

Global Equity Observer

Tauziehen zwischen Bulle und Bär

ACTIVE FUNDAMENTAL EQUITY | INTERNATIONAL EQUITY TEAM | INVESTMENT INSIGHT | JANUARY 2018

Angesichts der jüngst heftigen Marktbewegungen müssen jegliche Kommentare heute noch stärker als gewöhnlich abgewogen werden. Und in der Tat landete der erste, Ende Januar verfasste Entwurf dieses monatlichen Kommentars im Papierkorb. Zum heutigen Zeitpunkt erscheint es längst überfällig, auf die Möglichkeit eines „Melt-up“ als auch eines „Melt-down“ sowie auf die Risiken absurd niedriger Volatilitätsniveaus hinzuweisen. Zum Zeitpunkt des Verfassens dieses Kommentars (7. Februar) sieht es so aus, als sei die Korrektur möglicherweise beendet, zumindest für den Moment – womit ist also als Nächstes zu rechnen?

Die Turbulenzen Anfang Februar haben vermutlich das Risiko einer plötzlichen Bewegung in die eine oder andere Richtung gesenkt, während die Volatilität paradoxerweise anstieg – insgesamt eine gesunde Kombination. Die noch im Januar herrschende Euphorie und der damit verbundene Konsumrausch beim Einzelhandel dürften sich in dieser Form kaum wiederholen. Auf der anderen Seite scheint die Bedrohung durch Niedrig-Volatilitätsstrategien, die für die Teilnehmer 2017 so rentabel, 2018 jedoch desaströs waren, abgewehrt, ohne dass sie ernsthafte Negative Auswirkungen auf die Aktienmärkte direkt gehabt hätten. Das Tauziehen dürfte sich fortsetzen ... auf der einen Seite haben wir die Bullen, die von synchronem Wachstum weltweit sprechen, auf der anderen Seite die Bären, die auf die Normalisierung der Geldpolitik und auf Risiken durch unvorhergesehene Ereignisse hinweisen – ausgehend etwa von der koreanischen Halbinsel oder den Parlamentswahlen in Italien.

Das Ergebnis der Aktienmärkte für 2018 können wir nicht klar voraussagen, sind aber längerfristig besonders vorsichtig. Eines unserer Mantras lautet, dass es bei Aktien lediglich auf zweierlei Art zu Verlusten kommen kann: Entweder bleiben die Gewinne aus, oder aber die Bewertungen

AUTHOR



WILLIAM LOCK
Head of International Equity Team



BRUNO PAULSON
Managing Director



DIRK HOFFMANN-BECKING
Executive Director

„Das Tauziehen dürfte sich fortsetzen ... auf der einen Seite sind die Bullen, die von synchron verlaufendem Wachstum weltweit sprechen, auf der anderen Seite die Bären, die auf die Normalisierung der Geldpolitik und auf Risiken durch unvorhergesehene Ereignisse hinweisen – ausgehend etwa von der koreanischen Halbinsel oder den Parlamentswahlen in Italien.“



brechen ein. Angesichts der aktuellen Situation an den Märkten betrachten wir beide Risiken mit Sorge. Die Bewertungen sind nach wie vor hoch. Die jüngste Korrektur, die die Kurse lediglich zurück auf Dezemberebene führte, konnte ihnen nichts anhaben. Die Bewertungen sind wohl einerseits abhängig von den äußerst niedrigen risikofreien Renditen, die Anzeichen einer Normalisierung zeigen, und andererseits von der Annahme, dass die Ergebnisse weiter steigen werden.

Allerdings geht es nicht unbedingt um die Ergebnisse für dieses Jahr, da das Wachstum und die US-Steuerreform hier Abhilfe leisten sollten. Es geht uns vielmehr um die längerfristige Perspektive. Wenn die Rezession schließlich einsetzt – vermutlich in Folge einer strafferen Geldpolitik –, werden die Ergebnisse starken zyklischen Effekten unterliegen. Darüber hinaus bestehen auch strukturelle Bedenken. Vierzig Jahre unternehmensfreundlicher Politik, angefangen mit der Ära Reagan/Thatcher, verschafften den Unternehmen deutlich Rückenwind. In den USA hat der Gewinnanteil am Bruttoinlandsprodukt einen Höchststand erreicht, und die

Lohnquote befindet sich als logische Konsequenz auf einem Tiefstand. Somit ist die Ungleichheit gestiegen und der damit verbundene Zorn der Populisten gewachsen. Bislang wurde dieser Ärger hauptsächlich von den Rechtsparteien kanalisiert, siehe Trump in den USA oder der Brexit in Großbritannien, und auf Einwanderer oder andere „fremde“ Gruppen gelenkt. Die Linke könnte nun die populistische Rhetorik übernehmen und Unternehmen ins Visier fassen. Dabei kann sie sich entweder auf die Seite der Arbeitnehmer stellen und arbeitsrechtliche Vorschriften fordern, oder auf die Seite der Verbraucher, um aufkommende Monopolstellungen zu verhindern. Der im Westen zu beobachtende Einbruch der Mitte-Links-Parteien, die in den vergangenen 30 Jahren die Agenda des freien Marktes bestimmten, lässt diese Bedrohung immer realer erscheinen.

„... mit Anteilen an erstklassigen Unternehmen ist Kapital noch immer vernünftig platziert“

In einer Welt, in der angesichts der hohen Bewertungen kaum Sicherheitsspielraum besteht und in der die Risikofreude trotz des turbulenten Monatsanfangs ungebrochen scheint, scheint Kapital in Form von Anteilen an erstklassigen Unternehmen nach wie vor gut platziert. Diese Unternehmen steigerten ihre Gewinne in der Vergangenheit über den gesamten Zyklus hinweg und reduzierten das Ertragsrisiko. Sie werden derzeit zu sehr vernünftigen Bewertungen gehandelt – zumindest in relativer Hinsicht, denn bei den Basiskonsumgütern bewegt sich das erwartete Kurs-Gewinn-Verhältnis für die nächsten zwölf Monate gegenüber dem Gesamtmarkt auf einem Tiefpunkt. Wir wiederholen daher unsere Aussage, dass es derzeit gilt, den eingeschlagenen Weg mit Bedacht fortzusetzen, statt alles stehen und liegen zu lassen.

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.

DEFINITIONEN

Abwärtstrend bezeichnet die negative Entwicklung eines Wertpapiers, Sektors oder Marktes. Abwärtstrend kann sich auch auf die Konjunktur beziehen und beschreibt Zeiträume, in denen eine Volkswirtschaft aufgehört hat zu wachsen oder schrumpft. Das **Bruttoinlandsprodukt (BIP)** ist der monetäre Wert aller Fertigerzeugnisse und Dienstleistungen, die innerhalb der Grenzen eines Landes in einem bestimmten Zeitraum produziert wurden. Es umfasst den gesamten privaten und öffentlichen Verbrauch, Staatsausgaben, Investitionen und Nettoexporte. Das **Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV)** entspricht dem Kurs einer Aktie dividiert durch den in den letzten zwölf Monaten verzeichneten Gewinn je Aktie. Mit dem KGV haben die Investoren eine Vorstellung, wie viel sie für die Ertragskraft eines Unternehmens bezahlen. Je höher das KGV ist, desto mehr zahlen die Anleger und eine desto höhere Ertragskraft erwarten sie.

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 Umsatzsteuer Nummer 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.

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

Alle hierin enthaltenen Informationen sind urheberrechtlich geschützt.

Explore our site at www.morganstanley.com/im