

Morgan Stanley

INVESTMENT MANAGEMENT

THE **BEAT** | Anleihen | Aktien | Alternative Anlagen | Transition

Jahresausblick für 2025



Inhaltsverzeichnis

3

Wie investiert man in einen vollständig bewerteten Markt?

5

Der Bullenmarkt reift durch Optimismus

7

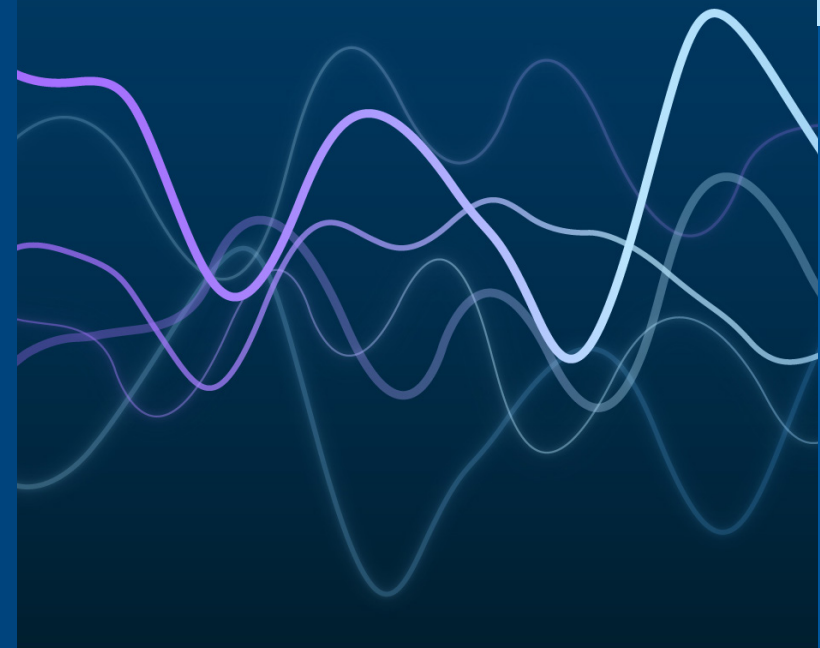
Im Bereich der Anleihenmärkte könnten verbrieftete Anleihen der Optimalpunkt sein

9

Ausgeschöpfte Anreize: In China ist es mit einem Notpflaster nicht getan

12

Die möglichen Auswirkungen von generativer KI auf die Privatmärkte



The BEAT ist eine monatliche Veröffentlichung, früher bekannt unter dem Namen Monthly Market Monitor, die Marktereignisse und Anlegerportfolios miteinander verknüpft und dabei Anleihen, Aktien, alternative Anlagen und das Thema Transition (damit sind Barmittel und Barmitteläquivalente gemeint, die von Anlegern gehalten werden, während diese die Entscheidung für einen Wechsel zu anderen Anlageklassen abwägen) berücksichtigt.

Die Portfolio Solutions Group

Unsere fünf Hauptthemen für 2025

Das Anlageumfeld zu Beginn des Jahres 2025 ist recht interessant. Die Bewertungen der Aktien- und Anleihenmärkte scheinen ausgereizt zu sein, und der republikanische Wahlsieg in den USA könnte weltweite Folgen haben. China steht immer noch unter Druck, und KI könnte bei alternativen Anlagen beträchtliche Chancen erschließen. Die Portfolio Solutions Group untersucht fünf Schlüsselbereiche für 2025.

1 Wie investiert man in einen vollständig bewerteten Markt?

von Jim Caron

CIO, Portfolio Solutions Group

Anleger sind sich selten einig – schließlich findet sich zu jedem Preis ein Käufer und ein Verkäufer. Zum neuen Jahr stimmen die meisten Anleger jedoch in einem Punkt überein: Die Marktbewertungen scheinen ausgereizt zu sein, und kaum jemand würde die Vermögenswerte als billig bezeichnen. Das gilt sowohl für Anleihen als auch für Aktien, die beiden meistgehandelten Anlageklassen. Deshalb stellen wir uns für 2025 die folgende Frage: Wie investiert man in einen Markt mit ausgereizten Bewertungen? Die einfache Antwort wäre, die Auswahl der Vermögenswerte und Anlagen in den Portfolios zu optimieren, weil ihre Renditebeiträge jetzt einen größeren Unterschied machen könnten als in den letzten Jahren. Anders ausgedrückt: Wir müssen Alpha gegenüber Beta priorisieren.

2 Der Bullenmarkt reift durch Optimismus

von Andrew Slimmon

Head of Applied Equity Advisors

Am 30. September 2022 verzeichnete der S&P 500 einen Rückgang von 25% gegenüber dem bisherigen Jahresverlauf. In der Vergangenheit boten Korrekturen von -25% jedoch hervorragende Kaufgelegenheiten. Tatsächlich lag die 12-Monats-Rendite für den S&P Ende September 2023 bei +20%, und das Jahr 2024 war als das zweite Jahr dieses Bullenmarktes ebenso ertragsreich. Wir haben unseres Erachtens die „Optimismusphase“ des Bullenmarktes erreicht und gehen davon aus, dass die Anleger jetzt noch optimistischer sein werden als in den letzten beiden Jahren. Die letzte Phase eines Bullenmarktes, bevor die nächste Baisse einsetzt, ist Euphorie – und das kann gefährlich werden. So weit ist es aber noch nicht. 2025 wird sicher ein interessantes Jahr.

3 Im Bereich der Anleihenmärkte könnten verbrieft Anleihen der Optimalpunkt sein

von Vishal Khanduja, CFA

Head of Broad Markets Fixed Income

Unser Basisszenario zum Jahresbeginn 2025 lautet wie folgt: Die Geldpolitik wird die aktuellen Markterwartungen übertreffen, bedingt durch ein moderates Wachstum und einen holprigen, aber anhaltenden Disinflationstrend. Zwar ist das Basisszenario von den Wirtschaftsdaten abhängig, jedoch hängt es nach den US-Wahlen auch zunehmend von der Politik ab. Wenn es zu einer lockeren Fiskalpolitik und höheren Zöllen kommt, rechnen wir mit weiterem Aufwärtsdruck auf die Renditen, steileren Zinskurven und steigenden Risikoprämien, was auf höhere Endzinsen hinausläuft. Allerdings glauben wir, dass die Märkte derzeit restriktiver positioniert sind als unser Basisszenario. Andererseits sollte eine gemäßigte Geldpolitik gemeinsam mit hohem Konsum, robusten Unternehmensbilanzen und einer gesunden Risikobereitschaft der Anleger die Spread-Sektoren im Anleihenbereich allgemein begünstigen. Insgesamt sind wir der Meinung, dass sich die besten Chancen bei verbrieften Anleihen und insbesondere bei hypothekenbesicherten Wertpapieren (MBS) in den USA ergeben werden.

4

Ausgeschöpfte Anreize: In China ist es mit einem Notpflaster nicht getan

von **Jitania Kandhari**

Deputy CIO der Solutions & Multi-Asset Group, Head of Macro & Thematic Research für das Emerging Markets Equity Team, Co-Lead Portfolio Manager, Passport Equity

Seit September konzentrieren sich die politischen Entscheidungsträger in China auf das Schnüren mehrerer Stimuluspakete, um der schwächelnden Wirtschaft unter die Arme zu greifen und die Aktienkurse zu stützen. Jedoch tragen eine hohe Verschuldung, Überinvestitionen, die ungelöste Immobilienkrise, ein verhaltener Binnenkonsum und internationaler Handelsdruck zu den strukturellen Schwachstellen der chinesischen Wirtschaft bei, die sich mit Anreizen allein nicht beheben lassen. Die Erfahrung mit anderen verschuldeten Volkswirtschaften spricht dafür, dass der Weg zur Stabilität über die Bereinigung von Forderungsausfällen führt, entweder durch Abschreibungen oder Umschuldungen, gefolgt von einer Rekapitalisierung der Banken. Dieser Ansatz ist zweifelsohne schmerzlich, aber ohne solche drastischen Maßnahmen sind die Konjunkturpakete lediglich ein Notpflaster. Für eine dauerhafte wirtschaftliche Gesundheit ist eine tiefgehende Transformation in China erforderlich.

5

Die möglichen Auswirkungen von generativer KI auf die Privatmärkte

von **Steve Turner**

Head of Investment Selection für die Portfolio Solutions Group

Die potenziellen Auswirkungen von generativer künstlicher Intelligenz (KI) auf die Performance der Privatmärkte dürften 2025 ein Schlüsselthema sein. Zwar wird sich Private Equity daran wahrscheinlich durch die Anlage in „KI-Ursprungsunternehmen“ und in Firmen beteiligen, die ihren Umsatz und ihre Rentabilität mit KI-Anwendungen steigern wollen. Wir sind uns jedoch der Tatsache bewusst, dass sich einige der ersten Chancen im Bereich der privaten Infrastruktur abzeichnen. Zwei besonders wichtige Infrastrukturthemen sind die Digitalisierung von Wirtschaft und Gesellschaft einerseits und die globale Energiewende andererseits. Diese beiden Megathemen befassen sich mit der Schnittstelle zwischen Datenanforderungen und Stromnachfrage, wodurch sich umfangreiche Anlagechancen ergeben.



Wie investiert man in einen vollständig bewerteten Markt?

Anleger sind sich selten einig – schließlich findet sich zu jedem Preis ein Käufer und ein Verkäufer. Zum neuen Jahr stimmen die meisten Anleger jedoch in einem Punkt überein: Die Marktbewertungen scheinen ausgereizt zu sein, und kaum jemand würde die Vermögenswerte als billig bezeichnen. Das gilt sowohl für Anleihen als auch für Aktien, die beiden meistgehandelten Anlageklassen.

Deshalb stellen wir uns für 2025 die folgende Frage: Wie investiert man in einen vollständig bewerteten Markt? Die einfache Antwort wäre, die Auswahl der Vermögenswerte und Anlagen in den Portfolios zu optimieren, weil ihre Renditebeiträge jetzt einen größeren Unterschied machen könnten als in den letzten Jahren. Anders ausgedrückt: Wir müssen Alpha gegenüber Beta priorisieren. Schauen wir uns das genauer an.

ANLEIHEN: DIE GRÖSSTE HERAUSFORDERUNG, ABER VIELLEICHT AUCH DIE GRÖSSTE CHANCE

Anleihen stellen die größte Herausforderung dar, weil ihre erwarteten Renditen und Bewertungen an die im Voraus signalisierte Entwicklung der Leitzinsen gebunden sind. Die Anleihenrenditen ergeben sich überwiegend aus der Duration, also ihrer Anfälligkeit gegenüber Zinsschwankungen. Tatsächlich lassen sich über 80% der Anleihenrenditen im Bloomberg Aggregate Bond Index in den letzten 40 Jahren der Duration zuschreiben. Ein Großteil der verbleibenden Renditen ergibt sich aus dem Kupon und ein kleiner Anteil aus der Konvexität.

Da die US-Notenbank (Fed) die Zinsen voraussichtlich senken wird, ist ein Großteil der Renditen bei den Anleihen bereits eingepreist. Außerdem notieren die Kredit-Spreads nahe am historischen Tiefstand, sodass passive Anleger mit Anleihen nur geringe Überschussrenditen erzielen können.

Gerade hier ergeben sich jedoch Chancen. Es stimmt, dass passive Anleiheninvestoren, die sich in erster Linie auf das Beta verlassen, um Renditen zu erzielen, großen Herausforderungen gegenüberstehen. Für Anleger in aktiv verwaltete Anleihenstrategien gilt aber genau das Gegenteil. Diese aktiven Anleger sind weniger vom Zinszyklus, also dem Beta, abhängig, um Renditen zu erwirtschaften. Stattdessen setzen sie stärker auf die Auswahl der Vermögenswerte und Anlagen.

Da die meisten Anleiheninvestoren eher passive Strategien nutzen, bietet sich für Anleger mit aktiven Anlagestrategien unseres Erachtens eine hervorragende Gelegenheit, um mehr Alpha in ihren Renditebeiträgen zu generieren und sich zu differenzieren.

AKTIEN: FAKTOREN UND ALPHA ANSTATT BETA

Im Einklang mit unserem Thema für 2025 sind die Bewertungen die Krux der Aktiendebatte. Sie werden oft als Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) angegeben, das

derzeit hoch ist und ausgereizt erscheint. Daher könnte es schwierig sein, die Renditebeiträge hauptsächlich durch einen Anstieg der breiten Bewertungskennzahlen oder das Beta an den Aktienmärkten zu erzielen. Natürlich ist es möglich, dass die

“

Deshalb erwarten wir, dass das Alpha, und nicht das Beta, eine größere Quelle der Renditebeiträge sein wird. Vielleicht ergibt sich dies dadurch, dass die Value-Sektoren der „alten“ Wirtschaft Gewinne aus den Technologiesektoren der „neuen“ Wirtschaft ziehen, da Investitionsausgaben, KI und Elektrifizierung die Produktivität in den breiter angelegten zyklischen Sektoren der Wirtschaft erhöhen.

Jim Caron
CIO, Portfolio Solutions Group



Kennzahlen steigen, dafür wäre jedoch eine Art „irrationaler Überschwang“ notwendig. Viele glauben, dass das 22-Fache der Gewinne eine hohe Hürde darstellt, die unter den aktuellen Bedingungen kaum nachhaltig zu überwinden ist. Das sehen wir auch so.

Die Bewertungen der Aktienmärkte sind in der Regel von drei Variablen abhängig: dem Zinsniveau, den Kreditkosten und Ausfallrisiken sowie der Zusammensetzung des Index selbst, also die Frage, ob der Index Aktien mit höherem oder niedrigerem KGV stärker gewichtet. Da der Impuls niedrigerer Zinsen vorbei ist und sich die Zinskurve versteilert, geht den Gewinnen von Aktien, die auf höheren Kennzahlen basieren, möglicherweise ein Auslöser verloren. Steigende Aktienkurse könnten stärker auf die Gewinne des breiteren Markts angewiesen sein.

Deshalb erwarten wir, dass das Alpha, und nicht das Beta, eine größere Quelle der Renditebeiträge sein wird. Vielleicht ergibt sich dies dadurch, dass die Value-Sektoren der „alten“ Wirtschaft Gewinne aus den Technologiesektoren der „neuen“ Wirtschaft ziehen, da Investitionsausgaben, KI und Elektrifizierung die Produktivität in den breiter angelegten zyklischen Sektoren der Wirtschaft erhöhen.

Abbildung 1 zeigt, dass eine große Lücke zwischen dem breiteren Markt, dargestellt durch den gleichgewichteten S&P 500, und der marktkapitalisierungsgewichteten Version besteht. Das Schließen dieser Lücke durch die Positionierung unserer Portfolios und die Auswahl von Vermögenswerten und aktiven Anlagestilen ist unseres Erachtens für die

Performance im Jahr 2025 ausschlaggebend. Die Grenzen zwischen Wachstum, Value, Small-, Mid- und Large-Caps könnten dadurch verschwimmen.

Fazit

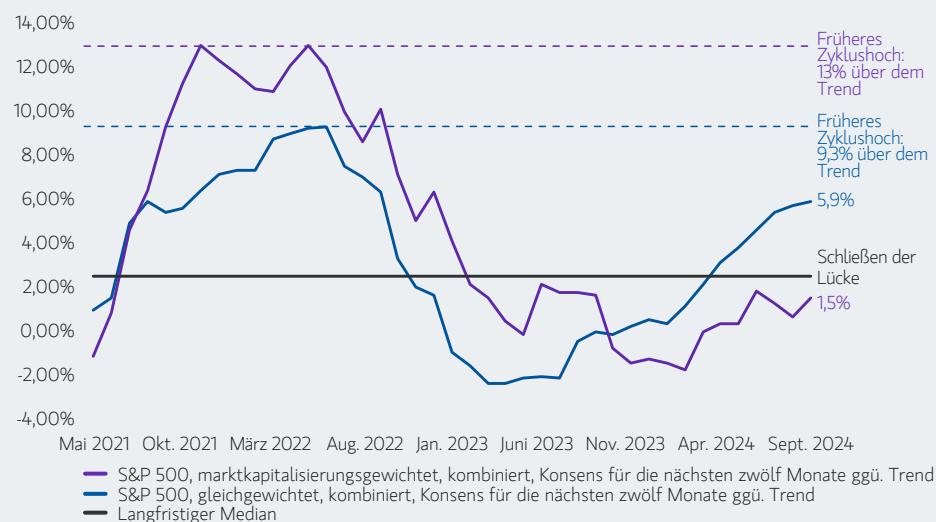
Wir glauben, dass es an der Zeit ist, unsere Denkweise über die Marktperformance zu ändern: Anstatt uns auf Sektoren und eine geringe Spannweite zu beschränken, sollten wir Faktoren und eine größere Bandbreite beachten. Wir konzentrieren uns auf FCF-Renditen, Gewinnwachstum, Preismacht, Rentabilität und solide Bilanzen. Die Auswahl von Anlagen und Managern, die dieses Wertpotenzial innerhalb von Sektoren ausschöpfen können, könnte wichtiger werden als die bloße Sektorauswahl. Wir glauben, dass bei Anleihen ein aktives Management ausschlaggebend ist, um Alpha gegenüber dem Beta zu generieren, das sich aus dem Zinszyklus ergibt. Wir sind auch der Meinung, dass alternative Anlagen und Investments an den Privatmärkten in einem ausgewogenen und gut diversifizierten Portfolio eine wichtigere Rolle spielen werden, insbesondere weil ihre Bewertungen eher eine frühzyklische Dynamik widerspiegeln als die öffentlichen Märkte, die einer späteren Zyklusphase entsprechen.

ABB. 1

Schließen der Lücke

Der S&P 500 Equal-Weighted EPS, der derzeit unter dem Median liegt, hat Spielraum, um auf ein Niveau zu steigen, das in der Vergangenheit mit einem Zyklushoch in Einklang stand

Der S&P 500 Market-Cap Weighted Index und der S&P 500 Equal Weighted Index – kombinierter Gewinn je Aktie für die nächsten zwölf Monate relativ zum langfristigen exponentiellen Trend (ein Maß des zyklisch bereinigten Gewinns je Aktie)



Quelle: Portfolio Solutions Group. Stand: 30. September 2024. Alle Einschätzungen und Meinungen entsprechen jenen der Portfolio Solutions Group zum Zeitpunkt der Verfassung dieses Dokuments. Sie können sich infolge veränderter Markt-, Wirtschafts- oder anderer Bedingungen jederzeit ändern und müssen sich nicht zwingend bestätigen. Prognosen/Schätzungen basieren auf den aktuellen Marktbedingungen, können sich ändern und müssen nicht unbedingt eintreten. **Die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung ist keine Garantie für die künftige Wertentwicklung.**

Der Bullenmarkt reift durch Optimismus

Rückblickend wiesen dieser Bullenmarkt und die entsprechenden Reaktionen der Anleger ein einheitliches Muster auf, das wir aus der Vergangenheit kennen. Das sendet meines Erachtens **ein ziemlich eindeutiges Signal darüber, was uns 2025 erwartet.**

Am 25. Oktober 2022 veröffentlichte das Applied Equity Advisors Team unseren Webcast für Anleger für das dritte Quartal 2022.

Das war eine schwierige Zeit. Am 30. September desselben Jahres hatte der S&P 500 einen Rückgang von 25% gegenüber dem bisherigen Jahresverlauf verzeichnet.¹ Natürlich waren die Anleger verunsichert.

Eine der Grafiken, die wir für den Webcast verwendeten, zeigte, dass Korrekturen von -25% in der Vergangenheit *hervorragende Kaufgelegenheiten* darstellten. Nach früheren Abverkäufen von -25% verbuchte der S&P 500 für die nächsten zwölf Monate im Durchschnitt eine Rendite von **+22%** – das ist **doppelt** so hoch wie die jährliche Durchschnittsrendite für Aktien.²

Der Einbruch von 2022 führte ein Jahr später zu einem ähnlichen Ergebnis. Die Zwölf-Monats-Rendite für den S&P bis Ende September 2023 betrug **+20%**, was ziemlich nah am historischen Durchschnitt liegt. Investierten die Anleger Ende 2022/Anfang 2023

jedoch aggressiver in Aktien, weil sie wussten, dass tiefe Korrekturen wunderbare Gelegenheiten schaffen?

Keineswegs.

Die Anleger waren Anfang 2023 überaus pessimistisch.

„BULLENMÄRKTE ENTSTEHEN DURCH PESSIMISMUS.“³

So war es auch 2023. Der S&P 500 legte zu, aber das Verkaufsniveau von Privatanlegern und Skeptikern der Wall Street war extrem hoch.^{4,5} Diesmal war es nicht anders. Ich glaube, dass 2024 ebenfalls ein Musterbeispiel für das zweite Jahr eines Bullenmarktes ist. Nach einem Jahr des Abverkaufs von Aktien, wie 2023 der Fall, ließen die Mittelabflüsse allmählich nach, während der Bullenmarkt weiter anhielt. Die Anleger erkannten, dass sie mit dem Verkauf von Aktien einen Fehler gemacht hatten, und korrigierten ihre Negativität.⁶ Das galt auch für die Skeptiker der Wall Street.

“

Meines Erachtens treten wir in die Optimismusphase des emotionalen Zyklus des Bullenmarktes ein. Die Mittelflüsse werden wahrscheinlich deutlich positiver und die Prognosen der Wall Street weitaus zuversichtlicher werden.

Andrew Slimmon
Head of Applied
Equity Advisors



¹Bloomberg.

²Bloomberg.

³Sir John Templeton, 1966.

⁴Daten zu Fondsflüssen. Strategas.

⁵Die erwartete Rendite des S&P 500 für 2023 unter den elf US-Aktien-Strategen der Wall Street betrug lediglich +4,6%.

⁶Im dritten Quartal 2024 waren die Netto-Aktienflüsse der letzten zwölf Monate nicht mehr ausgesprochen negativ, sondern neutral – also nicht unbedingt positiv, aber auch nicht so negativ wie im Jahr 2023. Strategas.

„BULLENMÄRKTE WACHSEN DURCH SKEPSIS.“

Wenn 2023 und 2024 im Grunde ein Musterbeispiel für die ersten zwei Jahre eines Bullenmarktes waren, sehe ich keinen Grund dafür, warum das nicht auch für das dritte Jahr (2025) gelten sollte.

„BULLENMÄRKTE REIFEN DURCH OPTIMISMUS.“

Meines Erachtens treten wir in die Optimismusphase des emotionalen Zyklus des Bullenmarktes ein. Ich vermute, dass Anleger und Wall Street in nächster Zeit wesentlich optimistischere Töne anschlagen werden als in den letzten

beiden Jahren. Die Mittelflüsse werden wahrscheinlich deutlich positiver und die Prognosen der Wall Street weitaus zuversichtlicher.

Das wäre für Aktien und Anleger, die 2025 in Aktien investieren, von Vorteil.

Die letzte Phase eines Bullenmarktes, bevor die nächste Baisse einsetzt, ist natürlich die **Euphorie**.

Das kann gefährlich werden.

Aber so weit ist es noch nicht. Zuerst gilt es, die optimistische Phase zu navigieren.

Genießen Sie das Jahr 2025!



Im Bereich der Anleihenmärkte könnten verbrieft Anleihen der Optimalpunkt sein

Unser Basisszenario zum Jahresbeginn 2025 lautet wie folgt: Die Geldpolitik wird die aktuellen Markterwartungen übertreffen, bedingt durch ein moderates Wachstum und einen holprigen, aber anhaltenden Disinflationstrend. Zwar ist das Basisszenario von den Wirtschaftsdaten abhängig, jedoch hängt es nach den US-Wahlen auch zunehmend von der Politik ab.

Wenn es zu einer lockeren Fiskalpolitik und höheren Zöllen kommt, rechnen wir mit weiterem Aufwärtsdruck auf die Renditen, steileren Zinskurven aufgrund des Inflationsdrucks und steigenden Risikoprämien, was auf höhere Endzinsen hinausläuft. Allerdings glauben wir, dass die Märkte derzeit restriktiver positioniert sind als unser Basisszenario.

Andererseits sollte eine gemäßigte Geldpolitik gemeinsam mit hohem Konsum, robusten Unternehmensbilanzen und einer gesunden Risikobereitschaft der Anleger die Spread-Sektoren im Anleihenbereich allgemein begünstigen. Die Herausforderung für 2025 ist, dass die Bewertungen auf Indextebene bereits ein beträchtliches fundamentales Aufwärtspotenzial eingepreist haben. Angesichts des konstruktiven gesamtwirtschaftlichen Hintergrunds, der stabilen Fundamentaldaten und Bilanzen und der anhaltend hohen Nachfrage nach Anleihen überrascht es nicht, dass die Spreads einen deutlichen Optimismus einpreisen. Tatsächlich liegen die globalen Kredit-Spreads von Investment-Grade- und Hochzinsanleihen

längerfristig nahe ihren weitesten Dezilen. In diesem Umfeld ergeben sich Chancen bei der aktiven Sektor- und Titelauswahl, da wirtschaftliche und politische Entwicklungen die Streuung der Fundamentaldaten noch verstärken werden. Das bedeutet wiederum, dass die Zinsen und Spread-Volatilität erhöht bleiben werden.

Insgesamt glauben wir, dass die derzeit hohen Ausgangsrenditen ein überzeugendes Argument für Allokationen in Anleihen sind: Sie erfüllen ihr doppeltes Mandat von Erträgen/Gesamtrenditen und der negativen Korrelation mit den risikoreichen Vermögenswerten in den Kundenportfolios. Unsere Portfolios sind so positioniert, dass sie eine Übergewichtung des Kreditrisikos aufweisen. Da wir uns aber der hohen Bewertungen und potenziell politisch bedingten, kurzfristigen Volatilitätsspitzen bewusst sind, sind wir im Vergleich zu den letzten drei Jahren am unteren Ende des Spektrums positioniert. Wir sind vor allem im verbrieften Sektor (hypothekenbesicherte Wertpapiere (MBS), besicherte MBS (CMBS) und

forderungsbesicherte Wertpapiere (ABS)), in Finanztiteln mit Investment-Grade-Rating, variabel verzinslichen Bankdarlehen unterhalb von Investment Grade und vereinzelten Hochzinsemitteln

übergewichtet. „Steeper“ und Long-Positionen im US-Dollar gehören ebenfalls zu unseren bevorzugten Positionen.

“

Die besten Chancen ergeben sich weiterhin im Bereich verbrieft Anleihen und insbesondere bei hypothekenbesicherten Wertpapieren in den USA. US-Haushalte mit erstklassiger Bonität weisen solide Bilanzen auf, was Verbraucherkredite und verwandte Strukturen weiter unterstützen dürfte, insbesondere da die Hauspreise stabil bleiben.

Vishal Khanduja, CFA
Head of Broad Markets
Fixed Income



GESAMTWIRTSCHAFT

Wir sind in US-Duration untergewichtet und halten „Steeperer“ in den USA, da wir aufgrund des weiteren Aufwärtsdrucks auf die Renditen und steigender Risikoprämien mit einer anhaltenden Normalisierung der US-Zinskurve rechnen.

Eine lockerere Fiskalpolitik, eine restriktivere Geldpolitik (im Vergleich zu früheren Erwartungen), Handelskriege und ein robusteres US-Wachstum dürften für den US-Dollar ebenfalls gute Nachrichten sein. Diese optimistische Einschätzung gilt unter dem Vorbehalt, dass sich der US-Arbeitsmarkt erheblich verschlechtern könnte.

INVESTMENT GRADE

Da die Bewertungen recht ausgereizt erscheinen, sind wir im Investment-Grade-Kreditrisiko untergewichtet, aber in kurzlaufenden Anleihen mit höheren Renditen übergewichtet. Insbesondere bevorzugen wir Investment-Grade-Anleihen in Euro gegenüber ihren Pendanten aus den USA aufgrund der günstigeren Bewertungen. Wir haben Finanzwerte übergewichtet, da sie im Vergleich zu Titeln außerhalb des Finanzsektors attraktiv erscheinen.

VERBRIEFUNGEN

Die besten Chancen ergeben sich weiterhin im Bereich verbrieft Anleihen und insbesondere bei hypothekenbesicherten Wertpapieren in den USA (sowohl Non-Agency- als auch Agency-MBS). US-Haushalte mit erstklassiger Bonität weisen solide Bilanzen auf, was Verbraucherkredite und verwandte Strukturen weiter stützen dürfte, insbesondere da die Hauspreise stabil bleiben. Innerhalb der Segmente ABS und CMBS gehen wir selektiv vor. Was ABS betrifft, so konzentrieren wir uns auf geschäftsorientierte ABS, wie Whole

Business Securitizations und Flugzeug-ABS, da sie deutlich weitere Spreads anbieten und attraktiv erscheinen. Bei CMBS konzentrieren wir uns in erster Linie auf Mehrfamilienhäuser, Einfamilien-Mietwohnungen, Logistik sowie hochwertige Hotels, Einkaufszentren und Vorzeigebüros. Wir bevorzugen inzwischen im Allgemeinen eine höhere Bonität.

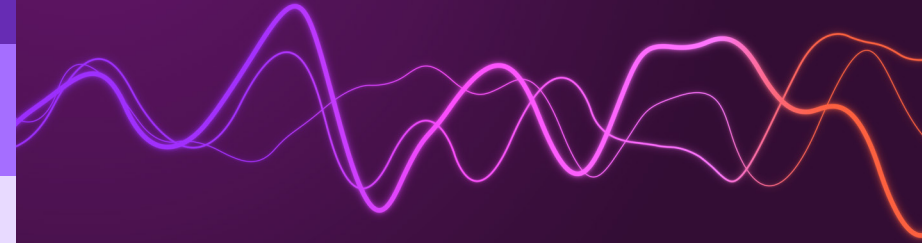
HOCHZINSANLEIHEN UND BANKDARLEHEN

Wir sind bei Unternehmensanleihen unterhalb von Investment Grade leicht long positioniert. Die im historischen Vergleich hohen absoluten/Realrenditen sollten die Renditen stützen und die Anleger letztlich vor einer Ausweitung der Kredit-Spreads schützen. Wir bevorzugen inzwischen Bankdarlehen gegenüber Anleihen, bedingt durch den variabel verzinslichen Kupon, die Vorrangigkeit in der Kapitalstruktur, den höheren Carry und das attraktive risikobereinigte Profil.

SCHWELLENLÄNDER

Angesichts der politischen Unsicherheit eines republikanischen Wahlsiegs handelt es sich bei den Schwellenländern nur um eine Titelauswahl für unsere Portfolios, nicht um eine Assetallokation. Die Auswahl auf Länder- und Titelebene ist nach wie vor ausschlaggebend. Ein stärkeres Wachstum, aber höhere Zinsen und schwächere globale Handelsbeziehungen sind normalerweise nicht förderlich für eine starke Performance der Schwellenländer. Dennoch glauben wir, dass sich Länder mit solidem Wirtschaftsausblick, angemessenem Wachstum, sinkender Inflation und einer Zentralbank, die dazu bereit ist, die Zinsen trotz geldpolitischer Veränderungen in den USA zu senken, gut entwickeln dürften.

Ausgeschöpfte Anreize: In China ist es mit einem Notpflaster nicht getan



Seit September konzentrieren sich die politischen Entscheidungsträger in China auf das Schnüren mehrerer Stimuluspakete, um der schwächelnden Wirtschaft unter die Arme zu greifen und die Aktienkurse zu stützen. Jedoch tragen eine hohe Verschuldung, Überinvestitionen, die ungelöste Immobilienkrise, ein verhaltener Binnenkonsum und internationaler Handelsdruck allesamt zu den strukturellen Schwachstellen der chinesischen Wirtschaft bei, die sich mit Anreizen allein nicht beheben lassen.

STRUKTURELLE SCHWACHSTELLEN: SCHULDEN UND ÜBERINVESTITIONEN FÜHRTEN ZU EINEM PRODUKTIVITÄTSRÜCKGANG UND EINER DEFLATION

Im Mittelpunkt der Probleme Chinas steht seine enorme Verschuldung: Die Schuldenstandsquote ist auf etwa 350% des BIP gestiegen. Die Abhängigkeit des Landes von schuldenfinanzierter Expansion hat die Produktivität beeinträchtigt, da jeder Yuan, der in die Wirtschaft fließt, sinkende Erträge abwirft. Eine weitere große Herausforderung sind die Überinvestitionen. Nahezu 45% des chinesischen BIP entfallen auf Projekte, die jetzt mit einer schwindenden Binnennachfrage konfrontiert sind. Diese Flut an Überkapazitäten hat zu niedrigeren Auslastungsraten und Deflationsdruck bei den Erzeuger- und Verbraucherpreisen geführt. Es ist besorgniserregend, dass das nominale BIP vor Kurzem unter das reale BIP gefallen ist, weil dies unmittelbar die Unternehmensgewinne und dadurch auch das Anlegervertrauen und die Stabilität des Aktienmarkts beeinflusst.

IMMOBILIENKRISE: EIN WERTSPEICHER WIRD ZUR BELASTUNG

Der Immobilienmarkt, eine Säule des chinesischen Wohlstands und der wirtschaftlichen Aktivität, steht unter erheblichem Druck. Der positive Wohlfandseffekt, den Immobilien einmal boten, belastet angesichts rund 90 Millionen leerstehender Einheiten und sinkender Immobilienpreise nun die Wirtschaft. Immobilien stellen etwa 60% des Nettovermögens in China dar. In den USA sind es hingegen nur 27%. Diese Abhängigkeit von Immobilien als Wertspeicher bedeutet, dass das Land anfällig für Abschwünge im Immobiliensektor ist. Eine wirksame wirtschaftliche Lösung muss bei den Problemen des Immobiliensektors und seinem Dominoeffekt auf Wohlstand, Konsum und finanzielle Stabilität ansetzen.

KONSUM UND EXPORTE: DIE GROSSE DIVERGENZ

Maßnahmen, um die Binnennachfrage anzuregen, waren größtenteils fruchtlos. Die Wirksamkeit einer lockeren Geldpolitik zur Steigerung des Verbrauchervertrauens steht in starkem Gegensatz zu den USA. In China ist, wie bereits erwähnt, ein hoher Anteil des Nettovermögens der Privathaushalte an Immobilien gebunden. Anders als in den USA, wo niedrigere

Zinsen die Konsumausgaben ankurbeln, halten sich chinesische Verbraucher in ihren Ausgaben zurück, weil sie die Instabilität des Immobilienmarkts und die fehlende soziale Absicherung fürchten.

Bislang wurde der Konsum durch kontinuierliche Investitionen in das verarbeitende Gewerbe, den Handel und die Infrastruktur überschattet. Die Initiative „Made in China 2025“ sorgt dafür, dass das Land in der Wertschöpfungskette nach oben



Die Erfahrung mit anderen verschuldeten Volkswirtschaften spricht dafür, dass der Weg zur Stabilität für China über die Bereinigung von Forderungsausfällen führt, entweder durch Abschreibungen oder Umschuldungen, gefolgt von einer Rekapitalisierung der Banken.

Jitania Kandhari

Deputy CIO der Solutions & Multi-Asset Group, Head of Macro & Thematic Research für das Emerging Markets Equity Team, Co-Lead Portfolio Manager, Passport Equity



klettert, indem es höherwertige Waren produziert – von Elektrofahrzeugen bis hin zur Luft- und Raumfahrttechnik. Da die Binnennachfrage jedoch nicht ausreicht, um diese Waren zu absorbieren, ist Chinas Wachstum zunehmend von Exporten abhängig. Während der Privatverbrauch weltweit für 72% des BIP verantwortlich ist, sind es in China nur 53%.

Ein bekannter Trend in der Entwicklungsökonomie bietet dazu den Kontext: Wenn der nationale Wohlstand steigt, geht der Anteil des Verbrauchs von Waren auf Dienstleistungen über. Da China in die Fußstapfen von Fertigungsriesen wie Deutschland und Japan tritt, sieht es sich denselben Einschränkungen gegenüber: eine große, exportabhängige Produktionsbasis ohne einen verhältnismäßigen Binnenmarkt, der diese Produktion aufnehmen könnte. Seit den 1990er Jahren hat sich der Anteil der Industrie Deutschlands am BIP stabilisiert. Dessen begrenzter Konsum von Waren im Inland hat jedoch zu einem enormen Anstieg der Nettoexporte geführt. Die wirtschaftliche Entwicklung Chinas ist ebenfalls exportabhängig, was die Handelsüberschüsse beschleunigt und Spannungen mit Ländern wie den USA und in Europa verschärft.

HANDELSDRUCK: RESILIENZ ODER ZURÜCKHALTUNG?

Trotz der wachsenden Handelskonflikte, insbesondere mit den USA, hat China seinen globalen Marktanteil mehr oder weniger verteidigen können, indem das Land in die EU und Schwellenländer exportiert. Die USA importieren vielleicht weniger chinesische Waren, aber diese Lücke wurde von anderen Ländern gefüllt. Diese Maßnahmen haben jedoch auch ihre Schattenseiten. Eine aggressive Handelspolitik hat zu internationalen Gegenreaktionen geführt: Ausländische

Direktinvestitionen lassen nach und Portfolioanleger zeigen sich zunehmend zurückhaltend. Wenn China seine Position im Welthandel behalten will, muss es seine Wachstumsziele mit diplomatischem Geschick und Offenheit für Investitionen aus dem Ausland kombinieren.

DER ZYKLISCHE CHARAKTER VON STIMULUSPAKETEN: DAS PARALLELBEISPIEL DES „VERLORENEN JAHRZEHTS“ IN JAPAN

Seit der globalen Finanzkrise hat China fünf große Konjunkturprogramme aufgelegt, die aber das Unvermeidliche nur hinausgezögert haben. Das jüngste chinesische Anreizpaket, das fünfte in 15 Jahren, macht ein wiederkehrendes Muster fiskal- und geldpolitischer Eingriffe deutlich, die das Wachstum vorübergehend ankurbeln (Abb. 1).

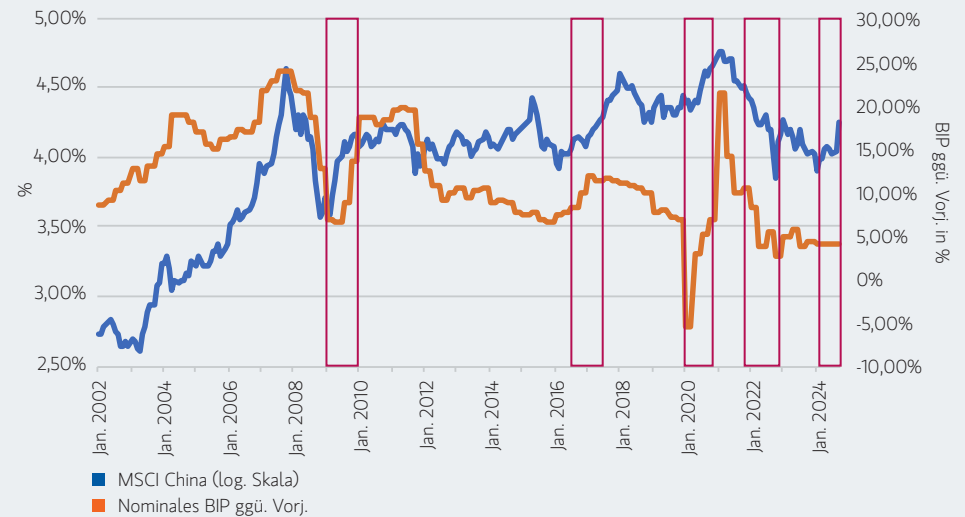
In der Vergangenheit sorgte jeder Stimulus für einen kurzzeitigen Marktaufschwung, aber wie sich im letzten Zyklus im Jahr 2022 zeigte, lassen diese Effekte allmählich nach. Japans „verlorenes Jahrzehnt“ in den 1990ern ist dafür ein ernüchterndes Beispiel.

In den meisten Ländern führt eine expansive Geldpolitik zu Inflationsdruck, weil sie die Nachfrage relativ zur Produktion erhöht. Die aktuelle Lage in China erinnert an Japan in den 1990er Jahren. Dort trat das Gegenteil ein, vor allem in der Art und Weise, wie die Kreditausweitung die Angebotsseite der Wirtschaft (Produktion) antrieb, anstatt die Nachfrageseite (Konsum) zu beleben. Die Produktion steigt schneller als die Nachfrage, sodass es zu einer Deflation anstelle einer Inflation kommt. In Japan haben angebotsseitige Maßnahmen weder ein besseres Gleichgewicht noch ein schnelles Wachstum erreicht. Der Anteil des Konsums an der Produktion erreichte 1991 bei 63,3% die Talsohle (comparedim Vergleich zu 53,4% für China im Jahr 2023), und es dauerte 17 Jahre, bis der Konsumanteil um 10 Prozentpunkte stieg.

ABB. 1

Die fünf Anreizpakete in China führten zu fünf Aktienrallys, aber keinen Durchbrüchen

Die Auswirkungen der chinesischen Konjunkturpakete auf das nominale BIP und die Aktienmärkte



Quelle: Research von MSIM und EME. Stand: 30. September 2024. Alle Einschätzungen und Meinungen entsprechen jenen des Emerging Markets Equity Team zum Zeitpunkt der Verfassung dieses Dokuments. Sie können sich infolge veränderter Markt-, Wirtschafts- oder anderer Bedingungen jederzeit ändern und müssen sich nicht zwingend bestätigen. Prognosen/Schätzungen basieren auf den aktuellen Marktbedingungen, können sich ändern und müssen nicht unbedingt eintreten. **Die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung ist keine Garantie für die künftige Wertentwicklung.**



2008 lag er bei 73,8% und damit immer noch unter dem weltweiten Durchschnitt. Während dieser Zeit fiel der Anteil Japan/Japans am global BIP von 15% auf 7,9%.

Im Anschluss an seinen wirtschaftlichen Höhepunkt in den 1980er Jahren kam es in Japan zu einer langfristigen Stagnation, unterbrochen von kurzen Marktrallys, die im Durchschnitt 45% betragen. Auch der chinesische Markt hat sich dank der Stimuluspakete in den jüngsten Zyklen fünfmal um etwa 35% erholt (Abb. 2), mit sowohl niedrigeren Höhepunkten als auch niedrigeren Tiefpunkten.

WIE ES WEITER GEHT: EIN SCHMERZHAFTER, ABER NOTWENDIGER NEUANFANG

Solange China nicht die Grundursachen behebt – exzessive Verschuldung und ineffiziente Investitionen –, werden diese Anreizmaßnahmen nur ein Notpflaster bleiben. Zwar können sie das nominale Wachstum vorübergehend steigern und kurzfristige zyklische Marktaufschwünge auslösen, sie können jedoch keine anhaltende wirtschaftliche Erholung oder einen Durchbruch am Aktienmarkt bewirken.

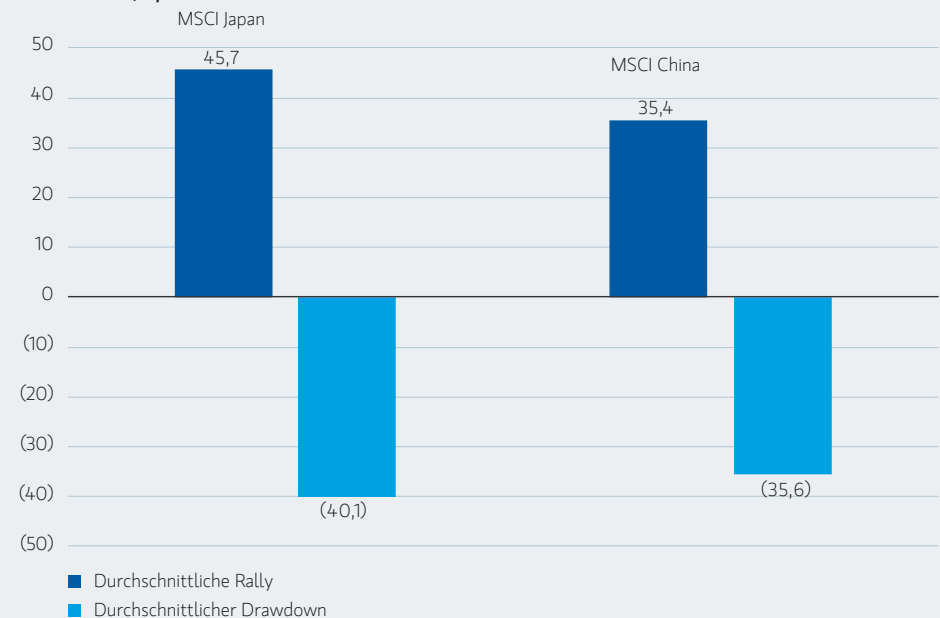
Für das Modell des wirtschaftlichen Wachstums in China gibt es keine schnellen Lösungen. Im Lauf der Jahre haben sich die Ungleichgewichte in der chinesischen Wirtschaft noch verschärft, und nur eine vollständige Umschuldung und eine staatliche Einkommensumverteilung werden eine positive Trendwende herbeiführen.

Die Erfahrung mit anderen verschuldeten Volkswirtschaften spricht dafür, dass der Weg zur Stabilität über die Bereinigung von Forderungsausfällen führt, entweder durch Abschreibungen oder durch Umschuldungen, gefolgt von einer Rekapitalisierung der Banken. Dieser Ansatz ist zweifelsohne schmerzlich, weil man damit finanzielle Verluste anerkennen muss. Aber ohne solche drastischen Maßnahmen sind die Konjunkturpakete lediglich ein Notbehelf. Für eine dauerhafte wirtschaftliche Gesundheit ist eine tiefgehende Transformation erforderlich.

ABB. 2

Der chinesische Markt ähnelt der Entwicklung in Japan in den 1990er Jahren

Durchschnittliche Rally und Verluste bei größeren Abschwüngen, MSCI China und MSCI Japan



Quelle: MSIM, Research von EME, Bloomberg. Stand 16. Oktober 2024. Alle Einschätzungen und Meinungen entsprechen jenen des Emerging Markets Equity Team zum Zeitpunkt der Verfassung dieses Dokuments. Sie können sich infolge veränderter Markt-, Wirtschafts- oder anderer Bedingungen jederzeit ändern und müssen sich nicht zwingend bestätigen. Prognosen/Schätzungen basieren auf den aktuellen Marktbedingungen, können sich ändern und müssen nicht unbedingt eintreten. **Die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung ist keine Garantie für die künftige Wertentwicklung.**

Die möglichen Auswirkungen von generativer KI auf die Privatmärkte



Bei den Bewertungen an den Privatmärkten hat sich eine beträchtliche Disruption ergeben. Das beste Beispiel dafür ist vielleicht die Tatsache, dass private Core-Immobilien vom 30. September 2022 bis zum 30. Juni 2024 sieben Quartale in Folge negative Gesamtrenditen verzeichneten (NCREIF Property Index). Dabei handelt es sich um eine längere Anpassung, die 2022 ausgelöst wurde, als eine starke Performance der Privatmärkte und ein geringerer durchschnittlicher Spielraum bei den Anlegerallokationen auf steigende Zinsen trafen. Die Auswirkungen sind bis heute in der Mittelbeschaffung auf den Privatmärkten spürbar. Die Kapitalbeschaffung ist weiterhin deutlich niedriger und langsamer als die historische Aktivität. Ein nachgelagerter Effekt ist, dass die Transaktionsaktivität verhalten bleibt, aber erste Anzeichen einer Erholung zeigt.

Während sich die Transaktionsaktivität an den Privatmärkten erholt, bieten Hedgefonds weiterhin eine unmittelbare und umsetzbare Möglichkeit, attraktive risikobereinigte Renditen zu erzielen. Nach einem schwierigen Umfeld für Alpha von 2012 bis 2022 hat das durchschnittliche Alpha von Multi-PM-Hedgefonds-Plattformen im jüngsten Einjahreszeitraum beispielsweise die durchschnittliche Long-only-Strategie für Aktien bei weitem überflügelt. Dies lässt sich auf zwei Faktoren zurückführen, die wahrscheinlich auch 2025 noch gegeben sein werden: Erstens profitieren Long-Short-Hedgefonds durch die Zinserträge aus Leerverkäufen („Short Rebate“) von einem höheren Zinsumfeld. Zweitens, und das ist vielleicht noch wichtiger, haben Hedgefonds mit flexibler Umsetzung bei einer höheren Volatilität und Streuung zwischen investierbaren Vermögenswerten mehr Alpha-Chancen.

Private Credit war ein weiterer früher Nutznießer der veränderten Marktbedingungen. 2025 rechnen wir damit, dass die Preise für vorrangige Unternehmenskredite in etwa dem langfristigen Durchschnitt entsprechen werden, wobei sie attraktive All-in-Renditen und erweiterte defensive Merkmale durch Verbesserungen bei der Ausrichtung, Leverage und Eigenkapitalbeiträgen bieten. Ein Private-Credit-Segment, das sich unseres Erachtens 2025 besonders gut entwickeln wird, sind Darlehen für besondere Situationen. Diese Strategien haben die nötige Flexibilität, um auf zahlungsfähige, aber nicht konforme Kreditnehmer abzielen. Zudem weisen sie einen größeren Deal Flow und eine attraktive Preisgebung auf, da sich die Unternehmen weiter an höhere Zinskosten und andere Veränderungen im Geschäftsumfeld anpassen.

Im Jahr 2025 dürften sich bessere Chancen für Kapitalbeteiligungen an den Privatmärkten ergeben. Wir erleben derzeit die erste breit angelegte Neubewertung von Eigenkapitalinvestitionen an

den Privatmärkten seit der globalen Finanzkrise. Diese wird schrittweise unter anderem durch die Fälligkeit relativ günstiger Finanzierungen sowie die wachsende Zuversicht in Bezug auf eine



Die potenziellen Auswirkungen von generativer KI auf die Privatmärkte dürften 2025 ein Schlüsselthema sein. Wir erwarten, dass Unternehmen versuchen werden, ihren Umsatz und ihre Rentabilität durch KI-Anwendungen zu steigern, und sind uns der Tatsache bewusst, dass sich einige der ersten Chancen im Bereich der privaten Infrastruktur abzeichnen.

Steve Turner
Head of Investment Selection für die
Portfolio Solutions Group



ABB. 1

Buyout-Bewertungskennzahlen dürften konvergieren



bevorstehende „weiche Landung“ der Wirtschaft ausgelöst. Niedrigere Einstiegskennzahlen beim Enterprise Value sind für neue Anlageaktivitäten förderlich; jedoch halten wir diese zwar für notwendig, aber nicht ausreichend für attraktive zukünftige Renditen. Manager benötigen außerdem ein sehr konkurrenzfähiges Instrumentarium, um Umsatzwachstumsinitiativen, eine Margenausweitung und eine angemessene Kapitalstruktur zu erreichen, wobei organisches Wachstum in einem Umfeld mit höherem Schuldendienst und niedrigeren Leverage-Kennzahlen eine größere Rolle relativ zu anorganischem Wachstum spielen könnte. Wir verweisen darauf, dass das mittlere Marktsegment im Private-Equity-Bereich für Anleger die besten Bedingungen für diese Aktivitäten bietet. Unsere Daten sprechen dafür, dass Anlagen im mittleren Marktsegment ein höheres Gewinnwachstum erzielen können und weniger auf die Hebelwirkung angewiesen sind. Daher befürworten wir Anlagen in diesem Segment angesichts der von uns erwarteten Bedingungen im Jahr 2025.

Eine der ausgeprägtesten Preisanpassungen in Reaktion auf das vorherrschende Zinsumfeld findet sich bei privaten Immobilien. Wir erwarten, dass die Transaktionsaktivität zunimmt, da die bestehenden Finanzierungen auslaufen und sich die Anleger zu höheren Finanzierungskosten rekaptalisieren müssen. Der Spread zwischen den Immobilienwerten und den Fremdkapitalkosten ist in bestimmten Segmenten immer noch sehr eng. Deshalb ist Selektivität besonders wichtig, während sich dieser Spread stabilisiert. Darüber hinaus hat die Anlageklasse damit zu kämpfen, dass eine positive, aber rückläufige Nachfrage stellenweise auf ein erhöhtes Angebot trifft, wodurch Mieten und Leerstandsquoten unter Druck geraten. Die langfristigen operativen Aussichten sind jedoch gut. Das Angebot dürfte 2025 deutlich nachlassen und die Fremdkapitalmärkte sind nach wie vor relativ solide. Somit glauben wir, dass

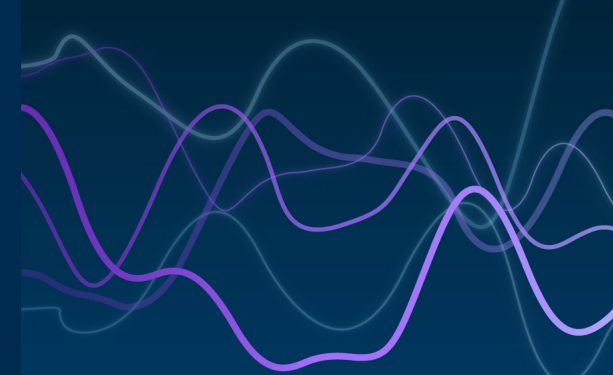
sich nun attraktive Chancen bei privaten Immobilien für Kreditgeber, Net-Lease-Investoren und Eigenkapitalgeber erschließen.

Die potenziellen Auswirkungen von generativer künstlicher Intelligenz (KI) auf die Performance der Privatmärkte dürften 2025 ein Schlüsselthema sein. Während sich Private Equity daran wahrscheinlich durch die Anlage in „KI-Ursprungsunternehmen“ und in Firmen beteiligen, die ihren Umsatz und ihre Rentabilität mit KI-Anwendungen steigern wollen, sind wir uns jedoch der Tatsache bewusst, dass sich einige der ersten Chancen im Bereich der privaten Infrastruktur abzeichnen. Zwei besonders wichtige Infrastrukturthemen sind die Digitalisierung von Wirtschaft und Gesellschaft einerseits und die globale Energiewende andererseits. Diese beiden Megathemen befassen sich mit der Schnittstelle zwischen Datenanforderungen und Stromnachfrage, wodurch sich umfangreiche Anlagechancen ergeben.

Generative KI beschleunigt die Anlagechancen im Infrastrukturbereich, da der Energiemarkt als unzureichend gilt, um das Volumen, die Dichte und die niedrige Toleranz für intermittierende Energieversorgung abzudecken, die mit generativer KI einhergehen. Privatanleger können Engpässe ins Visier nehmen und in die Lösungen investieren, beispielsweise Nutzflächen wie bestehende Industriestandorte oder stillgelegte Kraftwerke. Außerdem können sie Chancen fördern, etwa in den Bereichen Energiespeicherung, Wasserkühlung und Energieeffizienz. Natürlich sind umfangreiche Investitionen in Rechenzentren und Primärenergieerzeugung genauso wichtig, und die Teilnahme an der Installation dieser Infrastruktur für generative KI wird 2025 wahrscheinlich ein Schlüsselthema sein.



Anlagerahmen für Kapitalmärkte



Repräsentative Allokationen der Portfolio Solutions Group

■ ■ ■ ■ ■ AKTUELLE ALLOKATION
 ■ ■ ■ ■ ■ VERÄNDERUNG GGÜ. NOV. 2024

-- UNTERGEWICHTUNG MIT HOHEM ÜBERZEUGUNGSGRAD
 - UNTERGEWICHTUNG
 = NEUTRAL
 + ÜBERGEWICHTUNG
 ++ ÜBERGEWICHTUNG MIT HOHEM ÜBERZEUGUNGSGRAD

VERMÖGENSALLOKATION	UNSERE ANSICHTEN					KOMMENTAR
	--	-	=	+	++	
ANLEIHEN Duration			→	■		Wir haben zum ersten Mal seit mehreren Jahren die Duration in unseren Portfolios übergewichtet. Nach ihrem jüngsten Anstieg haben die Renditen zehnjähriger US-Treasuries ein Niveau erreicht, bei dem wir weiteres Aufwärtspotenzial für begrenzt halten. Das bedeutet, dass Anleihen eine bessere Absicherung für unser erhöhtes Engagement in Aktien und das zyklische Engagement in den USA bieten.
ANLEIHEN Credit			■	←		
AKTIEN Risiko			■			Unser Basisszenario einer sanften Landung bleibt intakt, was die Aktienfundamentaldaten stützt. Auf kurze Sicht wird das Ergebnis der US-Wahl wahrscheinlich Anleger, die vor der Wahl das Risiko reduzierten, wieder an den Markt bringen und ein gewisses Aufwärtspotenzial bei Aktien im nächsten Jahr „vorziehen“. Wir erkennen an, dass es mittelfristig noch nicht genug Informationen gibt, um ein klares Bild davon zu haben, wie sich eine zweite Amtszeit Trumps auf Aktien auswirken wird.
ALTERNATIVE ANLAGEN Privatmärkte				■		Der Ausgang der US-Wahl wird voraussichtlich zu einer Ausweitung der Deal-Tätigkeit führen, sich ansonsten aber wohl uneinheitlich auf die Wachstumschancen und -risiken in den einzelnen Sektoren auswirken.
ALTERNATIVE ANLAGEN Hedgefonds				■		Hedgefonds profitieren von einem konstruktiven Marktumfeld für kompetenzbasierte Manager. Wir bevorzugen nach wie vor marktneutrale, Relative-Value-Aktien- und Makro-Strategien.
ALTERNATIVE ANLAGEN Rohstoffe				■		Wir sind neutral eingestellt, was wichtige Rohstoffmärkte betrifft: Geopolitische Aufwärtsrisiken werden durch hohe Überkapazitäten in Märkten wie Rohöl ausgeglichen, was das Aufwärtspotenzial einschränkt, solange es nicht zu physischen Störungen kommt.
TRANSITION Barmittel/kurze Laufzeit		■	←			Da wir Aktien inzwischen neutral gewichten und die Duration in den Portfolios wieder erhöhen, reduzieren wir unsere Position in Barmitteln und Instrumenten mit kurzer Laufzeit.

Diese Informationen verstehen sich nicht als Angebot oder Empfehlung zum Kauf oder Verkauf eines bestimmten Wertpapiers oder zur Verfolgung einer bestimmten Anlagestrategie. Die vorstehenden taktischen Einschätzungen spiegeln im Wesentlichen die Einschätzungen und Umsetzungen unseres Teams wider und dienen der Kommunikation mit dem Kunden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind nicht auf die finanziellen Ziele, die Situation oder bestimmte Bedürfnisse einzelner Anleger abgestimmt. Die Signale stellen die Meinung der Portfolio Solutions Group zu jeder Anlageklasse dar.

Repräsentative Allokationen in globale Aktien der Portfolio Solutions Group



■ AKTUELLE ALLOKATION
■ VERÄNDERUNG GGÜ. NOV. 2024

-- UNTERGEWICHTUNG MIT HOHEM ÜBERZEUGUNGSGRAD
- UNTERGEWICHTUNG
= NEUTRAL
+ ÜBERGEWICHTUNG
++ ÜBERGEWICHTUNG MIT HOHEM ÜBERZEUGUNGSGRAD

AKTIEN	UNSERE ANSICHTEN					KOMMENTAR
	--	-	=	+	++	
REGIONAL Industrieländer			■			Wir sind inzwischen leicht übergewichtet, was US-Aktien betrifft: Die Dynamik im Anschluss an die Wahl ist für US-Aktien positiv und unser Basisszenario einer sanften Landung bleibt intakt. Wir haben unser Engagement in US-Aktien über Marktsegmente ohne Mega-Caps aufgestockt. Unseres Erachtens sind diese Segmente in Bezug auf steigende Gewinntrends und Bewertungen besser aufgestellt.
REGIONAL Vereinigte Staaten			■	➔		In europäischen Aktien sind wir inzwischen untergewichtet: Die Unsicherheit rund um Zölle stellt eine Belastung für das Wachstum dar und verschärft den strukturellen Druck, dem europäische Aktien ausgesetzt sind. Innerhalb Europas bevorzugen wir nach wie vor Banken, da die Kapitalrenditen angesichts der aktuellen Erwartungen im Hinblick auf den Endzins weiterhin attraktiv sind. Die Bewertungen sind immer noch günstig.
REGIONAL Eurozone		■	➔			Das Risiko einer deutlichen Aufwertung des Yen und die daraus entstehende Belastung japanischer Aktien wird durch die erneute Stärke des US-Dollars gemindert, bedingt durch ein überdurchschnittliches US-Wachstum und die Zinsdifferenzen gegenüber dem Rest der Welt. Die strukturellen Verbesserungen, die in Japan zuletzt durchgeführt wurden, sind weiterhin wirksam, während die Bewertungen nach wie vor recht anspruchslos sind.
REGIONAL Japan				■		Trump 2.0 bringt angesichts der protektionistischen Politik und Zölle Unsicherheit für exportabhängige Schwellenländer mit sich. China steht in der Schusslinie, was die externen Negativfaktoren betrifft. Außerdem trübt das Fehlen entschiedener fiskalpolitischer Maßnahmen in China die Aussichten auf eine Reflation und Erholung im Land.
REGIONAL Schwellenländer			■			
STIL Growth ggü. Value			■			Growth-Stil-Indizes weisen nach wie vor eine unverhältnismäßige Ausrichtung auf Big-Tech-Trends auf. Wir bemühen uns hier um ein möglichst neutrales Risikoengagement.
STIL Large Caps ggü. Small Caps				■		Small-Caps leiden immer noch darunter, dass zu viele qualitativ minderwertige „Junk“-Titel im Index enthalten sind. Nach der Gewinnrezession und der Wahl von Trump sehen wir hier aber endlich einen Impuls für eine bessere Wertentwicklung von Nicht-Mega-Caps.
STIL Qualität			■	➔		Da Aktien eine geringe Risikoprämie aufweisen und das Inflationsrisiko eine Obergrenze für die Beschleunigung des Wirtschaftswachstums darstellt, bevorzugen wir weiterhin eine Ausrichtung auf Qualität. Wir gleichen dies mit einem selektiven zyklischen Engagement aus.
STIL Dividende			■			Wir rechnen mit einem ausgewogenen Risiko für ein Stilengagement in Dividendenrenditen. Wir verweisen darauf, dass hohe Dividendenrenditen als unabhängiger Stilfaktor nicht automatisch für Qualität sprechen, wenngleich viele Fonds mit Dividendschwerpunkt auch auf Qualitätsfaktoren achten.

Diese Informationen verstehen sich nicht als Angebot oder Empfehlung zum Kauf oder Verkauf eines bestimmten Wertpapiers oder zur Verfolgung einer bestimmten Anlagestrategie. Die vorstehenden taktischen Einschätzungen spiegeln im Wesentlichen die Einschätzungen und Umsetzungen unseres Teams wider und dienen der Kommunikation mit dem Kunden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind nicht auf die finanziellen Ziele, die Situation oder bestimmte Bedürfnisse einzelner Anleger abgestimmt. Die Signale stellen die Meinung der Portfolio Solutions Group zu jeder Anlageklasse dar.

Repräsentative Allokationen in globale Anleihen der Portfolio Solutions Group



■ AKTUELLE ALLOKATION
■ VERÄNDERUNG GGÜ. NOV. 2024

-- UNTERGEWICHTUNG MIT HOHEM ÜBERZEUGUNGSGRAD
- UNTERGEWICHTUNG
= NEUTRAL
+ ÜBERGEWICHTUNG
++ ÜBERGEWICHTUNG MIT HOHEM ÜBERZEUGUNGSGRAD

FIXED INCOME	UNSERE ANSICHTEN					KOMMENTAR
	--	-	=	+	++	
ANLEIHEN US-Staatsanleihen			➔	■		Wir haben die Duration in den Portfolios inzwischen leicht übergewichtet: Nach dem jüngsten Anstieg befinden sich die Renditen auf einem Niveau, das es ihnen ermöglichen sollte, als wirksamere Absicherung für unser Engagement in risikoreichen Anlagen zu dienen.
ANLEIHEN Inflationsgebundene Anleihen			■			Die Breakevens sind vor Kurzem gestiegen. Zwar halten wir es für möglich, dass sie noch weiter steigen, jedoch liegen sie heute näher am fairen Wert als noch vor einem Monat.
ANLEIHEN Staatsanleihen der Eurozone			➔	■		Wie auch bei US-Treasuries sind wir inzwischen leicht übergewichtet, was die Duration betrifft: Wie gesagt befinden sich die Renditen auf einem Niveau, das es ihnen ermöglichen sollte, als wirksamere Absicherung für unser Engagement in risikoreichen Anlagen zu dienen.
ANLEIHEN Schwellenländer-Staatsanleihen in Hartwährung				■		Die Spreads von Schwellenländeranleihen sind seit ihrem Abverkauf im Sommer deutlich enger geworden. Zwar ist die Anlageklasse relativ teuer, wir identifizieren hier jedoch relativen Wert gegenüber anderen, sehr teuren Bereichen im festverzinslichen Segment.
ANLEIHEN Schwellenländer-Staatsanleihen in Lokalwährung			■			Schwellenländeranleihen in Lokalwährung scheinen auf relativer Basis ein gewisses Wertpotenzial zu bieten. Die Bewertungen liegen näher am fairen Wert als in der Vergangenheit und sind nicht ausgereizt. Das Ergebnis der US-Wahl wird jedoch wahrscheinlich dafür sorgen, dass der US-Dollar kurzfristig stark bleibt, was die Renditen der Anlageklasse reduziert.
FREMDKAPITALMÄRKTE Kommunalanleihen			■			Die Kennzahlen von Kommunalanleihen im Verhältnis zu Treasuries sind gesunken und entsprechen nun eher dem fairen Wert als einer günstigen Bewertung. Uns gefällt die Anlageklasse für steuerpflichtige Anleger immer noch, sie ist aber im Vergleich zum Vormonat etwas weniger attraktiv.
FREMDKAPITALMÄRKTE Investment Grade		■				Die Spreads haben inzwischen den engsten Stand aller Zeiten erreicht, die Überschussrenditen gegenüber US-Treasuries sollten minimal sein, und Investment Grade ist weiterhin anfällig gegenüber Risiken am linken Ende der Kurve. Unser wirtschaftlicher Ausblick hält uns davon ab, hier eine Untergewichtung mit hohem Überzeugungsgrad einzugehen.
FREMDKAPITALMÄRKTE MBS/ABS					■	Der hohe Überzeugungsgrad in Asset-Backed Securities und die Rendite pro Einheit der Kreditqualität sind nach wie vor attraktiv. Die Zinsen für 30-jährige Festhypotheken aus den USA sind höher als die Renditen von BB-Unternehmensanleihen, was in den letzten 25 Jahren selten vorkam.
FREMDKAPITALMÄRKTE High Yield		■	➔			Da sich die Spreads für alle Kreditratings auf historisch niedrigen Niveaus befinden, erkennen wir für die Anlageklasse kaum noch Aufwärtspotenzial und bevorzugen die Allokation in festverzinsliche Bereiche mit weniger ausgereizten Bewertungen.
FREMDKAPITALMÄRKTE Bankkredite			➔	■		Bankkredite haben sich nicht so stark erholt wie andere risikoreiche festverzinsliche Anlageklassen, und die Überschussrenditen machen derzeit einen attraktiven Eindruck, insbesondere auf relativer Basis.

Diese Informationen verstehen sich nicht als Angebot oder Empfehlung zum Kauf oder Verkauf eines bestimmten Wertpapiers oder zur Verfolgung einer bestimmten Anlagestrategie. Die vorstehenden taktischen Einschätzungen spiegeln im Wesentlichen die Einschätzungen und Umsetzungen unseres Teams wider und dienen der Kommunikation mit dem Kunden. Die Allokationen der einzelnen Teams können sich unterscheiden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind nicht auf die finanziellen Ziele, die Situation oder bestimmte Bedürfnisse einzelner Anleger abgestimmt. Die Signale stellen die Meinung der Portfolio Solutions Group zu jeder Anlageklasse dar.

Repräsentative Kommentare zu alternativen Anlagen der Portfolio Solutions Group



ALTERNATIVE ANLAGEN

KOMMENTAR

<p>PRIVATMÄRKTE Private Equity</p>	<p>Wir gehen davon aus, dass sich die Mittelflüsse der Anleger angesichts der zunehmenden Marktaktivität erholen und die Preise der Vermögenswerte einen attraktiven Einstiegspunkt bieten werden. Eine der wichtigsten Disziplinen bei Private-Equity-Anlagen besteht darin, exogene Risiken einzuschränken. Der Ausgang der US-Wahl wird voraussichtlich zu einer Ausweitung der Deal-Tätigkeit führen, sich ansonsten aber wohl uneinheitlich auf die Wachstumschancen und -risiken in den einzelnen Sektoren auswirken. Die Aussicht auf eine Deregulierung wird möglicherweise größere Chancen im Finanzbereich und im Gesundheitswesen eröffnen, und ein geringeres Eingreifen der Kartellbehörden könnte die M&A-Aktivität generell erhöhen. Da jedoch erwartet wird, dass die Wachstumspolitik auch die Inflation anheizen wird, konzentrieren wir uns weiterhin auf Strategien im mittleren Marktsegment, die weniger auf Fremdkapital angewiesen und gut positioniert sind, um Vermögensverwaltungsinitiativen zur Steigerung der Margen und des realen Gewinnwachstums umzusetzen.</p>
<p>PRIVATMÄRKTE Private Real Estate</p>	<p>Gewerbliche Kernimmobilien konnten sich nach sieben negativen Quartalen in Folge von ihrer Pechsträhne lösen und erzielten im dritten Quartal eine positive Gesamtrendite. Diese langwierige Anpassung ergab sich durch höhere Fremdkapitalkosten und ein punktuell erhöhtes Angebot. Ein beträchtlicher Anteil der gewerblichen Immobilienanleihen wird in diesem und im kommenden Jahr fällig. Das wird wahrscheinlich höhere Transaktionsvolumina und attraktive Einstiegsbewertungen zur Folge haben. Langfristige Faktoren, die die Nachfrage in wichtigen Sektoren stützen, bleiben bestehen, während die angebotsseitigen Probleme allmählich nachlassen. Wir glauben, dass diese Dynamik zu noch besseren Preisen führen wird und eine attraktive Chance darstellt.</p> <p>Private Infrastruktur gehört weiterhin zu den Anlagechancen im Bereich der Megatrends in Digitalisierung und Stromerzeugung. Diese Themen konvergieren bei der Stromversorgung von Rechenzentren. Die generative KI hat deutlich gemacht, dass der aktuelle Strommix in Hinblick auf Volumen, Dichte und Zuverlässigkeit nicht ausreicht. Privatanleger spielen eine Schlüsselrolle bei der Bereitstellung dieser notwendigen Infrastruktur mit attraktiven Wachstumsaussichten. Das Transaktionsvolumen im Infrastruktursegment nimmt ferner in allen Sektoren zu. Der Transportsektor wird aktiver, da sich die Auslastungsraten von Flughäfen und Mautstraßen nach dem Mobilitätsschock durch die Covid-19-Pandemie wieder erholen. In den USA müssen wir selektiv vorgehen, um sicherzustellen, dass die Anlageaktivität mit zukünftigen politischen Entwicklungen in Einklang steht. Zwar glauben wir, dass Investitionen in wettbewerbsfähige Onshore-Wind- und Solaranlagen eine irreversible Dynamik aufweisen. Die Unterstützung für anlaufende und subventionierte Initiativen wie Offshore-Wind und Wasserstoff könnte jedoch gefährdet sein, wenn stattdessen die konventionelle Öl- und Gasförderung ausgeweitet wird. Bislang wurden Atomkraft und der Breitbandzugang von beiden Parteien unterstützt. Die weitere politische Entwicklung muss jedoch genau beobachtet werden.</p>
<p>PRIVATMÄRKTE Private Credit</p>	<p>Die Preise und Bedingungen für Privatkredite entsprechen jetzt dem langfristigen Durchschnitt. Die hohen Zinssätze und die geringen Ausfälle sorgen jedoch dafür, dass die Erwartungen an die Gesamtrendite nach wie vor hoch sind. Da die Unternehmen weiterhin nach Möglichkeiten suchen, den Cashflow zu steuern, können Strategien für besondere Situationen von günstigen Preisen bzw. Bedingungen für Gelegenheiten profitieren, die sich im Spielraum zwischen rigideren Mandaten ergeben.</p>
<p>LIQUIDE ALTERNATIVE ANLAGEN Hedgefonds</p>	<p>Hedgefonds profitieren von einem konstruktiven Marktumfeld für kompetenzbasierte Manager. Wir bevorzugen nach wie vor marktneutrale, Relative-Value-Aktien- und Makro-Strategien. Unter den Makro-Strategien bevorzugen wir diskretionäre Strategien, die taktisch orientiert sind, da das Niveau der Markt- und fundamentalen wirtschaftlichen Einschätzungen spiegelnd im Wesentlichen die Einschätzungen und Umsetzungen unseres Teams wider und dienen der Kommunikation mit dem Kunden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind nicht auf die finanziellen Ziele, die Situation oder bestimmte Bedürfnisse einzelner Anleger abgestimmt. Die Signale stellen die Meinung der Portfolio Solutions Group zu jeder Anlageklasse dar.</p>
<p>LIQUIDE ALTERNATIVE ANLAGEN Rohstoffe</p>	<p>Wir haben unsere Position in Öl-Futures geschlossen. Die geopolitischen Risiken sind derzeit eher binär und das Aufwärtspotenzial erscheint begrenzt, sofern es nicht zu größeren Unterbrechungen des Angebots kommt. Dadurch ist die Position als Absicherung in unserem Portfolio weniger attraktiv.</p>

Diese Informationen verstehen sich nicht als Angebot oder Empfehlung zum Kauf oder Verkauf eines bestimmten Wertpapiers oder zur Verfolgung einer bestimmten Anlagestrategie. Die vorstehenden taktischen Einschätzungen spiegeln im Wesentlichen die Einschätzungen und Umsetzungen unseres Teams wider und dienen der Kommunikation mit dem Kunden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind nicht auf die finanziellen Ziele, die Situation oder bestimmte Bedürfnisse einzelner Anleger abgestimmt. Die Signale stellen die Meinung der Portfolio Solutions Group zu jeder Anlageklasse dar.

Portfolio Solutions Group

Die Portfolio Solutions Group bietet makroökonomische Top-down-Analysen von Aktien, Anleihen und alternativen Anlagen, damit Kunden von der wirtschaftlichen Dynamik und den Marktverwerfungen weltweit profitieren können.

Das Team entwickelt maßgeschneiderte Multi-Asset-Anlagelösungen für eine Reihe von breit diversifizierten bis hin zu hyperfokussierten Portfolios.



JIM CARON
*Chief Investment
Officer,
Managing Director*



**EWA TUREK
SEMMELOTH**
Executive Director



ERIC ZHANG
Executive Director



SCHUYLER HOOPER
Executive Director



GREG WATERMAN
Vice President



UMAR MALIK
Vice President



CHRIS CHIA
Vice President



SACHIN RAGHAVAN
Associate

Asset Allocation Committee

Das Asset Allocation Committee ist eine unabhängige Gruppe von leitenden Anlageexperten aus verschiedenen Anlagedisziplinen bei MSIM und Eaton Vance. Die Portfolio Solutions Group stellt dem Committee Research und Anlageideen für verschiedene Sektoren vor. Das Committee prüft die Ideen und hinterfragt sie, um sicherzustellen, dass diese seinen strengen Standards entsprechen. Daraufhin können diese Ideen in repräsentative Empfehlungen für die Assetallokation aufgenommen werden.

MARK BAVOSO

Senior Portfolio Manager, Global Multi-Asset Team

JUSTIN BOURGETTE

Portfolio Manager, Head of Investment Strategy für das High Yield Team

CRAIG BRANDON

Portfolio Manager, Co-Head für das Municipals

JIM CARON

Chief Investment Officer, Portfolio Solutions Group

AARON DUNN

Portfolio Manager, Co-Head für das Value Equity Team

GREG FINCK

Portfolio Manager, Co-Head für das Mortgage and Securitized Team

BRAD GODFREY

Co-Head für das Emerging Markets Team

KATIE HERR

Head of Fixed Income Product Strategy

LAUREN HOCHFELDER

Co-Chief Executive Officer von MSREI, Head of MSREI Americas

JITANIA KANDHARI

Deputy CIO, Solutions & Multi Asset Group; Head of Macro & Thematic Research, Emerging Markets, Co-Lead Portfolio Manager, Passport Equity

VISHAL KHANUJA

Portfolio Manager, Co-Head für das Broad Markets Fixed Income Team

KYLE LEE

Portfolio Manager, Co-Head für das Emerging Markets Team

SCOTT R. NORBY

Private Credit & Equity

ANDREW SLIMMON

Senior Portfolio Manager, Head of Applied Equity Advisors

ANDREW SZCZUROWSKI

Portfolio Manager, Co-Head für das Mortgage & Securitized Team

STEVEN TURNER

Head of Investment Selection, Portfolio Solutions Group

MARK VAN DER ZWAN

Chief Investment Officer, Head für das AIP Hedge Fund Team

RISIKOERWÄGUNGEN

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 und der Wert der Portfolioanteile in der Folge geringer ist als zum Zeitpunkt des Erwerbs durch den Anleger. Marktwerte können sich aufgrund wirtschaftlicher und anderer Ereignisse (z. B. Naturkatastrophen, Gesundheitskrisen, Terrorismus, Konflikte und soziale Unruhen), die Märkte, Länder, Unternehmen oder Regierungen betreffen, täglich ändern. Der Zeitpunkt, die Dauer und mögliche negative Auswirkungen (z.B. Portfolio-Liquidität) von Ereignissen lassen sich nur schwer vorhersagen. Anleger können deshalb durch die Anlage in dieses Portfolio Verluste verzeichnen. Anleger sollten beachten, dass dieses Portfolio gewissen zusätzlichen Risiken ausgesetzt ist. **Assetallokation/Diversifikation** schützt Sie nicht vor Verlusten in einem bestimmten Markt, ermöglicht Ihnen aber, das Risiko auf verschiedene Anlageklassen zu verteilen. **Aktienkurse** reagieren im Allgemeinen auf unternehmensspezifische Aktivitäten. Anlagen an ausländischen Märkten sind mit besonderen Risiken verbunden. Dazu zählen politische und wirtschaftliche Risiken sowie Währungs- und Marktrisiken. Die Risiken einer Anlage in **Schwellenländern** übersteigen jene Risiken, die mit Investitionen in Industrieländern einhergehen. Bei Investitionen in **Anleihen** sind die Fähigkeit des Emittenten, Tilgungen und Zinszahlungen zeitgerecht zu leisten (Kreditrisiko), Änderungen der Zinssätze (Zinsrisiko), die Bonität des Emittenten sowie die allgemeine Marktliquidität (Marktrisiko) zu beachten. In einem **Umfeld steigender Zinsen** können Anleihekurse fallen und zu volatilen Phasen sowie zur verstärkten Rückgabe von Fondsanteilen führen. In einem Umfeld fallender Zinsen kann das Portfolio weniger Erträge erzielen. Langfristige Wertpapiere können auf Zinsänderungen sensibler reagieren. **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 oder zu verkaufen (Liquiditätsrisiko). Außerdem sind sie mit Kredit-, Markt- und Zinsrisiken verbunden. Bestimmte **US-Staatspapiere**, wie zum Beispiel die von Fannie Mae und Freddie Mac ausgegebenen Anleihen, werden nicht durch das Vertrauen in die Kreditwürdigkeit der USA besichert. Es ist möglich, dass diese Emittenten nicht über ausreichende Mittel verfügen, um ihre

Zahlungsverpflichtungen in Zukunft zu erfüllen. Der Emittent oder die staatliche Stelle, die die Rückzahlung staatlicher Schuldtitel überwacht, könnte nicht gewillt oder in der Lage sein, das Kapital und/oder die Zinsen bei Fälligkeit gemäß den Bedingungen der Schuldtitel zurückzuzahlen. Anlagen in **ausländischen Märkten** sind mit besonderen Risiken verbunden. Dazu zählen politische und wirtschaftliche Risiken sowie Währungs- und Marktrisiken. Die Risiken einer Anlage in Schwellenländern übersteigen jene Risiken, die mit Investitionen in Industrieländern einhergehen. Anlagen in Real Estate Investment Trusts (REITs) unterliegen Risiken, die mit denen vergleichbar sind, die mit dem direkten Immobilienbesitz einhergehen. Zudem sind sie gegenüber bestimmten Faktoren anfällig, wie den Fähigkeiten des Managements und Änderungen des Steuerrechts. **Beschränkt handelbare und illiquide Wertpapiere** sind möglicherweise schwieriger zu verkaufen und zu bewerten als börsengehandelte Titel (Liquiditätsrisiko). **Finanzderivate** können illiquide sein, Verluste unverhältnismäßig stark steigern und die Performance unter Umständen deutlich schmälern. Der Handel mit Rohstoffen und ein Engagement an den **Rohstoffmärkten** können mit erheblichen Risiken verbunden sein und das Portfolio einer erhöhten Volatilität aussetzen. **Nicht diversifizierte Portfolios** investieren häufig in eine begrenzte Anzahl von Emittenten. Veränderungen der Finanzlage oder des Marktwerts eines einzelnen Emittenten können daher zu einer höheren Volatilität führen. Durch die Anlage in **Wertpapieren von Investmentgesellschaften** unterliegt das Portfolio den Risiken, die den Wertpapieren im Portfolio dieser Investmentgesellschaft zugrunde liegen. Zusätzlich zu den Gebühren und Aufwendungen eines Portfolios trägt ein Portfolio in der Regel seinen Anteil an den Gebühren und Aufwendungen der Investmentgesellschaft. **Alternative Anlagen** sind nur für qualifizierte Anleger bestimmt. Alternative Anlagen, einschließlich **Hedgefonds**, bieten nur begrenzte Liquidität und sind unter anderem mit den Risiken verbunden, die mit Investitionen in Wertpapiere und Derivate, dem Einsatz von Hebelwirkung und Leerverkäufen verbunden sind. Eine Anlage in einen alternativen Investmentfonds kann spekulativ sein und sollte kein vollständiges Anlageprogramm darstellen. Diese Zusammenfassung dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder ein Angebot zum Verkauf noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Anteilen eines Fonds dar.

INDEXDEFINITIONEN

Der **Bloomberg Aggregate Bond Index** ist ein Index, der sich aus rund 6.000 öffentlich gehandelten Anleihen zusammensetzt. Dazu zählen US-Staatsanleihen, hypothekenbesicherte Anleihen, Unternehmensanleihen und Yankee Bonds mit einer durchschnittlichen Laufzeit von etwa zehn Jahren.

Der **S&P 500® Index** misst die Performance des Large-Cap-Segments des US-Aktienmarkts und deckt rund 75% des US-Aktienmarkts ab. Der Index umfasst 500 Branchenführer der US-Wirtschaft.

Der **S&P 500® Equal Weight Index (EWI)** ist die gleichgewichtete Variante des S&P 500. Der Index enthält die gleichen Bestandteile wie der kapitalisierungsgewichtete S&P 500, jedoch wird jedes Unternehmen im S&P 500 EWI bei jeder vierteljährlichen Neugewichtung mit 0,2% des Gesamtindex gewichtet.

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 Möglichkeiten des Marktes auf dem chinesischen Festland und in Hongkong aus der Perspektive eines internationalen Anlegers ab.

Der **MSCI Japan Index** ist ein um den Streubesitz bereinigter, nach Marktkapitalisierung gewichteter Index. Er bildet die Performance japanischer Wertpapiere ab, die an der Tokyo Stock Exchange, der Osaka Stock Exchange, der JASDAQ und der Nagoya Stock Exchange notiert sind. Der Aufbau des MSCI Japan Index basiert auf der Methode der investierbaren globalen MSCI-Indizes, die etwa 85% der Streubesitz-Marktkapitalisierung abdecken.

Der **MSCI World Index** ist ein um den Streubesitz bereinigter und nach Marktkapitalisierung gewichteter Index, der die Aktienmarkt-Performance der Industrieländer weltweit misst. Der Begriff „Streubesitz“ bezieht sich auf den Anteil der im Umlauf befindlichen Aktien, von dem angenommen wird, dass er Anlegern zum Kauf an den Aktienmärkten zur Verfügung steht. Die Performance des Index ist in US-Dollar angegeben, wobei von einer Wiederanlage der Netto-Dividenden ausgegangen wird.

Der **NCREIF Property Index** ist ein quartalsweise publizierter zusammengesetzter Total-Return-Index, der die Anlageperformance eines sehr großen Pools einzelner Gewerbeimmobilien abbildet, die auf dem Privatmarkt ausschließlich für Anlagezwecke erworben wurden.

WICHTIGE OFFENLEGUNGEN

Die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung ist keine Garantie für die künftige Wertentwicklung.

Bei den in diesem Dokument angegebenen Renditen handelt es sich um die Renditen von repräsentativen Indizes und nicht um die Performance einer bestimmten Anlage.

Es gibt keine Garantie dafür, dass eine Anlagestrategie unter allen Marktbedingungen funktioniert. Anleger sollten ihre Möglichkeit einer langfristigen Investition beurteilen, insbesondere in Zeiten eines Marktabschwungs.

Ein gesondert verwaltetes Konto (Separately Managed Account) eignet sich unter Umständen nicht für jeden Investor. Gesondert verwaltete Konten können Wertpapiere enthalten, die die Wertentwicklung eines bestimmten Index nicht notwendigerweise abbilden. 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 die Investmentmanager sind dem Formular ADV, Teil 2 zu entnehmen.

Die Ansichten und Meinungen und/oder Analysen entsprechen jenen des Verfassers oder des Anlageteams zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Materials. Sie können sich infolge veränderter Markt- oder Wirtschaftsbedingungen jederzeit ohne Vorankündigung 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 Mitarbeitenden von Morgan Stanley Investment Management (MSIM) und dessen verbundenen Unternehmen (gemeinsam die „Gesellschaft“) 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 Marktrenditen und Marktaussichten basieren auf dem Research, den Analysen und den Meinungen der Autoren oder des Anlageteams. Alle Schlussfolgerungen sind spekulativer Natur, müssen sich nicht zwingend bestätigen und verfolgen nicht die Absicht, zukünftige Entwicklungen bestimmter Strategien oder Produkte der Gesellschaft zu prognostizieren. Die zukünftigen Ergebnisse können in Abhängigkeit von Faktoren wie Veränderungen auf den Wertpapier- oder Finanzmärkten oder der allgemeinen Wirtschaftsbedingungen erheblich abweichen.

Bei der Erstellung dieses Materials wurden öffentlich verfügbare Informationen, intern entwickelte Daten und andere externe Informationsquellen herangezogen, die als zuverlässig erachtet werden. Für die Zuverlässigkeit dieser Informationen kann jedoch keine Gewähr übernommen werden. Die Gesellschaft hat Informationen aus öffentlichen und externen Quellen nicht unabhängig überprüft.

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 ausgegeben.

MSIM, die Vermögensverwaltungssparte von Morgan Stanley (NYSE: MS), und seine verbundenen Unternehmen haben Vereinbarungen geschlossen, um ihre gegenseitigen Produkte und Dienstleistungen zu vermarkten. Alle verbundenen Unternehmen von MSIM unterliegen der angemessenen Aufsicht des Landes, in dem sie tätig sind. Die verbundenen Unternehmen von MSIM sind: Eaton Vance Management (International) Limited, Eaton Vance Advisers International Ltd, Calvert Research and Management, Eaton Vance Management, Parametric Portfolio Associates LLC und Atlanta Capital Management LLC.

Dieses Material wurde von einem oder mehreren der folgenden Unternehmen ausgegeben:

EMEA:

Nur für professionelle Kunden/zugelassene Anleger.

In der EU werden Materialien von MSIM und Eaton Vance durch MSIM Fund Management (Ireland) Limited („FMIL“) herausgegeben. Die FMIL untersteht der Aufsicht der Central Bank of Ireland und ist eine in Irland unter der Handelsregisternummer 616661 eingetragene Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit Sitz in: 24-26 City Quay, Dublin 2, D02 NY19, Irland.

Bei dem vorliegenden Material handelt es sich um eine allgemeine Mitteilung, die nicht neutral ist. Alle vorliegenden Informationen wurden ausschließlich zu Informations- und Aufklärungszwecken 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 Investoren vor Anlageentscheidungen eine unabhängige Rechts- und Finanzberatung in Anspruch nehmen, die auch eine Beratung in Bezug auf steuerliche Auswirkungen umfasst.

Die Indizes werden nicht verwaltet und enthalten ferner keine Aufwendungen, Gebühren oder Ausgabeaufschläge. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. Sämtliche in diesem Dokument genannte Indizes (einschließlich eingetragener Marken) sind geistiges Eigentum des jeweiligen Lizenzgebers. Indexbasierte Produkte werden in keiner Weise von dem jeweiligen Lizenzgeber gesponsert, beworben, verkauft oder empfohlen, und es wird diesbezüglich keine Haftung übernommen.

Dieses Material wurde nicht von der Researchabteilung von Morgan Stanley erstellt und ist nicht als Researchmaterial oder -empfehlung zu verstehen.

Die Gesellschaft hat Finanzintermediären die Nutzung und Verteilung dieses Materials nicht genehmigt, es sei denn, eine solche Nutzung und Verteilung erfolgt im Einklang mit den geltenden Gesetzen und Vorschriften. Zudem sind Finanzintermediäre verpflichtet, sich zu vergewissern, dass die in diesem Material enthaltenen Informationen unter Berücksichtigung der Situation und Intention der jeweiligen Empfänger dieses Materials für diese geeignet sind. Die Gesellschaft haftet nicht für die Verwendung oder den Missbrauch dieses Materials durch solche Finanzintermediäre und übernimmt keine diesbezügliche Haftung.

Dieses Material kann in andere Sprachen übersetzt werden. Im Falle solcher Übersetzungen bleibt die englische Fassung maßgebend. Bei Unstimmigkeiten zwischen der englischen Version und einer anderssprachigen Version dieses Materials ist die englische Version maßgebend.

Ohne die ausdrückliche schriftliche Zustimmung der Gesellschaft darf dieses Material weder ganz noch teilweise auf direkte oder indirekte Weise vervielfältigt, kopiert, modifiziert, zur Erstellung eines abgeleiteten Werks eingesetzt, aufgeführt, ausgestellt, veröffentlicht, gepostet, lizenziert, eingebettet, verteilt oder übertragen werden oder sein Inhalt an Dritte weitergegeben werden. Dieses Material darf nicht verlinkt werden, sofern ein solcher Hyperlink nicht für den persönlichen und nicht kommerziellen Gebrauch bestimmt ist. Alle in dem vorliegenden Dokument enthaltenen Informationen sind das geistige Eigentum des Herausgebers und urheberrechtlich sowie gemäß anderen anwendbaren Gesetzen geschützt.

Eaton Vance ist Teil von Morgan Stanley Investment Management. Morgan Stanley Investment Management ist die Vermögensverwaltungssparte von Morgan Stanley.

In Ländern außerhalb der EU wird das Material von Morgan Stanley Investment Management Limited (MSIM Ltd.) herausgegeben. MSIM 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.

In der Schweiz werden Materialien von MSIM von Morgan Stanley & Co. International plc, London (Niederlassung Zürich) herausgegeben. Diese wurde von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht („FINMA“) zugelassen und unterliegen deren Aufsicht. Eingetragener Geschäftssitz: Beethovenstrasse 33, 8002 Zürich, Schweiz.

Außerhalb der USA und der EU werden von Eaton Vance herausgegebene Materialien von Eaton Vance Management (International) Limited („EVMI“), 125 Old Broad Street, London, EC2N 1AR, Großbritannien, herausgegeben. EVMI wurde in Großbritannien von der Financial Conduct Authority zugelassen und unterliegt deren Aufsicht.

Italien: MSIM FMIL (Zweigniederlassung Mailand), (Sede Secondaria di Milano) Palazzo Serbelloni Corso Venezia 16, 20121 Mailand, Italien. **Niederlande:** MSIM FMIL (Niederlassung Amsterdam), Rembrandt Tower, 11. Stock Amstelplein 1 1096HA, Niederlande. **Frankreich:** MSIM FMIL (Niederlassung Paris), 61 rue de Monceau 75008 Paris, Frankreich. **Spanien:** MSIM FMIL (Niederlassung Madrid), Calle Serrano 55, 28006, Madrid, Spanien. **Deutschland:** MSIM FMIL, Zweigniederlassung Frankfurt, Große Gallusstraße 18, 60312 Frankfurt am Main, Deutschland (Gattung: Zweigniederlassung (FDI gem. § 53b KWG)). **Dänemark:** MSIM FMIL (Kopenhagen Zweigniederlassung), Gorrissen Federspiel, Axel Towers, Axeltorv2, 1609 Kopenhagen V, Dänemark.

NAHER OSTEN:

Dubai: MSIM Ltd. (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).

Dieses Dokument wird herausgegeben im Dubai International Financial Centre von der Morgan Stanley Investment Management Limited (Representative Office), einem durch die Dubai Financial Services Authority (DFSA) regulierten Unternehmen. Es richtet sich ausschließlich an professionelle Anleger und Marktkontrahenten. Dieses Dokument ist nicht zur Weitergabe an Kleinanleger bestimmt. Diese sollten auch nicht auf Basis der in diesem Dokument enthaltenen Informationen handeln.

Dieses Dokument bezieht sich auf ein Finanzprodukt, das keinerlei Regulierung oder Genehmigung durch die DFSA unterliegt. Die DFSA ist nicht für die Überprüfung oder Verifizierung von Dokumenten in Verbindung mit diesem Finanzprodukt verantwortlich. Dementsprechend hat die DFSA dieses Dokument oder damit verbundene Unterlagen nicht genehmigt und auch keine Schritte unternommen, um die enthaltenen Informationen zu überprüfen, und sie übernimmt keine Verantwortung dafür. Das Finanzprodukt, auf das sich dieses Dokument bezieht, kann illiquide sein und/oder Beschränkungen im Hinblick auf den Wiederverkauf oder die Übertragung unterliegen. Interessierte Anleger sollten das Finanzprodukt einer eigenen Sorgfaltsprüfung unterziehen. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie sich an einen zugelassenen Finanzberater wenden.

USA:

NICHT DURCH DIE FDIC VERSICHERT. KEINE BANKGARANTIE. WERTVERLUST MÖGLICH. DURCH KEINE US-BUNDESBEHÖRDE VERSICHERT. KEINE EINLAGE.

LATEINAMERIKA (BRASILIEN, CHILE, KOLUMBIEN, MEXIKO, PERU UND URUGUAY)

Dieses Material ist nur zur Verwendung mit einem institutionellen oder qualifizierten Anleger bestimmt. Alle hierin enthaltenen Informationen sind vertraulich. Sie dienen ausschließlich der Verwendung und Prüfung durch den vorgesehenen Empfänger und dürfen nicht an Dritte weitergegeben werden. Dieses Material wird ausschließlich zu Informationszwecken bereitgestellt und stellt kein öffentliches Angebot, keine Aufforderung oder Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Produkten, Dienstleistungen, Wertpapieren und/oder Strategien dar. Eine Investitionsentscheidung sollte erst nach der Lektüre der Strategiedokumentation und der Durchführung einer gründlichen und unabhängigen Due Diligence getroffen werden.

ASIEN-PAZIFIK

Hong Kong: Dieses Material wird 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 dieses Materials 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 wird von Morgan Stanley Investment Management Company herausgegeben und

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. Diese Publikation wurde nicht durch die Monetary Authority of Singapur überprüft. **Australien:** Dieses Material wird von Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Ltd ABN 2212204-0037, AFSL No. 314182 und den mit ihr verbundenen Unternehmen zur Verfügung gestellt und stellt kein Angebot von Anteilen dar. Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited vermittelt verbundenen Unternehmen von MSIM Finanzdienstleistungen für australische Großhandelskunden. Beteiligungen werden nur unter Umständen angeboten, unter denen keine Offenlegung gemäß dem Corporations Act 2001 (Cth) (der „Corporations Act“) erforderlich ist. Kein Angebot von Beteiligungen wird als Angebot von Anteilen unter Umständen ausgegeben, unter denen eine Offenlegung gemäß dem Corporations Act erforderlich ist, und ein solches Angebot wird nur Personen unterbreitet, die die Kriterien eines „Großhandelskunden“ (gemäß der Definition im Corporations Act) erfüllen. Dieses Material wird nicht bei der Australian Securities and Investments Commission hinterlegt.

Japan: An professionelle Investoren wird dieses Material nur zu Informationszwecken verteilt. Anderen Anlegern wird dieses Material in Zusammenhang mit Vermögensverwaltungsmandaten („IMAs“) und Anlageverwaltungsverträgen („IAAs“) mit Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd („MSIM“) zur Verfügung gestellt. Dieses Dokument dient nicht als Empfehlung oder Aufforderung für Transaktionen oder dazu, bestimmte Finanzinstrumente anzubieten. Im Rahmen eines Vermögensverwaltungsmandats definiert der Kunde grundlegende Richtlinien für die Verwaltung der Vermögenswerte und erteilt MSIM den Auftrag, alle Anlageentscheidungen auf der Grundlage einer Analyse des Wertes usw. der Wertpapiere zu treffen, und MSIM nimmt diesen Auftrag an. Der Kunde überträgt MSIM die für die Durchführung von Kapitalanlagen erforderlichen Befugnisse. MSIM übt diese Befugnisse auf der Grundlage von Anlageentscheidungen von MSIM aus, und der Kunde wird keine einzelnen Anweisungen erteilen. Alle Anlagegewinne und -verluste entfallen auf den Kunden; das Kapital ist nicht garantiert. 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. 2,20% p. a. (inkl. Steuern)) multipliziert und das Ergebnis ins Verhältnis zur Vertragslaufzeit gesetzt. Bei einigen Strategien kann zusätzlich zu der oben genannten Gebühr eine Erfolgsgebühr anfallen. Indirekte Gebühren können ebenfalls anfallen, etwa Maklerprovisionen bei der Aufnahme von Wertpapieren. Da diese Gebühren und Kosten je nach Vertrag und anderen Faktoren unterschiedlich sind, kann MSIM die Preise, Obergrenzen usw. nicht im Voraus angeben. Alle Kunden sollten vor Vertragsabschluss die zur Verfügung gestellten Dokumente sorgfältig lesen. Dieses Material wird in Japan von MSIM, Registernummer 410 (Director of Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firms)) herausgegeben. Mitgliedschaften: Japan Securities Dealers Association, The Investment Trusts Association (Japan), Japan Investment Advisers Association und Type II Financial Instruments Firms Association.