

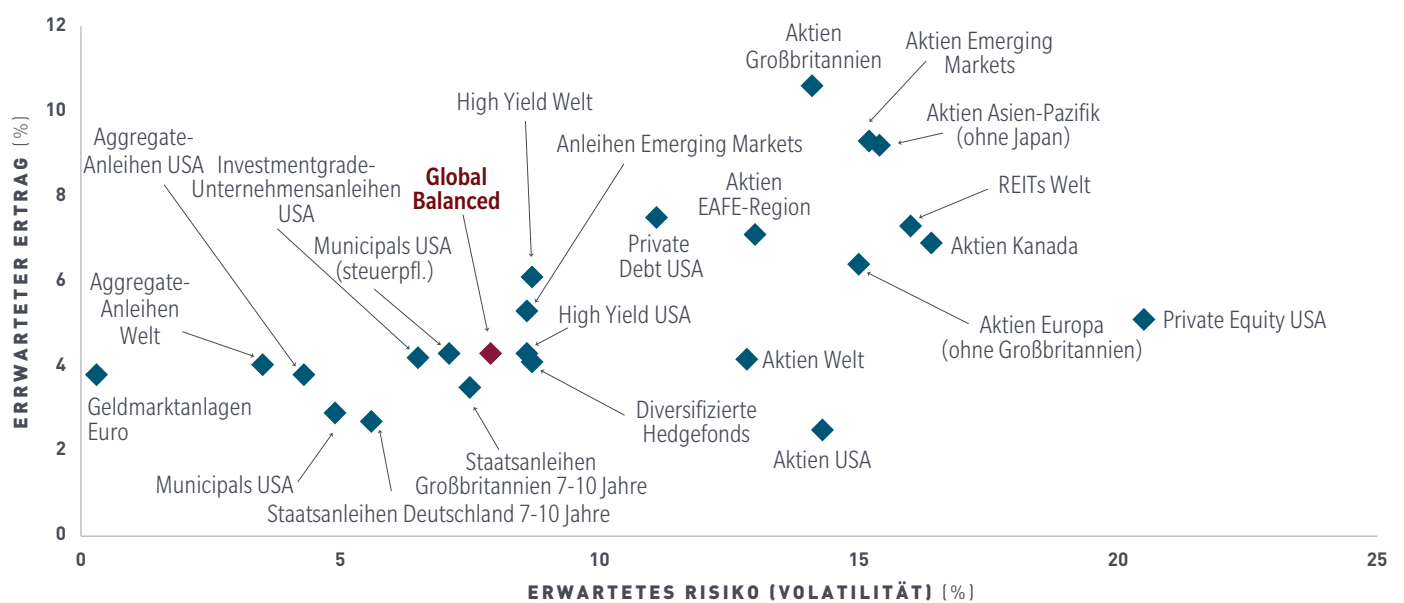
Zusammenfassung

Unsere langfristigen Kapitalmarkterwartungen aus dem Januar 2024 enthalten Ertrags- und Risikoprognosen für zahlreiche Assetklassen und Regionen. Im Folgenden fassen wir unsere Ergebnisse zusammen, nennen Einzelheiten und beschreiben unsere derzeitige Sicht auf Wirtschaft und Märkte.

Bei internationalen Aktien rechnen wir mit einem langfristigen Gesamtertrag von nominal 4,2% p.a., etwas unter unseren Juli-Erwartungen von 4,6%. 2023 haben sich internationale Aktien erstaunlich stark erholt und den Großteil ihrer Verluste aus dem Jahr 2022 wettgemacht. Die große Anlegerbegeisterung für alles, was mit KI zu tun hat, sorgte für kräftige Kursgewinne der Magnificent Seven, einer Gruppe hochkapitalisierter US-Wachstumswerte. Sie erholten sich von ihrem fast 40-prozentigen Verlust im Jahr 2022 und stiegen im Dezember auf neue Hochs. Alle sieben Aktien haben etwas mit Technologie zu tun, doch unterscheiden sich Kerngeschäft, Wachstum und Geschäftsstrategie stark. Weil sie außerdem verschiedenen Branchen angehören, führte die Rallye zu hohen Kursgewinnen dreier US-Aktienmarktsektoren: Technologiewerte legten 2023 um etwa 58% zu, Kommunikationsdienstleistungswerte um 56% und Konsumgebrauchsgüterwerte um 42%. Ganz hinten lagen 2023 Versorger-, Basiskonsumgüter- und Energieaktien.

Viele Anleger hatten damit gerechnet, dass die Zinserhöhungen 2023 endlich das Wachstum bremsen würden, aber die Konjunktur war überraschend stabil. Im März griff die Fed entschlossen ein, um die Märkte nach der Mini-Bankenkrise wieder zu beruhigen. Durch die Laufzeiteninkongruenz von Aktiva und Passiva und den Abfluss von Einlagen waren mehrere US-Regionalbanken in Schwierigkeiten geraten. Bis zur Jahresmitte folgten weitere Zinserhöhungen, die letzte im Juli. Damit hat die Fed ihren Leitzins elf Mal in Folge angehoben; die Zinspause in der zweiten Jahreshälfte war also eine echte Veränderung. Zwar ist die Geldpolitik noch immer restriktiv, doch konnte die Fed wegen der nachlassenden Inflation auf weitere Erhöhungen verzichten. Bald dürften Zinssenkungen möglich werden.

Abbildung 1: Der langfristige Kapitalmarktausblick von MFS



Global Balanced = 60% Aktien Welt/40% Anleihen Welt. Risiko (Volatilität) gemessen an der Standardabweichung.

Ein Global-Balanced-Portfolio dürfte einen nominalen Gesamtertrag von 4,3% bei 7,9% Volatilität erzielen.

Weil die Inflation im Dezember auf 3,4% z.Vj. fiel und jetzt deutlich unter den 9,1% vom Juni 2022 liegt, kann die Fed jetzt erst einmal abwarten, vor allem bei einer allmählich etwas schwächeren Konjunktur. Andere Notenbanken wie die Europäische Zentralbank (EZB) und die Bank of England kämpfen hingegen weiter gegen die hohe Teuerung. Daher müssen Zinssenkungen hier noch warten.

Trotz des geringen Anstiegs der Unternehmensgewinne haben vor allem US-Aktien mit über 60% Anteil am MSCI AC World Index für Gewinne gesorgt, vor allem wegen ihrer steigenden Bewertungen. Ende 2022 lag das KGV auf Basis der erwarteten 12-Monats-Gewinne nur bei knapp 17, Ende 2023 aber bei fast 20 und damit über seinem Zehnjahresdurchschnitt. Auch japanische Aktien legten kräftig zu, in US-Dollar gerechnet 2023 um 20% (Gesamtertrag). Zwar ist der Anteil Japans mit 5,4% am internationalen Aktienindex deutlich kleiner als der der USA, aber größer als der aller übrigen Länder. Auch europäische Aktien sind 2023 kräftig gestiegen, vor allem die zu Jahresbeginn noch sehr niedrig bewerteten Papiere aus Italien und Deutschland.

In den nächsten zehn Jahren dürften vor allem das moderate reale Umsatzwachstum und die Dividenden für Gewinne sorgen. Die Bewertungen, die Anfang 2023 etwa ihrem Langfristdurchschnitt entsprachen, liegen jetzt wieder am oberen Ende ihrer langfristigen Spanne und dürften daher als Kurstreiber wegfallen. Die Gewinnmargen internationaler Unternehmen liegen mit etwa 10,1% nur knapp unter ihren Allzeithochs, auf jeden Fall aber über ihrem Zehnjahresdurchschnitt von 8,9%. Damit die Aktienerträge die Erwartungen übertreffen, müssen Umsätze und Dividenden also kräftig steigen. Im Anleihenbereich halten wir zahlreiche Marktsegmente für sehr interessant. Erstmals seit Jahren bieten US-Staatsanleihen wieder ordentliche Renditen über alle Laufzeiten. Die Credit Spreads bleiben zwar eng, doch sind die Gesamrenditen heute so hoch wie nur selten in den letzten zehn Jahren. Die höheren Einstiegsrenditen sind ein überzeugendes Argument für Qualitätsanleihen, vor allem angesichts ihrer (geringeren) Risiken. Wenn die Notenbanken ihre Zinserhöhungen beendet haben, lohnte es sich oft, die Duration zu verlängern. Die Kombination aus hohen Staatsanleihenrenditen und einem positiven Ausblick für die Kreditqualität spricht sehr für Unternehmensanleihen. Insgesamt rechnen wir bei internationalen Anleihen mit einem langfristigen nominalen Gesamtertrag von 4,0% p.a., nach 3,6% im Juli.

2023 war also ein sehr gutes Aktienjahr. Es ist überraschend, wie erfolgreich viele Unternehmen ihre Gewinnmargen trotz hoher Zinsen, hoher Faktorkosten und steigender Löhne verteidigt haben. Vielleicht erklärt sich das mit den hohen Staatsausgaben, der verstärkten Nutzung von Technologie und der günstigen Refinanzierung von Fremdkapital in den Jahren zuvor. Auch der stabile Arbeitsmarkt könnte eine Rolle spielen. Die Löhne sind zwar gestiegen, doch akzeptierten die Verbraucher deshalb möglicherweise höhere Preise. Die Unternehmen konnten steigende Kosten daher weitergeben und mussten sie nicht selbst tragen.

### Ein Blick auf den Arbeitsmarkt

Was aber könnte der Grund für den anhaltenden Personalmangel sein? Eine mögliche Ursache ist, dass die Partizipationsquote noch immer niedriger ist als vor Corona, weil viele über 55-jährige nicht mehr an einer neuen Beschäftigung interessiert sind. Dafür könnte es mehrere Gründe geben: Vielleicht haben sie die Angst vor dem Rentnerdasein überwunden, haben sich an das Leben fern vom Büro gewöhnt oder können aus gesundheitlichen Gründen nicht wieder arbeiten. Da es deutlich weniger Arbeitssuchende als offene Stellen gibt, scheinen Arbeitnehmer erstmals seit Jahrzehnten echte Verhandlungsmacht zu haben. Deshalb sind die Löhne zuletzt um 5% p.a. gestiegen, gegenüber durchschnittlich 2,8% in den 2010ern. Für viele Unternehmen sind die Arbeitskosten ein großer, wenn nicht der größte Kostenblock. Steigende Löhne bedeuten daher niedrigere Gewinnmargen, falls sie nicht ihre Güter und Dienstleistungen teurer verkaufen. Als die Inflation 2021 und 2022 stieg, konnten viele Unternehmen die höheren Arbeitskosten weitergeben, sei es durch Preiserhöhungen oder durch kleinere Packungsgrößen, die sogenannte „Shrinkflation“. Jetzt, wo die Inflation nachlässt, könnte das schwieriger werden, sodass die Gewinnmargen unter Druck geraten können. Zuletzt ist die Inflation in vielen Gütergruppen deutlich zurückgegangen. Die Preismacht vieler Unternehmen könnte an ihre Grenzen gestoßen sein.

### Notenbanken im Blickpunkt

Nach den vielen Zinserhöhungen der letzten zwei Jahre scheint jetzt eine neue Phase zu beginnen, in der die Notenbanken die Zinsen nicht weiter anheben und erst einmal die Auswirkungen der bisherigen Zinsschritte auf die Wirtschaft prüfen. Als der Fed klar

wurde, dass sie vielleicht zu spät auf die hohe Inflation reagiert hat, begann 2022 der schnellste und stärkste Erhöhungszyklus seit den 1980ern. In den USA wurde die Geldpolitik vermutlich am stärksten gestrafft, doch stand die Fed hier keineswegs allein da. Laut Reuters haben die G10-Notenbanken ihre Leitzinsen bis September 2023 zusammen insgesamt 36-mal angehoben, um insgesamt 1.150 Basispunkte. Die Fed beendete ihre Zinserhöhungen nach der Offenmarktausschusssitzung vom Juli. Wir glauben, dass ohne größere Inflationsüberraschungen keine weiteren Anhebungen mehr zu erwarten sind. Andere Notenbanken könnten dem amerikanischen Beispiel folgen, doch könnte es angesichts der Inflationsentwicklung noch etwas dauern. Die nachlassende Inflation und die bisweilen schwächere Konjunktur machen aber auch in anderen Ländern Zinspausen möglich, solange die Notenbanken auf neue Zahlen warten. Für Zinssenkungen könnte es aber noch zu früh sein. Der Dotplot – die Zinserwartungen, die die Fed selbst nach ihrer Dezembersitzung veröffentlichte – geht von Senkungen um 75 Basispunkte im Jahr 2024 aus, was der Markt als Kehrtwende auffasste. Unklar ist aber, wann sie beginnen. Die Fed deutet an, dass es wohl erst im weiteren Verlauf des Jahres so weit sein wird. Am Markt rechnet man aber schon bis Ende des 1. Quartals damit – und geht von etwa doppelt so vielen Zinssenkungen aus wie die Notenbank. Wir halten diese Erwartungen für übertrieben.

Die Weltbank erwartet für 2024 2,7% reales Weltwirtschaftswachstum. Das wäre weniger als 2023 und deutlich weniger als die 6% von 2021. Die USA bleiben eine der stärksten Volkswirtschaften, vor allem wegen des soliden privaten Verbrauchs und der hohen Ersparnisse aus der Coronazeit, zumal auch die Bundeshilfen für Einzelstaaten und Kommunen noch nicht vollständig ausgegeben sind. Es gibt aber erste Anzeichen dafür, dass den Verbrauchern allmählich das Geld ausgeht. Kreditkartenkredite nehmen ebenso zu wie Ratenkäufe, die faktisch nichts anderes sind als kurzfristige Kredite. Da aber eine einheitliche Regulierung fehlt, fürchten die Aufsichtsbehörden hier eine Art „Schattenkredite“ ohne ausreichenden Verbraucherschutz. Die Zahlungsausfälle von Kreditkartenkrediten steigen allmählich, allerdings von einem sehr niedrigen Niveau. Noch sind sie kein Hinweis auf große Probleme der Verbraucher.

In Europa hat das Wirtschaftswachstum wegen der höheren Inflation, der höheren Zinsen und des schwachen privaten Konsums deutlich nachgelassen. In Deutschland droht sogar eine Rezession. Das Geschäftsklima lässt nach und der Immobilienmarkt leidet unter dem drastischen Anstieg der Hypothekenzinsen. In Italien hat die Notenbank gerade erst ihre Wachstumsprognose gesenkt, da die strengeren Kreditbedingungen die Ausgabenfreude von Verbrauchern und Unternehmen bremsen. Eine Stagnation gilt hier noch als Positivszenario.

In Asien war man zunächst sehr hoffnungsvoll, weil in Japan, der drittgrößten Volkswirtschaft der Welt, endlich wieder mehr Wachstum bei mehr Inflation möglich schien. Doch jetzt wird man auf den Boden der Tatsachen zurückgeholt. Nach der deutlich stärkeren Konjunktur im Sommer ist die Wirtschaft im 3. Quartal wieder geschrumpft, weil Ausgaben und Investitionen fielen. Dem Anlegerinteresse an japanischen Aktien hat das aber nicht geschadet; der Nikkei 225 Index ist 2023 um über 20% gestiegen. Langfristig könnten echte Verbesserungen der Corporate Governance und stärkere Handelsbündnisse japanischen Aktien nützen. China bemüht sich noch immer um mehr Wachstum, kämpft aber weiterhin mit einem schwachen Wohnimmobilienmarkt, schlechter Marktstimmung und einer unberechenbaren Regulierungspolitik. Auch die Jugendarbeitslosigkeit bleibt ein Problem. Nach einer Studie des Council on Foreign Relations aus dem September 2023 ist sie auf ein Rekordhoch von 21,3% gestiegen.

Manche Emerging-Market-Notenbanken, die ihre Leitzinsen frühzeitig erhöhten, haben die Geldpolitik schon wieder ansatzweise gelockert. Weitere dürften folgen, wenn auch die Industrieländernotebanken ihre Zinsen senken. Lokalwährungsanleihen könnten von einer weiteren Dollarabwertung profitieren. Schon jetzt ist die US-Währung unter ihre Höchststände von 2022 gefallen.

Weltweit bekommen viele Volkswirtschaften die Auswirkungen steigender Zinsen zu spüren. Daher dürften sich Wachstum und Inflation 2024 nicht überall gleich entwickeln. Höhere Zinsen wirken sich unterschiedlich aus: So sind in den USA Festzinshypotheken üblich. In Kanada und vielen europäischen Ländern werden die Hypothekenzinsen hingegen regelmäßig angepasst, sodass Hausbesitzer von Zinsschwankungen betroffen sind. Auch sind die Verbraucher nicht überall gleich stark verschuldet. Besonders hoch sind die Schulden privater Haushalte beispielsweise in Kanada; hier liegen sie deutlich über denen in anderen Industrieländern.

### PORTFOLIOÜBERLEGUNGEN FÜR 2024

Für gemischte Portfolios war 2022 eines der schlechtesten Jahre überhaupt. 2023 war es dann eines der besten, weil Aktien und Anleihen gleichermaßen zulegen. Mit einem klassischen 60/40-Portfolio hat man 2023 über 17% verdient – gut für Investoren, die nach den Verlusten 2022 der Versuchung widerstanden, sich an den Geldmarkt zurückzuziehen. Langfristig sind Balanced-Strategien vor allem deshalb interessant, weil Gewinne der einen Assetklasse Verluste der anderen meist ausgleichen. Aber 2023 lagen sowohl US-Aktien als auch US-Anleihen im Plus. Der S&P 500 stieg um etwa 26%, vor allem

wegen der Gewinne der von den Medien so genannten Magnificent Seven von über 100%. Die Kombination aus einer guten Performance und einem hohen Indexanteil sorgte für hohen Indexertrag, obwohl die übrigen Aktien deutlich schwächer waren.

Wenn Anleger Magnificent Seven hören, denken sie oft an eine homogene Gruppe von Aktien. Dabei unterscheiden sich ihre Fundamentaldaten erheblich voneinander, ebenso wie die Führungsmodelle und die Geschäftsaussichten. Wir meinen daher, dass Investoren die sieben Aktien nicht als Einheit betrachten sollten, auch wenn zumindest einige von ihnen von der Künstlichen Intelligenz profitieren. Manche der Magnificent Seven stellen die dafür nötige Infrastruktur zur Verfügung, andere ermöglichen Staat, Unternehmen und Verbrauchern die Nutzung von KI.

Schon oft haben wir aber geschrieben, dass wie bei vielen neuen Technologien noch sehr viel Lernbedarf besteht. Die Umsetzung ist nicht immer einfach und bisweilen wird es überraschen, welche Unternehmen von KI profitieren und welche durch sie in Schwierigkeiten geraten. So war es auch bei anderen neuen Technologien wie dem PC und dem Internet. Abgesehen von den Magnificent Seven sehen wir weiterhin Chancen bei hochwertigen amerikanischen Substanzwerten aus den Bereichen Luftfahrt und Verteidigung, Lebensmittel und Getränke und Elektrizitätsversorgung. Auch wenn hoch kapitalisierte US-Wachstumswerte zuletzt im Blickpunkt standen, war die annualisierte Performance amerikanischer Substanz- und Wachstumswerte von 2021 bis 2023 nahezu gleich. Man sollte keinen der beiden Stile vernachlässigen.

Wir bevorzugen nach wie vor internationale Aktien gegenüber US-Titeln, vor allem wegen ihrer günstigeren Bewertungen und höheren Dividenden, aber auch wegen ihres besseren Diversifikationspotenzials. Europäische wie japanische Aktien legten 2023 kräftig zu, sodass der MSCI EAFE um 18% stieg. Viele Anleger sind wegen der Mindererträge anderer Industrieländeraktien gegenüber US-Titeln enttäuscht. In unseren langfristigen Kapitalmarkt-erwartungen gehen wir aber davon aus, dass nicht amerikanische Aktien US-Titel in den kommenden zehn Jahren deutlich hinter sich lassen werden.

Ähnliches gilt für Emerging-Market-Aktien, doch gibt es hier einige wichtige Unterschiede. Weltwirtschaft und Welthandel versprechen Chancen für Länder, die von der sogenannten „Reglobalisierung“ profitieren können, der beginnenden Veränderung der internationalen Handelsbeziehungen und Lieferketten. Ein Beispiel ist Indien, dessen Industrie sehr interessant scheint. Um die Reglobalisierung zu nutzen, investiert der Staat viel in Infrastruktur. Das ist auch dringend nötig, um den Wettbewerb mit anderen Entwicklungsländern zu bestehen. Für Indien werden 2024 über 7% Wirtschaftswachstum erwartet und damit etwa so viel wie 2023. Das Interesse an Ländern wie Vietnam

und Thailand wächst ebenfalls, weil amerikanische und europäische Unternehmen ihre Lieferketten zu diversifizieren suchen. Wir warnen allerdings vor passiven Anlagen in Emerging-Market-Aktien, vor allem wegen des hohen Indexanteils Chinas. Fast 30% des MSCI Emerging Markets Index entfallen auf das Land, dessen Aktien in den letzten drei Jahren etwa 42% verloren haben. Zwar sind ausgewählte chinesische Einzelwerte noch immer interessant, doch muss man unbedingt wählerisch sein und differenzieren.

# Kapitalmärkte

Januar 2024

Region	Assetklasse	Langfristige Ertragserwartungen <sup>1</sup>	Langfristige Risikoerwartungen
	Inflation	2,7%	1,0%
<b>Aktien (nicht währungsgesichert)</b>			
<b>USA</b>	Aktien USA	2,5%	14,3%
	Large Caps USA	2,3%	13,8%
	Small Caps USA	4,6%	19,0%
<b>REGIONEN (OHNE USA)</b>	Aktien Asien-Pazifik (ohne Japan)	9,2%	15,4%
	Aktien EAFE	7,1%	13,0%
	Aktien Emerging Markets	9,3%	15,2%
	Aktien Europa (ohne Großbritannien)	6,4%	15,0%
	Aktien Welt	4,2%	12,8%
<b>LÄNDER</b>	Aktien Australien	6,6%	18,5%
	Aktien Kanada	6,9%	16,4%
	Aktien Japan	5,1%	13,7%
	Aktien Großbritannien	10,6%	14,1%
<b>Anleihen (währungsgesichert)</b>			
<b>EUROPA</b>	Geldmarktanlagen Euro	3,8%	0,3%
	Staatsanleihen Großbritannien 7-10 Jahre	3,5%	7,5%
	Staatsanleihen Deutschland 7-10 Jahre	2,7%	5,6%
<b>USA</b>	Aggregate-Anleihen USA	3,8%	4,3%
	High Yield USA	4,3%	8,6%
	Investmentgrade-Unternehmensanleihen USA	4,2%	6,5%
	Municipals USA	2,9%	4,9%
	Municipals USA (steuerpfl.)	4,3%	7,1%
<b>WELT</b>	Anleihen Emerging Markets	5,3%	8,6%
	Aggregate-Anleihen Welt	4,0%	3,5%
	High Yield Welt	6,1%	8,7%
	Investmentgrade-Anleihen Welt	4,7%	5,4%
<b>EUROPA (CREDITS)</b>	Aggregate-Anleihen Europa	3,3%	4,5%
	High Yield Europa	4,8%	9,9%
	Investmentgrade-Anleihen Europa	3,7%	4,6%
<b>Alternative Anlagen (nicht währungsgesichert)</b>			
<b>ILLIQUIDE ANLAGEN</b>	Private Equity USA <sup>2</sup>	5,1%	20,5%
	Direkte Immobilienanlagen USA	5,3%	12,9%
	Diversifizierte Hedgefonds	4,1%	8,7%
	Private Debt USA	7,5%	11,1%
<b>LIQUIDE ANLAGEN</b>	REITs Welt	7,3%	16,0%
	Infrastruktur Welt	6,1%	10,6%
	Rohstoffe	6,5%	13,3%

<sup>1</sup> Geometrisch berechnete Erträge.

<sup>2</sup> Ab Januar 2022 hat sich die Methodik für die Ermittlung des Private-Equity-Risikos geändert: Statt eines Dachfondsproxy werden seitdem börsennotierte Private-Equity-Firmen herangezogen.

## Anhang

Der langfristige Kapitalmarktausblick von MFS aus dem Januar 2024 enthält unsere Ertrags- und Risikoerwartungen für Aktien, Anleihen und alternative Anlagen für Länder, Regionen und weltweit. Mit diesem Ausblick wollen wir unsere Kunden über unsere strategischen langfristigen Einschätzungen unterschiedlicher Märkte weltweit informieren. Für unseren Ausblick verfolgen wir einen selbst entwickelten Top-down-Ansatz. Grundlage unserer Prognosen sind quantitative länderspezifische Modelle, zum Teil ergänzt um Fundamenteinschätzungen unserer Teams für Aktien und Anleihen.

Wir erstellen Prognosen für 26 Länder, darunter 18 Industrieländer und acht Emerging Markets.

### Aktienausblick

Die Aktienmarkterwartungen von MFS werden als nicht währungs-gesicherter nominaler Gesamtertrag angegeben. Sie beruhen auf der Analyse wichtiger Faktoren.

In unsere Modelle fließen auch frühere Marktdaten und Erkenntnisse über die Rückkehr zum Mittelwert (Mean Reversion) ein. Das Tempo der Mean Reversion und die Zielwerte werden gemäß unseren Vergangenheitsanalysen und Prognosen angepasst. Die angegebenen Ertragszahlen sollten als Mittelwert der erwarteten Spanne betrachtet werden.

### Anleihenausblick

Die Anleihenmarkterwartungen von MFS werden als nominaler Gesamtertrag angegeben, abgesichert in der Währung des Investors.

Auch unser Anleihenmodell beruht auf wichtigen Faktoren. Ebenso wie in unser Aktienmodell fließen auch in das Anleihenmodell Erkenntnisse zum Tempo der Mean Reversion und Zielwerte ein. Grundlagen sind sorgfältige Analysen der Vergangenheit und Prognosen.

Wir prognostizieren die Erträge aus Carry, Renditeveränderung und Roll-down; ggf. bereinigt um Ausfallverluste. Mit diesem Analyserahmen formulieren wir Erwartungen für eine Reihe von Staatsanleihen, internationale Credits und regionale Credit-Märkte. Dabei passen wir unsere Modelle an die besonderen Eigenschaften der einzelnen Anleihenmärkte an.

### Ausblick für alternative Anlagen

Aufgrund der besonderen Eigenschaften von alternativen Anlagen und der unterschiedlichen maßgeblichen Faktoren verfolgen wir hier bei jeder Wertpapierart einen speziellen Ansatz. Unsere Prognosen der Aktien- und Anleihenmärkte fließen in unsere Modelle für alternative Anlagen ein.

### Währungsausblick

Unsere Währungserwartungen beruhen auf einem Mean-Reversion-Ansatz. Angegeben ist der erwartete nominale Mehrertrag einer Währung, also der nominale Gesamtertrag abzüglich der inländischen Zinsen. Die Prognosen der in- und ausländischen Zinsen stammen aus dem Geldmarkt-Prognosemodell für die langfristigen Kapitalmarkterwartungen von MFS. Die nominale Wechselkursänderung entspricht der realen zzgl. der Inflationsdifferenz zwischen den beiden Ländern.



### GLOSSAR

#### Wichtige Faktoren für den Aktienausblick

Unsere Aktienmarkterwartungen messen wir anhand der Indizes für jedes Land.

**Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV):** gleitendes 12-Monats-KGV gemessen als Quotient aus Indexstand und gleitenden 12-Monats-Gewinnen der Indexunternehmen. Wir nutzen das KGV als Bewertungsmaß. Wir gehen davon aus, dass das KGV auf sehr lange Sicht auf 18 zurückgeht.

**Gewinnmarge:** Maß für die Rentabilität in Prozent. Wir gehen davon aus, dass die Margen zu ihrem langfristigen Durchschnitt zurückkehren.

**Umsatzwachstum:** Maß für den Anstieg oder den Rückgang des Umsatzes je Aktie. Zur Prognose vergleichen wir theoriegestützt aktuelle Niveaus und langfristige Trends.

**Dividenden:** Dividenden werden in Prozent angegeben. Wir gehen davon aus, dass die Ausschüttungsquote eines Landes in unserem Prognosezeitraum ihrem gleitenden 5-Jahres-Durchschnitt entspricht.

#### Wichtige Faktoren für den Anleiheausblick

Unsere Anleihenmarkterwartungen messen wir anhand der Indizes für jedes Land.

**Nominale Rendite:** Indexrendite. Die nominale Rendite setzt sich aus der realen Rendite und den Inflationserwartungen zusammen.

**Reale Rendite:** Die laufende reale Rendite entspricht der nominalen Rendite abzüglich der gleitenden 5-Jahres-Veränderung des Verbraucherpreisindex.

**Carry:** Der Carry-Ertrag ist der Mittelwert aus aktueller und erwarteter nominaler Rendite.

**Ertrag durch Renditeveränderung:** annualisiertes Produkt aus erwarteter Renditeveränderung und der aktuellen Duration

**Inflation:** Gleitende 5-Jahres-Veränderung des US-Verbraucherpreisindex. Wir gehen davon aus, dass die Inflation zu ihrem Gleichgewichtswert zurückkehrt.

**Roll-down:** erwarteter Roll-down-Ertrag auf Grundlage der Indexduration und der Steigung der Zinsstrukturkurve im relevanten Laufzeitsegment

**Regionale Credit-Märkte:** Bei regionalen Credit-Märkten betrachten wir mehrere wichtige Faktoren: durationsspezifischer risikoloser Ertrag, Spreadertrag und Verlust.

**Durationsangepasster risikoloser Ertrag:** prognostizierter Ertrag eines Staatsanleihenportfolios mit der gleichen Duration und Nationalität wie der betrachtete Credit

**Spreadertrag:** Differenz zwischen der Indexrendite und der Rendite der Staatsanleihen des gleichen Landes. Das ist der Ertrag, den man dafür erhält, dass man ein Credit-Risiko eingeht.

**Ausfallverluste:** Ihre Berechnung erfolgt auf Grundlage der Ausfallquoten der Vergangenheit und der Veränderung der Kreditqualität des zu prognostizierenden Index.

**Internationale Credits:** Wegen der Komplexität durch unterschiedliche Durationen und Ausfallquotenannahmen in verschiedenen Ländern nutzen wir die laufende Rendite des Index und subtrahieren die Ausfallerwartungen auf Grundlage der erwarteten Ausfallquoten.

**Inflationsgeschützte US-Treasuries (TIPS):** Für TIPS prognostizieren wir eine künftige reale Rendite auf Grundlage der gleichen Annahmen zur Mean Reversion, die wir bei anderen Staatsanleihenindizes zugrunde legen. Dann berechnen wir einen realen Carry-Ertrag, einen Ertrag aufgrund der Veränderungen der realen Renditen und einen realen Roll-down-Ertrag. Dabei gehen wir genauso vor wie bei der Berechnung der nominalen Versionen dieser Erträge bei Staatsanleihenindizes. Um einen nominalen Ertrag zu ermitteln, berücksichtigen wir die Inflationserwartungen.

**US-Geldmarktanlagen:** Unsere Schätzung der Entwicklung von US-Geldmarktanlagen entspricht der Summe der erwarteten realen Geldmarktsätze und der erwarteten Inflation. Beide beruhen auf der Annahme ihrer Rückkehr zum Mittelwert.

#### Wichtige Faktoren für den Ausblick für alternative Anlagen

**Immobilienanlagen:** Zur Prognose internationaler Immobilien trusts (REITs) betrachten wir die laufende Dividendenrendite, weil REITs einen erheblichen Teil ihrer betrieblichen Erträge als Dividenden ausschütten.

Für Direktanlagen in US-Immobilien erfassen wir das Verhältnis zwischen REITs und direkten Immobilienanlagen der Vergangenheit, indem wir die Erträge der direkten Immobilienanlagen „entglätten“ und das Beta schätzen.

**Private Equity:** Für unsere Private-Equity-Prognose bereinigen wir unsere Einschätzungen der internationalen Industrieländermärkte um das höhere Risiko von Private-Equity-Anlagen.

**Internationale Infrastrukturanlagen:** Unsere Infrastrukturprognosen beruhen auf dem Verhältnis zwischen börsennotierten Infrastrukturinvestments und Immobilienanlagen.

**Hedgefonds:** Hedgefondsanlagen sind gemeinschaftliche Anlagen, die der Manager nach eigenen Einschätzungen steuert. Deshalb hängen Risiko und Ertrag stark von dessen Kompetenz und vom Timing ab. Hinzu kommt, dass Hedgefonds eine sehr heterogene Assetklasse sind, mit zahlreichen unterschiedlichen Strategien und Implementierungsansätzen. Wir verfolgen einen diversifizierten Ansatz und investieren in verschiedene Arten von Hedgefonds. Für unsere Einschätzung nutzen wir eine Regression, mit der wir die Verhältnisse zwischen bestimmten Hedgefondsarten und den öffentlichen Märkten bestimmen. Bei Hedgefondsstrategien, bei denen kein Zusammenhang mit den öffentlichen Märkten besteht, verwenden wir starre Erwartungen und Geldmarktanlagen. Auf der Grundlage der Erwartungen für die einzelnen Hedgefondsarten stellen wir ein diversifiziertes Hedgefondsportfolio zusammen.

**Rohstoffe:** Wir gestalten unsere Rohstoffprognosen mit Blick auf ein diversifiziertes Rohstoffportfolio aus vollständig besicherten Wertpapieren. Dazu prognostizieren wir drei wichtige Faktoren: Ertrag der Sicherheiten, Spot-Ertrag und Roll-Ertrag. Unsere Einschätzung beruht auf ihrer Summe.

**Risiken und Korrelationen:** Unsere Prognosen der Risiken und Korrelationen beruhen vor allem auf den Risiken und Korrelationen der Vergangenheit. Das Risiko gemessen an der Standardabweichung und die Korrelationen zwischen den großen Assetklassen sind über sehr lange Zeiträume in der Regel stabil. Auf kürzere Sicht oder bei Marktverzerrungen sind sie das aber häufig nicht. Wir nutzen die Standardabweichung der letzten 15 Jahre und, wenn verfügbar, die Korrelationen der Proxy-Indizes. Bei Daten, die weniger als 15 Jahre zurückreichen, nutzen wir die verfügbare Historie und nehmen Anpassungen auf der Grundlage der Muster der Vergangenheit und der Korrelationen mit anderen Assetklassen vor.

### Autoren



**Benjamin R. Nastou, CFA**  
Portfoliomanager



**Michael W. Roberge, CFA**  
Chief Executive Officer



**Erich B. Shigley**  
Portfoliomanager



**Vishal Hindocha, CFA**  
Global Head of Investment Solutions



**Jonathan W. Hubbard, CFA**  
Managing Director,  
Investment Solutions Group



**Robert M. Almeida, Jr.**  
Global Investment Strategist  
und Portfoliomanager

Die hier dargestellten Meinungen sind die der MFS Investment Solutions Group, eines Teils der Vertriebspartei von MFS. Sie können von denen der Portfoliomanager und Analysten von MFS abweichen. Die Einschätzungen können sich jederzeit ändern. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und dürfen nicht als Anlageberatung, Wertpapierempfehlung oder Hinweis auf beabsichtigte Transaktionen von MFS verstanden werden.

Hinweise auf erwartete Erträge oder Performances sind keine Versprechen oder Einschätzungen der tatsächlichen für einen Anleger erzielbaren Performance. Man sollte sich nicht auf sie verlassen. Die Prognosen dienen nur zur Illustration und sind keine Beratung, auf die man sich verlassen kann. Sie dürfen auch nicht als Empfehlung oder als Performancegarantie verstanden werden. Die Prognosen beruhen auf persönlichen Schätzungen und Annahmen, die noch nicht eingetroffen sind, aber vielleicht eintreffen könnten. Die Projektionen haben natürliche Grenzen, weil sie nicht auf tatsächlichen Transaktionen, sondern auf Modellen und Datenerhebungen von MFS beruhen. Die Ergebnisse sind weder tatsächliche Ergebnisse, die in der Zukunft erzielt werden können, noch ein Hinweis darauf. Die Performance eines Anlegers kann erheblich von der Prognose abweichen.

Quelle: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® ist eine Handels- und Dienstleistungsmarke von Bloomberg Finance L.P. und seinen Tochtergesellschaften (zusammen „Bloomberg“). Bloomberg oder seine Lizenzgeber besitzen alle geistigen Eigentumsrechte an den Bloomberg-Indizes. Bloomberg hat dieses Dokument weder bestätigt noch genehmigt. Das Unternehmen garantiert weder die Richtigkeit noch die Vollständigkeit irgendeiner hierin enthaltenen Information, gibt keine explizite oder implizite Garantie im Zusammenhang mit den daraus gezogenen Schlüssen und schließt im größten nach anwendbarem Recht zulässigen Umfang jedwede Haftung oder Verantwortung für Schäden aus, die im Zusammenhang mit diesen Informationen entstehen.

Die Informationen stammen aus Quellen, die wir für verlässlich halten. J.P. Morgan übernimmt aber keine Garantie für ihre Vollständigkeit und Genauigkeit. Der Index wird mit Genehmigung von J.P. Morgan genutzt. Er darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung von J.P. Morgan weder vervielfältigt noch genutzt oder weiterverbreitet werden. Copyright 2020, J.P. Morgan Chase & Co. Alle Rechte vorbehalten.

MSCI übernimmt keine explizite oder implizite Garantie und ist in keiner Weise für die in dieser Publikation enthaltenen MSCI-Daten haftbar. Die MSCI-Daten dürfen nicht weitergegeben und auch nicht als Basis für andere Indizes, Wertpapiere oder Finanzprodukte verwendet werden. Diese Darstellung ist in keiner Weise von MSCI genehmigt, überprüft oder erstellt worden.

„Standard & Poor's“<sup>SM</sup> und „S&P“<sup>SM</sup> sind eingetragene Handelsmarken von Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P); Dow Jones ist eine eingetragene Handelsmarke von Dow Jones Trademark Holdings LLC (Dow Jones). S&P Dow Jones Indices LLC hat ihre Nutzung genehmigt, und MFS darf sie zu bestimmten Zwecken nutzen. Der S&P 500<sup>®</sup> ist ein Produkt von S&P Dow Jones Indices LLC. Das Unternehmen hat MFS die Nutzung des Index genehmigt. Die Produkte von MFS werden von S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P oder ihren Tochterunternehmen nicht gefördert, angeboten, vertrieben oder beworben. Weder S&P Dow Jones Indices LLC noch Dow Jones, S&P oder ihre Tochterunternehmen treffen eine Aussage darüber, ob diese Produkte empfehlenswert sind.



Sofern nicht anders angegeben, sind die hierin enthaltenen Logos sowie Produkt- und Dienstleistungsbezeichnungen Handelsmarken von MFS® und seinen Tochtergesellschaften. In manchen Ländern sind sie außerdem eingetragene Warenzeichen.

Herausgegeben von: **USA:** MFS Institutional Advisors, Inc. (MFSI), MFS Investment Management und MFS Fund Distributors, Inc. (SIPC-Mitglied); **Lateinamerika:** MFS International Ltd.; **Kanada:** MFS Investment Management Canada Limited. In Kanada wurde diese Publikation weder von der Finanzmarktaufsicht noch von einer ähnlichen Regulierungsbehörde überprüft. **Hinweise für Anleger in Großbritannien und der Schweiz:** Herausgegeben in Großbritannien und der Schweiz von MFS International (U.K.) Limited (MIL UK), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (Private Limited Company) mit Sitz in England und Wales, Zulassungsnummer 03062718. Das Investmentgeschäft von MIL UK steht unter der Aufsicht der britischen Financial Conduct Authority. MIL UK, ein indirektes Tochterunternehmen von MFS®, hat seinen Sitz in der One Carter Lane, London, EC4V 5ER. **Hinweise für Anleger in Europa (ohne Großbritannien und Schweiz):** Herausgegeben in Europa von MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux), einem in Luxemburg für das Management von Luxemburger Fonds zugelassenen Unternehmen, das institutionellen Investoren Investmentprodukte und -leistungen anbietet. Der Unternehmenssitz ist in der Rue Albert Borschette 4, L-1246 Luxemburg, Tel. +352 282 612 800. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren. Andere dürfen sich nicht darauf verlassen. Auch darf das Dokument nicht an Personen weitergegeben werden, wenn eine solche Weitergabe gegen die geltenden Vorschriften verstoßen würde. **Singapur:** MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M). **Australien/Neuseeland:** MFS International Australia Pty Ltd. (MFS Australia) ist ein in Australien unter der Nummer 485343 eingetragener Finanzdienstleister. MFS Australia steht unter der Aufsicht der Australian Securities and Investments Commission. **Hongkong:** MFS International (Hong Kong) Limited (MIL HK) ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die der Aufsicht der Hong Kong Securities and Futures Commission (SFC) untersteht und von ihr zugelassen wurde. MIL HK darf Wertpapiere handeln, regulierte Assetmanagementgeschäfte abschließen und bestimmte Investmentdienstleistungen „professionellen Investoren“ gemäß Securities and Futures Ordinance (SFO) anbieten. **Für professionelle Investoren in China:** MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, ist eine registrierte chinesische Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die Finanzmanagementberatung anbieten darf. **Japan:** MFS Investment Management K.K. ist zugelassen als Financial Instruments Business Operator, zugelassen als Kanto Local Finance Bureau (FIBO, Nr. 312), Mitglied der Investment Trust Association, Japan, und Mitglied der Japan Investment Advisers Association. Da die von den Investoren zu tragenden Gebühren von verschiedenen Umständen abhängen – Produkte, Dienstleistungen, Anlagezeiträume und Marktumfeld –, können weder deren Gesamthöhe noch die Berechnungsmethoden im Voraus offengelegt werden. Alle Finanzinstrumente gehen mit Risiken einher, unter anderem dem Risiko von Marktschwankungen, sodass Investoren ihr investiertes Kapital verlieren können. Investoren sollten vor einer Anlage den Verkaufsprospekt und/oder die in Art. 37-3 des Financial Instruments and Exchange Act genannten Dokumente sorgfältig lesen. **Bahrain:** Dieses Dokument wurde nicht von der Zentralbank von Bahrain genehmigt, die auch nicht für dessen Inhalt verantwortlich ist. Im Königreich Bahrain werden diese Produkte nicht öffentlich angeboten. Dieses Dokument soll nur vom Empfänger gelesen werden und darf nicht an die Öffentlichkeit weitergegeben, ausgegeben oder ihr zugänglich gemacht werden. Die Zentralbank von Bahrain ist in keiner Weise für die Genauigkeit und Vollständigkeit der Aussagen und Informationen in diesem Dokument verantwortlich und erklärt ausdrücklich, keinerlei Haftung für jedwede Verluste zu übernehmen, die daraus entstehen, dass man sich auf den Inhalt dieses Dokuments ganz oder teilweise verlässt. Das Board und das Management des Herausgebers sind für die in diesem Dokument enthaltenen Informationen verantwortlich. Board und Management erklären, dass die in diesem Dokument enthaltenen Informationen nach ihrer Kenntnis und nach ihrem besten Wissen und Gewissen korrekt und frei von Auslassungen sind, die die Verlässlichkeit dieser Informationen beeinträchtigen können. Um dies zu gewährleisten, haben Board und Management mit gebührender Sorgfalt gehandelt. **Kuwait:** Dieses Dokument ist nicht für die Veröffentlichung in Kuwait bestimmt. Die hierin enthaltenen Informationen wurden nicht von der Kuwait Capital Markets Authority oder einer anderen zuständigen kuwaitischen Behörde für ein Angebot in Kuwait zugelassen. Diese Informationen werden in Kuwait weder privat noch öffentlich zugänglich gemacht. In Kuwait finden keine Werbemaßnahmen, Vertragsangebote oder Geschäftsanbahnungsaktivitäten statt mit dem Ziel, diese Informationen zu verbreiten. **Oman:** Für Einwohner des Sultanats Oman: Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind kein öffentliches Wertpapierangebot im Sultanat Oman gemäß dem Commercial Companies Law of Oman (Royal Decree 4/74) oder dem Capital Market Law of Oman (Royal Decree 80/98). Diese Informationen werden nur einem begrenzten Kreis von Unternehmen zugänglich gemacht, die als „Sophisticated Investors“ gelten (gemäß Artikel 139 der Executive Regulations of the Capital Market Law). Der Empfänger bestätigt, ein Sophisticated Investor zu sein, der die nötige Geschäfts- und Finanz-erfahrung hat und die Chancen und Risiken einer Anlage einschätzen kann. **Südafrika:** Dieses Dokument wurde nicht vom Financial Services Board genehmigt. Weder MFS International (U.K.) Limited noch die einzelnen Fonds sind in Südafrika für den öffentlichen Vertrieb zugelassen. **Vereinigte Arabische Emirate (VAE):** Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen sind kein öffentliches Wertpapierangebot in den Vereinigten Arabischen Emiraten und sollen dies auch nicht sein, sodass sie nicht als solches verstanden werden sollten. Diese Informationen werden nur einem kleinen Kreis steuerbefreiter Investoren in den VAE zugänglich gemacht, die zu einer der folgenden Kategorien von Non-Natural Qualified Investors gehören: (1) Investoren, die ihre Anlagen selbstständig managen können, konkret (a) die Bundesregierung, lokale Regierungen, staatliche Stellen und Behörden oder Unternehmen im vollständigen Besitz einer dieser Institutionen, (b) internationale Institutionen und Organisationen oder (c) Personen, die eine Lizenz zur Ausübung geschäftlicher Tätigkeiten in den VAE haben, sofern Investieren ein Geschäftszweck dieser Personen ist, oder (2) Investoren, die von einem von der SCA zugelassenen Investmentmanager vertreten werden (jeder ein „Non-Natural Qualified Investor“). Diese Informationen und Daten wurden nicht von der Zentralbank der Vereinigten Arabischen Emirate, der Securities and Commodities Authority, der Dubai Financial Services Authority, der Financial Services Regulatory Authority oder einer anderen einschlägigen Zulassungsbehörde oder staatlichen Behörde der VAE (die „Behörden“) genehmigt, zugelassen oder registriert. Die Behörden sind in keiner Weise für Anlagen verantwortlich, die einer der genannten Empfänger in seiner Eigenschaft als Non-Natural Qualified Investor tätigt. **Saudi-Arabien:** Dieses Dokument darf im Königreich Saudi-Arabien nicht verbreitet werden, ausgenommen an Personen, die gemäß den Investment Funds Regulations der Capital Market Authority empfangsberechtigt sind. Die Capital Market Authority übernimmt keine Haftung für die Genauigkeit und Vollständigkeit dieses Dokuments und schließt explizit jegliche Haftung für Verluste aus, die dadurch entstehen, dass man dieses Dokument nutzt bzw. sich auf irgendeinen Teil dieses Dokuments verlässt. Potenzielle Käufer der hierin angebotenen Wertpapiere sollten die Richtigkeit der Informationen zu den Wertpapieren selbst überprüfen. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie einen zugelassenen Finanzberater konsultieren. **Katar:** Dieses Material bzw. dieser Fonds wird nur einer begrenzten Anzahl von Investoren angeboten, die willens und fähig sind, die Risiken einer Anlage in dieses Material bzw. diesen Fonds unabhängig zu prüfen. Dieses Material ist kein öffentliches Angebot und darf nur vom genannten Empfänger verwendet werden. Es darf an keine andere Person weitergegeben oder ihr gezeigt werden, mit Ausnahme von Mitarbeitern, Agenten oder Beratern im Zusammenhang mit der Prüfung durch den Empfänger. Dieser Fonds war und wird nicht bei der Zentralbank von Katar registriert. Auch ist keine Zulassung nach den Gesetzen des Staates Katar vorgesehen. In Katar werden keine Transaktionen vorgenommen. Alle Anfragen zum Material bzw. dem Fonds sollten an Ihren Ansprechpartner außerhalb Katars gestellt werden.