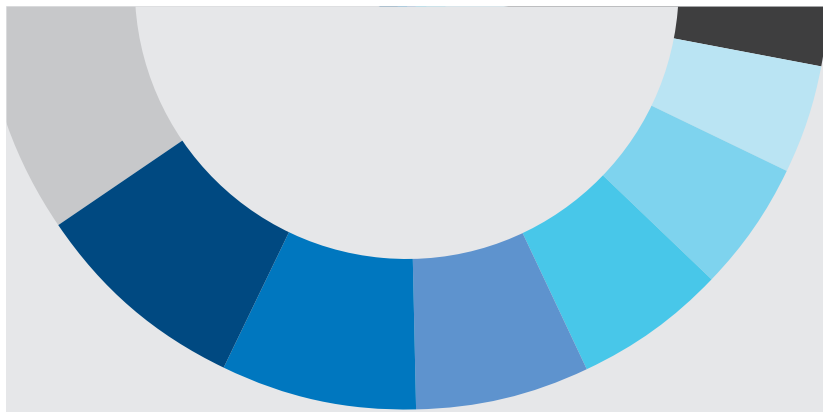


# Long-Term Capital Market Assumptions 2022

26. Jährliche Ausgabe | Executive Summary



Bewährte Langfrist-  
Betrachtungen für den  
Aufbau stärkerer Portfolios

## ZUSAMMENFASSUNG

- Die Weltwirtschaft hat sich knapp zwei Jahre nach Beginn der Pandemie deutlich erholt. Sie wurde durch massive fiskal- und geldpolitische Anreize angekurbelt und wird nun durch einen kräftigen Investitionszyklus und solide Finanzen der privaten Haushalte gestützt. Die Wirtschaft ist also mit nur wenigen Blessuren durch die Krise gekommen, während die politischen Entscheidungen wohl dauerhaftere Auswirkungen haben werden. Wir sehen jedoch ungeachtet der schwachen Renditeaussichten an den öffentlichen Kapitalmärkten weiterhin zahlreiche Möglichkeiten für Anleger.
- Unsere Prognosen für das nominale Wachstum in den Industrieländern fallen in diesem Jahr etwas höher aus, und wir erwarten sowohl Aufwärts- als auch Abwärtsrisiken für die Inflation, die aber im aktuellen Zyklus nicht zu nachhaltigen Verwerfungen führen sollten. Dennoch wurden zum ersten Mal seit vielen Jahren die langfristigen Inflationsprognosen für alle Volkswirtschaften angehoben.
- Wir gehen davon aus, dass die Leitzinsen nur langsam steigen werden, sodass sie dem nominalen Wachstum hinterherhinken und die Renditen für den Geldmarkt und die meisten Staatsanleihen der Industrieländer real negativ ausfallen. Staatsanleihen bleiben in vielen Staaten der Welt also wenig attraktiv. So bleiben, bei anhaltender finanzieller Repression, Unternehmensanleihen der bevorzugte Anleihensektor.
- Die Aktienrenditen sind für diesen Zyklus stabil, selbst nach einem Jahr starken Wachstums. Bei Berücksichtigung des heutigen Sektormixes sind stabilere Margen und Rückenwind durch die Bewertungen möglich. Die beste Performance ist jedoch nach wie vor bei alternativen Anlageklassen zu finden: solide Alpha-Trends und die Möglichkeit, Illiquiditätsrisikoprämien zu erzielen unterstützen die Renditen im Vergleich zu den öffentlichen Kapitalmärkten. Insbesondere Real Assets können in vielen Wirtschaftsszenarien überzeugen.
- Die Ertragschancen an den öffentlichen Kapitalmärkten sind also begrenzt. Aber für Anleger, die bereit sind, ihr Chancenspektrum zu erweitern, neue Quellen für Erträge zu erschließen und aktive Anlageentscheidungen zu treffen, besteht auch weiterhin die Möglichkeit, robuste und effiziente Portfolios zu generieren.

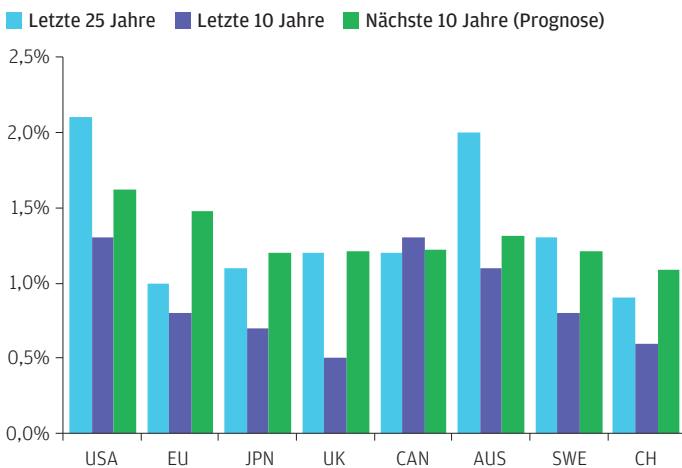
## EIN LANGFRISTIGER BLICK AUF DIE KAPITALMÄRKTE

Wir freuen uns, mit unsere Long-Term Capital Market Assumptions (LTCMA) für das Jahr 2022 die 26. Ausgabe unserer Ertrags- und Risikoerwartungen über die nächsten zehn bis 15 Jahre vorzustellen. Für diesen Anlagehorizont gehen wir davon aus, dass das nominale Wachstum in den Industrieländern im Durchschnitt etwas stärker ausfallen wird. Nach zwei turbulenten Jahren im Kampf gegen eine weltweite Pandemie ist das nicht selbstverständlich. Aber die Weltwirtschaft hat sich schnell von einem durch das Coronavirus verursachten Einbruch erholt, zunächst mit Hilfe massiver politischer Unterstützung und später durch einen Anstieg der Investitionsausgaben und die Freisetzung der aufgestauten Verbrauchernachfrage. Heute befinden wir uns auf - oder zumindest nahe an - der Ausgangsgeschwindigkeit<sup>1</sup>, wobei das potenzielle Wachstum der Weltwirtschaft durch den Ausbruch der COVID-19-Pandemie erfreulicherweise nicht geschwächt wurde.

Die politischen Interventionen auf dem Höhepunkt der Krise zeigen eine lang anhaltende Wirkung. Kurzfristig schaffen sie einen starken, wenn auch verzerrten Zyklus mit solider Unterstützung für Risikoanlagen. Längerfristig müssen diese Verzerrungen wieder abgebaut werden, aber weder die Art noch der Ablauf, wie dies bewerkstelligt werden soll, ist derzeit eindeutig erkennbar. Zwar sind die erwarteten Renditen im historischen Vergleich weiterhin niedrig. Ein 60/40 Portfolio<sup>2</sup> wird nach unserer Prognose lediglich eine Rendite von 4,3 % in US-Dollar und 2,8 % in Euro erzielen. Die gute Nachricht ist jedoch, dass Anleger ein breites Spektrum an Risikoaufschlägen abschöpfen können, wenn sie bereit sind, über die traditionellen Anlagemärkte und das vertraute Verhältnis von Risiken und Renditen hinauszublicken.

### Höhere Investitionen könnten die Produktivität im kommenden Zyklus im Vergleich zum letzten Zyklus ankurbeln

**ABBILDUNG 1A: PRODUKTIVITÄT IN DEN INDUSTRIELÄNDERN: 25 JAHRE, LETZTE 10 JAHRE UND PROGNOSE LTCMA 2022**



Quelle: Bloomberg, Haver, J.P. Morgan Asset Management; Stand: September 2021.

<sup>1</sup> Die Ausgangsgeschwindigkeit ist ein nachhaltiges Niveau der Wirtschaftstätigkeit, bei dem die Anreize zurückgefahren werden können.

<sup>2</sup> Ein 60/40 Portfolio bestehend aus 60 % Aktien (MSCI ACWI) und 40 % Anleihen (Bloomberg US Aggregate).

## DIE WIRTSCHAFTLICHEN FOLGEN DER PANDEMIE VERBLASSEN SCHNELL

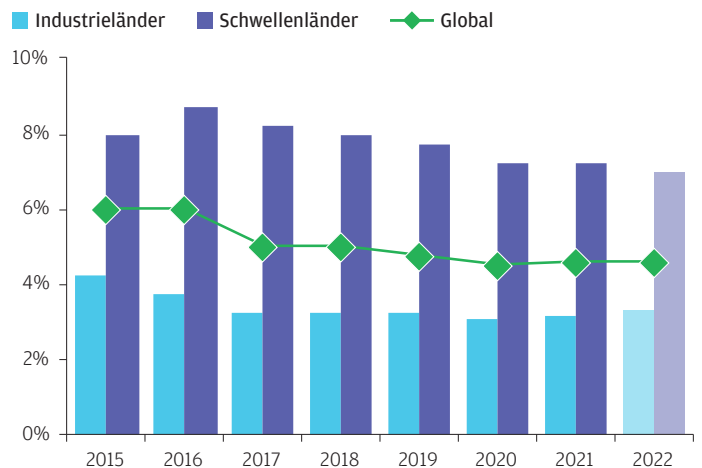
Für dieses Jahr korrigieren wir unsere nominalen Wachstumsprognosen für die Industrieländer um 10 Basispunkte (Bp) auf 3,3 % nach oben, was einer realen BIP-Prognose von 1,5 % und einer Inflationsannahme von 1,8 % entspricht (**ABBILDUNG 1A**). Wir sind zunehmend davon überzeugt, dass die Pandemie relativ geringe wirtschaftliche Spuren hinterlassen wird. Vor nicht einmal einem Jahr - auf dem Höhepunkt der Pandemie - rechneten die Beobachter mit der Gefahr, dass COVID-19 eine hohe und anhaltende Arbeitslosigkeit, zahlreiche Insolvenzen und eine dauerhafte Schwächung der Kaufbereitschaft von Haushalten und Unternehmen nach sich ziehen würde.

Die Pandemie ist zwar immer noch nicht vorbei, aber wir sehen kaum Anzeichen für diese befürchteten wirtschaftlichen Schäden. Die Erholung der Unternehmensinvestitionen und die anhaltende Verbesserung der Arbeitsproduktivität lassen vielmehr darauf schließen, dass die zugrunde liegende Dynamik des realen Wirtschaftswachstums beruhigend widerstandsfähig ist.

Entscheidend ist, dass sich unsere Schätzung des potenziellen Wachstums im Vergleich zu den Werten vor der Pandemie kaum verändert hat (**ABBILDUNG 1B**). Dies ist bemerkenswert, da wir in den letzten vier Quartalen eine außergewöhnliche zyklische Erholung und starke Renditen aus Risikoanlagen erlebt haben. Trotz dieser überproportionalen Zuwächse und Renditen bleiben unsere langfristigen Wachstumsprognosen im Vergleich zum Vorjahr relativ stabil, was darauf hindeutet, dass der zugrundeliegende Wachstumstrend - bei Berücksichtigung zyklischer Faktoren - solide ist.

### Unsere Schätzungen für das nominale Wachstum fallen in den Industrieländern etwas besser und in den Schwellenländern etwas niedriger aus; der allgemeine Trend bleibt stabil

**ABBILDUNG 1B: DAS NOMINALE WACHSTUM ZEIGT SICH IM VERGLEICH ZUM NIVEAU VOR DER PANDEMIE RELATIV STABIL**



Quelle: J.P. Morgan Asset Management; Stand: Oktober 2021.

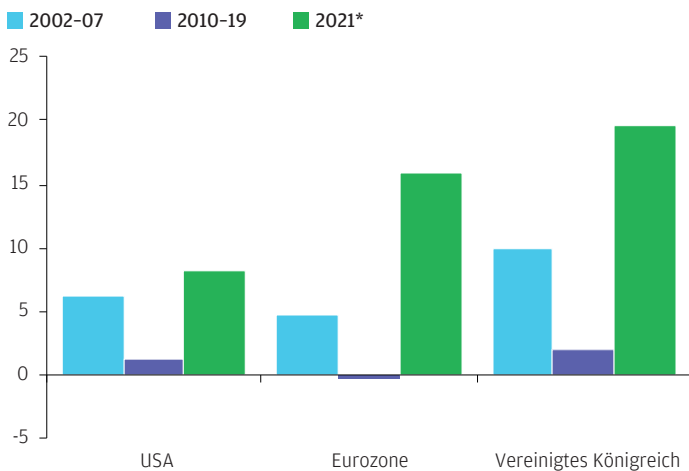
In diesem Jahr liegen die nominalen Wachstumserwartungen in unseren LTCMA angesichts der von den Zentralbanken nun angestrebten höheren Inflation ebenfalls etwas höher. Nachdem wir viele Jahre lang eine Disinflation befürchtet hatten, haben wir in diesem Jahr unsere langfristigen Inflationsprognosen angehoben, da die Risiken im Zusammenhang mit den Inflationszielen der Zentralbanken nun ausgewogener sind. Eine leicht steigende Inflation wiederum verschafft Risikoanlagen Rückenwind, was wiederum Anleihenleger alarmieren sollte.

Die Auswirkungen der politischen Entscheidungen im Zusammenhang mit der Pandemie werden noch lange zu spüren sein, aber wir sind im Großen und Ganzen optimistisch. Gleichmaßen müssen wir zur Kenntnis nehmen, dass dieselbe mutige Steuer- und Geldpolitik, die uns aus der pandemiebedingten Talsohle herausgeführt hat, eine fundamentale und dauerhafte Veränderung der Wirtschaftspolitik bedeutet. Die gewaltigen Rettungsprogramme zur Überbrückung der negativen Auswirkungen der Pandemie haben wahrscheinlich das Jahrzehnt schleppender Investitionen, periodischer Sparmaßnahmen und schwacher Produktivität beendet. Stattdessen liegt ein Schwerpunkt auf nominalem Wachstum und es gibt eine erhöhte Bereitschaft, aufgeblähte Bilanzen sowie die höchste Staatsverschuldung in der Geschichte seit 1945 zu tolerieren. Aber wir sollten uns darüber im Klaren sein, dass wir ohne die raschen und weitreichenden Maßnahmen der politischen Entscheidungsträger eine deutlich schlechtere wirtschaftliche Grundlage für unsere Anlageprognosen haben würden.

Stattdessen konzentrieren sich die Regierungen, ermutigt durch ihren Erfolg in der Pandemiepolitik, nun auf mittelfristige Zielsetzungen (**ABBILDUNG 2**). Es wurden bereits mehrjährige Ausgabenpläne aufgestellt, deren Schwerpunkt auf dem Wiederaufbau maroder Infrastruktur, der Überwindung der sozialen Ungleichheit und der Bekämpfung des Klimawandels liegt.

**Die Investitionstätigkeit in den Industrieländern war im letzten Zyklus gering, übertrifft aber in diesem Zyklus bisher das Niveau der frühen 2000er Jahre**

**ABBILDUNG 2: NOMINALE STAATLICHE INVESTITIONEN IN VERSCHIEDENEN REGIONEN (DURCHSCHNITTLICHE JÄHRLICHE WACHSTUMSRATE IN %)**



Quelle: BEA, Europäische Kommission, Haver, ONS, J.P. Morgan Asset Management; Stand: 30. September 2021.

\* Die Wachstumsraten für das Jahr 2021 sind im Verhältnis zu 2019 angegeben.

**VERWERFUNGEN WERDEN SICH NICHT ZWANGSLÄUFIG SCHNELL AUFLÖSEN**

Das Fehlen wirtschaftlicher Narben, die starken fiskalischen Impulse und die negativen Realzinsen haben die Wirtschaft zwar angekurbelt, aber auch die Angst vor einer weiteren Zunahme der Inflation geschürt. Der vorherrschende Zyklus könnte sich durchaus in einem verzerrten Zustand befinden. Eine weiterhin expansive Geldpolitik scheint im Widerspruch zu den Aussichten auf ein kräftiges Wachstum zu stehen. Doch diese Mischung könnte noch einige Zeit anhalten. Die politischen Entscheidungsträger scheinen bereit zu sein, das Risiko einer langfristigen Fehlallokation von Kapital in Kauf zu nehmen, um aktuell nominales Wachstum zu erzielen.

Längerfristige Unwägbarkeiten sind zwar durchaus ernst zu nehmen, sollten aber auch nicht die Bereitschaft schmälern, Kapital in einem für Risikoanlagen derzeit günstigen Umfeld anzulegen. Die Art und der Ablauf, wie sich die Verwerfungen auflösen, sind nicht vorbestimmt. In den wahrscheinlichsten Szenarien sind jedoch die Anleihenleger die Leidtragenden, die Real Asset-Eigentümer die Gewinner und die Inhaber von Aktien diejenigen, die schnell und opportunistisch handeln sollten. Trotz der Risiken, die sich aus dem derzeitigen Politik- und Wachstumsmix ergeben (**ABBILDUNG 3**), scheint eine risikofreudige Ausrichtung für viele Anlegergruppen sinnvoll.

Investoren können den stärker interventionistischen Ansatz der Regierungen nicht ignorieren. Die Berücksichtigung von Umwelt-, Sozial- und Governance-Aspekten (ESG) bei Anlageentscheidungen gewinnt zunehmend an Bedeutung. Wird dieser Ansatz die finanziellen Ergebnisse beeinträchtigen? Unsere Analysen deuten darauf hin, dass dies nur der Fall ist, wenn die Anleger ihr Chancenspektrum zu stark einschränken. Sie dürfen sich nicht ausschließlich auf Anlagen konzentrieren, für die ESG-Scores leicht verfügbar sind oder die eine besonders gute ESG-Bewertung aufweisen. Bei nachhaltigen Anlagen ging es früher vielleicht ausschließlich darum, Gutes zu tun - heute geht es jedoch ebenso sehr darum, gute Ergebnisse mit ihnen zu erzielen.

Die Regierungen könnten durchaus versucht sein, die Steuern zu erhöhen, um ihre geplanten Ausgaben zu finanzieren. Viele Regierungen werden allerdings feststellen, dass ihre Möglichkeiten zur Anhebung der Einkommensteuern stark eingeschränkt sind. Nur in wenigen Ländern sind die Schultern der Steuerzahler kräftig genug, um deutliche Erhöhungen zu verkraften. Außerdem schrumpft durch die Alterung der Bevölkerung die Zahl der Arbeitnehmer, deren Einkommen überhaupt besteuert werden kann. Stattdessen nehmen die Regierungen die Körperschaft-, Vermögens- und Kapitalertragssteuern stärker ins Visier, um Einnahmen zu erzielen. Anleger sollten dies angesichts der rasanten Vermögenszuwächse der letzten Jahre nicht außer Acht lassen (siehe den Artikel im LTCMA 2022 Report: „Tax as an Investment Issue: Weighing the impact of tax loss harvesting on long-term saving goals“). In jedem Fall gehört die allgemeine Sparpolitik der Vergangenheit an, und die Erhöhung der Einnahmen wird für die Regierung zu einer Priorität.

In unserem zehn bis 15-Jahres-Horizont lassen wir die eher 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 3: UNSER KERNSZENARIO SIEHT EIN POSITIVES NOMINALES WACHSTUM VOR, WOBEI DIE GELDPOLITIK NOCH EINIGE ZEIT RELATIV LOCKER BLEIBEN WIRD. ALLERDINGS BESTEHEN FÜR DIESE LANGFRISTIGE EINSCHÄTZUNG GEWISSE RISIKEN.**

Risiko	Positiv oder negativ?	Beschreibung	Auswirkungen auf gesamtwirtschaftliche Lage oder Anlageklassen
Verschlechterung der Klima- oder Umweltsituation	negativ	Häufigere oder extremere Wetterereignisse, die zur Zerstörung von Produktionsanlagen und Störungen der Lebensmittel- und Grundstoffversorgung führen	Kurzfristige wirtschaftliche Belastung durch Störungen auf der Angebotsseite; erzwungene Migration kann zu internationalen Spannungen führen; im Extremfall positiv für Anleihen, Rohstoffe (ohne Energie), Real Assets, aber negativ für Aktien, Kreditwerte
Geopolitische Spannungen, die in Konflikte münden	negativ	Bekanntes Spannungsherde im Nahen Osten und im asiatisch-pazifischen Raum entwickeln sich zu dauerhafteren Konflikten; dazu könnte auch ein anhaltender und bedeutender Anstieg von Cyberkonflikten gehören, die die Infrastruktur bedrohen	Es ist unwahrscheinlich, dass die Spannungen während des gesamten Prognosehorizonts anhalten, aber sie könnten dauerhafte Auswirkungen auf den Handel haben; positiv für den USD; erhöht die Volatilität in vielen Anlageklassen
Disruptive Abkehr von fossilen Brennstoffen	zunächst negativ	Der Abzug von Kapital von den Erzeugern fossiler Brennstoffe führt zu Preissteigerungen und Preisschwankungen bei konventionellen Energieträgern und damit zu Engpässen bei der Energieversorgung; es besteht die Gefahr, dass einige Regionen die Energiewende nicht einleiten oder hinauszögern, was zu einem strukturellen Vorteil für die Länder führen könnte, die den Übergang vollziehen	Kurzfristig wird das durchschnittliche reale BIP sinken und die durchschnittliche Inflation steigen; auf längere Sicht könnten Regionen, die in der Lage sind, auf erneuerbare Energien umzusteigen, eine niedrigere Inflation und ein besseres Wachstum verzeichnen; anfangs positiv für Rohstoffe, negativ für Anleihen und Aktien; auf längere Sicht möglicherweise positiv für das Wachstum der Industrieländer im Vergleich zu den Schwellenländern
Beschleunigte Einführung von Technologien	positiv	Kommunikations- und Automatisierungstechnologien, die sich während der Pandemie bewährt haben, werden allgegenwärtig und führen zu einem Produktivitätsanstieg	Positiv für das reale BIP bei gleichzeitiger Dämpfung der Inflation; förderlich für Aktien, Unternehmensanleihen und andere Risikoanlagen; mildert am rechten Ende der Kurve einige der Inflationsrisiken für die Anleihenmärkte
Unerwartet starker Investitions- und Investitionsgüterzyklus	positiv	Der Anstieg der Staatsausgaben und der Aufschwung bei den Investitionsausgaben nach der Pandemie führen zum Aufbau von Produktionskapazitäten und einer Zunahme an höher qualifizierter Arbeit	Positiv für das reale BIP bei gleichzeitiger Dämpfung der Inflation; förderlich für Aktien, Unternehmensanleihen und andere Risikoanlagen; mildert am rechten Ende der Kurve einige der Inflationsrisiken für Anleihenmärkte; kann Industrieländer im Vergleich zu den Schwellenländern begünstigen
Schnelle Aufgabe des USD als wichtigste Reservewährung	negativ	Herausforderer des USD (z. B. eine Kryptowährung oder eine alternative Fiat-Währung) taucht auf und zieht Währungsreserven aus dem USD ab; verringert die Nachfrage nach US-Anlagen und lenkt die Aufmerksamkeit wieder auf das Defizit der USA	Negativ für Wachstum, USD, Anleihen, Unternehmensanleihen und Aktien; positiv für Real Assets und Rohstoffe
Sekundäre Pandemien oder Aufkommen von Virusstämmen, die gegen Impfstoffe resistent sind	negativ	Auftreten eines impfstoffresistenten COVID-19-Stammes oder eines völlig neuen Erregers, der weltweit zu Lockdowns und Unterbrechungen der Lieferketten führt	Negativ für das Wachstum, dürfte aber zu weiteren Stimulusmaßnahmen führen, was zyklische Volatilität verursacht und eine zusätzliche Ausweitung der Verschuldung riskiert; kurzfristig positiv für Anleihen, riskiert aber eine noch längere Phase finanzieller Repression; erhöht die Volatilität von Aktien und Unternehmensanleihen; für Real Assets und Rohstoffe im Vergleich zu Finanzanlagen generell positiv
Eine unerwartet schnelle Straffung der Geldpolitik als Reaktion auf die Inflation	zunächst negativ	Die Zentralbanken werden bei der Bekämpfung von Inflationsrisiken zunehmend proaktiv und straffen in enger Abstimmung die Geldpolitik	Kurzfristig negativ für das Wachstum und letztendlich auch für die Inflation (wobei zu beachten ist, dass die Inflationserwartungen hartnäckig sein können); eine drastische Straffung birgt möglicherweise das Risiko einer Rezession und drückt das durchschnittliche nominale Wachstum über unseren Prognosehorizont nach unten; anfänglich sehr negativ für Finanzanlagen - Anleihen aufgrund höherer Renditen, Aktien aufgrund einer Bewertungskontraktion; auf längere Sicht werden Anleihen attraktiver, da die Kupons steigen und Aktien wieder niedriger bewertet werden
Erhöhte Bewertungen	negativ und positiv	Die Bewertungen für die meisten Anlageklassen gelten als hoch - die Bewertungen der Aktien sind besonders stark erhöht, die Renditen der Anleihen niedrig und die Kreditspreads eng; dies birgt Risiken in beide Richtungen, je nach vorherrschender Politik	Stark abhängig vom geldpolitischen Kurs - wird die Geldpolitik zu schnell gestrafft, müssen die hohen Bewertungen stärker sinken; wird sie gelockert, könnten sich die aktuellen Bewertungen als beständiger erweisen, was den von den Prognosen ausgehenden Druck auf die Bewertungen beseitigt

Quelle: J.P. Morgan Asset Management; Stand: September 2021.

## ANLEIHEN ALS DAUERVERLIERER

Die Zeche für die Staatsausgaben werden die Anleiheanleger zahlen müssen. Unser zentrales Szenario, in dem das nominale Wachstum nach der Pandemie ordentlich ausfällt und Regierungen über die erforderlichen Mittel zur Erreichung ihrer mittelfristigen Ziele verfügen, scheint möglicherweise zu schön, um wahr zu sein. Haben die Regierungen ein Tischlein-deck-dich entdeckt?

Wohl kaum. Der Tisch wurde von den Zentralbanken gedeckt. Deren Anlagenkäufe haben die Regierungen vor den höheren Zinssätzen bewahrt, die sicherlich die Folge gewesen wären, hätte man den Markt sich selbst überlassen.

Die Regierungen werden weiterhin auf die Unterstützung der Zentralbanken angewiesen sein, um ihre mittelfristigen Ziele zu erreichen. Unser Prozess für die Prognose von Anleiherenditen trägt dieser Realität Rechnung. Das Verständnis dessen, was die gesamtwirtschaftliche Lage für die Entwicklung der Anleiherenditen erwarten lässt, ist nur noch ein Aspekt der Betrachtung. Ebenso wichtig ist es zu bedenken, welchen Verlauf der Anleiherenditen die Zentralbanken erlauben werden. Unsere Prognosen berücksichtigen außerdem die Rolle anderer großer, nicht preispfindlicher Käufer wie etwa Firmen, die ihre Pensionsverbindlichkeiten absichern müssen, sowie Pensionsfonds.

Während die Aussichten für Staatsanleihen weiterhin schlecht sind, verbessern sich unsere Prognosen für die nominalen Anleiherenditen ab 2021. Höhere Anfangsrenditen und ein einfaches Weiterrollieren um ein Jahr – sodass unsere Berechnungen ein Jahr mit Leitzinsen von null bzw. im negativen Bereich auslassen und ein Jahr mit zumindest leicht höheren Zinsen am Ende des Prognosehorizonts einbeziehen – verbessern die Anleiherenditen. Diese Faktoren führen dazu, dass unsere Prognose für die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen um 80 Bp auf 2,4 % steigt, während die Prognose für die USD-Geldmarktrendite um 20 Bp auf 1,3 % angehoben wird. Angesichts der von uns geschätzten US-Inflation von 2,3 % bedeutet dies jedoch über unseren Prognosezeitraum hinweg immer noch durchschnittlich negative reale Renditen für den Geldmarkt, während die Realrenditen von Staatsanleihen praktisch bei null liegen. Außerhalb der USA sieht das Bild düster aus, mit nominalen Staatsanleiherenditen von nur 1,3 % für 10-jährige EUR-Anleihen und 1,7 % für 10-jährige GBP-Anleihen, was deutlich negative Realrenditen impliziert.

**Renditeprognosen für Staatsanleihen steigen aufgrund höherer Anfangsrenditen und der Tatsache, dass wir der Normalisierung ein Jahr näher gekommen sein sollten**

**ABBILDUNG 5: PROGNOSTIZIERTE ZYKLUSNEUTRALE ERTRÄGE UND RENDITEPROGNOSEN FÜR FESTVERZINSLICHE WERTPAPIERE**

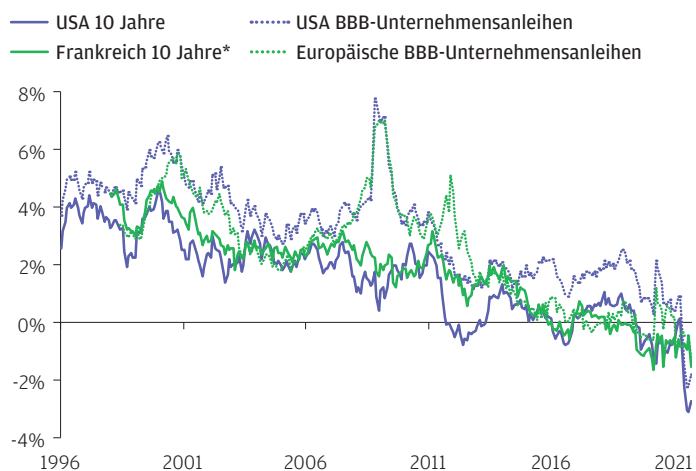
	USD		GBP		EUR		JPY	
	Zyklusneutraler Ertrag (%)	Rendite	Zyklusneutraler Ertrag (%)	Rendite	Zyklusneutraler Ertrag (%)	Rendite	Zyklusneutraler Ertrag (%)	Rendite
Inflation	2,3%	–	2,2%	–	1,5%	–	0,7%	–
Geldmarkt	2,0%	1,3%	2,1%	1,5%	1,1%	0,1%	0,3%	0,0%
10-jährige Anleihe	3,0%	2,4%	2,5%	1,7%	2,0%	1,3%	0,9%	0,6%
Index für langfristige Anleihen	3,4%	1,7%	2,7%	0,4%	2,3%	0,1%	0,9%	0,7%
Investment-Grade-Unternehmensanleihen	4,6%	2,8%	4,2%	2,3%	3,0%	1,5%	1,2%	0,7%
Hochzinsanleihen	7,4%	3,9%	–	–	5,7%	2,9%	–	–
Anleihen der Schwellenländer	6,7%	5,2%	–	–	–	–	–	–

Quelle: J.P. Morgan Asset Management; Stand: Oktober 2021. Index für langfristige Anleihen: EUR 15J+ Index, JPY Index für japanische Staatsanleihen, GBP 15J+ Index, USD 20J+ Index. EMD: Auf Hartwährungen lautende Schuldtitel aus Schwellenländern. Zyklusneutral: der durchschnittliche Zinssatz (oder Ertrag), den wir nach der Normalisierung erwarten.

Kurz gesagt: Staatsanleihen erscheinen über unseren Prognosehorizont hinweg als die Verlierer in Sachen Rendite, auch wenn wir anerkennen, dass sie immer noch eine Rolle bei der Diversifizierung spielen können. Eine längere Phase finanzieller Repression im gegenwärtigen Zyklus schadet den Anleiheanlegern massiv. Sollten sich die vorherrschenden Verwerfungen durch einen Inflationsschub schließen, werden Anleihen sicherlich darunter leiden. Sollte sich die Lücke durch eine bessere Produktivität schließen, werden die Realzinsen steigen müssen. Die Aussicht auf höhere Kuponzahlungen mag zwar vorhanden sein, aber das kann noch viele Jahre dauern. **(ABBILDUNG 4).**

**Die realen Fremdkapitalkosten für US-amerikanische und europäische Unternehmen und Regierungen sind derzeit real negativ und werden es wohl auch noch einige Zeit bleiben.**

**ABBILDUNG 4: DIE REALEN RENDITEN SIND IM LETZTEN VIERTELJAHRHUNDERT EINEM ABWÄRTSTREND GEFOLGT**



Quelle: Barclays, Bloomberg BLS, Datastream, J.P. Morgan Asset Management; Stand: Juli 2021. Die Renditen der 10-jährigen US-Staatsanleihen und der 10-jährigen französischen Staatsanleihen beziehen sich auf die Endfälligkeit, die BBB-Anleihen auf die Yield to Worst.

\* Die 10-jährige französische Staatsanleihe wird in LTCMA als Stellvertreter für die Staatsanleihen der Eurozone verwendet.

Die Erkenntnis, dass der Anleihenmarkt weiterhin stark gesteuert werden dürfte, beeinflusst unsere Einschätzung der erwarteten Renditen in den erweiterten Sektoren für festverzinsliche Wertpapiere (**ABBILDUNG 5**). Im Grunde genommen gilt: Wenn die Wirtschaft über einen längeren Zeitraum hinweg heißläuft, werden die Ausfallraten sinken, was für Anleihen geringerer Bonität günstig ist. Allerdings spiegelt sich dieses Ergebnis zumindest teilweise bereits in engeren Spreads wider. Infolgedessen sinkt unsere Renditeprognose im US-Hochzins-Bereich (HY) von 4,8 % auf 3,9 %. Höhere risikolose Anfangsrenditen gleichen die engeren Spreads bei US-Investment-Grade-Anleihen (IG) aus, was zu einer Verbesserung der Rendite um 30 Bp auf 2,8 % führt. Aber auch dies muss vor dem Hintergrund der Erwartung gesehen werden, dass die Inflation in den USA im Durchschnitt nur 2,3 % betragen wird.

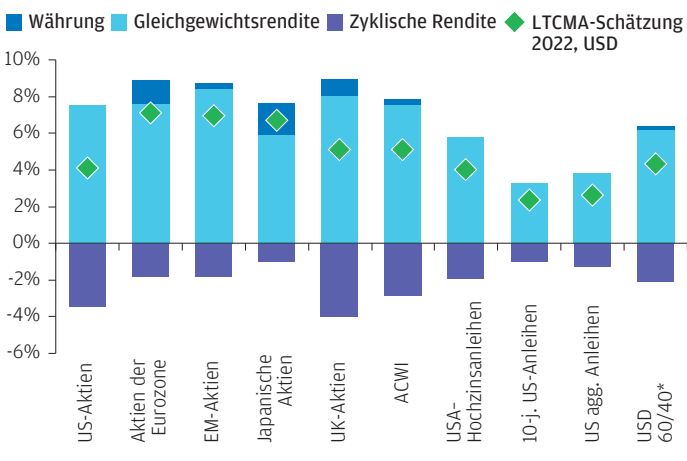
## AKTIEN ERZIELEN STABILE, ABER ZYKLISCHE RENDITEN

Unsere Aktienprognosen bauen auf diesem Gedankengang auf. Eine längere Phase negativer Realzinsen hat unser Denken über Gleichgewichtsbewertungen und Margen verändert (**ABBILDUNG 6A**). Annahmen über die Rückkehr von Bewertungen und Margen zu historischen Mittelwerten sind weit verbreitet, aber diese müssen im Kontext der heutigen Sektorzusammensetzung und Kapitalstruktur von Indizes betrachtet werden. Allein die Anpassung der historischen KGVs in den USA zur Berücksichtigung des heutigen Sektormixes erhöht die historischen Durchschnittsbewertungen um 1,5 Prozentpunkte (siehe den Artikel im LTCMA 2022 Report: Equity Assumptions, Abbildung 2). Die Berücksichtigung einer geringeren Kapitalintensität der Unternehmen verbessert das Gleichgewicht zusätzlich.

Ein weiterer wichtiger Faktor ist die offenkundige Tendenz der Unternehmenslenker, die Bewertung von Aktien zu verteidigen. In einer Analyse in den LTCMA 2019<sup>3</sup> haben wir festgestellt, dass die Rolle von Aktien als Akquisitionswährung den Trend zu höheren Bewertungen gefördert hat. Dies wird durch eine Veränderung der Art und Weise,

**Die annualisierten zehnjährigen Gesamtrenditen liegen in einem Umfeld mit negativen Realzinsen um 2,3 % höher**

**ABBILDUNG 6A: ZYKLISCHE VS. STRUKTURELLE RENDITETREIBER FÜR WICHTIGE AKTIEN UND ANDERE ANLAGEN**



Quelle: Bloomberg, Datastream, Haver, J.P. Morgan Asset Management; Stand: Oktober 2021.

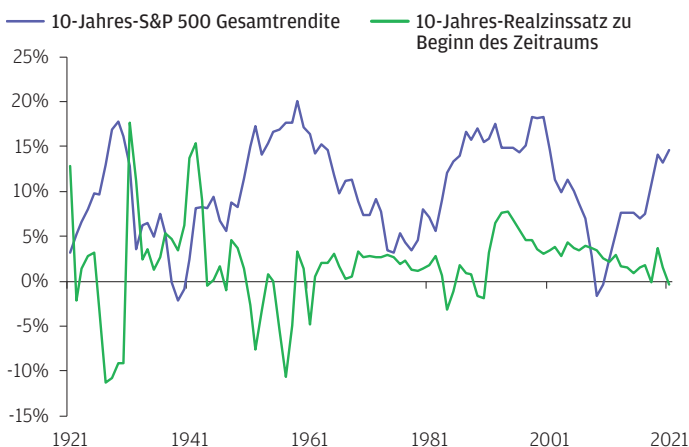
<sup>3</sup> John Bilton, Patrik Schöwitz, Anthony Werley et al., „The Evolution of Market Structure: Managing illiquidity risk across public and private markets“, Long-Term Capital Market Assumptions Report 2019, J.P. Morgan Asset Management

wie Unternehmen den Aktienmarkt nutzen, gestützt: Vor 50 Jahren war der Aktienmarkt der Ort, an dem Unternehmen Kapital zur Finanzierung neuer Unternehmungen aufnehmen. Heute ist er zunehmend der Ort, an dem Unternehmen Kapital an Anteilhaber zurückgeben, was wiederum ihre Bewertungen untermauert. Ohne die langfristigen Veränderungen in der Zusammensetzung der Indizes und in den Kapitalstrukturen der Unternehmen zu berücksichtigen, würde die Bewertungsbremse außergewöhnlich niedrige, ja sogar negative Gesamtrenditen auf Aktien über einen Zeitraum von zehn oder mehr Jahren bedeuten, was unserer Meinung nach weder realistisch ist noch besonders gut durch historische Präzedenzfälle belegt wird (**ABBILDUNG 6B**).

Auf der Grundlage dieses differenzierteren Ansatzes zur Vorhersage von Bewertungen und Margen prognostizieren wir für Large-Cap-Aktien aus den USA eine unveränderte jährliche Rendite von 4,1 % über unseren Anlagehorizont, während die günstigen Auswirkungen auf Margen und Bewertungen unsere Prognose für Aktien aus der Eurozone um 60 Bp auf 5,8 % verbessern.<sup>4</sup> Für Aktien aus Japan nehmen wir eine geringfügige Senkung um 10 Bp auf 5,0 % und für Titel aus Großbritannien eine starke Abwärtskorrektur um 260 Bp auf 4,1 % vor, da der heutige Sektormix auf eine erhebliche Belastung der Margen und eine wahrscheinliche Kontraktion der Bewertungskennzahlen hindeutet. Die Schwellenländer verzeichnen einen moderateren Rückgang um 20 Bp auf 6,6 Prozent. Diese Änderungen führen in Kombination dazu, dass unsere Schätzung der globalen Aktienrenditen in USD um 10 Bp auf 5,0 % sinkt.

Rechnet man die Währungen in USD um, begünstigen die positiven Faktoren immer noch Regionen außerhalb der USA. Aber angesichts der günstigen Indexzusammensetzung und der Widerstandsfähigkeit der Erträge können sich US-Aktien auf risikobereinigter Basis weiterhin behaupten. Der Abstand zwischen den Renditeprognosen für die Schwellenländer (EM) und die Industrieländer (DM) verringert sich in USD gemessen um 20 Bp, was in erster Linie darauf zurückzuführen ist, dass wir die Renditeprognose für die im MSCI China enthaltenen Aktien von 6,6 % auf 6,3 % gesenkt haben.

**ABBILDUNG 6B: DIE 10-JAHRES-GESAMTRENDITEN FÜR AKTIEN WAREN IN DEN LETZTEN 100 JAHREN NUR ZWEIMAL NEGATIV - UND NIE, WENN DIE REALZINSEN ANFÄNGLICH NEGATIV WAREN.**



Quelle: Bloomberg, Datastream, Yale University, Robert J. Shiller, J.P. Morgan Asset Management; Stand: September 2021.

<sup>4</sup> Im Vergleich zu den Annahmen des letzten Jahres ist es bemerkenswert, dass die Aktienbewertungen trotz eines Jahres mit einer starken Performance niedriger sind. Dies spricht für die Stärke der Gewinnerholung. Allerdings wurden hierdurch die Margen in die Höhe getrieben, was nun einen wesentlichen Negativfaktor für unsere Aktienprognosen darstellt.

Aktien entwickelten sich zu Beginn der Erholung nach COVID-19 stark. In Anbetracht der lockeren Geldpolitik, der starken Investitionsausgaben und der hohen Ersparnisse sehen wir weiteres Aufwärtspotenzial für Aktien. Die in diesem Zyklus erkennbaren Verwerfungen sind für Anleger in Anleihen schädlicher als für Aktionäre und könnten noch einige Zeit andauern. Allerdings müssen Aktieninvestoren unter Umständen flexibel sein und ihre Positionierung proaktiv an den Zyklus anpassen. Die längerfristigen Inflationsrisiken sind heute jedoch kein Grund, Aktien zu meiden.

## EIN BLICK ÜBER ÖFFENTLICHE KAPITALMÄRKTE UND GEOGRAFISCHE GRENZEN HINAUS

Zwar hat sich in den letzten beiden Jahren viel geändert, ein Grundsatz gilt jedoch nach wie vor: Anleger müssen weiter in die Ferne blicken, um Ertragschancen zu realisieren – sowohl in geografischer Hinsicht als auch über die öffentlichen Kapitalmärkte hinaus. Die Suche nach Renditen erfordert größere Anstrengungen und es gilt, Kompromisse in Bezug auf Volatilität und Illiquidität in Kauf zu nehmen.

Während in China die Wirtschaft und die Kapitalmärkte heranreifen, sollten Anleger zunehmend daran interessiert sein, die sich ihnen dort bietenden Chancen zu nutzen. Dafür ist es sinnvoll, die langfristigen strategischen Ambitionen Pekings ebenso zu verstehen wie die wirtschaftlichen Aspekte einer Investition – das haben die Entwicklungen des vergangenen Jahres noch einmal verdeutlicht (siehe siehe den Artikel im LTCMA 2022 Report: „Chinese assets: The biggest risk for investors would be to ignore them“).

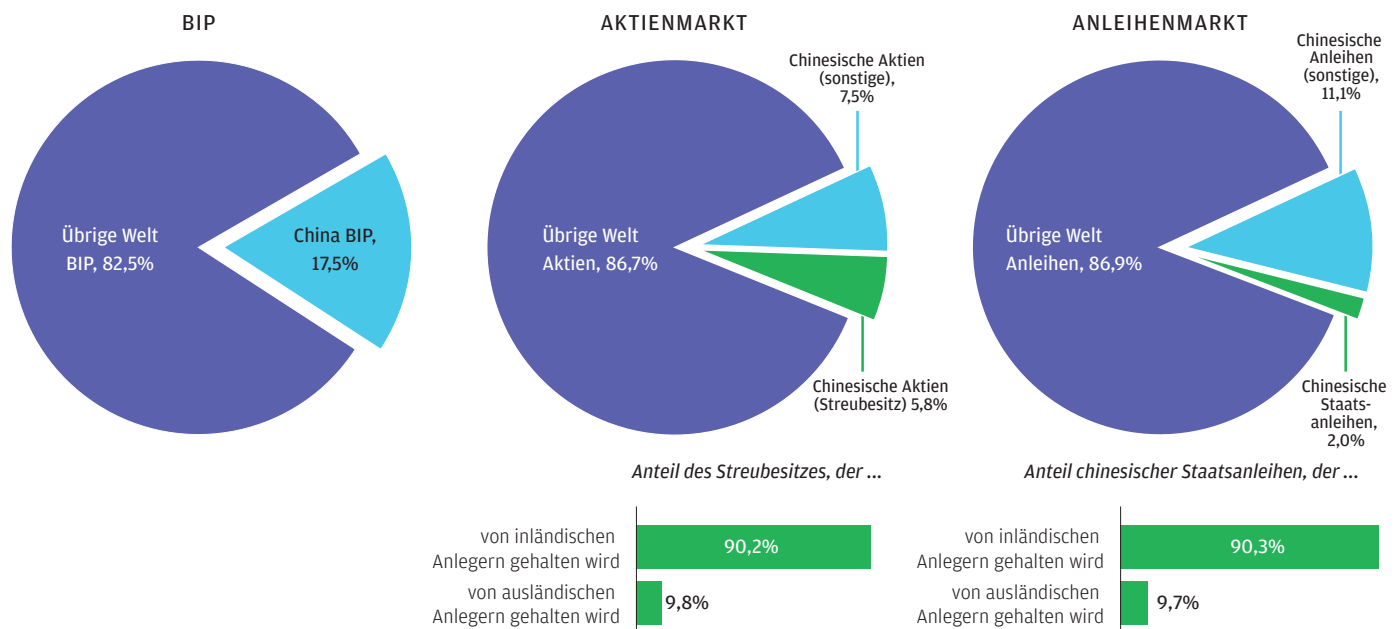
Die chinesischen Anlagemärkte sind bereits jetzt riesig, die Titel werden jedoch überwiegend von lokalen Investoren gehalten (**ABBILDUNG 7**). Viele Anleger haben China strukturell untergewichtet. Als eigenständige Anlage kann die Erhöhung des Engagements in chinesischen Anlagen bis zur Marktgewichtung die Portfolioerträge verbessern und gleichzeitig eine ausgewogenere Allokation in den Schwellenländern außerhalb Chinas ermöglichen.

Auch der Blick über die öffentlichen Kapitalmärkte hinaus wird immer wichtiger. Wie im Vorjahr sind unsere Ertragsprognosen (**ABBILDUNG 8**) für alternative Anlagen im Vergleich zu den Erträgen der öffentlichen Kapitalmärkte günstig. Die Vorteile alternativer Anlageklassen – verbesserte Alpha-Trends und die Möglichkeit Illiquiditätsprämien abzuschöpfen – werden auch in den kommenden zehn Jahren Kapital anziehen. Zusätzlich sollte die Option genutzt werden, Manager auszuwählen, die bewährtermaßen Renditen über dem Marktdurchschnitt erzielen können, da es hier eine große Dispersion der Ergebnisse gibt.

Alternative Anlageklassen bieten im Vergleich zu den öffentlichen Kapitalmärkten deutliche Risikozuschläge. So konnten Private Equity-Anlagen gegenüber dem Vorjahr um 30 Bp auf 8,1 % zulegen, während Private Debt-Titel mit 6,9 % ein attraktives Plus gegenüber den Renditen öffentlicher Unternehmensanleihen aufweisen. Auch wenn alternative Finanzinstrumente im Allgemeinen ein Aktien-Beta aufweisen, können die Zusatzerträge, die sich aus der Managerauswahl ergeben, den Portfolios einen bedeutenden Schub verleihen.

Obwohl auf China fast ein Fünftel des weltweiten BIP entfällt und das Land über riesige Vermögenmärkte verfügt, ist der Anteil nicht-chinesischer Anleger immer noch gering

ABBILDUNG 7: AUSLÄNDISCHES EIGENTUM AN AUSGEWÄHLTEN CHINESISCHEN ANLAGEN



Quelle: Bloomberg, CEIC, Haver, ICMA, PBoC; Stand: Dezember 2020.

Im Allgemeinen haben sich die Ertragsprognosen für alternative Anlageklassen und Sekundärmärkte in diesem Jahr gut gehalten

ABBILDUNG 8: RENDITEANNAHMEN FÜR AUSGEWÄHLTE ALTERNATIVE STRATEGIEN (GEHEBELT,\* NACH ABZUG VON GEBÜHREN, %)

ALTERNATIVE ANLAGEKLASSEN	2022	2021
<b>PRIVATE EQUITY (USD)**</b>	<b>8,10</b>	<b>7,80</b>
Private Equity - Small Caps	7,40	7,30
Private Equity - Mid Caps	7,60	7,40
Private Equity - Large/Mega Cap	8,40	8,00
<b>PRIVATE DEBT (USD)</b>		
Direktkredite†	6,90	6,80
<b>HEDGEFONDS (USD)</b>		
Long-Aktien	3,30	3,40
Ereignisorientiert	3,20	3,10
Relative Value	3,80	3,60
Makro	2,70	2,20
Diversifiziert††	3,60	3,30
Konservativ††	3,30	3,10
<b>REAL ASSETS</b>	<b>2022</b>	<b>2021</b>
<b>IMMOBILIEN - DIREKT (LANDESWÄHRUNG)</b>		
USA - Core‡	5,80	5,90
USA - Value-Add	7,70	8,10
Europa - Core‡‡◊	4,80	5,00
Europa - Value-Add◊	6,80	7,70
Asien-Pazifik - Core‡‡	6,50	6,60
<b>REITS (LANDESWÄHRUNG)</b>		
U.S. REITs	5,70	6,50
Europäische REITs◊◊	5,10	5,90
Asien-Pazifik REITs^	5,00	6,40
Globale REITs^^	5,40	6,40
<b>INFRASTRUKTUR GLOBAL (USD)</b>		
Kernanlagen	6,10	6,10
<b>TRANSPORT GLOBAL (USD)</b>		
Kernanlagen	7,40	7,60
<b>ROHSTOFFE (USD)</b>	<b>2,60</b>	<b>2,30</b>
Gold	3,00	2,90

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

\*\* 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 stellt die prognostizierte Rendite für die direkte Kreditvergabe dar.

†† Die diversifizierte Annahme entspricht der prognostizierten Rendite für Multi-Strategie-Hedgefonds. Die konservative Annahme stellt die prognostizierte Rendite für Multi-Strategie-Hedgefonds dar, die beständige Renditen und eine niedrige Gesamtvolatilität des Portfolios anstreben, indem sie in erster Linie in Strategien mit geringerer Volatilität investieren, wie z. B. aktienmarktneutrale Ansätze und Arbitrage zwischen Rentenwerten.

‡ In unseren Annahmen enthalten US-Kernimmobilien 90 % hochwertige Immobilienanlagen und 10 % Mehrwert-Entwicklungsobjekte. Dieses Engagement entspricht auch der Zusammensetzung des als Referenzindex angesetzten NFI-ODCE Index.

‡‡ Unsere Annahmen für 2022 sind aufgrund einer Änderung der Methodik nicht direkt mit unseren Annahmen für 2021 vergleichbar: Für unsere Schätzungen für 2022 haben wir zur Verbesserung der Konsistenz zwischen den Regionen die Zusammensetzung der europäischen und asiatisch-pazifischen Kernimmobilien an die der USA angepasst (90 % erstklassige Kernimmobilien und 10 % wertsteigernde Risikopositionen). Zuvor beinhalteten unsere Annahmen für europäische und asiatisch-pazifische Kernimmobilien nur Engagements in erstklassigen Kernobjekten.

◊ In diesem Jahr fassen wir die zuvor separaten Annahmen für Europa ohne Großbritannien und Großbritannien zu unseren europäischen Annahmen für sowohl Core- als auch Value-Add-Immobilien zusammen.

◊◊ Wie bei den Kernimmobilien haben wir 2022 zwei zuvor separate Annahmen, nämlich europäische REITs ohne Großbritannien und britische REITs, zu einer einzigen europäischen REITs-Annahme zusammengefasst.

^ REITs im asiatisch-pazifischen Raum folgen einem Konstrukt für Industrieländer und decken ein etwas anderes geografisches Engagement ab als die Kernimmobilien im asiatisch-pazifischen Raum.

^^ Bei der Erstellung des Global Composite wird von folgenden Gewichtungen ausgegangen: etwa 60 % USA, 20 % Europa und 20 % Asien-Pazifik.



## REAL ASSETS SIND IN VIELEN SZENARIEN ATTRAKTIV

Da Real Assets nicht in vollem Umfang an der Risikoralie im Nachgang der Pandemie teilgenommen haben, bilden sie weiterhin eine Anlagemöglichkeit, die nicht nur attraktiv bewertet ist, sondern sich auch in vielen möglichen Zukunftsszenarien als widerstandsfähig erweisen dürfte. Auf kurze Sicht sind starke Einkommensströme in den Bereichen Immobilien, Infrastruktur und Transportanlagen angesichts der schwachen Anleiherenditen mehr als willkommen. Die Renditen von US-Kernimmobilien liegen mit 5,8 % nur 10 Bp unter dem Vorjahresniveau, während Kerninfrastrukturwerte stabil bei 6,1 % notieren und Kernobjekte im Transportsektor um lediglich 20 Bp auf 7,4 % nachgegeben haben. Die Renditen sind in allen Kategorien deutlich höher als bei vergleichbaren öffentlichen Unternehmensanleihen- oder Aktienanlagen. Vor allem bieten Real Assets nicht nur starke Erträge, sondern auch Widerstandsfähigkeit gegenüber Inflation und Wachstumsorientierung.

Trotz der in mehreren alternativen Märkten vorherrschenden Liquiditätsprobleme scheint die Stabilität der Renditen in verschiedensten Zukunftsszenarien für Kapitalanleger interessant zu sein. Außerdem überschätzen Anleger unserer Ansicht nach regelmäßig die Liquidität, die sie im Laufe eines Zyklus benötigen werden, und setzen daher zu wenig auf illiquide Vermögenswerte.

Dies gilt insbesondere für Real Assets, wo Liquiditätsorgen und die Erinnerung an die Performance von Immobilien in der globalen Finanzkrise zu einer Unterallokation führen können. Doch so wie Staatsanleihen in vielen möglichen Szenarien über unseren Anlagehorizont hinweg zu den Verlierern gehören, könnten sich Real Assets als Gewinner erweisen. Starke Cashflows, attraktive Bewertungen, ordentliche regelmäßige Erträge und die Ausrichtung auf das nominale Wachstum dürften unserer Meinung nach die Bedenken vieler Anleger hinsichtlich der Illiquidität ausgleichen.

## U.S. DOLLAR BLEIBT GEGENÜBER VIELEN WÄHRUNGEN HOCH IM KURS

Unserer Einschätzung nach ist der US-Dollar im Vergleich zu den meisten anderen Währungen nach wie vor teuer, wobei der brasilianische Real und der mexikanische Peso bemerkenswerte Ausnahmen bilden. Auf längere Sicht bedeutet ein hoch notierender Dollar, dass Inhaber von US-Anlagen aus einem anderen Währungsraum mit negativen Wechselkurseffekten rechnen müssen. Und umgekehrt gilt: US-amerikanische Käufer internationaler Anlagen können von währungsbedingtem Rückenwind für die Renditen profitieren.

Für unsere LTCMA-Prognosen haben wir ein Modell gewählt, gemäß dem Währungen im Vergleich zu ihrem langfristigen Fair-Value entweder unter- oder überbewertet sind, und gehen von einem stetigen, linearen Zug zu diesem Gleichgewichtskurs aus (**ABBILDUNG 9**). In Übereinstimmung mit anderen öffentlichen Kapitalmärkten prognostizieren wir für Währungen keine Alpha-Trends. Wir weisen jedoch darauf hin, dass trotz unserer Annahme einer linearen Rückkehr zum beizulegenden Zeitwert die Entwicklung der Wechselkurse in der Realität von einem Jahr zum nächsten erheblich schwanken kann.

Sicherlich können einige Anleger dies als potenzielle Alpha-Quelle betrachten, und für diejenigen, die bereit sind, ein aktives Währungsrisiko einzugehen, kann es auch eine Diversifizierung auf Portfolioebene darstellen. Für die Zwecke unserer Renditeprognosen berücksichtigen unsere Währungsannahmen jedoch lediglich die Auswirkungen einer linearen Entwicklung hin zum Fair-Value über unseren Prognosehorizont hinweg.

## Wir sehen den US-Dollar im Vergleich zu den meisten anderen Währungen erneut als recht hoch bewertet an

**ABBILDUNG 9: PROGNOTIZIERTE GLEICHGEWICHTS-WECHSELKURSE DES USD\***

	PROGNOTIZIERTES NIVEAU			
	2022	2021	Änd.	Änd. %
Australischer Dollar	0,74	0,71	0,03	4,23 %
Brasilianischer Real	5,96	4,97	0,99	19,92 %
Kanadischer Dollar	1,19	1,21	-0,02	-1,65 %
Schweizer Franken	0,76	0,80	-0,04	-5,00 %
Chinesischer Renminbi	5,29	5,85	-0,56	-9,57 %
Euro	1,36	1,39	-0,03	-2,16 %
Britisches Pfund	1,51	1,43	0,08	5,59 %
Japanischer Yen	90,13	88,63	1,50	1,69 %
Mexikanischer Peso	26,18	22,04	4,14	18,78 %
Schwedische Krone	7,37	7,43	-0,06	-0,81 %

Quelle: J.P. Morgan Asset Management; Stand: 30. September 2020 und 30. September 2021.

\* Die absoluten und prozentualen Veränderungen, auf die in dieser Tabelle Bezug genommen wird, sind die Veränderungen der von uns prognostizierten Wechselkurse gegenüber dem Vorjahr, nicht die prognostizierten jährlichen Aufwertungen.

In den diesjährigen LTCMA werfen wir auch einen genaueren Blick auf Kryptowährungen. Trotz des Medienrummels und der starken Kursanstiege haben sich Kryptowährungen noch nicht als Portfolio-Anlage etabliert. Instabile Korrelationen zu anderen Vermögenswerten bedeuten, dass Kryptowährungen heute eher als Call-Option auf eine zukünftige disruptive Technologie denn als Ersatz für Währungen oder Gold betrachtet werden sollten - mit einem entsprechend bemessenen Engagement.

## HOHE RENDITEN ERFORDERN MEHR ALS NUR MARKTRISIKO

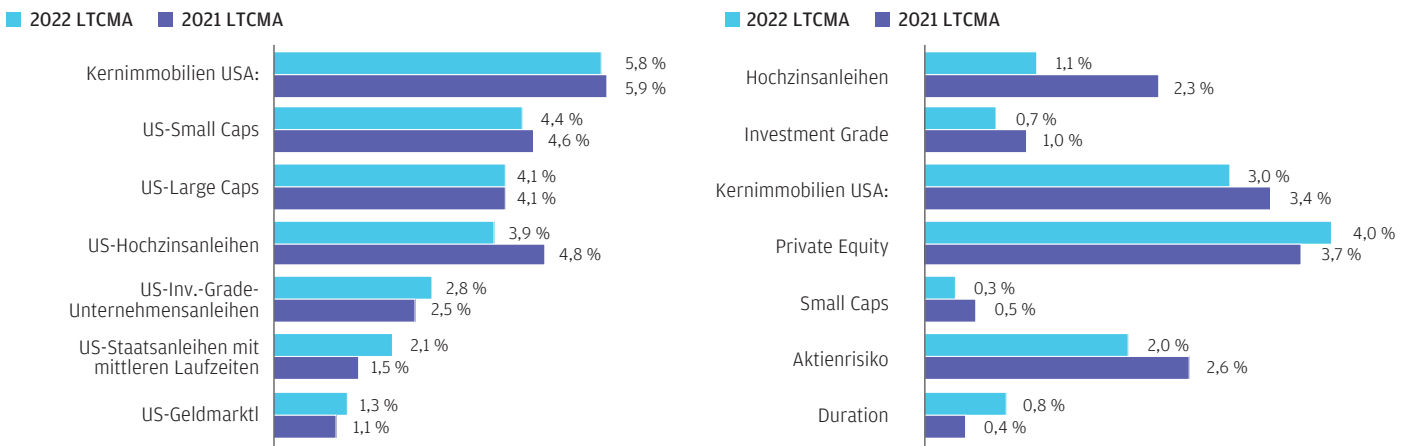
Wir sehen durchaus die Möglichkeit, das Ertragsniveau zu erzielen, das in der Vergangenheit erreicht wurde.<sup>5</sup> Unsere Prognosen zeigen, dass Anleger immer noch eine „akzeptable“ Rendite erzielen können. Das Portfolio, das zur Erzielung dieser Renditen erforderlich ist, unterscheidet sich jedoch drastisch von dem der Vergangenheit. In unseren nach der globalen Finanzkrise veröffentlichten LTCMA-Prognosen erzielte ein Portfolio aus 60 % globalen Aktien und 60 % US-Anleihen eine jährliche Rendite von 7,5 % (in US-Dollar) bei einer erwarteten Volatilität von 8,3 %.

Heute würde dasselbe 60/40-Portfolio eine Rendite von nur 4,3 % (in US-Dollar) bei einer Volatilität von 9,7 % erzielen. Auf der Grundlage unserer Prognosen (**ABBILDUNG 10**) halten wir dennoch eine Rendite von über 7 % für erreichbar, auch wenn das Portfolio etwas anders aussehen wird: deutlich mehr hochverzinsliche Anleihen, internationale Aktien und alternative Anlagen und deutlich weniger Staatsanleihen. Das Ziel ist dasselbe, aber der Weg dorthin ist schwieriger, und die

<sup>5</sup> John Bilton, Jared Gross, Zachary Page, Tim Lintern, „How investors can reach their 7 % return target“, J.P. Morgan Asset Management, Juli 2021.

Die Aktienrenditen sind im Vergleich zum Vorjahr recht stabil, und die Renditen von Anleihen sind etwas besser. Aber es sind alternative Anlagen, die immer noch die attraktivsten Renditen bieten

ABBILDUNG 10: LINKS: RENDITE; RECHTS: RENDITEAUFSCHLAG (PRÄMIE) FÜR WICHTIGE USD-ANLAGEN



Quelle: J.P. Morgan Asset Management; Stand: 30. September 2021. Hinweis: Renditeaufschlag (Prämie) für Anlageklassen wie folgt: HY vs. IG; IG vs. US-Staatsanleihen; Kernimmobilien vs. IG; PE vs. US-Large Caps; Small Caps vs. US-Large Caps; US-Large Caps vs. US-Staatsanleihen; US-Staatsanleihen vs. Barmittel.

erwartete Volatilität wird zwangsläufig höher sein. Längere Zeithorizonte und eine sorgfältige Liquiditätsplanung sind heute unverzichtbare Elemente der Geldanlage. Letztendlich müssen die aktive Allokation, die Auswahl von Asset Managern und die aktive Selektion der Wertpapiere Teil des Instrumentariums eines jeden Anlegers sein, um historische Renditeniveaus erreichen zu können.

Unsere LTCMA stellen unsere zentrale Erwartung für den zehn bis 15-jährigen Prognosehorizont dar. Wir räumen ein, dass der Ausgang ungewiss ist, wobei wir nicht zu pessimistisch gestimmt sind, auch wenn die mittelfristigen Risiken gestiegen sind.

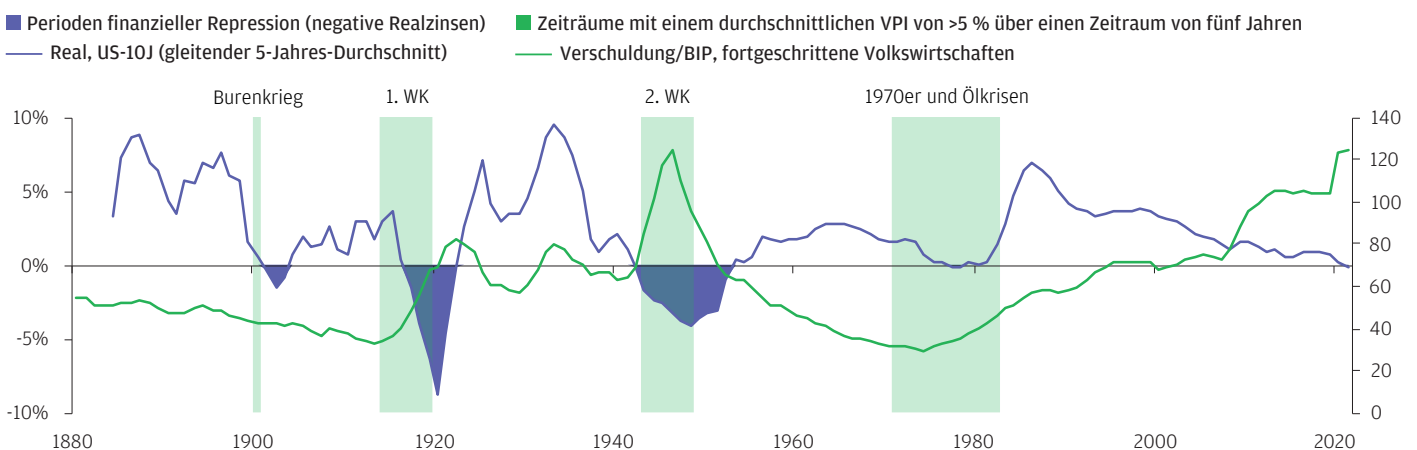
Heute konzentrieren sich viele Marktteilnehmer vor allem auf das Risiko, das sich aus einer längeren Phase der geld- und fiskalpolitischen Angleichung ergibt, sowie auf die Auswirkungen auf die Inflation und eine mögliche Fehlallokation von Kapital. Zweifellos haben die Ausweitung der Staatsverschuldung, umfangreiche fiskalische Anreize,

staatliche Eingriffe in die Kapitalmärkte und die Duldung negativer Realzinsen potenziell schädliche Folgen. Ein ungeordneter und anhaltender Inflationsanstieg, der die Zinssätze nach oben treibt und die Bewertungen drückt, ist ein plausibler Weg, wie sich die Anlagemärkte neu ausrichten könnten.

Aber das ist nicht der einzige Weg, und es ist auch nicht gesagt, dass er unmittelbar bevorsteht. Ein anderes mögliches Ergebnis – das entschieden günstiger ist – ist der wirksame Einsatz von Investitions- und Steueranreizen zum Aufbau langfristiger Produktionskapazitäten. In diesem Szenario wächst das Angebot parallel zur Nachfrage, was die Inflation unter Kontrolle hält und einen allmählichen Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik ermöglicht. Die Staatsverschuldung wird mit zunehmendem Wirtschaftswachstum weniger belastend (ABBILDUNG 11). Die Bewertungen an den Anlagemärkten sinken, nicht weil die Kurse fallen, sondern weil die Unternehmensgewinne steigen.

Die Zeit der finanziellen Repression nach dem Zweiten Weltkrieg trug zum Abbau der Staatsverschuldung bei, war allerdings schon längst vorbei, als die Inflation in den 1970er Jahren einsetzte

ABBILDUNG 11: ES KANN DURCHAUS LÄNGER DAUERN, BIS FINANZIELLE REPRESSION UND UNGLEICHGEWICHTE ZU EINER ANHALTENDE INFLATION FÜHREN



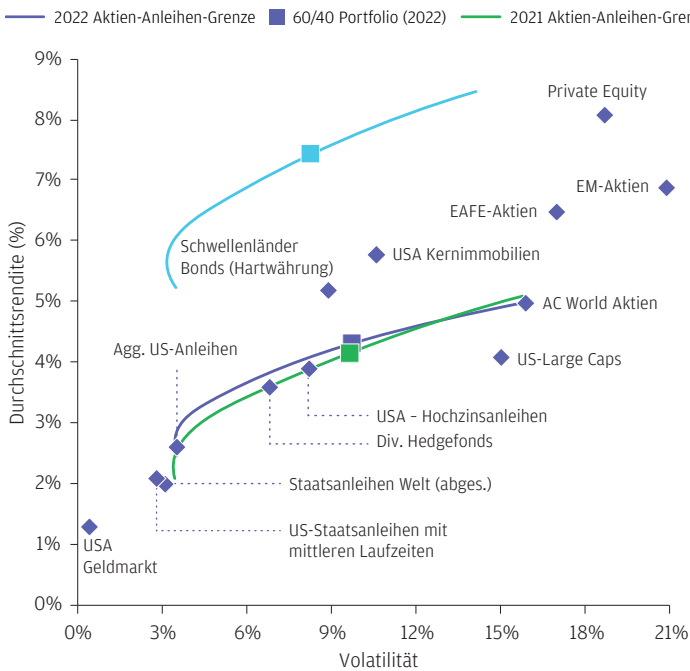
Quelle: Bloomberg; Datastream; IWF, Historical Public Debt Database; IWF, World Economic Outlook Database; Maddison Database Project; IWF Staff Calculations; Yale University, Robert J. Shiller; J.P. Morgan Asset Management; Stand: September 2021.

Die Realität wird sich wahrscheinlich irgendwo zwischen diesen beiden Extremen einpendeln: Die Inflation könnte sich hartnäckig halten, aber auch die Produktivität weist einen positiven Trend auf. In jedem Fall sollten Anleger die Tendenz vermeiden, sich ausschließlich auf ein negatives Ergebnis zu konzentrieren. Sie sollten sich stattdessen auf den Aufbau von Portfolios konzentrieren, die das heutige, über dem Trend liegende Wachstum nutzen und flexibel genug sind, um sich anzupassen, wenn sich das Umfeld weiterentwickelt.

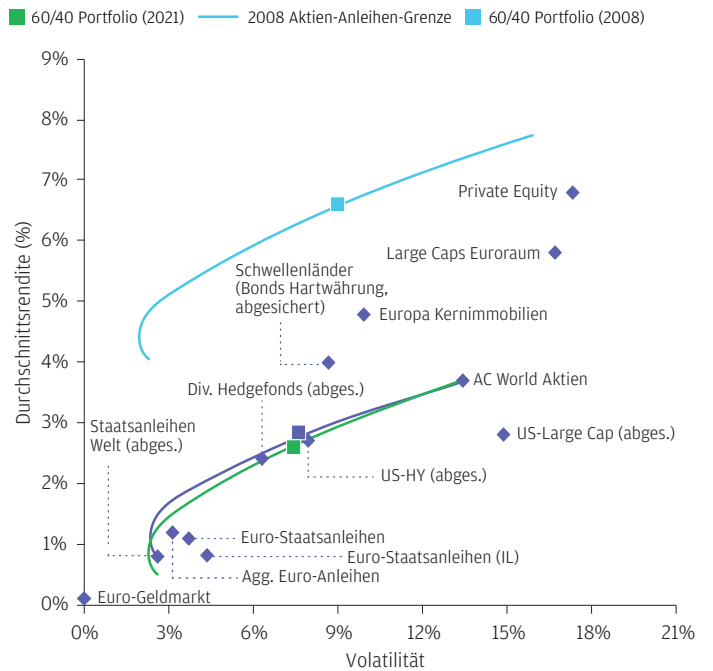
Mehr als alles andere sollten Anleger Vermögenswerte meiden, die in den potenziellen Zukunftsszenarien für die Welt zu den Verlierern gehören, und sich statt dessen stärker in Anlageklassen engagieren, die zu den Gewinnern gehören – selbst wenn dies bedeutet, dass sie neue Märkte sondieren und Renditen aus einem breiteren Spektrum von Risikoaufschlägen erzielen müssen (**ABBILDUNGEN 12A** und **12B**).

**Die Grenzen zwischen Aktien und Anleihen verlaufen ähnlich wie im letzten Jahr, die Renditen von Anleihen sind etwas besser und die von Aktien kaum verändert. Alternative Anlagen liegen immer noch deutlich über der Aktien-Anleihen-Grenze da sie nicht nur von Marktrisiken, sondern auch von Risikoaufschlägen wie dem Illiquiditätsrisiko profitieren**

**ABBILDUNG 12A: USD AKTIEN-ANLEIHEN-GRENZEN**



**ABBILDUNG 12B: EUR AKTIEN-ANLEIHEN-GRENZEN**



Quelle: J.P. Morgan Asset Management; Stand: 30. September 2021.

REDAKTION



**John Bilton, CFA**  
*Head of Global Multi-Asset Strategy,  
Multi-Asset Solutions*



**Thushka Maharaj, D.Phil., CFA**  
*Global Strategist,  
Multi-Asset Solutions*



**Michael Hood**  
*Global Strategist,  
Multi-Asset Solutions*



**Pulkit Sharma, CFA, CAIA**  
*Head of Alternatives Investment Strategy  
& Solutions*



**Michael Feser, CFA**  
*Portfolio Manager,  
Multi-Asset Solutions*



**Monica Issar**  
*Global Head of WM Multi-Asset  
and Portfolio Solutions*



**Anthony Werley**  
*Chief Investment Officer,  
Endowments & Foundations Group*



**Karen Ward**  
*Chief Market Strategist, EMEA,  
Global Market Insights Strategy*



**Patrik Schöwitz, CFA**  
*Global Strategist,  
Multi-Asset Solutions*



**Rajesh Tanna**  
*Portfolio Manager,  
International Equities*



**Dr. David Kelly, CFA**  
*Chief Global Strategist,  
Head of Global Market Insights Strategy*



**Usman Naeem**  
*Portfolio Manager,  
Global Fixed Income, Currency & Commodities*



**Grace Koo, Ph.D.**  
*Quantitative Analyst  
and Portfolio Manager,  
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.

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 stellen 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 Zielerträge 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](http://www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy).

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

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

Copyright 2021 JPMorgan Chase & Co. Alle Rechte vorbehalten.

LV-JPM53234 | 11/21 | DE | 09u0211211154822