchführung von Kapitalanlagen erforderlichen Befugnisse. MSIMJ übt diese Befugnisse auf der Grundlage von Anlageentscheidungen von MSIMJ aus, und der Kunde wird keine einzelnen Anweisungen erteilen.

Die Verwaltung von Treuhandvermögen unterliegt Risiken wie dem Preisschwankungsrisiko von Anteilen oder anderen Wertpapieren etc., die Teil des Treuhandvermögens sind. Andere Risiken umfassen insbesondere Kreditrisiko, Liquiditätsrisiko, Währungsrisiko, Risiko, das aus Derivatgeschäften entsteht, und Länderrisiko. Alle Anlagegewinne und -verluste entfallen auf den Kunden; das Kapital ist nicht garantiert, und es kann zu einem Verlust des Kapitals kommen. Anlegern wird geraten, die Anlageziele und die Art der Risiken abzuwägen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Bei Vermögensverwaltungsmandaten und Anlageverwaltungsverträgen fällt eine Anlageberatungsgebühr an, die wie folgt berechnet wird: Der Wert des vertraglich vereinbarten Vermögens wird mit einem bestimmten Satz (max. 2,16% p. a. (inkl. Steuern)) multipliziert und das Ergebnis ins Verhältnis zur Vertragslaufzeit gesetzt. Außerdem kann bei einigen Strategien zusätzlich zu der oben genannten Gebühr eine Erfolgsgebühr anfallen. Als sonstige Kosten können indirekte Gebühren anfallen, etwa Maklerprovisionen bei der Aufnahme von Wertpapieren, erforderliche Kosten für Futures- oder Optionstransaktionen, Kosten für die Verwahrung von Wertpapieren etc. Da diese Gebühren und Kosten je nach Vertragseinzelheiten und anderen Faktoren unterschiedlich sind, kann MSIMJ die Preise, Obergrenzen usw. nicht im Voraus angeben.

Der Kunde sollte vor Abschluss eines Vermögensverwaltungsmandats die zur Verfügung gestellten Dokumente sorgfältig lesen.

Dieses Dokument wird in Japan von MSIMJ, Registernummer 410 (Director of Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firms)) verbreitet. Mitgliedschaften: The Investment Trusts Association (Japan), Japan Investment Advisers Association und Type II Financial Instruments Firms Association.

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 dem Anlageziel, den Anlagerisiken sowie den Kosten und Gebühren des Fonds auseinander, bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen. Diese und weitere Informationen über den Fonds sind im 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

WICHTIGE INFORMATIONEN

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.

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.

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. 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 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.

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

Morgan Stanley Investment Management ist die Vermögensverwaltungssparte von Morgan Stanley.

Alle hierin enthaltenen Informationen sind urheberrechtlich geschützt.

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