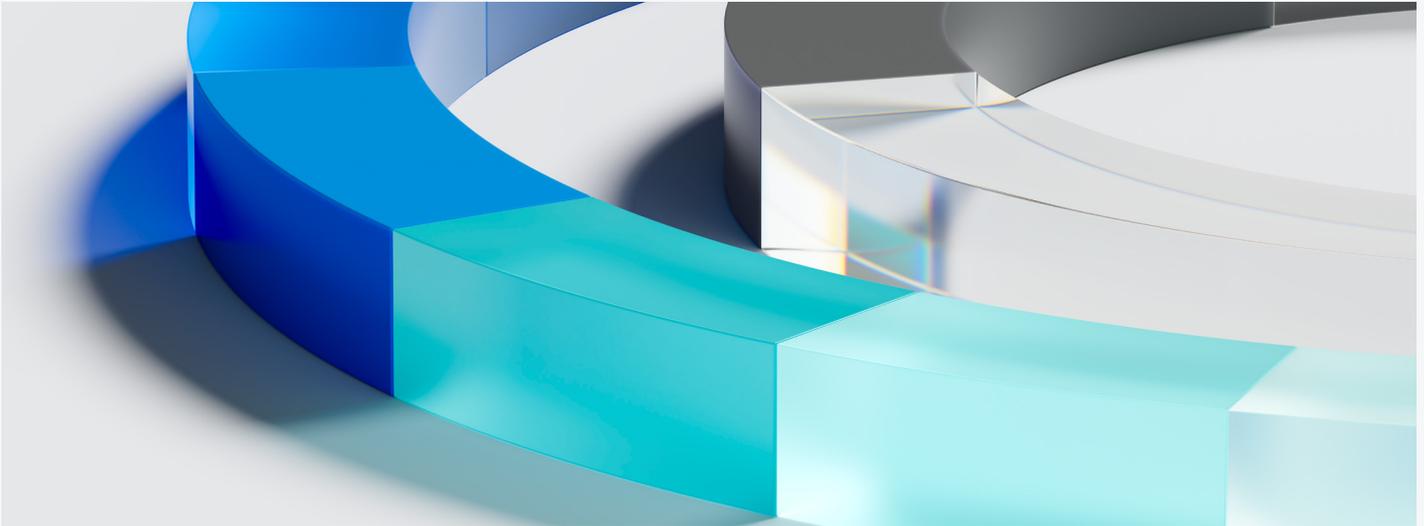


2024 Long-Term Capital Market Assumptions

Executive Summary | Smartere Portfolios für eine Welt im Wandel



Überblick

Wir veröffentlichen unsere langfristigen Kapitalmarkterwartungen für 2024 in einer Zeit signifikanter wirtschaftlicher Umbrüche. Wir bewegen uns von einer Welt der Disinflation, ultralockeren Geldpolitik und finanzpolitischer Zurückhaltung hin zu einer Welt mit zweigleisigem Inflationsrisiko, konventioneller Geldpolitik und einem verstärkten Einsatz finanzpolitischer Instrumente. Die Energiewende und das Aufkommen neuer Technologien verkomplizieren das Bild, bieten aber auch Anlagechancen.

Unsere globale Wachstumsprognose steigt leicht auf 2,4%. Die Inflationsprognosen für Industrieländer steigen um 10 Basispunkte (Bp) auf 2,3% und spiegeln damit die Reflation in Europa und Japan und das höhere vorherrschende Inflationsniveau wider – was dazu führt, dass Zentralbanken ihre Inflationsziele leichter erreichen können. Die aktuell vorherrschenden hohen Leitzinsen stützen unsere Prognosen für festverzinsliche Anlagen: Barmittelanlagen in USD stiegen um 40 Bp auf 2,9% und die Prognosen für globale aggregierte Anleihen um 40 Bp auf 5,1%.

Die Aktienrally bedeutet niedrigere Prognosen für den Aktienmarkt. Wenngleich moderat bessere Margen und höhere Aktienrückkäufe einen teilweisen Ausgleich bieten, sinkt unsere Prognose für globale Aktien um 70 Bp auf 7,8%. Die Kluft zwischen Aktienerträgen von entwickelten Märkten und Schwellenmärkten verengt sich in diesem Jahr, während der Ausblick für andere Industrieländer mit Ausnahme der USA attraktiv bleiben.

Alternative Anlagen sind in diesem Jahr wohl der hellste Stern in einem attraktiven Ertragsuniversum. Neben den verbesserten Erträgen ist der Inflationsschutz ein wichtiges Argument den Schritt über die traditionellen Anlagen hinaus in die alternativen Anlagen zu gehen. Bei Sachwerten verbessern sich US-amerikanische Kern-Immobilienwerte um 180 Bp auf 7,5%. Bei den Finanzalternativen sinkt das Private Equity-Niveau als Folge des Aktien-Beta leicht, und die Prognosen für Venture Capital und Direct Lending steigen beide.

Wenn unsere Prognosen letztes Jahr den Sprung bei Ertragsaussichten an führenden Börsenmärkten deutlich machten, zeigen die Zahlen dieses Jahres, dass dieser Trend sich ausweitete. Prognosen für nahezu 80% unseres erfassten Universums liegen über den realisierten Erträgen der letzten 10 Jahre.

Das 60/40-Aktien-Anleihen-Portfolio in USD bietet Erträge von 7,0%. Dies ist ein Rückgang um 20 Bp im Vergleich zum letzten Jahr, aber immer noch ein guter Ausgangspunkt, um sich aus Barmitteln hinaus- und in ein breites Chancenspektrum hineinzubegeben, tiefer in das Universum alternativer Anlagen einzusteigen und sich mit aktivem Alpha zu verbessern. Insgesamt senden unsere LTCMA eine hoffnungsvolle Botschaft, die es Anlegerinnen und Anlegern ermöglicht, intelligenter Portfolios für eine Welt im Wandel aufzubauen.

Eine Welt im Wandel

Während wir unsere langfristigen Kapitalmarktannahmen für 2024 veröffentlichen, befindet sich ein Großteil dessen, was das wirtschaftliche Umfeld prägt, im Umbruch. Nach zwei epochalen Ereignissen, der globalen Pandemie und der Invasion der Ukraine, stellt dieser Umbruch eine Veränderung mit weitreichenden Auswirkungen für die Anlegerinnen und Anleger dar. Im Wesentlichen handelt es sich hierbei um einen Übergang von einer Welt mit anhaltender Disinflation, ultralockerer Geldpolitik und finanzpolitischer Zurückhaltung zu einer Welt mit zweigleisigem Inflationsrisiko, konventionellerer Geldpolitik und größerem finanzpolitischem Aktivismus.

Dieses sich verändernde Umfeld macht es erforderlich, dass wir nicht nur die Annahmen zu Erträgen von Vermögenswerten, sondern auch die Prognosen überdenken, welche die Diversifikation und Portfoliokonstruktion untermauern. Unsere Prognose für das ikonische 60/40-Aktien-Anleihen-Portfolio in USD fällt im Vergleich zum Vorjahr um 20 Bp auf 7,0%. Die Prognose liegt jedoch weiterhin 100 Bp über der 25-Jahres-Durchschnittsrendite und 410 Bp über unserer erwarteten Cash-Rendite. Das 60/40-Portfolio ist nach wie vor eine großartige Basis für die Portfoliokonstruktion. Aber in einer Welt im Wandel gibt es viele Möglichkeiten für den Portfolioaufbau vom 60/40-Ausgangspunkt. So erhöht beispielsweise das Hinzufügen einer Allokation von 25% alternativer Anlagen zu 60/40 die Prognosen um 60 Bp und verbessert die Sharpe-Ratio um 12%.

Unsere Prognosen für langfristiges Wachstum in Industrieländern steigen in diesem Jahr leicht an, was nach der Pandemie und der Energiekrise bemerkenswert erscheinen könnte. Dennoch dürfen die positiven Auswirkungen von Automatisierung und künstlicher Intelligenz auf die Produktivität nicht außer Acht gelassen werden. Unsere globale Wachstumsprognose steigt geringfügig auf 2,4% (**Abbildung 1**).

Es mag auch überraschen, dass wir in einem Jahr, in dem die Aktienmärkte stark gestiegen sind, unsere Ertragsprognosen nicht völlig über den Haufen geworfen haben: Anleiherträge steigen angesichts höherer Anfangsrenditen etwas an und Aktienerträge fallen, jedoch weniger als die starke Rallye von 2023 dies nahelegen könnte.

Die Ertragsprognosen für Hedgefonds und Private Equity halten sich sehr gut, während die Prognosen für die Erträge von Sachwerten sich deutlich erholen. Teilweise spiegelt dies wider, dass sich Sachwerte nach ihrer stabilen Entwicklung im Jahr 2022 auf einem tieferen Stand einpendeln. Die prognostizierten Sharpe-Ratios für viele Segmente des Sachwertekomplexes liegen nun jedoch deutlich über denen der Börsenmärkte.

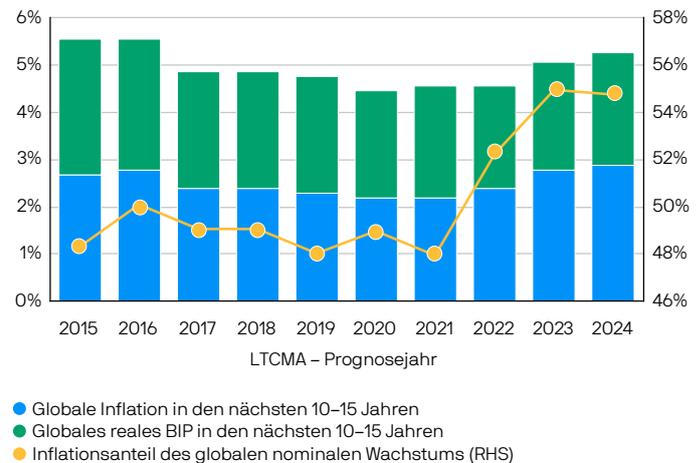
Über alle Anlageklassen hinweg ist unsere Inflationsperspektive das zentrale Element unserer LTCMA (**Abbildung 2**). Global gesehen, steigen unsere Prognosen leicht an, getrieben durch Aufwärtskorrekturen für Europa und Japan. Wir sehen jedoch keine Anzeichen von inflationsinduzierten Turbulenzen wie in den 1970er-Jahren, und der langfristige Ausblick für Realerträge bleibt stabil. Dennoch erwarten wir für einen Zeithorizont von 10 bis 15 Jahren eine größere Inflationsunsicherheit.

Das Inflationsrisiko ist nun zweigleisig und hat erhebliche Auswirkungen auf die Portfoliokonstruktion: Anleihen sind weiterhin gut geeignet, um riskante Vermögensportfolios vor disinflationären Wachstumsschocks zu schützen. 2022 verdeutlichte nochmal, dass sie zum Schutz vor Inflationsschocks ungeeignet sind. Der Einsatz des vollständigen Investitions-Baukastens zur Einbettung neuer Diversifikationsperspektiven in Kernportfolios wird in den kommenden Jahren ein wichtiger Erfolgsfaktor sein.

Um intelligentere Portfolios für eine Welt im Wandel aufzubauen, empfehlen wir Anlegerinnen und Anlegern, die nächste Generation von 60/40 zu entwickeln, indem sie sich privaten sowie öffentlichen Märkten zuwenden und sich dabei auf die Bedeutung der Auswahl des Managers konzentrieren und Diversifikationen nicht nur aus Anleihen, sondern auch aus alternativen Anlagen, Faktoren, thematischen Investitionen und sonstigen Ansätzen aufspüren. Ausgehend von einer 60/40-Basis kann es zur Stärkung der Robustheit des Portfolios beitragen, wenn man der Verlockung hoher vorherrschender Renditen liquider Mittel widersteht, die Palette der Anlagemöglichkeiten erweitert und die Erträge durch die Auswahl der Manager und eine aktive Allokation steigert.

Das globale nominale Wachstum zieht moderat an, angetrieben sowohl von einem etwas besseren Realwachstum als auch von einer leicht höheren Inflation.

Abbildung 1: Entwicklung des globalen Wachstumstrends und Inflationsprognosen



Quelle: J.P. Morgan Asset Management; Stand der Daten: 30. September 2023.

Wachstum – geringfügig besser trotz jüngster Herausforderungen

Heute, zum Zeitpunkt unserer Veröffentlichung, haben viele Regierungen ihren Fuß nach wie vor auf dem finanzpolitischen Gaspedal, da die Industriepolitik¹ wieder in Mode gekommen ist. Die Notwendigkeit, den Klimawandel zu bekämpfen und die wirtschaftliche und militärische Sicherheit zu stärken, überlagert die Sorgen über eine zu hohe Verschuldung.

¹ Industriepolitik bezieht sich auf staatliche Bemühungen zur Formung der Wirtschaft durch Fokussierung auf bestimmte Branchen, Unternehmen oder Wirtschaftstätigkeiten.

Die Frage, ob eine stärkere Rolle des Staates in der Wirtschaft langfristig die Produktivität steigern oder bremsen wird, ist noch nicht abschließend geklärt. Wir sehen jedoch vielversprechende Anzeichen für die Auswirkungen der künstlichen Intelligenz. Unterdessen ist bei Initiativen wie der Energiewende, bei denen die wirtschaftliche Begründung die Vermeidung negativer externer Effekte² ist, die staatliche Beteiligung von entscheidender Bedeutung. Auf jeden Fall kann es unterschätzte Aufwärtsrisiken für das Wachstum durch den Investmentkanal und möglicherweise auch durch die Produktivität geben.

Größere Volkswirtschaften werden als erste die Auswirkungen der Einführung von Technologien spüren. Unsere Prognose für das globale Wachstum steigt auf 2,4%, getrieben von einem Anstieg des Wachstums in Industrieländern um 20 Bp auf 1,60%.

Veränderungen globaler Handelsmuster beeinflussen das Wachstum in verschiedenen Regionen (**Abbildung 2**). Die Rückverlagerung dürfte dem Wachstum in einigen Regionen einen marginalen Schub geben und in anderen Regionen für einen moderaten Rückgang sorgen.

In Schwellenländern wird es aufgrund sich verändernder Handelsmuster Gewinner und Verlierer geben, die meisten werden jedoch von einem langsameren Wachstum in China betroffen sein, da die deflationäre Immobilienblase die Wirtschaft belastet. Wir setzen das chinesische Wachstum in diesem Jahr erneut herunter, und zwar von 4,00% auf 3,80%, wodurch wir wiederum das Wachstum in Schwellenländern um 10 Bp auf 3,5% nach unten korrigieren und die Wachstumsdifferenz zwischen Schwellenländern und Industrieländern um insgesamt 30 Bp verringern.

Unsere Annahmen für 2024 gehen von einem weitgehend stabilen realen BIP-Wachstum und einer höheren – jedoch nicht wesentlich höheren – Inflation aus

Abbildung 2: 2024 Langfristige makroökonomische Kapitalmarktannahmen (% , Jahresdurchschnitt)

	Reales BIP			Inflation		
	2024	2023	Veränderung	2024	2023	Veränderung
Industrieländer	1,6	1,4	0,2	2,3	2,2	0,1
USA	1,8	1,6	0,2	2,5	2,6	-0,1
Eurozone	1,3	1,1	0,2	2,2	1,8	0,4
Japan	0,8	0,7	0,1	1,4	0,9	0,5
Großbritannien	1,4	1,3	0,1	2,4	2,4	0,0
Australien	2,2	2,1	0,1	2,4	2,4	0,0
Kanada	1,7	1,6	0,1	2,2	2,3	-0,1
Schweden	1,9	1,8	0,1	2,4	2,1	0,3
Schweiz	1,5	1,4	0,1	1,4	1,0	0,4
Schwellenländer	3,5	3,6	-0,1	3,8	3,6	0,2
China	3,8	4,0	-0,2	2,2	2,2	0,0
Indien	5,7	5,7	0,0	4,5	4,5	0,0
Russland	0,3	0,4	-0,1	8,0	8,0	0,0
Brasilien	2,0	2,0	0,0	4,6	4,6	0,0
Korea	2,0	2,0	0,0	2,0	2,0	0,0
Taiwan	1,6	1,7	-0,1	1,3	1,3	0,0
Mexiko	2,0	2,0	0,0	3,7	3,9	-0,2
Südafrika	1,8	2,1	-0,3	5,5	5,5	0,0
Türkei	3,0	3,1	-0,1	20,0	16,0	4,0
Weltweit	2,4	2,3	0,1	2,9	2,8	0,1

Quelle: J.P. Morgan Asset Management; Stand der Schätzungen: 30. September 2023. Die realen BIP-Prognosen des Vorjahres beinhalten zyklische Boni. Angesichts der niedrigen Post-Schock-Ausgangswerte haben wir in der Vorjahresausgabe unsere Trendwachstumsprognosen für das Jahr 2021 um zyklische Boni ergänzt. In diesem Jahr kehren unsere Prognosen für 2024 wieder zu ausschließlichen Trendraten zurück. Beim Vergleich der Trendraten 2023 und 2024 hier verwenden wir nicht den Vorjahreswert „Rate plus zyklischem Bonus“ des Vorjahres, sondern nur die Trendrate. Die zusammengesetzten BIP- und Inflationszahlen für Industrieländer, Schwellenländer und globale aggregierte Werte werden berechnet, indem den einzelnen Volkswirtschaften Gewichtungen zugewiesen werden, die über den Prognosehorizont proportional zum prognostizierten nominalen BIP liegen. Diese aktualisierte Methodik führt auch zu überarbeiteten aggregierten Werten für die LTCMA für 2023, wenngleich einzelne Wirtschaftsprognosen gegenüber dem Vorjahr unverändert bleiben.

² Ein externer Effekt bezeichnet Kosten oder Vorteile einer Wirtschaftsaktivität, die einem nicht verbundenen Dritten entstehen.

Inflation – nicht mehr akut, aber Unsicherheit bleibt bestehen

In diesem Jahr erhöhen wir unsere Inflationsschätzungen für Europa und Japan auf 2,20% bzw. 1,40% und erhöhen damit unsere Inflationsprognose für Industrieländer auf 2,30%. Unsere Einschätzung der zyklusneutralen US-Inflation bleibt unverändert, die durchschnittliche US-Inflation geht jedoch aufgrund eines niedrigeren Ausgangsniveaus als im Vorjahr von 2,60% auf 2,50% zurück.

Nichtsdestotrotz lassen die disinflationären Kräfte der 2010er-Jahre nach, und Inflationsrisiken zeichnen sich ab (**Abbildung 3**). Heute können Aufwärts- und Abwärtskräfte mit ungefähr gleicher Kraft auf die Inflation wirken, aber an verschiedenen Punkten unseres Prognosehorizonts können Kräfte in beide Richtungen für bestimmte Zeit dominanter werden – was auf eine anhaltend höhere Inflationsunsicherheit hindeutet.

Auch wenn das Pendel regelmäßig zwischen inflationären und disinflationären Kräften hin- und herschwingt, müssen Anlegerinnen und Anleger dennoch auf die korrosive Natur der Inflation in Bezug auf Realerträge und auf die Auswirkungen auf den Portfolioaufbau achten. Einfach ausgedrückt ist die Inflation der Feind von Aktien- ebenso wie von Anleiherträgen.

Politik – Leben nach der Nullzinspolitik (ZIRP)

Zentralbanken hatten an der jüngsten Welle einer sehr hohen Inflation sicherlich keine Freude. Da die Inflation jedoch wieder auf ein moderat über dem Ziel liegendes Niveau zurückgeht, erkennen sie vielleicht die positiven Nebenwirkungen, die sich aus einem geringeren Bedarf an unkonventioneller Geldpolitik, wie negativen Zinssätzen und einer quantitativen Lockerung (quantitative easing, QE), ergeben. Diese Tools werden wahrscheinlich wieder in das Notfall- und nicht in das Standard-Toolkit gepackt.

Es kann sich ein Konsens dahingehend bilden, dass eine derartig unkonventionelle Politik deutlich anders funktioniert als die herkömmliche Zinspolitik. Angesichts des Einflusses negativer Zinsen und der QE auf kurz- und langfristige Zinsen führt dieser neue Konsens die Märkte von einem Regime des „niedriger für länger“ zurück zu dem, was vor 20 Jahren „normale“ Anleiherenditen waren.

Wir stellen eine weitere subtile, aber gleichermaßen wichtige Auswirkung dieses Wandels der vorherrschenden Politik von der Geld- zur Finanzpolitik fest. In der von QE geprägten Ära durfte es nicht den Anschein erwecken, dass Zentralbanken die Richtung des Kapitals beeinflussen. Daher hielten ihre Assetkäufe an dem Prinzip der Sektorneutralität fest. Allerdings dürfte das enorme Ausmaß dieser Käufe das effiziente Funktionieren der Märkte und insbesondere die Neuallokation von Kapital von schwächeren zu stärkeren Unternehmen beeinträchtigt haben. Es erscheint plausibel, dass ein derartig großer „passiver“ Käufer die Performance passiver Märkte stützte.

Demgegenüber suchen Finanzbehörden mit demokratischem Mandat zur Anlage staatlicher Mittel aktiv Gewinner aus, indem sie Aktivitäten in deren strategischen Schwerpunktbereichen unterstützen. Anlegerinnen und Anleger, die parallel zu diesen Trends aktiv Allokationen vornehmen können, dürften erhebliche Nutznießer sein.

Nach einem Jahrzehnt der Disinflation zeichnen sich Topside-Inflationsrisiken ab

Abbildung 3: Auswirkungen wichtiger langfristiger Faktoren auf Inflationstrends

Wirtschaftskräfte	Auswirkungen auf die Inflation	
	Letzte globale Expansion (2008–19)	Nächste 10–15 Jahre
Ertragsausschüttung	-	0
Globalisierung/ Deglobalisierung	-	0
Nachhaltigkeit	0	++
Finanzpolitik	-	0
Online-Märkte und Verfügbarkeit von Informationen	--	--
Künstliche Intelligenz und Automatisierung	0	--
Inflationserwartungen	-	+
Gewerkschafts- mitgliedschaft	-	-
Rohstoffpreise	-	0

Legende: -- disinflationär / - moderat disinflationär / 0 neutral / + moderat inflationär / ++ inflationär

Quelle: J.P. Morgan Asset Management; Stand der Daten: 30. September 2023.

Rentenwerte – Anleihen werden wieder so langweilig wie eh und je

Anlagen in Anleihen werden generell als unspektakulär betrachtet und nicht als die hochtourige Option, die sie im letzten Jahr darstellten. Da der jüngste Inflationschock und die Zunahme der Volatilität an den Rentenmärkten beim Blick in den Rückspiegel verblassen, erwarten wir eine willkommene Beruhigung der Turbulenzen am Rentenmarkt. Die Entwicklung der letzten zwei Jahre führt dazu, dass die Ertragsprognosen für Barmittel und Staatsanleihen aufgrund höherer Ausgangsraten moderat höher sind, wenngleich unsere zyklusneutralen Rendite- und Spread-Annahmen weitgehend unverändert bleiben (**Abbildung 4**).

Ausgleichend betrachtet, gehen wir davon aus, dass die Renditekurven gegenüber der heutigen invertierten Form deutlich steiler werden, erwarten aber im Durchschnitt des Zyklus, dass die Kurven flacher als ihr historischer Durchschnitt verlaufen werden. Da die Kurven invertiert sind, müssen Anlegerinnen und Anleger beim Halten von Anleihen ein negatives Carry berücksichtigen. Wir erwarten jedoch, dass sich diese Hürde verringern und letztendlich umkehren wird, wenn sich die Inflation in den nächsten ein oder zwei Jahren normalisiert.

Höhere Inflationsannahmen erhöhen die Zinssatzprognosen

Abbildung 4: Ertragsprognosen für die Anleihenbausteine in G4-Ländern

	USD		GBP		EUR		JPY	
	Zyklusneutrale Durchschnittsrenditen	Ertrag						
Inflation	2,5%		2,4%		2,2%		1,4%	
Barmittel	2,5%	2,9%	2,3%	2,8%	1,9%	2,2%	1,2%	0,9%
10-jährige Anleihe	3,4%	4,6%	2,8%	4,2%	2,6%	3,5%	1,7%	1,2%
Index für langfristige Anleihen*	3,7%	5,2%	2,9%	6,1%	2,8%	4,4%	2,0%	1,1%
Investment-Grade-Unternehmensanleihen	4,9%	5,8%	4,6%	5,4%	3,8%	4,0%	2,1%	1,6%
Hochzinsanleihen	8,0%	6,5%			6,3%	5,7%		
Schwellenländeranleihen**	7,1%	6,8%						

Quelle: J.P. Morgan Asset Management; Stand der Schätzungen: 30. September 2023.

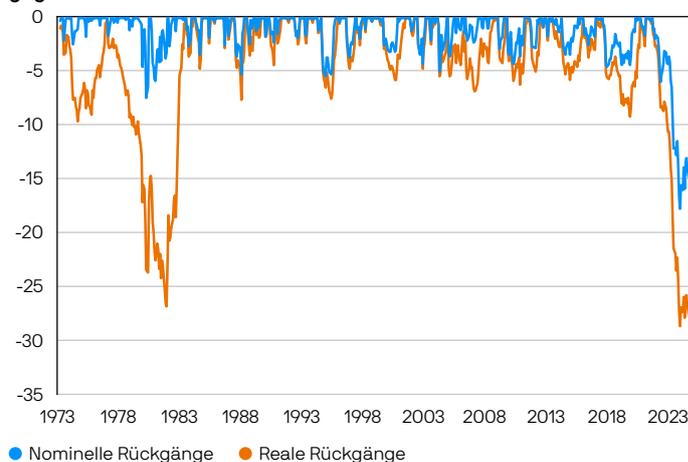
* EUR: 15y+ Index; JPY: JGB Bond Index; GBP: 15y+ Index; USD: 20y+ Index. ** Schwellenmarktanleihen in harter Währung.

Der Weg von „niedriger für länger“ erwies sich für die bestehenden Anleihegläubiger als schmerzhaft (Abbildung 5). Nach dem Rücksetzer bei den Renditen dürften die realen Anleiherträge künftig jedoch positiv ausfallen, und Anlegerinnen und Anleger können sich wieder auf Anleihen verlassen, um Erträge zu erzielen und eine Diversifikation gegenüber disinflationären Wachstumsschocks zu erreichen.

Die Korrektur der Anleiherenditen erfolgte schnell, es kann jedoch länger dauern, bis sich das gesamte Finanzsystem auf höhere Zinsen eingestellt hat. Wir konnten einige Turbulenzen in den Segmenten des Kreditkomplexes mit der niedrigsten Qualität beobachten, insbesondere dort, wo Geschäftsmodelle von einer billigen Finanzierung abhängig waren. Der breitere Markt für Unternehmensanleihen zeigt jedoch nur wenige Anzeichen von Refinanzierungsstress. Und während wir erwarten, dass Zahlungsausfälle wieder leicht in Richtung ihres langfristigen Durchschnitts ansteigen werden, sind die Kreditmärkte im Großen und Ganzen stabil.

Ein Inflationsschock löste den dramatischsten Ausverkauf am Rentenmarkt seit 50 Jahren aus

Abbildung 5: US-Staatsanleihen, Rückgänge in den letzten 50 Jahren gegenüber dem Höchststand



Quelle: Bank of America, Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management; Stand der Daten: 30. September 2023.

Höhere risikolose Zinsen unterstützen Krediterträge, aber enge vorherrschende Spreads sorgen für Gegenwind. Dennoch bieten die Erträge für Investment-Grade-(IG)- und High-Yield-(HY)-Anleihen einen guten Aufschlag im Vergleich zu Staatsanleihen, selbst wenn man die engen Spreads berücksichtigt, die die mit Krediten verbundenen Tail-Risiken im Falle von Marktturbulenzen verstärken könnten. Das Niveau der Zinssätze und Spreads sowie andere Wirtschaftsindikatoren, wie etwa Beschäftigungszahlen, sind Ausdruck einer Wirtschaft im Spätzyklus. Allerdings spricht das Fehlen einer erzwungenen Kreditaufnahme eher für die Mitte des Zyklus.

Wir sehen mehr Anzeichen für Stress auf den Kreditmärkten, aber insgesamt bieten Anleihen eine ausgewogene Erholung im Vergleich zu Staatsanleihen. Schuldtitel aus Schwellenländern bieten ebenfalls angemessene Erträge, insbesondere wenn sie um die höhere Qualität und längere Duration der Indizes für Schuldtitel aus Schwellenländern bereinigt werden.

FX – zunehmende strukturelle Unterstützung für EUR und JPY

Politische Veränderungen und die darauf folgende Anpassung der Renditen wirken sich auch auf die Währungen aus. Als Zentralbanken weltweit der US-Notenbank folgten und ihre eigenen inländischen Zinsen anhoben, begann der Dollar zu fallen. Der USD bleibt überbewertet und dürfte während unseres Prognosehorizonts gegenüber den meisten Vergleichsspalten zurückgehen (Abbildung 6). Längerfristig sind wir jedoch der Ansicht, dass die Veränderungen der Kapitalflüsse und nicht die reinen Zins- und Wachstumsunterschiede für die Entwicklung der Währungen ausschlaggebend sein werden.

Weltweit hat eine Kombination aus Störungen in den Lieferketten und einer höheren Gesamtnachfrage von OECD³-Staaten- und -Haushalten nach einem Jahrzehnt des Schuldenabbaus die Weltwirtschaft dauerhaft aus der Phase außerordentlich niedriger Inflation und Zinssätze herausgeführt.

In der Eurozone und in Japan sehen wir die deutlichsten Anzeichen für diese Veränderung. Die Trendwende markiert das Ende der Phase starker Underperformance bei nominalem Wachstum, Zinssätzen und Aktienmärkten.⁴

Da sich die Kapitalflüsse wieder in diese Regionen verschieben – gleichermaßen angetrieben von dem in lokalen Vermögenswerten verbleibenden inländischen Kapital sowie von internationalen Zuflüssen – werden der EUR und der JPY wahrscheinlich zulegen und den Rückgang des Dollars noch verstärken. Höhere Inflationsprognosen in Europa und Japan könnten die Aufwertung der Währungen letztendlich begrenzen. Dennoch sehen wir überzeugende Gründe für ein Aufwärtspotenzial des EUR und des JPY ausgehend von den niedrigen Niveaus. Letztendlich gehen wir davon aus, dass die Aufwertung des EUR und des JPY nun weniger auf einen überbewerteten Greenback und stärker auf die strukturellen Fortschritte in Europa und Japan zurückzuführen ist.

Wir gehen weiterhin von einem langfristigen, allmählicheren Abwertungstrend des USD aus

Abbildung 6: Prognosen für wichtige Währungen, 2023–24

	Aktueller Spot	Terminal-Spot-Prognose (10–15 Jahre)			
		2024	2023	Änd.	Änd. %
Australischer Dollar	0,64	0,75	0,78	-0,03	-4,30%
Brasilianischer Real	5,01	6,88	6,79	0,08	1,25%
Kanadischer Dollar	1,35	1,15	1,16	-0,01	0,52%
Schweizer Franken	0,91	0,78	0,75	0,03	3,82%
Chinesischer Renminbi	7,30	5,77	5,35	0,41	7,74%
Euro	1,06	1,31	1,27	0,03	2,70%
Britisches Pfund	1,22	1,49	1,40	0,08	5,91%
Japanischer Yen	149,37	108	105	3,36	3,20%
Mexikanischer Peso	17,39	27,49	24,30	3,19	13,12%
Schwedische Krone	10,91	8,21	8,06	0,15	1,81%

Quelle: J.P. Morgan Asset Management; Stand der Daten und Prognosen: September 2023. Alle Wechselkurse werden im marktüblichen Format angegeben.

³ Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung.

⁴ Der Verlauf von Währungen wird ausführlich erläutert unter „Wechselkursannahmen“, 2024 Long-Term Capital Market Assumptions.

Aktien – den wechselnden Winden immer einen Schritt voraus

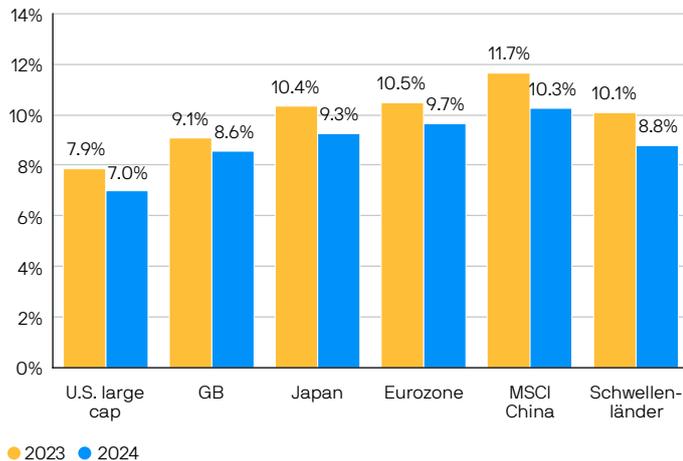
Insgesamt fallen unsere Aktienertrags-Prognosen aufgrund der Rallye im Jahr 2023, jedoch nicht so weit, wie man das erwarten könnte.

Größeres Vertrauen in Margen, Anpassungen unserer Annahmen zur Kapitalverwässerung und eine Verbesserung der finanziellen Disziplin der Unternehmen, auch dann, wenn die Kapitalkosten steigen, dämpfen die schlimmsten Auswirkungen höherer Ausgangswerte der Indizes (**Abbildung 7**).

Nach der Talfahrt der Aktienmärkte im Jahr 2022 stiegen unsere Prognosen für globale Aktien in unserer vorherigen Ausgabe auf den höchsten Stand seit über einem Jahrzehnt. Im letzten Jahr stiegen die Aktien um 20%, doch unsere Prognose für die Entwicklung der Aktien in diesem Jahr sinkt nur um 70 Bp auf 7,8% und signalisiert damit unser anhaltendes Vertrauen, was den Ausblick auf Unternehmensgewinne betrifft.

Aktienprognosen sinken in dem Maße, wie die Bewertungsunterstützung für Aktien in diesem Jahr schrumpft, während der Gegenwind durch erhöhte Margen anhält

Abbildung 7: LTCMA-Aktienprognosen, 2023 vs. 2024, in USD

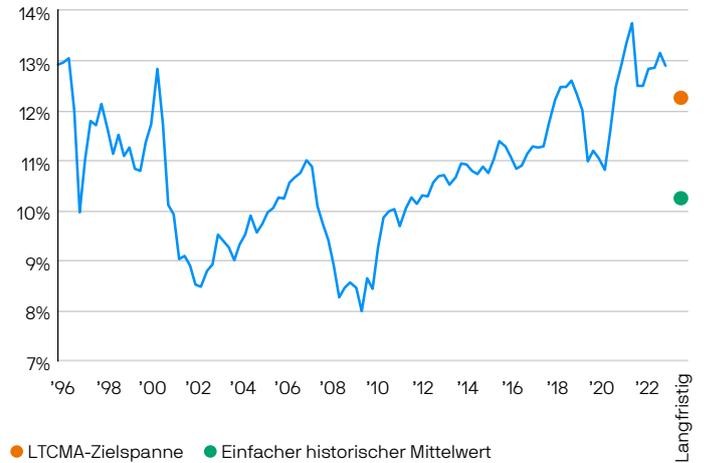


Quelle: Bloomberg, Factset, J.P. Morgan Asset Management; Stand der Daten: 30. September 2023.

Obwohl die Margen in vielen Märkten erhöht sind im Verhältnis zu ihrem wahrscheinlichen gesamtzyklischen Durchschnittswert, erwarten wir, dass sie sich auf einem höheren Niveau einpendeln werden, als dies durch eine simple Rückkehr zum Mittelwert impliziert wird (**Abbildung 8**). Dies spiegelt zum Teil Verschiebungen im Sektormix wider, bestätigt aber auch die verbesserte Unternehmensdisziplin und eine Fokussierung auf Margenstabilität.

Langfristige Veränderungen der Rentabilität von Unternehmen lassen darauf schließen, dass US-Margen nicht einfach wieder auf den Mittelwert zurückgehen.

Abbildung 8: US-Large-Cap-Margen in der Vergangenheit, Durchschnitt und endgültiger LTCMA-Zielwert



Quelle: Bloomberg, Factset, J.P. Morgan Asset Management; Stand der Daten: 30. September 2023.

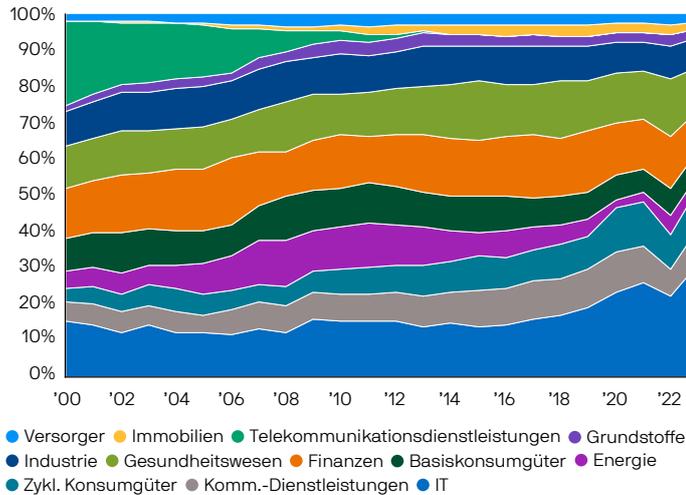
Einige führen vielleicht an, dass Indizes zu stark auf den Technologiesektor konzentriert sind und dass dies ein Risiko für zukünftige Aktienerträge darstellt. Darüber hinaus bergen angesichts des jüngsten Hypes um künstliche Intelligenz derartige Konzentrationen das Risiko der Bildung von Marktblasen. Wenn wir jedes Silicon Valley-Unternehmen als Technologieunternehmen einstufen, sehen die Indizes recht konzentriert aus – und zwar noch mehr als in der Zeit der Bankenkonzentration vor der globalen Finanzkrise (**Abbildung 9A**). Wenn wir ein Unternehmen jedoch nicht danach einstufen, ob es Innovationen nutzt, sondern stattdessen nach seiner Position in der Wertschöpfungskette oder in den von ihm unterstützten Endbranchen, kann die Konzentration weniger ausgeprägt sein.

Mit anderen Worten: Die Entwicklung der Sektorklassifizierungen ist ein fortlaufender Prozess, der die zugrunde liegenden Unternehmensklassifizierungen in der breiteren US-Wirtschaft widerspiegeln muss (**Abbildung 9B**). Wir stellen außerdem fest, dass in dem Maße, in dem immer mehr Wirtschaftszweige von der Technologie abhängig werden, vernünftigerweise zu erwarten ist, dass ein großer Teil der öffentlichen Unternehmen die kritische Hardware, Software und Innovationen liefert, die von der Wirtschaft insgesamt gefordert werden.

Letztendlich können Anlegerinnen und Anleger die Stabilität der Margen und des freien Cashflows von Unternehmen mit technologischem Hintergrund unterschätzen und die Konzentrationsrisiken überbewerten. Da weltweit rivalisierende Handelsblöcke entstehen, werden Innovation, Technologie und Daten zunehmend als strategische Vermögenswerte angesehen. Regierungen scheinen weniger daran interessiert zu sein, marktführende Big-Tech-Unternehmen zu zerschlagen, was dazu führt, dass der Sektor als „toleriertes Monopol“ agieren kann – und in der Lage ist, Monopolpreise zu verlangen und somit überlegene Bewertungen einzufordern.

Die Auswirkungen von Technologie sind sektorenübergreifend spürbar, selbst wenn sich die Indexklassifizierungen weiterentwickeln und die Gewichtungen der Marktkapitalisierung im S&P 500 ändern

Abbildung 9A: Entwicklung der Sektorgewichtung im S&P 500



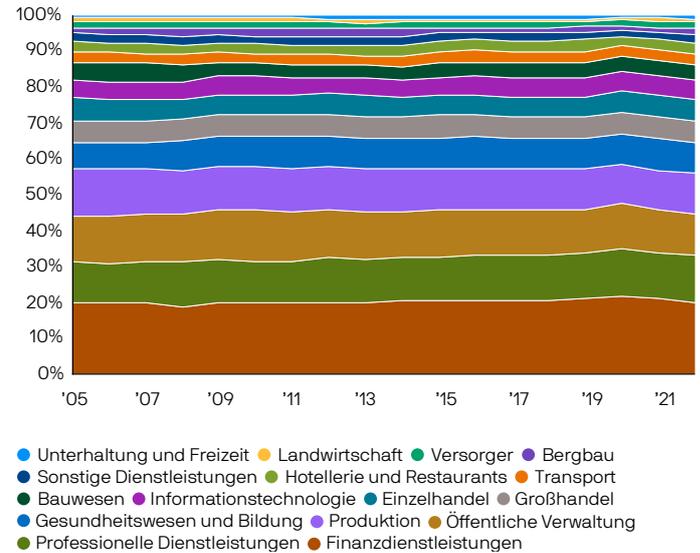
Quelle: Bloomberg; Stand der Daten: 31. August 2023.

Selbst wenn sich US-Margen als robust erweisen, bleiben die in anderen entwickelten Märkten verfügbaren Renditen im Vergleich dazu attraktiv. Die marktbeherrschende Stellung, die US-Firmen in den 2010er-Jahren hatten, sieht sich der Konkurrenz vor allem aus Europa und Japan gegenüber.

Europa ist schon längst aus dem Schatten hervorgetreten, den die Krise in der Eurozone verursacht hat. Obwohl die Auswirkungen auf das Vertrauen in Unternehmen erheblich waren, ist die Region nach wie vor die Heimat von 15% der wertvollsten Marken der Welt. Darüber hinaus entwickelt sich das finanzielle Ökosystem weiter und wird koordinierter und unserer Ansicht nach aktienfreundlicher. Indes erholt sich die japanische Eigenkapitalrendite (RoE), da die unternehmerische Trägheit und die übermäßigen Einsparungen zweier verlorener Jahrzehnte der Vergangenheit angehören.

Im Gegensatz dazu hat sich der Ausblick für Schwellenländeraktien etwas getrübt. Anlegerinnen und Anleger sind zunehmend skeptisch, was den Ausblick für China betrifft, und nicht bereit, hohe Multiplikatoren zu bezahlen. Chinesische Aktien haben nicht an der Rallye 2023 partizipiert, weshalb ein niedrigerer Ausgangspunkt die erwarteten Erträge unterstützt. Dennoch verengt sich der Ertragsaufschlag von Aktien aus Schwellenländern gegenüber Aktien aus Industrieländern in diesem Jahr um 40 Bp in USD.

Abbildung 9B: Entwicklung des Industriesektorbeitrags zur US-Wirtschaftsaktivität (GVA)



Quelle: HAVER Analytics; Stand der Daten: Dezember 2022.

Alternative Anlagen – Renditen holen gegenüber liquiden Vermögenswerten auf, Alpha-Potenzial bleibt bestehen

Niedrigere Aktienrenditen üben einen Abwärtsdruck auf die prognostizierten Erträge für Private Equity (PE) und einige Hedgefonds-Klassen aus. Unterdessen sind die erwarteten Erträge für Sachwerte, wie Immobilien, Infrastruktur und Transport, sowie für private Kredite und Venture Capital (VC) in diesem Jahr höher. Die Details hinter diesen Bewegungen halten einer genauen Überprüfung stand, da sie die attraktiven Alpha-generierenden und Diversifikationsmerkmale alternativer Anlagen unterstreichen.

Der Rückgang der PE-Prognosen zeigt sich auf aggregierter Ebene, wobei die kapitalgewichtete Prognose um 20 Basispunkte auf 9,7% fällt. Dies ist jedoch ausschließlich auf den Rückgang der Prognosen für das Large-Cap-PE von 50 Bp auf 9,70% zurückzuführen. Small- und Mid-Cap-PE, wie VC, vermelden moderate Anstiege – dies spiegelt die anhaltende Nachfrage nach Wachstumsfinanzierungen und eine geringere Sensitivität gegenüber steigenden Finanzierungskosten für Mezzanine wider, die das Large-Cap-PE belasten.

Im letzten Jahr wurde in unserer Prognose für Finanz-Alternative ein Abschlag für erwartete Vermögensabschreibungen vorgenommen, der die verbesserten Alpha-Aussichten mehr als ausglich. In diesem Jahr sind die Abschläge weitestgehend integriert und die Alpha-Erwartungen bleiben stabil – die Summe dieser Effekte dient dazu, einen Teil der Belastung durch das Börsenmarkt-Beta auszugleichen (Abbildung 10).

Erträge werden möglicherweise eine größere Streuung über alle Sektoren und Strategien alternativer Anlagen hinweg aufweisen

Abbildung 10: Ausgewählte alternative Strategien – Ertragsannahmen (gehebelt,* nach Abzug von Gebühren, %)

Sachwerte	2024	2023	Alternative Finanzanlagen	2024	2023
Private Immobilienaktien (lokale Währung)			Private Equity (USD)[†]		
USA Kern	7.5	5.7	Composite, nach Kapitalisierung gewichtet	9,7	9,9
USA – Mehrwert	9.7	7.7	Private Equity – Small Caps	9,7	9,5
Europa Kern	5.6	4.7	Private Equity – Mid Caps	9,5	9,4
Europa, Mehrwert	7.5	6.7	Private Equity – Large/Mega Cap	9,7	10,2
Asien-Pazifik Kern	7.1	6.1	Private Debt (USD)		
REITs (Landeswährung)			Direktkredite	8,5	7,8
US-REITs	8.2	6.8	Venture Capital (USD)		
Europäische REITs	8.0	6.1	Venture Capital	9,2	8,5
Asien-Pazifik REITs	7.0	5.1	Hedgefonds (USD)		
Globale REITs**	7.9	6.4	Long-Aktien	4,7	5,0
Gewerbliche Hypothekendarlehen (lokale Währung)			Ereignisorientiert	5,0	5,4
USA	6.3	n/a	Relative Value	4,9	4,9
Infrastruktur Global (USD)			Makro	3,6	4,1
Kernanlagen	6.8	6.3	Diversifiziert ^{††}	5,0	5,0
Transport Global (USD)			Konservativ [‡]	3,7	3,7
Kernanlagen	7.7	7.5			
Holz Global (USD)					
Holz Global	6.2	6.7			
Rohstoffe (USD)					
Rohstoffe	3.8	3.1			
Gold	4.1	3.5			

Quelle: J.P. Morgan Asset Management; Stand der Schätzungen: 30. September 2022 und 30. September 2023.

* Alle Ertragsannahmen beinhalten eine Hebelung, mit Ausnahme von Rohstoffen, für die dies nicht zutrifft.

** Bei der Erstellung des Global Composite wird von folgenden Gewichtungen ausgegangen: etwa 70% USA, 10% Europa und 20% Asien-Pazifik.

[†] Der Private Equity Composite ist nach verwaltetem Vermögen gewichtet: 65% Large Cap und Mega Cap, 25% Mid Cap und 10% Small Cap. Die Größenkategorien nach Kapitalisierung beziehen sich auf die Größe des Anlagepools, die – außer im Fall der Mega-Caps – direkt mit der Größe der erworbenen Unternehmen korreliert.

^{††} Die diversifizierte Annahme entspricht der prognostizierten Ertrag für Multi-Strategie-Hedgefonds.

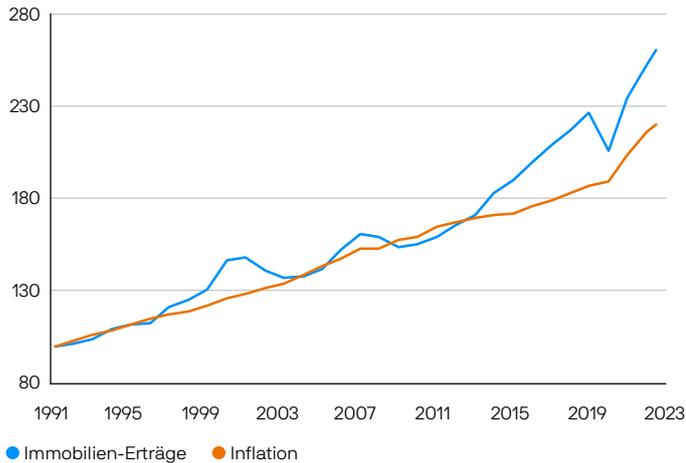
[‡] Die konservative Annahme stellt den prognostizierten Ertrag für Multi-Strategie-Hedgefonds dar, die beständige Erträge und eine niedrige Gesamtvolatilität des Portfolios anstreben, indem sie in erster Linie in Strategien mit geringerer Volatilität investieren, wie z. B. aktienmarktneutrale und Rentenwert-Arbitrage. Bei der konservativen Annahme für 2024 verwenden wir ein Beta von 0,70 ggü. Diversifiziert.

Im Jahr 2022 bot die Diversifikation von Sachwerten gegen Inflationsschocks einen willkommenen Hafen, als die Anleihe- und Aktienmärkte taumelten. Kritiker argumentieren, dass Sachwerte teilweise durch einen langsameren Mark-to-Market-Zyklus geschützt waren, die Sachwerte jedoch eine natürliche Inflationsresilienz aufweisen und sich in früheren Inflationsperioden gut behaupteten (**Abbildung 11**).

Laufende Erträge aus Immobilien haben in den letzten 30 Jahren im Allgemeinen die Inflation überholt.

Abbildung 11: Immobilien-Income vs. Inflation

Startwert = 100



Quelle: J.P. Morgan Asset Management GRA Research, NCREIF, Bureau of Labor Statistics; Stand der Daten: 30. Juni 2023.

In diesem Jahr haben wir Anpassungen bei Sachwerten beobachtet, die die Ertragsprognosen stärker in Einklang mit denen der Aktien und Anleihen bringen. Trotz einiger wohlbekannter Probleme in einigen Segmenten des US-Gewerbeimmobiliengeschäfts und der anhaltenden Schwäche in China glauben wir, dass die Aussichten für Kern-Immobilien exzellent sind. Im breiteren Sachanlagekomplex bleibt der Ertragsausblick stabil, wobei die Prognosen für den Kerntransport um 20 Bp auf 7,7% und für die Kerninfrastruktur um 50 Bp auf 6,8% steigen. Neben attraktiven Erträgen bieten Sachwerte ein Diversifikationspotenzial, das besonders willkommen ist angesichts der größeren Inflationsvolatilität, die wir über unseren Prognosehorizont erwarten.

Intelligenterer Portfolios für eine Welt im Wandel

Wir sind der Ansicht, dass wir in den nächsten 10 bis 15 Jahren mit den Herausforderungen einer Welt im Wandel konfrontiert sind, aber gleichzeitig die Möglichkeit haben, Portfolios aufzubauen, die diesen

Herausforderungen trotzen. Der Übergang von Disinflation zu zweiseitigen Inflationsrisiken und von einer akkommodierenden Politik zu höheren Kapitalkosten bedeutet, dass wir unsere Portfolios gegen mehr als nur Wachstumsschocks absichern müssen. Gleichzeitig wird die Ausschöpfung neuer Anlagethemen, die sich insbesondere auf die Energiewende und die Technologieeinführung beziehen, von Bedeutung sein.

Das 60/40-Portfolio hat sich bewährt, doch die attraktiven Ertragsaussichten in den meisten Asset-Märkten versetzen Anlegerinnen und Anleger in die Lage, auf dem 60/40-Prinzip in neuer und innovativer Weise aufzubauen. Der Aufbau intelligenterer Portfolios für eine Welt im Wandel erfordert, dass Anlegerinnen und Anleger sich aus Barmitteln und Benchmarks hinausbegeben, um bessere Erträge innerhalb bestehender Chancen zu erzielen. Durch erweiterte Chancen, insbesondere in alternativen Anlagen und durch eine stärkere internationale Diversifikation, können sowohl neue Ertrags- als auch Diversifikationsachsen erschlossen werden. Und angesichts eines größeren zweigleisigen Inflationsrisikos und einer Verlagerung der Kapitalquellen sehen wir zunehmende Chancen für Anlegerinnen und Anleger, die Renditen durch Auswahl eines aktiven Alpha und die Manager-Auswahl zu steigern.

Den stärksten Wandel des letzten Jahres gab es in der Geldpolitik. Höhere Leitzinsen machen Barmittel attraktiver als Vermögenswert, während höhere Zinsen Inhaber anderer Vermögenswerte über Carry-Kosten bestrafen. Es ist jedoch unwahrscheinlich, dass die Zinssätze lange Zeit hoch bleiben werden – diese Carry-Hürde wird schnell fallen. Unsere Schätzung zyklusneutraler Realzinssätze steigt leicht an, im Durchschnitt sind jedoch die prognostizierten Sharpe-Ratios und Risikoaufschläge (**Abbildung 12A** und **12B**) sonstiger Vermögenswerte nicht besonders von hohen anfänglichen Zinssätzen betroffen. Dennoch stellen invertierte Kurven und hohe anfängliche Zinssätze eine taktische Herausforderung dar, mit der sich Anlegerinnen und Anleger kurzfristig zurechtfinden müssen.

Hohe anfängliche Zinssätze haben langfristig einen relativ geringen Einfluss auf risikobereinigte Erträge

Abbildung 12A: Ertragsanstieg (Aufschläge)

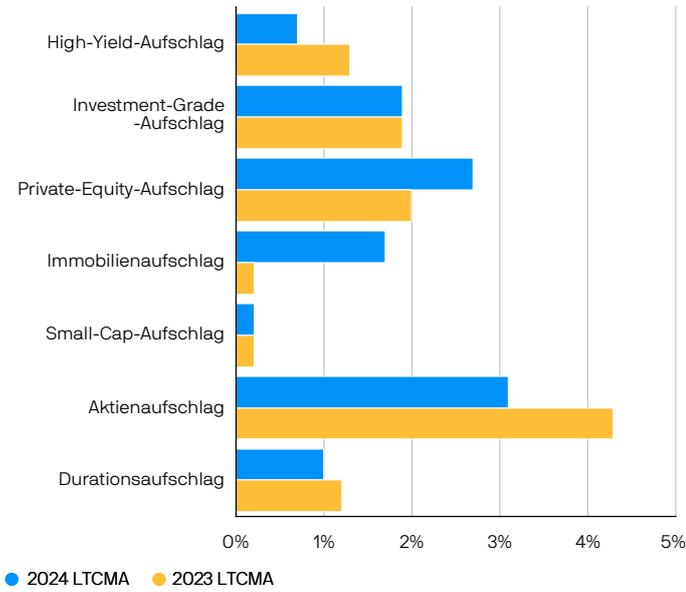
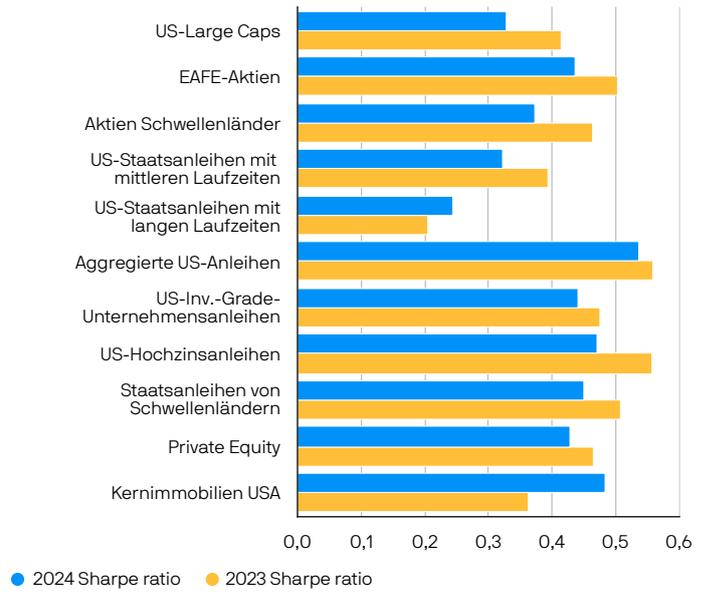


Abbildung 12B: Sharpe-Ratios



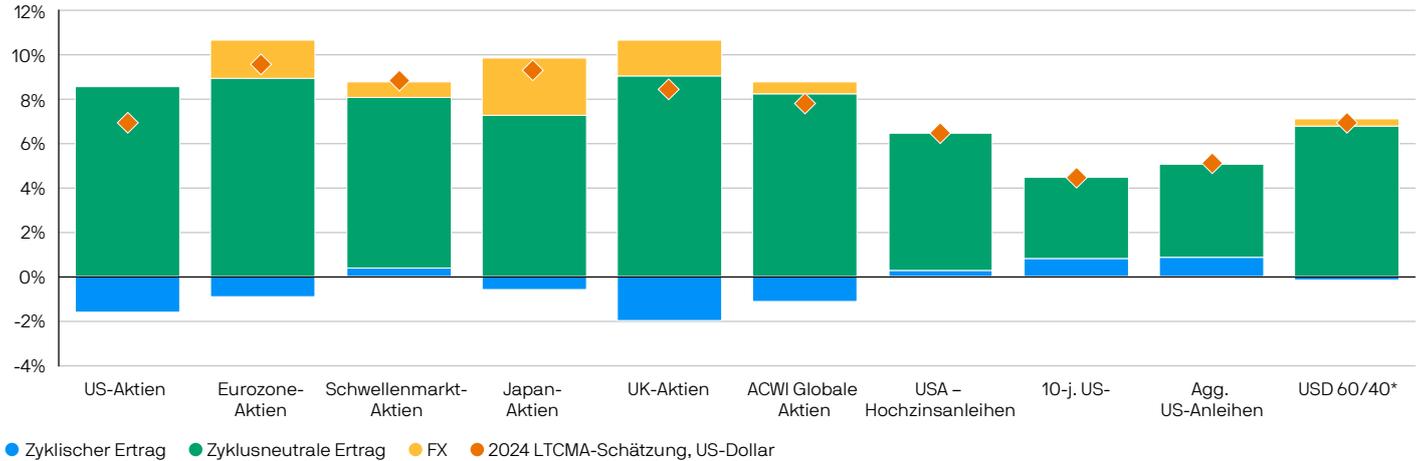
Quelle: J.P. Morgan Asset Management; Stand der Daten: 30. September 2023.

Hohe Zinssätze erscheinen zwar verlockend, Anlegerinnen und Anleger sollten jedoch bedenken, dass sie mit Staatsanleihen heute vielleicht 5% bei begrenztem Risiko einnehmen können, dass sie aber auf lange Sicht auf die Aufzinsung der Erträge verzichten müssen. Kurz gesagt, es ist unerlässlich, dass wir aus Barmitteln aussteigen. Wir schätzen, dass ein in Barmitteln investierter Dollar in einem Jahrzehnt real tatsächlich 1,04 USD wert sein wird, während er in einem einfachen Börsenmarkt mit 60/40 auf 1,54 USD steigen und in einem 60/40 mit 25% alternativen Anlagen auf über 1,60 USD steigen würde.

Langfristig bewegen sich die Vermögenswerte⁵ im Allgemeinen in Einklang mit den Zinssätzen, da sich die erwarteten Erträge verschiedener Vermögenswerte nach oben und unten bewegen, in etwa entsprechend ihrem Risikoprofil. Für Anlegerinnen und Anleger, die bereits über Barmittel hinausdenken, ist also die Möglichkeit, ihre Anlagechancen noch zu erweitern – Faktorallokation, internationale Diversifikation, Währungs-Overlays etc. – nicht durch höhere Zinssätze beschränkt. Im Vergleich zum Vorjahr sind die Aktienbewertungen höher und führen zu einem moderaten zyklischen Gegenwind für Aktien. Im Gegensatz dazu stellen erhöhte Ausgangsrenditen einen zyklischen Rückenwind für Anleihen dar. Insgesamt bleibt das zyklische Ertragsselement jedoch relativ gering (**Abbildung 13**).

Aktien zeigen einen moderaten zyklischen Gegenwind aufgrund der Margen, während hohe Anfangsrenditen für viele festverzinsliche Anlageklassen einen zyklischen Rückenwind bieten

Abbildung 13: Langfristige und zyklusneutrale Ertragstreiber für wichtige Vermögenswerte in USD

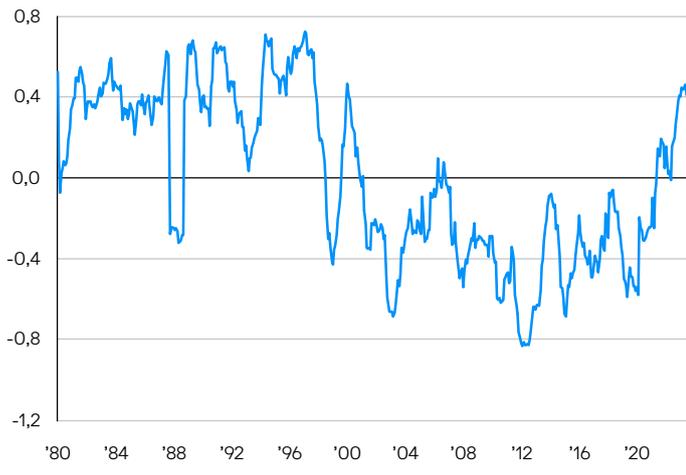


Quelle: J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions; Stand der Daten: September 2023.
 * USD 60/40 bezieht sich auf ein Portfolio aus 60% MSCI AC World Equity und 40% Bloomberg US Aggregate Bonds in USD.

Während sich unsere Botschaft im letzten Jahr vor allem auf den sprunghaften Anstieg der Ertragsprognosen für die wichtigsten öffentlichen Märkte konzentrierte, geht es in diesem Jahr mehr um die Bandbreite der Chancen, die sich auf den breiteren Anlagemärkten bieten. Wenn das Inflationsrisiko zweigleisig und die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen nicht mehr zuverlässig negativ ist (Abbildung 14), müssen Anlegerinnen und Anleger ihre Möglichkeiten erweitern, um verschiedene Diversifikationsachsen einzubeziehen, um Portfolios zu schützen und potenzielle Erträge zu steigern.

Eine positive oder unzuverlässig negative Korrelation erhöht die Notwendigkeit an neuen Möglichkeiten der Portfoliodiversifizierung

Abbildung 14: Korrelation S&P 500/ 10-jährige US-Staatsanleihen



Quelle: LSEG Datastream, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung.

Ein breiteres Spektrum könnte auch gut alternative Anlagen umfassen, die 2022 ihren Wert als Inflationsdiversifizierer bewiesen haben. Der Einwand gegen alternative Anlagen ist oft ihre Illiquidität, wir sind jedoch der Meinung, dass Liquidität in vielen Portfolios nach wie vor eine zu wenig genutzte Risikoprämie darstellt. Darüber hinaus können Gelegenheiten für Alpha durch die Verwalterauswahl bei Alternativen häufig Bedenken über Illiquidität zerstreuen.

Das Umfeld für eine Verbesserung der Portfolios durch die Verwalterauswahl und ein aktives Alpha hat sich mit dem Wandel weg von einer ultraleichten Politik geändert. Zentralbanken bieten nicht mehr unbegrenzt billiges Kapital an. Stattdessen ziehen höhere Zinssätze private Kapitalquellen an. Heute ist Kapital nicht unbedingt knapp, es ist jedoch nicht mehr kostenlos. Einfach ausgedrückt: Wenn Anlagekäufer Kapital mit dem Ziel finanzieller Stabilität bereitstellen, kaufen sie breit gestreut. Wenn Anlegerinnen und Anleger jedoch Kapital mit einem Ertragsziel bereitstellen, kaufen sie selektiv. Eine selektivere Anlage bedeutet eine differenziertere Wertentwicklung der Vermögenswerte und ein größeres Potenzial für aktive Anlagestile.

Natürlich bestehen bei unserem Ausblick Risiken (Abbildung 15). Wir sind jedoch der Ansicht, dass die heutigen Anlagemärkte viele Gelegenheiten bieten, um diversifizierte Erträge in Portfolios einzubauen und damit die Robustheit dieser Portfolios gegenüber eventuellen Schocks zu verbessern.

In unserem 10- bis 15-Jahres-Horizont lassen wir einige der zyklischen Risiken außer Acht und konzentrieren uns stattdessen auf Risiken, die das Trendwachstum oder die Inflation verändern oder die langfristigen Vermögenserträge nachhaltig beeinflussen könnten

Abbildung 15: Wesentliche strukturelle Risiken, die sich auf unsere langfristigen Prognosen und die Annahmen zu Anlageerträgen auswirken

Risiko	Positiv oder negativ?	Beschreibung	Auswirkungen auf gesamtwirtschaftliche Lage oder Anlageklassen
Finanzpolitische Großzügigkeit und Bedenken hinsichtlich der Schuldentragfähigkeit	Negativ	Eine stärker aktivistische Finanzpolitik gibt neben strukturellen finanzpolitischen Herausforderungen durch eine alternde Bevölkerung Anlass zur Sorge wegen der Schuldentragfähigkeit.	Auf finanzpolitischen Aktivismus würde mit geldpolitischer Zurückhaltung reagiert werden. Negativ für Anleihen und letztendlich für Aktien, da die Notwendigkeit finanzpolitischer Einschränkungen realisiert wird. Erhebliche Konsequenzen für Währungen, falls die Bedenken auf eine einzelne Volkswirtschaft oder Region isoliert sind.
Verschlechterung der Klima- oder Umweltsituation	Negativ	Häufigere oder extremere Wetterereignisse, die zur Zerstörung von Produktionsvermögen und zu Unterbrechungen der Lebensmittel- und Grundstoffversorgung führen.	Kurzfristige Versorgungsunterbrechungen und dann der Druck auf knappe Ressourcen während des Wiederaufbaus führen zu höherer Inflation: positiv für Rohstoffe und Sachwerte, negativ für Anleihen, Aktien und Kredite.
Der Krieg zwischen Russland und der Ukraine nimmt Fahrt auf oder weitet sich aus	Negativ	Der Zermürbungskrieg geht über in einen heißen Konflikt mit benachbarten NATO-Mitgliedstaaten oder führt zu aggressiven Cyberangriffen auf die USA.	Erneute Lieferkettenschocks und Risiko von Vergeltungsmaßnahmen, die den Handel weiter stören. Positiv für Anleihen und USD, unterstützt Rohstoffe, negativ für Aktien, trifft Europa am stärksten.
Handelsspannungen zwischen den USA und China werden erneut angefacht	Negativ	Washington und Peking befinden sich in einem neuerlichen Handelsstreit mit „Wie du mir, so ich dir“-Zöllen und Sanktionen auf eine breite Palette von Waren.	Ein weiterer Rückzug auf regionale Blöcke schadet dem Wachstum und ist am Rand inflationär. Rohstoffpreise bleiben weiterhin hoch, Industrie-sektoren sind unter Druck und Lieferketten sind beeinträchtigt, während die ASEAN-Staaten und Indien davon profitieren könnten.
Energieunabhängigkeit in Europa durch Investitionen in erneuerbare Energien	Positiv	Europäische Länder haben – nachdem sie die Abhängigkeit von russischem Gas reduziert hatten – ihre Investitionen intensiviert, um die Einführung erneuerbarer Energiequellen und nachhaltiger Infrastrukturen zu beschleunigen.	Die Unsicherheit bezüglich der europäischen Energieversorgung wurde beseitigt, die Vertiefung von Kompetenzen durch Investitionen führt zu einem deutlichen Aufschwung der Produktivität, während Verbesserungen der Infrastruktur weitere positive Unterstützung bieten; Netto-Gewinner sind der EURO und EU-Aktien.
Beschleunigte Einführung künstlicher Intelligenz	Positiv	Der Arbeitskräftemangel, der das Wachstum in einigen Regionen einschränkt, wird reduziert; Spielraum für die Erholung der Produktivität; starke Verbesserung des Trendwachstums.	Positiv für das reale BIP bei gleichzeitiger Eindämmung der Inflation; förderlich für Aktien aus Industrieländern, Kredite und sonstige Risikoanlagen; mildert am rechten Ende der Kurve einige Inflationsrisiken.
Zyklus bei Investitionen und Investitionsausgaben stärker als erwartet	Positiv	Der Anstieg der Staatsausgaben und der Aufschwung bei Investitionsausgaben nach der Pandemie führen zum Aufbau von Produktionskapazitäten und zur Kompetenzsteigerung der Arbeitskräfte.	Positiv für das reale BIP bei gleichzeitiger Eindämmung der Inflation; förderlich für Aktien, Kredite und andere Risikoanlagen; mildert am rechten Ende der Kurve einige Inflationsrisiken der Rentenmärkte; kann Industrieländer im Vergleich zu Schwellenländern begünstigen.
Zahlungsausfall der USA	Negativ	Die Schuldenobergrenze und andere Haushaltsprobleme in den USA erreichen ein Patt, was zu Zahlungsausfällen führt; Schuldentrückzahlungen verbrauchen zu viel vom Budget, um politisch akzeptabel zu sein.	Stark negativ für Risikoanlagen; Risiken verursachen eine Liquiditätsknappheit, da die Unsicherheit bezüglich der Definitionen risikofreier Anlagen in Frage gestellt wird. Anfänglich positiv für Anleihen, könnte aber schnell eine Outperformance von nicht-US-Anleihen erleben; Gold, CHF und JPY positiv.
Schnelle Aufgabe des USD als wichtigste Reservewährung	Negativ	Herausforderer des USD (z. B. eine Kryptowährung oder eine alternative Fiat-Währung) tritt auf den Plan und zieht Währungsreserven vom USD ab; verringert die Nachfrage nach US-Werten und lenkt die Aufmerksamkeit wieder auf das Defizit der USA.	Negativ für Wachstum, USD, Anleihen, Kredite und Aktien; positiv für Sachwerte und Rohstoffe.
Sekundäre Pandemien oder Aufkommen von impfstoffresistenten Virusstämmen	Negativ	Aufkommen eines impfstoffresistenten Stammes der jetzigen Pandemie oder eines völlig neuen Erregers, was rollierende Lockdowns erfordert und weltweit zu Unterbrechungen der Lieferketten führt.	Negativ für Wachstum, aber wahrscheinlich weiterer Stimulus, was zu zyklischer Volatilität führt und das Risiko weiterer Defizitauseinandersetzungen birgt; kurzfristig positiv für Anleihen, aber mit dem Risiko längerfristiger finanzieller Repression verbunden; erhöht die Volatilität bei Aktien.
Eingebettete Inflationserwartungen erzwingen eine anhaltend straffe Politik	Negativ	Zentralbanken schießen aufgrund der eingebetteten Inflationserwartungen der Verbraucher über angemessene finanzielle Bedingungen hinaus; das Wachstum wird gedrosselt und von Investitionen wird aufgrund der hohen Zinssätze und der Unsicherheit bezüglich der Preise abgeschreckt.	Anleiherenditen steigen, Aktien-Multiplikatoren schrumpfen weiter, Wachstumsaktien geraten unter Druck und Margen leiden auf breiter Basis. Positive Korrelationen zwischen Aktien und Anleihen verfestigen sich; Sachwerte und Infrastruktur halten sich besser.

Abbildung 15: Wesentliche strukturelle Risiken, die sich auf unsere langfristigen Prognosen und die Annahmen zu Anlageerträgen auswirken (fortgesetzt)

Risiko	Positiv oder negativ?	Beschreibung	Auswirkungen auf gesamtwirtschaftliche Lage oder Anlageklassen
Quantitative Straffung führt zu erheblichen Marktverwerfungen	Negativ	Zentralbanken verfolgen eine aggressive Bilanzreduzierung, und Privatkäufer sind nicht in der Lage, das inkrementelle Angebot zusätzlich zu strukturell höheren Anleiheemissionen zu absorbieren.	Negativ für alle Anlagen, da höhere Anleiherenditen die Bewertungen aller anderen Anlageklassen gefährden.
Finanzielle Verwerfungen in Folge der Abkehr von Nullzinssätzen	Negativ	Ansteckungsrisiken nehmen in einigen Teilen des Finanzsystems zu. Bestimmte private Märkte könnten am anfälligsten sein, da sie weniger von den Aufsichtsbehörden überprüft werden als das systemische Bankensystem. Auch Gewerbeimmobilien sind ein Problembereich.	Kurzfristige Verkäufe von Vermögenswerten zur Erfüllung von Nachschussforderungen können zu einem drastischen Rückgang des Kreditangebots führen, der aufgrund der begrenzten Refinanzierungsmöglichkeiten anfänglich nicht bemerkt wird; langfristig jedoch geraten Unternehmen und Sektoren mit hoher Fremdfinanzierung erheblich unter Druck.

Quelle: J.P. Morgan Asset Management; Stand der Daten: Oktober 2023.

In der Zusammenfassung unserer Ertragsprognose sehen wir, dass Aktien-Anleihen-Grenzlinien flacher sind (Abbildung 16A und 16B) – was einen späteren Startpunkt des Zyklus mit erhöhten Zinsen widerspiegelt – aber das Niveau der Erträge, die Aktieninhabern zur Verfügung stehen, liegt weiterhin nahe dem langfristigen Durchschnitt. Wenn sich die Inflation auf ihr langfristiges zyklusneutrales Niveau abschwächt, schaffen die verfügbaren Realerträge der verschiedenen Vermögenswerte ein angemessen attraktives Anlageumfeld.

Wir sehen auch ein reicheres Jagdrevier für aktive Anlegerinnen und Anleger, da neue Kapitalquellen eine stärkere Differenzierung zwischen den Vermögenswerten erzwingen. So viel ist klar: In einer Welt im Wandel ist Kapital in Bewegung. Es ist keine Option, am Spielfeldrand zu sitzen. Langfristig sind wir der Ansicht, dass die Anlagemärkte weiterhin Anlegerinnen und Anlegern aller Risikogruppen eine ordentliche Renditeperspektive bieten werden.

Selbst wenn sich die Aktien-Anleihen-Grenzlinien abflachen, erscheint das reale Renditepotenzial attraktiv, und die Differenzierung der Vermögenswerte bietet aktiven Anlegerinnen und Anlegern ein reicheres Jagdrevier

Abbildung 16A: Aktien-Anleihen-Grenzlinien (USD) und 60/40-Portfolios auf der Grundlage von LTCMAs für Risiko und Ertrag von 2024 vs. 2023 (%)

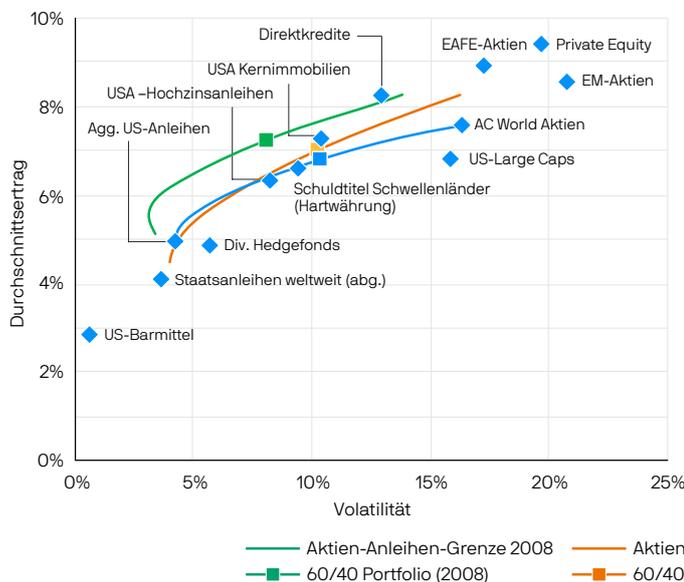
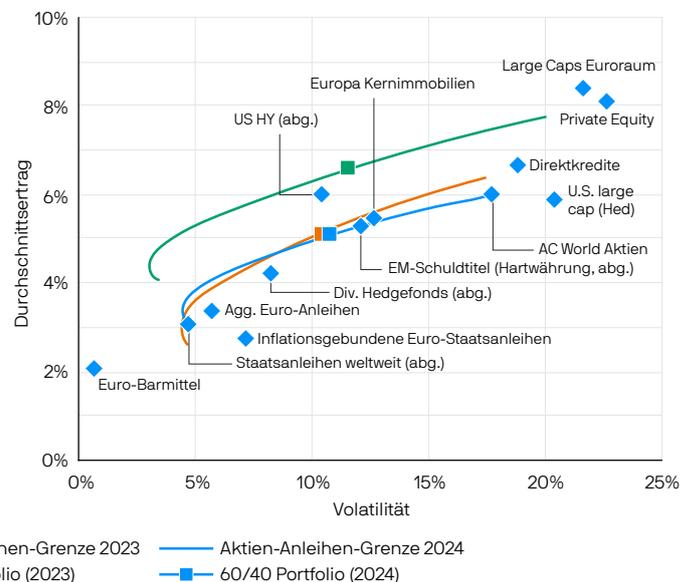


Abbildung 16B: Aktien-Anleihen-Grenzlinien (EUR) und 60/40-Portfolios auf der Grundlage von LTCMAs für Risiko und Ertrag von 2024 vs. 2023 (%)



Quelle: J.P. Morgan Asset Management; Stand der Daten: 30. September 2023.

Autorinnen und Autoren

John Bilton, CFA

Head of Global Multi-Asset
Strategy
Multi-Asset Solutions

Monica Issar

Global Head of Wealth
Management Multi-Asset
and Portfolio Solutions

Usman Naeem

Portfolio Manager
Global Fixed Income,
Currency & Commodities

Karen Ward

Chief Market Strategist, EMEA
Global Market Insights
Strategy

Michael Feser, CFA

Portfolio Manager
Multi-Asset Solutions

Dr. David Kelly, CFA

Chief Global Strategist
Head of Global Market
Insights Strategy

Pulkit Sharma, CFA, CAIA

Head of Alternatives
Investment Strategy &
Solutions

Anthony Werley

Chief Investment Officer
Endowments & Foundations
Group

Jared Gross

Head of Institutional
Portfolio Strategy

Grace Koo, Ph.D.

Quantitative Analyst
and Portfolio Manager
Multi-Asset Solutions

Rajesh Tanna

Portfolio Manager
International Equities Group

Gareth Haslip, Ph.D. FIA

Global Head of Insurance
Strategy and Analytics

Thushka Maharaj, D.Phil, CFA

Global Strategist
Multi-Asset Solutions

Die Dokumente im Rahmen unserer „Long-term Capital Market Assumptions“ bieten umfassende Informationen und Kommentare zu den globalen Märkten auf produktneutraler Basis. Sie analysieren die Auswirkungen der aktuellen Wirtschaftsdaten und veränderten Marktbedingungen, um Kunden einen besseren Einblick in die Märkte zu vermitteln und fundierte Anlageentscheidungen zu fördern. Für die Zwecke von MiFID II sind die Dokumente im Rahmen der „Long-term Capital Market Assumptions“ eine Marketingkommunikation und fallen nicht unter MiFID II / MiFIR Anforderungen, die in Zusammenhang mit Research stehen. Darüber hinaus wurden diese als nicht unabhängiges Research nicht in Übereinstimmung mit den gesetzlichen Anforderungen erstellt, die zur Förderung der Unabhängigkeit von Research dienen. Sie unterliegen auch keinem Handelsverbot vor der Verbreitung von Research. Angesichts der zugrunde liegenden komplexen Risiko-Rendite-Verhältnisse raten wir Kunden, sich bei der Festlegung strategischer Allokationen sowohl auf ihr eigenes Urteil als auch auf quantitative Optimierungsansätze zu verlassen. Bitte beachten Sie, dass alle angegebenen Informationen auf qualitativen Analysen beruhen. Es ist nicht empfehlenswert, sich ausschließlich auf das Vorstehende zu verlassen. Die vorliegenden Informationen sind nicht als Empfehlung für eine Anlage in eine bestimmte Anlageklasse oder -strategie oder als eine Zusicherung bezüglich einer künftigen Wertentwicklung gedacht. Bitte beachten Sie, dass die vorliegenden Annahmen zu Anlageklasse und -strategie lediglich passiv sind - sie berücksichtigen nicht die Auswirkungen einer aktiven Verwaltung. Bezugnahmen auf künftige Renditen sind keine Zusicherungen oder Schätzungen der tatsächlichen Renditen, die ein Kundenportfolio erzielen kann. Annahmen, Meinungen und Schätzungen werden nur zur Veranschaulichung gegeben. Sie teilen keine Empfehlung für den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar. Hierin zum Ausdruck gebrachte Prognosen über Finanzmarktrends basieren auf den aktuellen Marktbedingungen. Sie stellen unsere persönliche Einschätzung dar und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind aus unserer Sicht zuverlässig. Wir übernehmen jedoch keinerlei Gewähr für ihre Richtigkeit und Vollständigkeit. Dieses Dokument dient lediglich Informationszwecken und stellt keine Beratung in Buchhaltungs-, rechts oder Steuerfragen dar und sollte auch nicht als solche verstanden werden. Die Ergebnisse der Annahmen werden nur zur Veranschaulichung bzw. Erörterung angegeben und unterliegen erheblichen Beschränkungen. „Erwartete“ oder „Alpha“-Renditeschätzungen unterliegen gegebenenfalls Ungewissheiten und Fehlern. Beispielsweise führen Änderungen der historischen Daten, auf deren Basis Schätzungen vorgenommen werden, zu unterschiedlichen Auswirkungen auf die Renditen der Anlageklassen. Die erwarteten Renditen jeder Anlageklasse hängen von einem Wirtschaftsszenario ab; die tatsächlichen Renditen können bei Eintritt des Szenarios jedoch höher oder niedriger ausfallen als in der Vergangenheit. Daher sollte ein Anleger keine Renditen erwarten, die ähnlich ausfallen wie in den hier gezeigten Beispielen. Bezugnahmen auf künftige Renditen von Vermögensallokationsstrategien oder Anlageklassen sind keine Zusicherungen für tatsächliche Renditen, die ein Kundenportfolio erzielen kann. Aufgrund der inhärenten Beschränkungen aller Modelle sollten sich potenzielle Anleger bei einer Anlageentscheidung nicht ausschließlich auf das Modell verlassen. Das Modell kann nicht die Auswirkungen berücksichtigen, die wirtschaftliche, marktbezogene und andere Faktoren auf die Umsetzung und die laufende Verwaltung eines realen Anlageportfolios haben können. Im Gegensatz zu den tatsächlichen Portfolioergebnissen spiegelt das Modell nicht die tatsächlichen Transaktionen, Liquiditätsbeschränkungen, Gebühren, Kosten, Steuern und sonstigen Faktoren wider, die sich auf die zukünftigen Erträge auswirken könnten. Die Annahmen des Modells sind nur passiv - sie berücksichtigen nicht die Auswirkungen einer aktiven Verwaltung. Die Fähigkeit eines Fondsmanagers, ähnliche Zielderträge zu erwirtschaften, ist von Risikofaktoren abhängig, die er entweder gar nicht oder nur beschränkt kontrollieren kann.

Die in diesem Dokument geäußerten Meinungen stellen weder eine Beratung noch eine Empfehlung für den Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten in einem Land dar, noch sichert J.P. Morgan Asset Management oder eine seiner Tochtergesellschaften zu, sich an einer der in diesem Dokument erwähnten Transaktionen zu beteiligen. Sämtliche Prognosen, Zahlen, Einschätzungen oder Anlagetechniken und -strategien dienen, basierend auf bestimmten Annahmen und aktuellen Marktbedingungen, nur Informationszwecken und können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Alle in diesem Dokument gegebenen Informationen werden zum Zeitpunkt der Erstellung als korrekt erachtet. Jede Gewährleistung für ihre Richtigkeit und jede Haftung für Fehler oder Auslassungen wird jedoch abgelehnt. Das Dokument enthält keine ausreichenden Informationen für eine Anlageentscheidung. Zur Bewertung der Anlageaussichten bestimmter Wertpapiere oder Produkte sollten Sie sich nicht auf dieses Dokument stützen. Darüber hinaus sollten Investoren eine unabhängige Beurteilung der rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen, Kredit- und Buchhaltungsfragen anstellen und zusammen mit ihren professionellen Beratern bestimmen, ob eines der in diesem Dokument genannten Wertpapiere oder Produkte für ihre persönlichen Zwecke geeignet ist. Investoren sollten sicherstellen, dass sie vor einer Investition alle verfügbaren relevanten Informationen erhalten. Wir weisen darauf hin, dass Kapitalanlagen mit Risiken verbunden sind. Der Wert und die Rendite von Anlagen können Schwankungen unterliegen, die u. a. auf den jeweiligen Marktbedingungen und Steuerabkommen beruhen, und die Anleger erhalten das investierte Kapital unter Umständen nicht in vollem Umfang zurück. Sowohl die historische Wertentwicklung als auch die historische Rendite sind unter Umständen kein verlässlicher Indikator für die gegenwärtige und zukünftige Wertentwicklung. J.P. Morgan Asset Management ist der Markenname für das Vermögensverwaltungsgeschäft von JPMorgan Chase & Co. und seiner verbundenen Unternehmen weltweit. Hinweis für Empfänger in der Region EMEA: Telefonanrufe bei J.P. Morgan Asset Management können aus rechtlichen Gründen sowie zu Schulungs- und Sicherheitszwecken aufgezeichnet werden. Zudem werden Informationen und Daten aus der Korrespondenz mit Ihnen in Übereinstimmung mit der EMEA-Datenschutzrichtlinie von J.P. Morgan Asset Management erfasst, gespeichert und verarbeitet. Die EMEA-Datenschutzrichtlinie finden Sie auf folgender Website: www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy.

Herausgeber in Deutschland: JPMorgan Asset Management (Europe) S.a r.l., Frankfurt Branch, Taunustor 1, D-60310 Frankfurt.

Herausgeber in Österreich: JPMorgan Asset Management (Europe) S.a r.l., Austrian Branch, Führichgasse 8, A-1010 Wien.

Copyright 2023 JPMorgan Chase & Co. Alle Rechte vorbehalten.

LV-JPM54321 | 11/23 | 09si232410092800