

# Investment-Ausblick: 2. Halbjahr 2022

## Beurteilung des Rezessionsrisikos



### Autoren



**Karen Ward**  
Chief Market Strategist EMEA



**Tilmann Galler**  
Global Market Strategist

### Überblick

- Unser zentrales Szenario geht davon aus, dass ein starker globaler Abschwung abgewendet werden kann, überwiegend dank finanzpolitischer Unterstützung und einem zurückhaltenden Tempo bei der Straffung durch die Zentralbanken in der zweiten Jahreshälfte. Da die wichtigsten Märkte bereits zweistellige Rückgänge durchlaufen haben, beinhaltet unser Basisszenario kein weiteres deutliches Abwärtsrisiko für Risikoanlagen.
- Im Einklang mit diesem zentralen Makroszenario sollten die Unternehmensgewinne in den Industrieländern 2022 leicht zulegen, allerdings deutlich weniger als die aktuellen Erwartungen vorsehen, und die Robustheit der Margen wird für die Aktienkursentwicklung entscheidend sein.
- Nach einem schwierigen Jahresauftakt sind die Risiken für die Kurse von Staatsanleihen nun ausgewogener, wodurch Anleihen eine gewisse Diversifikation des Portfolios für die extremeren Negativszenarien bieten können.
- Wenn die Wirtschaftstätigkeit widerstandsfähig gegenüber höheren Rohstoffpreisen und Zinssätzen bleibt, könnte sich die Outperformance von Value gegenüber Growth fortsetzen.
- Bis zu einem Abklingen der Inflation wird die Sorge der Anleger in Bezug auf eine Stagflation andauern. Alternative Anlagen wie Kerninfrastrukturwerte und Immobilien sowie Aktien mit robusten hohen Dividenden sind in diesem schwierigen Umfeld relativ attraktiv.

## Nicht so finster, wie die Schlagzeilen behaupten

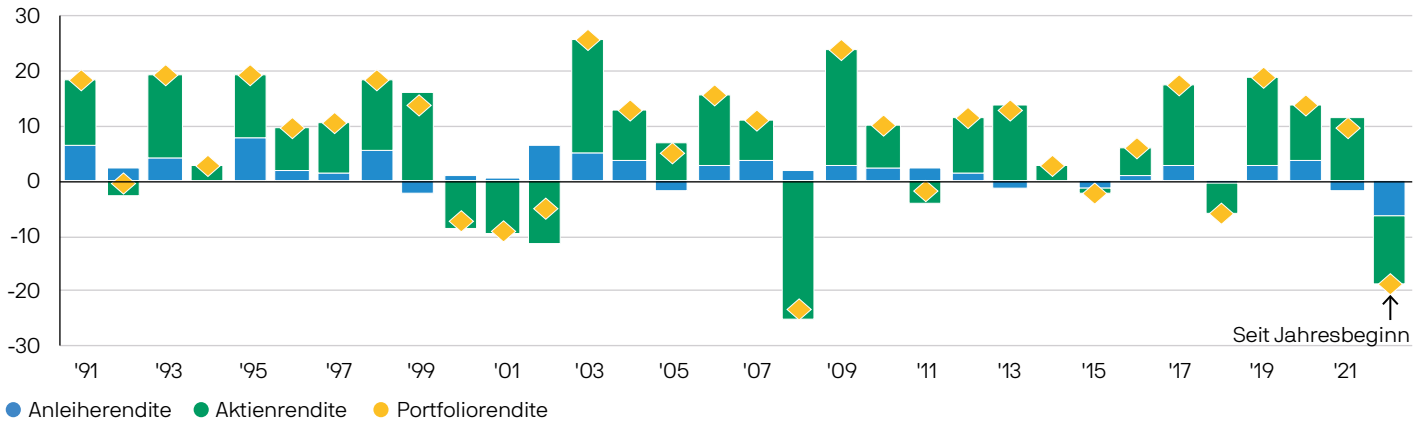
Der Konjunkturausblick hat sich seit Jahresbeginn merklich eingetrübt. Anhaltende Inflationssorgen wurden durch den Anstieg der Rohstoffpreise im Kielwasser des tragischen Kriegs in der Ukraine und die Lieferkettenprobleme aufgrund der Covid-Lockdowns in China verstärkt.

Mit der Inflation als Grundursache des Problems und bei steigenden Anleihen- und Aktienkursen war die Lage für Anleger so schlecht wie nur möglich (Abbildung 1).

Abbildung 1: Gemischte-Portfolios blicken dem schlechtesten Jahresergebnis seit der Finanzkrise entgegen

Jahresrenditen in einem 60:40-Portfolio aus Aktien und Anleihen

Gesamtrendite in %



Quelle: Bloomberg Barclays, MSCI, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Die Aktienrenditen werden anhand des MSCI All-Country World Index und die Anleihenrenditen anhand des Bloomberg Barclays Global Aggregate berechnet. Alle Renditen sind in USD ausgewiesen. Daten zum 14. Juni 2022.

Angesichts der Kursverluste, die in diesem Jahr bereits zu verzeichnen waren, ist die für diesen Halbjahresausblick relevante Frage nicht, ob sich der Ausblick eingetrübt hat, sondern eher, ob die Entwicklung noch viel schlechter sein wird, als der Markt bereits erwartet. In anderen Worten, ob es eine Rezession geben wird, und ob diese gegebenenfalls kurz und flach verlaufen wird – was normalerweise Gewinnrückgänge um etwa 10 % und eine Kurskorrektur von 20 % bis 25 % bedeutet – oder ausgeprägt und lang, mit deutlich größeren Gewinn- und Kurseinbußen.

Eine weitere Eskalation des Russland-Ukraine-Krieges bleibt ein wesentliches Extremrisiko. Eine auf Verhandlungen basierende Lösung des Konflikts wird immer unwahrscheinlicher. Das Verbot des Imports von russischem Öl über den Seeweg in Europa könnte zwar ein Umdenken in Moskau erzwingen, andererseits könnte Putin durch eine umfangreiche Einschränkung der Gaslieferungen nach Europa Vergeltungsmaßnahmen ergreifen. Wenn dies geschieht, hätte dies gravierende wirtschaftliche Folgen für Europa. Doch selbst ohne eine weitere Eskalation lassen die erhöhten Gaspreise erwarten, dass die europäischen Privathaushalte im nächsten Winter mit höheren Strom-, Gas- und Heizungsrechnungen konfrontiert werden.

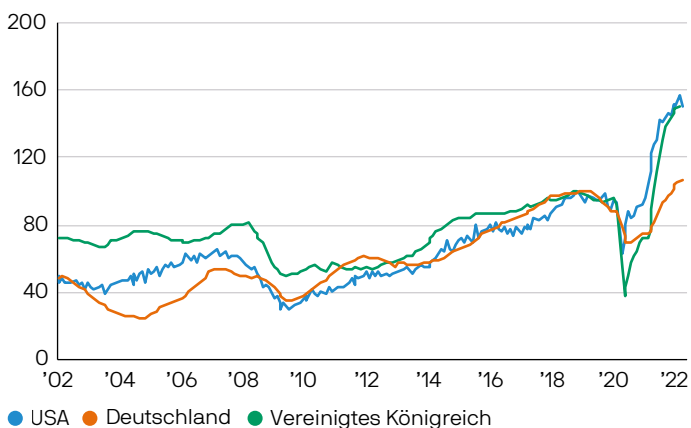
Die Auswirkungen auf die Verbrauchernachfrage hängen davon ab, in welchem Ausmaß die Finanzminister zur Unterstützung der Privathaushaltseinkommen bereit sind. Dies könnte für Präsident Biden, der mit erheblichem Widerstand in seiner Partei bezüglich weiterer Ausgaben konfrontiert ist, eine Herausforderung werden. Wenn es keine Unterstützung gibt, könnte dies die Gefahr für Biden, Mitte November bei den Midterm-Wahlen die Kontrolle über beide Häuser in den USA zu verlieren, weiter erhöhen. Damit würde seine Fähigkeit zur Umsetzung weiterer Gesetze im Verlauf seiner Amtszeit beeinträchtigt. Das Vereinigte Königreich (UK) hat kürzlich erhebliche staatliche Hilfspakete zur Bewältigung wachsender Stromrechnungen angekündigt, insbesondere für Haushalte am unteren Ende der Einkommensskala. Auch in Europa wurden verschiedene Unterstützungspakete angekündigt. Die Kernfrage ist, ob die aktuell angekündigten und möglicherweise nachfolgenden Hilfen ausreichen werden.

Aber obwohl die „Lebenshaltungskostenkrise“ und das geschwächte Verbrauchervertrauen die Schlagzeilen dominierten, hat die Geschichte auch eine andere Seite. Während der Pandemie haben die Privathaushalte erhebliches Vermögen angespart, das in den letzten Monaten zumindest als Puffer gedient hat. Und noch wichtiger ist möglicherweise, dass die Lage am Arbeitsmarkt sehr robust ist. In den USA und der UK gibt es mehr offene Stellen (**Abbildung 2**) als arbeitslose Menschen. Den Arbeitnehmerern gelingt es, höhere Gehälter auszuhandeln (**Abbildung 3**), was den Druck auf die Privathaushaltseinkommen verringert hat.

**Abbildung 2: In mehreren Ländern gibt es gegenwärtig mehr offene Stellen als arbeitslose Menschen**

**Offene Stellen**

Indexiert auf 100 als Spitzenwert vor der Pandemie

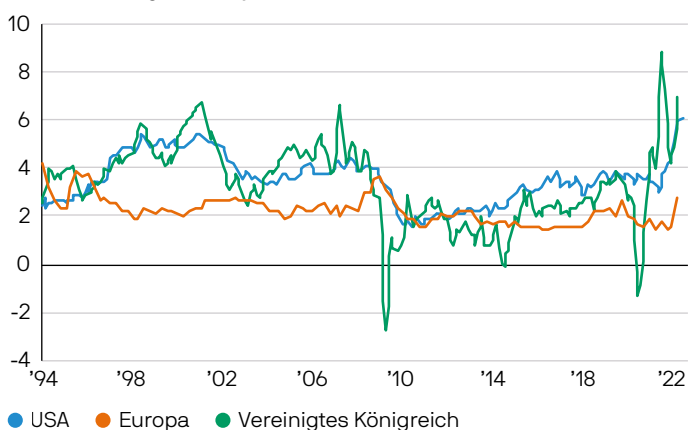


Quelle: BLS, Deutsche Bundesbank, ONS, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Die Daten zu offenen Stellen im Vereinigten Königreich entsprechen dem veröffentlichten Dreimonatsdurchschnitt. Daten zum 31. Mai 2022.

**Abbildung 3: Das Lohnwachstum könnte den Verbrauchern helfen, den Kostenanstieg zu bewältigen**

**Lohnwachstum**

% Veränderung zum Vorjahr



Quelle: BLS, EZB, Federal Reserve Bank of Atlanta, ONS, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Das Lohnwachstum in den USA wird bis 2007 mit dem durchschnittlichen Stundenlohn angegeben, danach mit dem Lohnindikator der Atlanta Fed. Dem Wert für das Lohnwachstum in der Eurozone liegen die Tariflöhne zugrunde. Das Lohnwachstum im Vereinigten Königreich basiert auf dem gleitenden 3-Monats-Durchschnitt des durchschnittlichen Wochenlohns. Daten zum 31. Mai 2022.

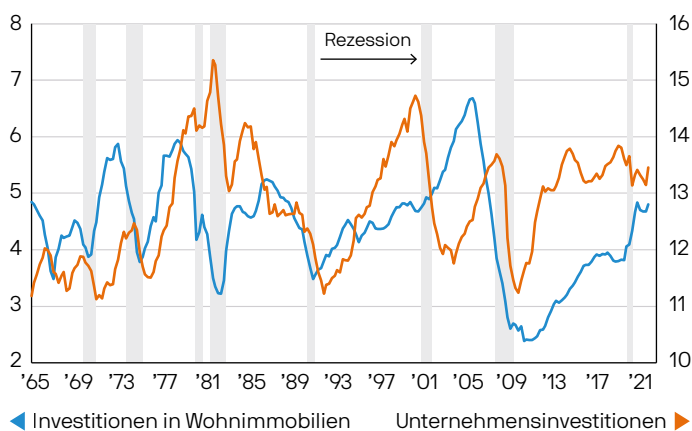
Schnelles Lohnwachstum ist jedoch ein zweischneidiges Schwert. Es ist angesichts steigender Kosten zwar eine Hilfe für die Einkommen der Privathaushalte, steht aber auch für eine wirtschaftliche Lage, in der eine Abkühlung erforderlich ist, um eine Verfestigung der Inflation zu verhindern.

Es besteht die Gefahr, dass die Konjunktur zu stark gebremst wird und es nicht nur zu einer Abkühlung der Aktivität, sondern zu einer deutlicheren und lang anhaltenden Rezession kommt. Uns beruhigt jedoch etwas, dass wir keine Anzeichen für eine Überhitzung im Wohnungsbau oder bei den Unternehmensinvestitionen sehen, die in der Vergangenheit den Auftakt zu mehrjährigen tiefen Rezessionen bildeten (**Abbildung 4**). Darüber hinaus sind die Geschäftsbanken gut aufgestellt, um wirtschaftliche Schwächephasen zu überstehen, da sie ihre Bilanzen seit der Finanzkrise deutlich gestärkt haben. Dies macht eine durch den Teufelskreis der Kreditverknappung verursachte Rezession weniger wahrscheinlich. Die Brutto-Verschuldung der Unternehmen ist hoch, sie verfügen jedoch über reichlich Barmittel und zeigen wenig Anzeichen für eine Überschuldung. Auch die Kennzahlen für die Verschuldung der Privathaushalte sehen solide aus.

**Abbildung 4: Wir haben keine Überhitzung im Bauwesen oder bei Investitionen gesehen, die den Auftakt zu tiefen und lang anhaltenden Rezessionen gebildet haben**

**Wohnungsbau und Unternehmensinvestitionen in den USA**

in % des nominalen BIP



Quelle: BEA, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. „Rezessions“perioden werden anhand der Konjunkturzyklusdaten des US National Bureau of Economic Research (NBER) definiert. Daten zum 31. Mai 2022.

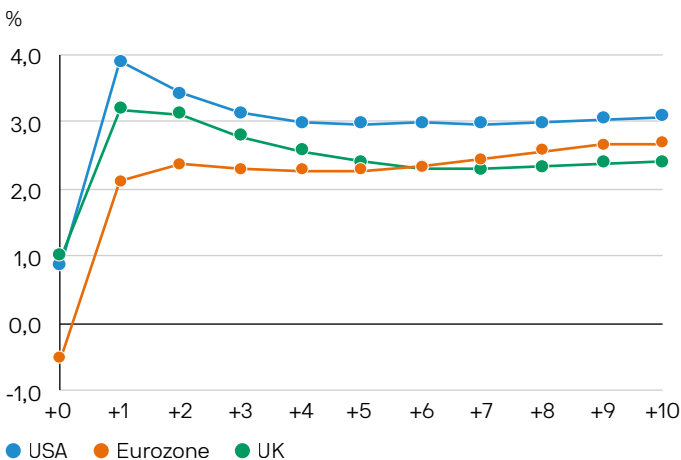
Weniger optimistisch stimmt uns, dass sich der Westen zwar auf Dauer mit einem „Leben mit Covid“ arrangiert zu haben scheint, China sich jedoch schwerer tut, die stärker ansteckenden Omikron-Varianten zu bewältigen. Weil weniger Menschen nach einer Infektion immun sind, weniger ältere Menschen geimpft wurden und Zweifel über die Wirksamkeit einheimischer Impfstoffe bestehen, dürfte es einige Wochen lang Aktivitätseinschränkungen in irgendeiner Form geben. Da von einem Drittel bis zur Hälfte des globalen Wachstums auf China entfällt, haben diese Beschränkungen weitreichende wirtschaftliche Folgen. Sollte jedoch abzusehen sein, dass die politischen Entscheidungsträger über eine medizinische Lösung und einen Konjunkturplan zur Wiederbelebung der Wirtschaftsaktivität verfügen, könnten die Märkte über die Schwächephase hinwegblicken.

### Die Zentralbanken sind weniger marktfreundlich, aber immer noch keine Gegner

Das Verhalten der Notenbanken ist eine weitere Gefahrenquelle für das globale Wachstum. Unter den Anlegern hat sich die Befürchtung verbreitet, die Zentralbanken könnten „beschlossen“ haben, die Inflation mit einer unangenehmen Rezession zu bekämpfen, wie in den 1970er Jahren.

Die US-Notenbank (Fed) hat offen über diese schwer verdauliche Möglichkeit diskutiert und mit ihrer restriktiven Rhetorik zu einer dramatischen Neubewertung der kurzfristigen Zinssätze geführt. **Abbildung 5** zeigt, dass der Markt von der US-Notenbank und der Bank of England (BoE) die Einleitung einer Konjunkturabkühlung erwartet – wobei sie in diesem Jahr die Zinsen so schnell anheben, dass sie diese innerhalb weniger Jahre voraussichtlich wieder senken werden.

**Abbildung 5: Märkte preisen einen starken Anstieg der Zinssätze ein**  
Markterwartungen hinsichtlich der Leitzinsen



Quelle: Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. Erwartungen werden anhand von OIS-Forwards berechnet. Daten zum 15. Juni 2022.

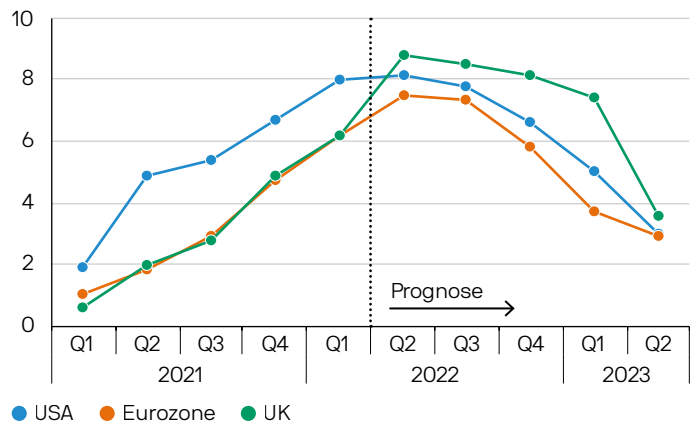
Wenn jedoch der Nachfrageschub nach der Pandemie nachlässt und neue Ausgaben wegen höherer Preise wegfallen, sollten sich die Inflation und der Arbeitsmarkt in den kommenden Monaten abkühlen. Dies könnte der Fed ein langsames und datenorientiertes Vorgehen ermöglichen.

Andere Zentralbanken der Industrieländer befinden sich in einer etwas unterschiedlichen Position. In der Eurozone gibt es weniger offensichtliche Anzeichen einer Überhitzung, weshalb die Europäische Zentralbank (EZB) bei ihren Straffungsmaßnahmen langsamer vorgehen kann. Es erscheint immer wahrscheinlicher, dass Europa endlich aus den Negativzinsen herauskommt. Unklar ist, wie weit die Bank in ihrem Zinserhöhungszyklus kommen kann. Angesichts der Auswirkungen negativer Zinssätze in Europa auf die Anleiherenditen weltweit lohnt es sich jedoch, die Entwicklung im Auge zu behalten.

Die BoE befindet sich wohl in der schwierigsten Position. Die Gesamtinflation dürfte weiter auf 10 % steigen und für eine gewisse Zeit erhöht bleiben (**Abbildung 6**). Sollte das Wachstum robust bleiben, hat die BoE noch einen weiten Weg bis zum Erreichen angemessener geldpolitischer Sätze vor sich. Zu beachten ist jedoch, dass bereits von einem Anstieg der Zinsen auf etwa 3,5 % ausgegangen wird und in britischen Staatsanleihen also eine starke Straffung bereits eingepreist ist.

**Abbildung 6: Die Inflation dürfte im zweiten oder dritten Quartal 2022 ein Hoch erreichen**

Median der Wirtschaftsprognosen für den unbereinigten VPI  
Prozentuale Veränderung zum Vorjahr, Quartalsdurchschnitt



Quelle: Bloomberg, BLS, Eurostat, ONS, J.P. Morgan Asset Management. VPI ist der Verbraucherpreisindex. Daten zum 9. Juni 2022.

Anzeichen einer Abkühlung der Wirtschaftsaktivität könnten den Zentralbanken ein moderateres Vorgehen ermöglichen. Dies würde das Verlustrisiko bei Anlagewerten begrenzen und die negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen wiederherstellen, die zuvor für die Konstruktion eines ausgewogenen Portfolios so hilfreich war.

## **Etwas Demut bei den Wirtschaftsprognosen, eine gewisse Balance in Anlageportfolios**

In unserem zentralen Szenario tragen finanzpolitische Hilfspakete und ein behutsameres Vorgehen der Zentralbanken dazu bei, einen heftigen globalen Abschwung zu vermeiden. Da die wichtigsten Märkte bereits zweistellige Rückgänge durchlaufen haben, weist unser zentrales Szenario nicht auf ein signifikantes weiteres Abwärtsrisiko für Risikoanlagen hin.

Aber in der heutigen Situation sollten Überzeugungen bei Prognosen nur mit Zurückhaltung geäußert werden. Prognosen zu Volkswirtschaften und Märkten abzugeben, ist nie einfach. Die Wirtschaft nach der Pandemie und den beispiellosen politischen Unwägbarkeiten zu durchschauen, erschwert den Prognoseprozess zusätzlich. Darüber hinaus hängen unsere Prognosen von den Urteilen und Entscheidungen einer Handvoll Schlüsselpersonen ab: Ob die Aussicht auf einen langen und kostspieligen Krieg zu einem strategischen Umdenken in Moskau führt, oder ob Putin Vergeltungsmaßnahmen wegen des Embargos auf russisches Öl ergreift, ob Zentralbanken und Politiker Wachstum gegenüber der Inflation Priorität geben, und ob Präsident Xi die chinesische Null-Covid-Politik aufgibt.

Weil es so viele Variablen gibt, ist ein gewisses Maß an Demut bei der Prognose des wirtschaftlichen Ausblicks ratsam. Für Anleger bedeutet dies, dass sie ihre Portfolios ausgewogen halten sollten. Deshalb erachten wir eine eher neutrale Allokation auf Risikoanlagen und Staatsanleihen derzeit als sinnvoll. Und der letzte Teil dieses Halbjahresausblicks – Szenarien und Risiken – erfordert mehr Aufmerksamkeit als üblich.

## Gewinnausblick: Margen sind am wichtigsten

Der starke Abverkauf bei Aktien seit Jahresbeginn wurde eher von rückläufigen Bewertungen als von einer Veränderung der Gewinnerwartungen ausgelöst. Die Bewertungskennzahlen von Aktien aus Industrienationen sind vom 20-Fachen der Gewinne für die nächsten 12 Monate zu Jahresbeginn auf ca. das 15-Fache Ende Mai abgerutscht. Während des gleichen Zeitraums wurden die Erwartungen für das Gewinnwachstum für 2022 trotz der Verschlechterung der wirtschaftlichen Aussichten tatsächlich von 7 % auf über 10 % angehoben. Wir sind uns dem Risiko bewusst, dass ein enttäuschendes Gewinnwachstum zu einem weiteren Kursrückgang bei Aktien führen könnte.

Die Erfahrung zeigt, dass eine vorübergehende Entkopplung von Wirtschaftswachstum und Gewinnwachstum nicht ungewöhnlich ist. In den Erholungsphasen nach der Dotcom-Krise und der globalen Finanzkrise von 2008-2009 legte das Gewinnwachstum trotz Konjunkturabkühlung weiter zu. Allerdings hielt dieser Trend nur wenige Monate an.

Ein genauerer Blick auf sektorspezifische Daten hilft, die Widerstandsfähigkeit der Gewinnerwartungen teilweise zu erklären. Steigende Energiepreise haben die Gewinnwachstumsenerwartungen für den Energiesektor in den Industrieländern für 2022 um mehr als 60 Prozentpunkte in die Höhe getrieben. Grundstoffanbieter haben ebenfalls erheblich von steigenden Rohstoffpreisen profitiert. Dagegen waren die Gewinnprognosen für verbraucherorientierte Unternehmen aufgrund wachsender Bedenken hinsichtlich der Belastung der verfügbaren Einkommen rückläufig.

Wenig überraschend ist, dass sich die sektorale Zusammensetzung erheblich auf die regionalen

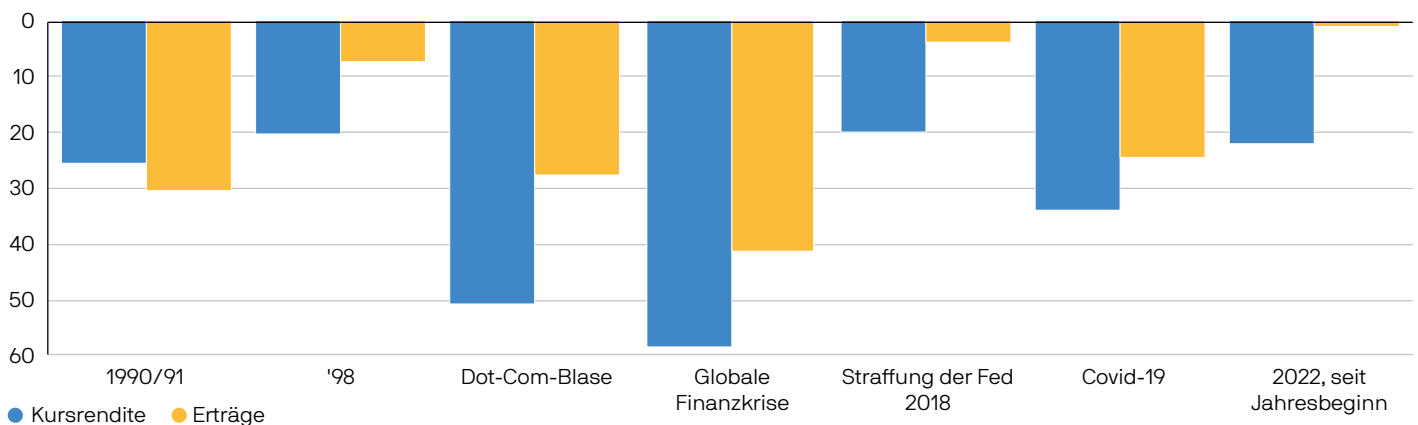
Gewinnschätzungen ausgewirkt hat. Der rohstofflastige britische Markt ist ein gutes Beispiel dafür: Trotz der Abwärtskorrekturen bei den Gewinnprognosen für alle anderen Sektoren sind die allgemeinen Gewinnerwartungen aufgrund der erheblichen Gewichtung von Energie- und Grundstofftiteln in die Höhe geschossen. Angesichts der Aussicht auf einen langen Krieg zwischen Russland und der Ukraine erscheint eine weitere Unterstützung der Energiepreise zwar wahrscheinlich, wir sind uns aber bewusst, dass eine Lösung des Konflikts eine starke Rotation bei den Gewinnerwartungen auf Sektorebene auslösen könnte.

Es gibt einige Anzeichen dafür, dass sich die Gewinnerwartungen einem Höchststand nähern könnten. Die Gewinnrevisionsquoten (eine Kennzahl für die Anzahl von Hoch- im Verhältnis zu Herabstufungen durch Analysten) geben in der Regel einen guten Anhaltspunkt für die bevorstehende Gewinnentwicklung. Diese Kennzahl ist seit dem letzten Sommer rückläufig, was bedeutet, dass es im Verhältnis zu Hochstufungen eine wachsende Anzahl an Herabstufungen gibt. Es ist eigentlich nicht überraschend, dass es etwas dauert, bis die Analystenschätzungen aufholen. Prognosegeber extrapolieren im Allgemeinen das Wachstum linear. In den letzten beiden Jahren ist die zukünftige Nachfrage in einigen Sektoren jedoch enorm vorgezogen worden, während in anderen Bereichen ein starker Einbruch zu beobachten war. Die Rotation weg von den Pandemietrends war bei den Q1-Gewinnen deutlich zu erkennen: Einige der „Covid-19-Gewinner“ meldeten nun eine schwächere Nachfrage, da die Verbraucher wieder zu alten Verhaltensweisen zurückgekehrt sind.

Wir sollten Klarheit darüber bewahren, dass Aktienkurse in der Regel den Gewinnen vorausgehen, nicht umgekehrt. **Abbildung 7** enthält einen Vergleich von Markt- und

Abbildung 7: Der Aktienmarkt ist den Gewinnerwartungen vorausgeeilt  
Gewinne im MSCI World und Marktrückgänge in früheren Abschwungphasen

Rückgang vom Spitzenwert in %



Quelle: MSCI, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Das Diagramm zeigt den Rückgang der Gewinne und Kursrenditen der letzten zwölf Monate in US-Dollar für den MSCI World. Gewinne und Märkte erreichen ihren Tiefstand möglicherweise nicht am selben Datum. Daten zum 14. Juni 2022.

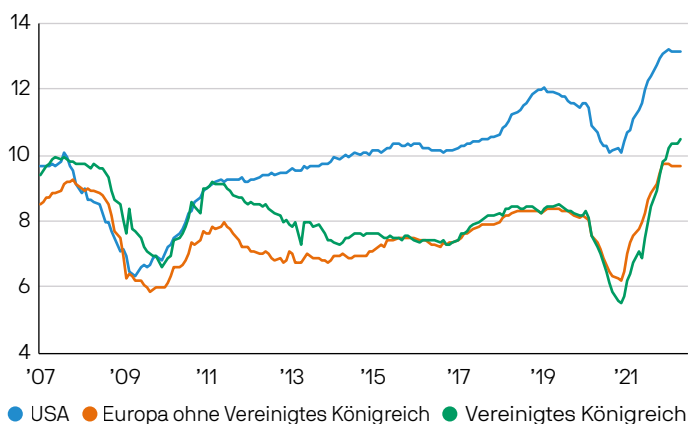
Gewinnrückgängen in der Vergangenheit. Die Kursverluste in den Industrienationen seit Jahresbeginn entsprechen nun weitgehend dem Ausmaß der Verluste, die bei früheren Konjunkturabschwüngen ohne Rezession zu beobachten waren. Allerdings haben sich darin noch keine negativen Gewinnkorrekturen niedergeschlagen. Deutlich größere Kursverluste fielen im Allgemeinen mit tieferen und dauerhafteren Konjunkturabschwüngen zusammen. Die wichtigste Frage beim Blick in die Zukunft spiegelt daher das Thema wider, das wir anfangs angesprochen haben. Wir wissen, dass es wahrscheinlich negative Gewinnkorrekturen geben wird, aber wie schlimm könnten sie ausfallen?

Die Antwort auf diese Frage wird zu einem großen Teil durch die Stabilität der Unternehmensmargen entschieden. **Abbildung 8** zeigt den erhöhten Ausgangspunkt für die Margen in den USA und Europa, weil die Unternehmen während des Anstiegs der Inputkosten nach Covid höhere Kosten an ihre Kunden weitergegeben haben. Es sah bereits wegen der Engpässe in den Lieferketten und der angespannten Arbeitsmärkte alles danach aus, als würden die Kosten bei Unternehmen 2022 weiteren Druck ausüben. Die Invasion Russlands in die Ukraine hat dem Mix allerdings noch einen Energieschock hinzugefügt. Preissetzungsmacht wird in Zukunft ein entscheidender Faktor für die relative Performance sein. Eine starke Preissetzungsmacht kann durch eine höhere operative Hebelung (also einen größeren Anteil der fixen gegenüber variablen Kosten), starke Markenbekanntheit (durch die die Nachfrage weniger preissensibel wird) oder einen potenziellen Mangel an Wettbewerb innerhalb eines Sektors entstehen.

**Abbildung 8: Unternehmensmargen in den USA und Europa sind robust geblieben**

**Gewinnmargen**

in %, Margen der letzten 12 Monate im Verhältnis zum Umsatz



Quelle: FTSE, MSCI, Refinitiv Datastream, Standard & Poor's, J.P. Morgan Asset Management. USA: S&P 500; Europa ohne das Vereinigte Königreich: MSCI Europe ex-UK; Vereinigtes Königreich: FTSE All-Share. Daten zum 31. Mai 2022.

Wir gehen davon aus, dass die Margen sowohl regional als auch branchenspezifisch unterschiedlich robust sein werden. Das Risiko einer Enttäuschung bei den Gewinnen in diesem Jahr erscheint in der Eurozone größer als in den USA zu sein, was teilweise auf den größeren Anteil ressourcen- und rohstoffintensiver Sektoren in den Eurozonen-Indizes zurückzuführen ist. Bei einer Unterbrechung der Energieversorgung wäre das Gewinnrisiko besonders akut, obwohl ein weiterer Abwertungsdruck auf den Euro einen gewissen Ausgleich bringen würde. In Großbritannien erleben Large-Cap-Indizes einen Schub durch höhere Energiepreise, während gleichzeitig stärker auf die Binnenwirtschaft fokussierte Aktien durch die Belastung der verfügbaren Einkommen unter Druck geraten. Im Hinblick auf Verbraucher könnten Unternehmen mit Exposition gegenüber den höheren Einkommensgruppen besser abschneiden als Unternehmen, die sensibler auf das Ausgabenverhalten von Gruppen mit geringerem Einkommen reagieren, wo höhere Lebensmittel- und Energiepreise einen wesentlich größeren Anteil an den Gesamtausgaben absorbieren werden.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass es zwar immer etwas dauert, bis die Gewinnerwartungen die Entwicklung der Wirtschaft widerspiegeln, die Verzögerung in diesem Jahr jedoch angesichts der einzigartigen Umstände dieser Erholung vielleicht verständlicher ist. Wir gehen davon aus, dass es Herabstufungen durch Analysten geben wird, die Marktbewegungen sind jedoch bereits mit einem moderaten Rückgang der Gewinne vereinbar. Unter der Voraussetzung, dass unser zentrales Makroszenario zum Tragen kommt, dürften die Unternehmensgewinne in den Industrieländern 2022 weiter wachsen, wenn auch unter den aktuellen Erwartungen. Wir werden die Margen genau auf Anzeichen für eine Erosion der Preismacht beobachten.

## Staatsanleihen: Rückkehr zur Benchmark

Die Renditen von Staatsanleihen sind in den letzten Jahren deutlich gestiegen. Ist jetzt der Zeitpunkt gekommen, in Bezug auf die Duration eine neutralere Position einzunehmen? Das ist unserer Meinung nach wahrscheinlich der Fall.

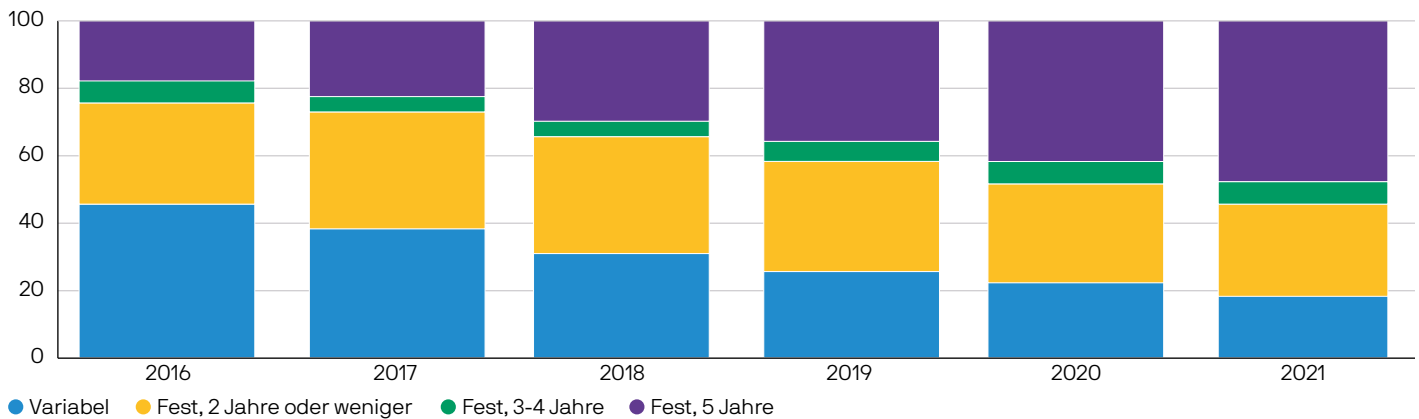
Am Anleihemarkt wird bereits eine deutliche weitere Straffung der geldpolitischen Sätze durch die großen Zentralbanken eingepreist. Die Fed und die BoE werden die Zinsen voraussichtlich bis zum Jahresende auf etwa 3,5 % bzw. 3 % anheben, und die Märkte preisen ein, dass der Leitzins der Europäischen Zentralbank bis zum Ende des nächsten Jahres annähernd 2,5 % erreichen wird.

Der Spielraum für einen Anstieg der Zinssätze über dieses Niveau hinaus hängt weitgehend davon ab, ob die Privathaushalte höhere Hypothekenzinsen schultern können. In den USA sind 95 % der Hypotheken nun fest verzinst, wobei etwa 80 % für 30 Jahre und die übrigen 15 % mindestens für 15 Jahre festgeschrieben sind. Wenn die Zinsen also steigen, wird die überwiegende Mehrheit der Hausbesitzer in Amerika dies nicht einmal bemerken. Dies steht im Gegensatz zum Jahr 2007, als etwa 20 % der US-Hypotheken variabel verzinst waren.

In der UK gab es ebenfalls eine Verlagerung hin zu Hypotheken mit Zinsbindung (**Abbildung 9**). Im Jahr 2007 waren 50 % der britischen Hypotheken an den Leitzins gebunden. Dieser Anteil ist heute auf etwa 20 % gesunken. Allerdings ist die Zinsfestschreibung bei britischen Privathaushalten viel kürzer als in den USA. Bei etwa der Hälfte aller britischen Hypotheken sind die Zinsen entweder an einen Leitzins gebunden oder für 2 Jahre festgelegt. Zinserhöhungen der BoE werden also innerhalb weniger Jahre auf etwa die Hälfte aller britischen Hypothekenschuldner durchschlagen. Britische Privathaushalte ohne Umzugspläne sind daher stärker von steigenden Zinsen betroffen als diejenigen in den USA.

Abbildung 9: Umstellung von Hypotheken in der UK von variabel- zu festverzinslich  
Hypotheken im Vereinigten Königreich

Anteil Hypothekenbestände in %



Quelle: Bank of England, J.P. Morgan Asset Management. Daten zum 31. März 2022.

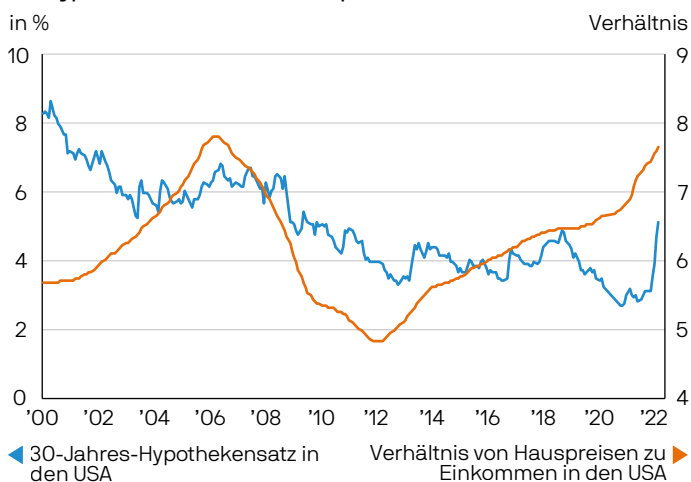


Ein weiterer Faktor, der berücksichtigt werden sollte, ist die Bezahlbarkeit von Wohnraum für Menschen, die umziehen oder ihr erstes Eigenheim kaufen möchten. Seit der Pandemie sind die Hauspreise deutlich gestiegen, in den USA um ca. 40 % und in der UK um 25 %. Treiber dafür waren die Nachfrage nach mehr Platz aufgrund der Verlagerung hin zu hybriden Arbeitsformen und Heimarbeit, ein Unterangebot bei Immobilien und die niedrigeren Zinsen während der Pandemie. Heute, bei wieder steigenden Zinsen, werden Immobilien weniger erschwinglich (**Abbildung 10**).

Der 30-jährige Hypothekensatz in den USA ist in den letzten Jahren von unter 3 % auf fast 6 % gestiegen. In Kombination mit den stark gestiegenen Hauspreisen ist damit der Anteil am durchschnittlichen Einkommen, der heute für den Kauf eines durchschnittlichen Hauses erforderlich ist, bereits deutlich gestiegen. Im Vereinigten Königreich sind die Kosten für eine 2-jährige festverzinsliche Hypothek für einen Käufer mit einem Beleihungsverhältnis von 75 % von 1,2 % im September auf über 2,5 % gestiegen.

Es lässt sich also die begründete Annahmen aufstellen, dass die Zinssätze möglicherweise nicht viel weiter steigen können, als dies bereits für US- und britische Staatsanleihen eingepreist ist, bevor der Wohnungsmarkt unter Druck geraten würde.

**Abbildung 10: Wohnraum wird weniger erschwinglich**  
US-Hypothekenzinsen und Hauspreise



Quelle: BLS, Federal Reserve, National Association of Realtors, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Das Verhältnis von Hauspreis zu Einkommen wird anhand der durchschnittlichen jährlichen Hauspreise und der annualisierten durchschnittlichen Wochenlöhne berechnet. Daten zum 31. Mai 2022.

Es gibt allerdings auch Argumente, die gegen die Vorstellung sprechen, dass die Renditen von Staatsanleihen nicht viel weiter steigen werden. Erstens hat eine Phase mit deutlich mehr wirtschaftlichen Unwägbarkeiten begonnen, in der die Bandbreite der realistischen potenziellen Ergebnisse für Wachstum und Inflation größer ist als über weite Strecken des letzten Jahrzehnts. Wenn beispielsweise das Lohnwachstum stark bleibt, können sich die Haushalte möglicherweise höhere Hypothekenkosten leisten. Anleiheinvestoren könnten eine höhere Rendite als Entschädigung dafür verlangen, dass möglicherweise ein neues Inflationsregime begonnen hat, bei dem Inflation und Zinssätze potenziell auf einem höheren Niveau als im letzten Jahrzehnt liegen werden.

Zweitens könnte die Nachfrage nach Staatsanleihen ohne quantitative Lockerung und mit Beginn ihrer allmählichen Umkehr deutlich niedriger ausfallen, was den Renditedruck weiter erhöhen würde.

Drittens könnte selbst bei der Annahme, dass die Anleiherenditen nicht viel weiter steigen werden, die Realverzinsung von Anleihen ohne Eintritt in eine Rezession weiterhin negativ ausfallen, wenn die Inflation nicht schnell wieder in den Zielkorridor sinkt.

Angesichts dieser Argumente sind Staatsanleihen in unseren Augen nicht so unattraktiv, wie sie in der Phase mit deutlich niedrigeren Renditen waren. Auch wenn die Anleger – insbesondere real gemessen – Verluste mit Staatsanleihen erleiden könnten, dürften Gewinn- und Verlustpotenzial nun besser ausgeglichen sein. Darüber hinaus bieten sie in den extremeren Negativszenarien eine gewisse Portfoliodiversifikation, solange die schwächere Aktivität mit nachlassendem Inflationsdruck zusammenfällt. Vor diesem Hintergrund gehen wir zwar nicht so weit, eine übergewichtete Position in Staatsanleihen und Duration vorzuschlagen, sind aber der Ansicht, dass Anleger jetzt in Erwägung ziehen sollten, ihr Engagement in Staatsanleihen und Duration enger an ihrer Benchmark zu orientieren.

## Chinesische Aktien: Langfristige Gewinne nach den jüngsten Verlusten

Das Vertrauen der Anleger in chinesische Aktien wurde im letzten Jahr stark auf die Probe gestellt. Das Wachstum in China hat unter der Null-Covid-Politik der Regierung, stärkerer Regulierung, einer Schwäche des Immobiliensektors und der fiskalpolitischen Konsolidierung gelitten. Das offizielle BIP-Wachstumsziel von 5,5 % für 2022 scheint nun schwer zu erreichen. Chinesische Aktien haben deutlich nachgegeben und die Bewertungen sind im historischen Vergleich inzwischen niedrig.

Sind die Bedenken der Anleger gerechtfertigt, oder bieten sich in der aktuellen Situation attraktive Anlagechancen für langfristig orientierte Investoren? Wir glauben, dass einige der Risiken allmählich nachlassen und der Aktienmarkt attraktiv bewertet ist.

Covid bleibt bis auf weiteres ein Risiko. Die hoch ansteckende Omikron-Variante hat in letzter Zeit die höchsten Infektionsraten in China seit Beginn der Pandemie verursacht. Die Behörden haben restriktive Lockdown-Maßnahmen mit gravierenden Folgen für das Wirtschaftswachstum verhängt. Anfang April waren 400 Millionen Chinesen von Lockdowns betroffen. Die Umsetzung dieser Maßnahmen hat zu einer deutlichen Verlangsamung des Wachstums geführt. So sind die Einzelhandelsumsätze im Jahresvergleich beispielsweise um 11 % gesunken, und der straßengebundene Güterverkehr ist seit Beginn der Omikron-Welle landesweit deutlich rückläufig (**Abbildung 11**). Lieferengpässe sind ebenfalls in vollem Umfang zurückgekehrt und werden voraussichtlich globale Auswirkungen haben.

Wir rechnen mit einer gewissen Verbesserung der Situation bis Oktober oder November, da Präsident Xi als Vorsitzender der Kommunistischen Partei für eine dritte Amtszeit gewählt werden möchte. Umfangreiche Lockdowns sind nicht haltbar, eine schnelle Aufhebung der Lockdowns birgt allerdings die Gefahr einer Überlastung des Gesundheitssystems. Die jüngsten Daten deuten darauf hin, dass in China unter den älteren Menschen der Anteil der Personen, die Auffrischungsimpfungen erhalten haben, immer noch relativ klein ist.

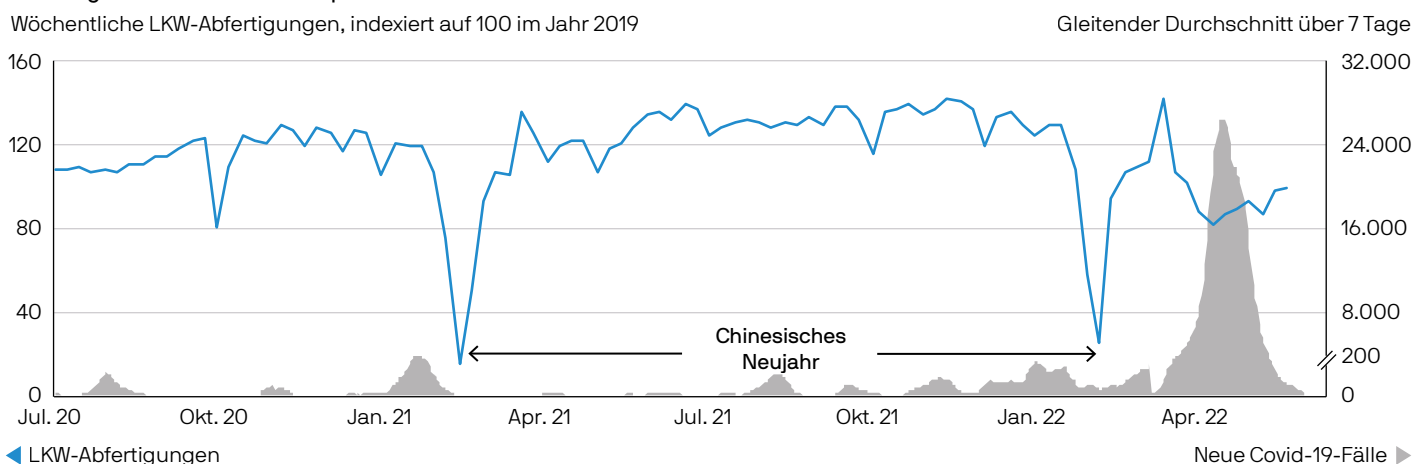
Ein möglicher Weg zum „Leben mit Covid“ hängt davon ab, den Anteil der Bevölkerung zu erhöhen, der durch eine dreifache Impfung mit dem einheimischen Impfstoff behandelt wurde. Für Motivation könnte die Kombination aus einer erhöhten Infektionsgefahr und staatlich verhängten Einschränkungen der Mobilität für nicht geimpfte Bevölkerungsgruppen sorgen (ähnlich der europäischen Strategie). Dies könnte dann die wirtschaftliche Wiedereröffnung mit einer durch die Behörden an die Belastung des Gesundheitssystems angepassten Geschwindigkeit unterstützen. Während selbst dieser Prozess langsam verlaufen dürfte, ist unserer Ansicht nach ist eine lange Phase von Lockdowns nicht vertretbar.

Auch auf dem Immobilienmarkt könnte sich das Blatt wenden. Die fiskalpolitische Zurückhaltung und eine straffere Regulierung im Finanzsektor haben zu einem Einbruch der Aktivität auf dem Immobilienmarkt und einer Krise für einige Immobilienentwickler geführt. Immobilieninvestitionen fielen im April um 10,1 % im Vergleich zum Vorjahr.

Abbildung 11: Lockdowns aufgrund der Null-Covid-Politik in China beeinträchtigen die Wirtschaftsleistung

Straßengebundener Gütertransport und neue Covid-19-Fälle

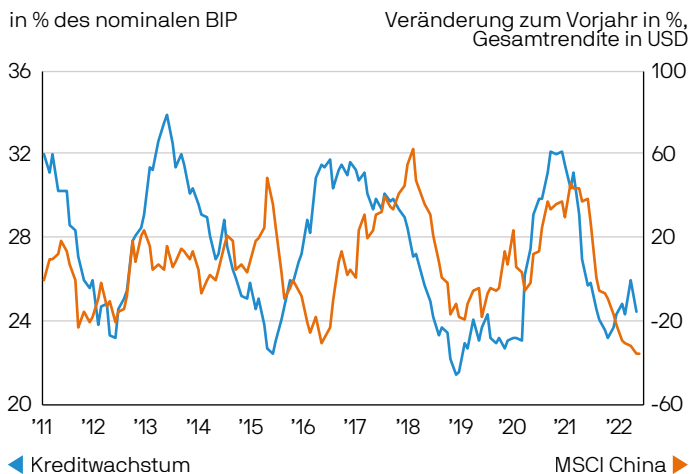
Wöchentliche LKW-Abfertigungen, indiziert auf 100 im Jahr 2019



Quelle: G7, WIND, J.P. Morgan Asset Management. Daten zum 31. Mai 2022.

Auf regionaler Ebene haben die politischen Entscheidungsträger begonnen, die Beschränkungen für Hauskäufe zu lockern und die Anzahlungsanforderungen zu senken. Viel wichtiger ist jedoch die Aussicht auf eine expansivere Fiskalpolitik und Unterstützung durch die Zentralbank, da durch die relativ moderate Inflation eine weitere Lockerung der geldpolitischen Bedingungen möglich ist. Das Kreditangebot für die Wirtschaft beginnt sich bereits zu erholen. **Abbildung 12** zeigt, wie die Dynamik des Kreditwachstums in den letzten 10 Jahren ein zuverlässiger Indikator für die Aktienmarktentwicklung in China war. Die Stabilisierung des Kreditwachstums deutet darauf hin, dass der Gegenwind für Aktien nachlassen könnte.

**Abbildung 12: Die Performance chinesischer Aktien korreliert tendenziell mit der Dynamik des Kreditwachstums**  
Kreditwachstum und Aktienperformance in China



Quelle: Bloomberg, MSCI, People's Bank of China, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Das Kreditwachstum ist die 12-Monats-Veränderung des Kreditbestands in der Realwirtschaft in Prozent des nominalen BIP. Daten zum 31. Mai 2022.

Regulierung war ein weiterer Bremsschuh für den Aktienmarkt. Insbesondere IT-, Medien- und Online-Unternehmen waren von der regulatorischen Straffung betroffen. In letzter Zeit sind jedoch einige positive Anzeichen erkennbar. Im März ermutigte der chinesische Staatsrat die Aufsichtsbehörden, ihre Politik transparenter und vorhersehbarer zu gestalten, und im April sprach sich das Politbüro der Kommunistischen Partei Chinas für eine Politik zur Stabilisierung des Wachstums aus, mit Unterstützung für Infrastrukturinvestitionen, den Immobilienmarkt und Internetplattformen. Wir sind also zuversichtlich, dass es zukünftig weniger Gegenwind durch Regulierung geben wird.

Offshore notierte Unternehmen hatten besonders stark unter der Regulierung gelitten. Neben der inländischen Regulierung hat der anhaltende Konflikt zwischen den USA und China über den Zugang von Wirtschaftsprüfungsgesellschaft zu in den USA notierten chinesischen ADRs die Sorge über erzwungene Delistings bis 2024 erhöht. Das chinesische Komitee für Wertpapierregulierung hat inzwischen angekündigt, dass es an einem Entwurf arbeitet, der US-Regulierungsbehörden vollen Zugang zu Prüfungsberichten der meisten in den USA notierten chinesischen Unternehmen gewähren würde. Eine Einigung würde das mit chinesischen ADRs verbundene Risiko eines Delistings erheblich reduzieren.

Anleger haben zweifellos kurzfristige Verluste mit chinesischen Aktien erlitten, wir sind jedoch der Ansicht, dass sich in China eine Chance auf langfristige Gewinne bietet. Nach der sehr schwachen Entwicklung im letzten Jahr liegt die Bewertung chinesischer Aktien deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt. Die Anleger haben jetzt die Gelegenheit, von den Aussichten auf langfristiges Gewinnwachstum in China zu profitieren, während in den Bewertungen bereits viele schlechte Nachrichten berücksichtigt sind.

## Weiterhin Potential in Substanzwerten

Substanzwerte (Value) haben in diesem Jahr das Wachstumssegment deutlich übertroffen. Der MSCI World Index verlor über 20 %. Darin enthalten ist jedoch ein Minus von 30 % für den MSCI World Growth Index, während der MSCI World Value Index nur um 13 % nachgab.

Während der Kursrückgang bei Wachstumsaktien (Growth) breit angelegt war, verlief die Wertentwicklung von Substanzwerten jedoch deutlich uneinheitlicher. Der Hauptgrund für ihre Outperformance war der Kurssprung bei Energiewerten, aber auch einige defensive Sektoren wie Versorger und Basiskonsumgüter, die tendenziell von einer robusten Nachfrage profitieren, waren der relativen Rendite zuträglich. Dagegen litten die zyklischen Substanzsektoren wie Finanzen und Industrierwerte stärker als der Durchschnitt der Substanzwerte, da sich die Anleger über das Rezessionsrisiko besorgt zeigte.

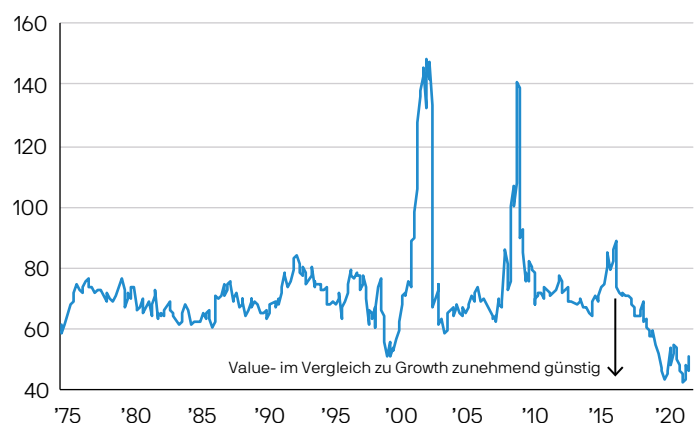
Wird sich die Outperformance der Substanzwerte fortsetzen? Wenn wir die wichtigsten Aufwärts- und Abwärtsszenarien betrachten, lautet die Antwort wahrscheinlich: ja. Innerhalb unseres Abwärtsszenarios könnte eine weitere Eskalation des Konflikts in der Ukraine die Rohstoffpreise und damit auch die Energiewerte weiter nach oben treiben (obwohl die Anleger achtsam auf den Umgang der Regierungen mit der Verlockung einer Besteuerung von Zusatzgewinnen achten sollten). In einem positiveren Szenario, in dem der globale Kostendruck nachlässt und sich die Wirtschaftsaktivität als robust erweist, haben die zyklischeren Bereiche des Substanzsegments das Potenzial, aufzuholen – insbesondere Finanzwerte, wo die Kombination aus höheren Zinssätzen und solider Kreditperformance eine Neubewertung des Sektors verursachen könnte.

Es ist auch zu beachten, dass trotz der jüngsten Bewegungen weiterhin eine erhebliche Bewertungslücke zwischen den beiden Stilen besteht. **Abbildung 13** zeigt, dass auf dem Höhepunkt der Pandemie im Jahr 2020 das nachlaufende Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) des MSCI World Value Index nur 42 % seines Äquivalents für Wachstumswerte betrug. Heute ist das KGV immer noch nur halb so hoch wie bei Wachstumsaktien, was dem Verhältnis entspricht, das 1999 vor dem Platzen der Technologieblase zu beobachten war, und weit unter dem Durchschnitt von 70 % über den Gesamtzeitraum liegt.

Auch die Attraktivität von Dividenden könnte Anleger zu Substanzwerten greifen lassen. Die durchschnittliche Dividendenrendite des Value-Index liegt über 3 %. Obwohl die Renditen von Staatsanleihen gestiegen sind, sind die Kupons festgeschrieben und bieten daher keinen Inflationsschutz, der potenziell in den Dividenden von Unternehmen zu finden ist.

**Abbildung 13: Value ist ggü. Growth historisch günstig**  
Bewertungslücke zwischen MSCI Value und Growth

KGV für Value als Prozentsatz des KGV für Growth, basierend auf dem nachlaufenden KGV



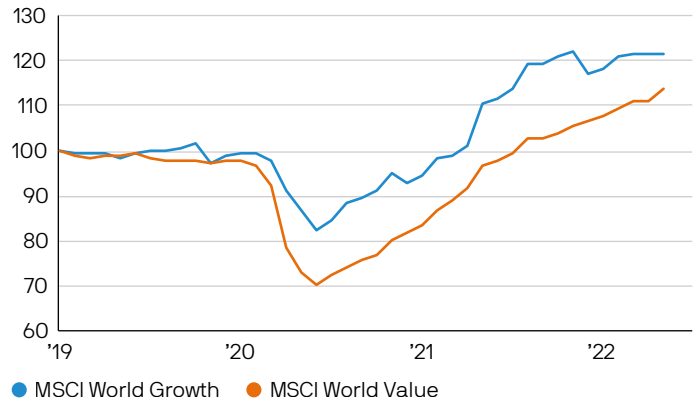
Quelle: MSCI, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Daten zum 31. Mai 2022.

Die relative Performance hängt auch von den Aussichten für Wachstumswerte ab, die mit zwei anhaltenden Unwägbarkeiten konfrontiert sind. Zum einen sind die Gewinnaussichten von Unternehmen dieser Kategorie derzeit besonders schwer zu prognostizieren. Mit der Pandemie ging eine rasche Einführung von Technologien einher, was zu einer starken Verbesserung der Gewinnerwartungen führte (**Abbildung 14**). Aber einige Aktien – wie z. B. Streaming-Dienste – haben Schwierigkeiten, diese hohen Erwartungen zu erfüllen. Zweitens besteht weiterhin das Risiko, dass die Zinssätze weiter angehoben werden, wenn die Wirtschaftsaktivität und/oder die Inflation weiter steigen, was Wachstumswerte mit längerer Duration belasten könnte. Ein derartiger breiter Abverkauf bietet jedoch auch selektive Gelegenheiten, um gute Wachstumsunternehmen zu günstigeren Preisen aufzunehmen. Die Herausforderung für Anleger wird darin liegen, attraktive innovative Unternehmen zu finden, ohne zu viel zu zahlen.

Grundsätzlich gehen wir davon aus, dass wir uns durch die Kombination aus Pandemie und Ukrainekrieg in Richtung eines neuen Wachstums-, Inflations- und Zinsregimes bewegt haben. Das niedrige Wachstum, die niedrige Inflation und die niedrigen Zinssätze der letzten zehn Jahre, auf denen die phänomenale Outperformance der Wachstumswerte beruhte, dürften nun hinter uns liegen. In unserem zentralen Szenario, in dem das Wirtschaftswachstum ein gewisses Maß an Widerstandsfähigkeit zeigt, könnte sich die Outperformance von Substanzwerten noch weiter fortsetzen.

**Abbildung 14: Gewinnerwartungen bei Wachstumsaktien zogen während der Pandemie deutlich an**  
Gewinn je Aktie für die nachfolgenden 12 Monate, MSCI World Value und Growth

Gewinn je Aktie für die nachfolgenden 12 Monate, zu Beginn des Jahres 2019 auf 100 umbasiert



Quelle: MSCI, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Daten zum 31. Mai 2022.

## Zufluchtsorte bei einer Stagflation

Der Ukrainekrieg, Chinas Null-Covid-Politik und eine straffere globale Geldpolitik haben Sorgen über eine längere Stagflation ausgelöst. Dieser Begriff bezeichnet eine Wirtschaftslage, die von einem niedrigen oder negativen Wachstum, steigender Arbeitslosigkeit und einer hartnäckig hohen Inflation geplagt wird. Diese Kombination haben wir seit den 1970er Jahren nicht mehr erlebt.

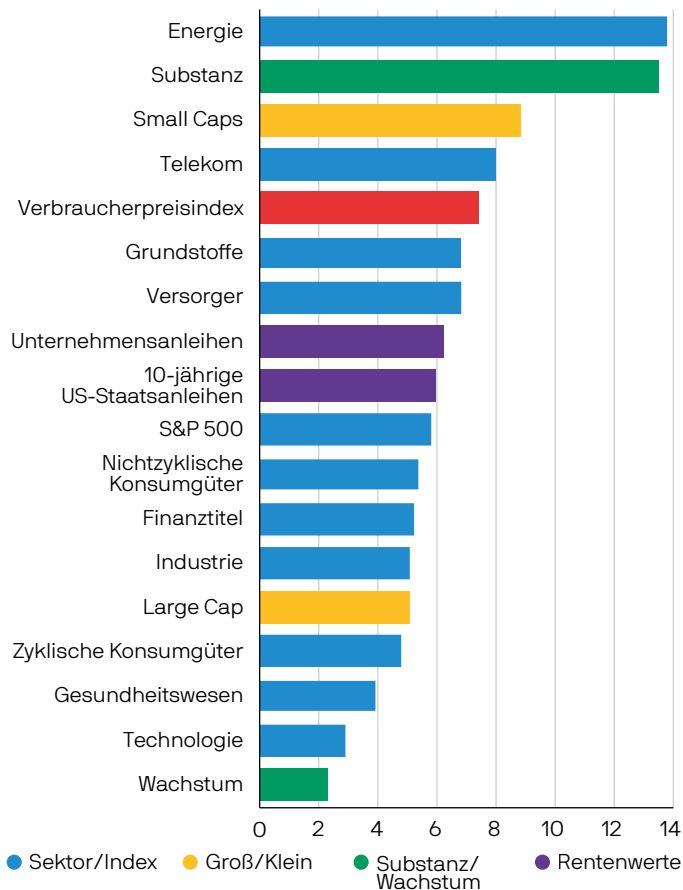
Eine Stagflation ist für Anleger das Worst-Case-Szenario, da die Zentralbanken ihre Geldpolitik während einer Verlangsamung des Wachstums straffen müssen, was zu Kursverlusten bei Aktien und Anleihen führt. Die Angst vor einer Stagflation hat dazu geführt, dass das traditionelle 60:40-Portfolio seit Jahresbeginn um mehr als 18 % niedriger gehandelt wird, nachdem es zwischen 2008 und 2021 durchschnittlich eine positive Rendite von 7 % pro Jahr erzielt hatte.

Auf den ersten Blick scheint es für Anleger in einem stagflationären Umfeld keine Zuflucht zu geben. Eine Analyse der Marktentwicklungen in den 1970er Jahren (**Abbildung 15**) und der drei Baisse-Märkte in diesem Zeitraum erlauben es uns aber, einige Beobachtungen anzustellen, die Hinweise auf eine mögliche Strategie in einem solchen Umfeld geben.

Energie, Grundstoffe, Telekommunikation und Versorger sollten widerstandsfähiger bleiben. **Abbildung 15** zeigt die nominalen annualisierten Renditen während der 1970er. Am widerstandsfähigsten waren die Sektoren Energie und Grundstoffe, die von hohen Rohstoffpreisen profitierten, während defensive Sektoren wie Telekommunikation und Versorger ebenfalls gute Unterstützung behielten. Auch Substanzaktien und Small Caps schlugen sich auf Dauer besser als ihre Pendants in den Wachstums- und Large Cap-Segmenten, obwohl Small Caps in Baisse-Märkten relativ stärker litten.

**Abbildung 15: Energie-, Grundstoff-, Telekommunikations- und Versorgungssektoren könnten sich in einem stagflationären Umfeld als widerstandsfähiger erweisen**  
Anlagerenditen in den 1970er Jahren

in %, annualisierte nominale Gesamtrenditen



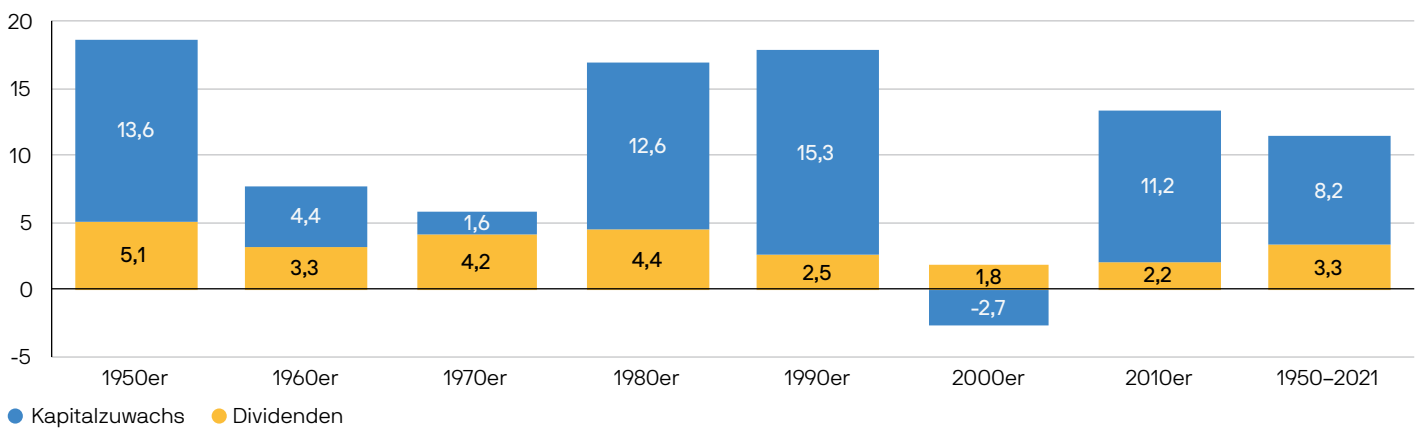
Quelle: BLS, French, Haver Analytics, Refinitiv Datastream, Shiller, Standard & Poor's, Ibbotson, J.P. Morgan Asset Management. Die angegebenen Renditen beziehen sich auf den Zeitraum von Anfang 1970 bis Ende 1979. Daten zum 31. Mai 2022.

Anlagen, die nachhaltige Erträge bieten, sind auch in einem stagflationären Umfeld attraktiv. Bei einem weniger unterstützenden Beta der Märkte und unzuverlässigen Kapitalgewinnen werden Dividenden und Kupons wichtiger. So machten beispielsweise Dividenden in den 1970er Jahren zwei Drittel der Gesamtrendite des S&P 500 aus, während im historischen Durchschnitt nur ein Drittel der Gesamtrendite auf sie entfiel (**Abbildung 16**). Hohe Kupons waren ein wesentlicher Faktor für die Performance sowohl von Unternehmens- als auch von Staatsanleihen im Anleihenbereich und beschönigten die nominalen Renditen von Rentenanlagen in den 70er Jahren.

Abbildung 16: Ein großer Teil der Rendite des S&P 500 entfiel in den 1970er Jahren auf Dividenden

Gesamtrendite S&P 500: Dividenden ggü. Kapitalzuwachs

Durchschnittliche annualisierte Erträge



Quelle: FactSet, Ibbotson, Standard & Poor's, J.P. Morgan Asset Management. Daten zum 31. Mai 2022.

Alternative Anlagen bieten für diejenigen, die Zugang zu ihnen haben, einige der attraktivsten Gelegenheiten. Immobilien und Infrastruktur weisen geringe Korrelationen mit Aktien und Anleihen auf und generieren Ertragsströme, die tendenziell mit der Inflation steigen.

Es sollte auch erwähnt werden, dass die 1970er zwar herausfordernd für Anleger, jedoch kein verlorenes Jahrzehnt für die Finanzmärkte waren, und es sich im Allgemeinen auszahlte, investiert zu bleiben. Obwohl der S&P 500 Einbrüche von bis zu 46 % verzeichnete, brachte er über den gesamten Zeitraum betrachtet eine annualisierte Gesamtrendite von 5,8 % ein.

Anleger sollten sich auch bewusst sein, dass kurzfristige Probleme häufig die Grundlage für langfristige Chancen schaffen. Die Ölschocks in den 1970er Jahren zwangen viele Länder, ihre Ölabhängigkeit nicht nur durch eine Senkung ihres Ölverbrauchs, sondern auch durch Investitionen in neue Energiequellen wie erneuerbare Energien oder Atomenergie zu reduzieren. Branchen wie die Automobilindustrie veränderten sich in diesem Zeitraum dramatisch, wobei japanische Automobilhersteller dank kraftstoffsparender Modelle einen erheblichen Marktanteil erlangten. Wie in den 1970er Jahren wird die aktuelle Energiekrise der Energiewende neue Dynamik verleihen. Anleger müssen die relativen Gewinner dieses Trends identifizieren. Die Bewertungen von Klimaschutztechnologieunternehmen sind im Zuge des jüngsten breiten Abverkaufs bei Wachstumswerten deutlich gesunken. Wenn sich ihre Gewinne jedoch angesichts der beschleunigten Wende als widerstandsfähig erweisen, könnte sich mit diesen Unternehmen nun eine attraktive mittelfristige Chance bieten.

## Zentrale Szenarien und Risiken

Unser Kernszenario sieht in den nächsten sechs bis zwölf Monaten eine Abkühlung des globalen Wachstums und eine Abkühlung der Inflation vor, wenn auch immer noch oberhalb der Zielwerte. Wie wir jedoch bereits in der Einleitung dargelegt haben, ist es wichtiger denn je, angesichts der erhöhten Unwägbarkeiten die Risiken für unsere zentrale Einschätzung zu berücksichtigen. Im Folgenden beschreiben wir eine Reihe von Szenarien für die Wirtschaft und die Märkte, die wir im kommenden Jahr für plausibel halten.

### Zentrales Szenario: Abkühlung des Wachstums, Abkühlung der Inflation über Zielwert

Das Wachstum verlangsamt sich in den Industrienationen erheblich, aber jeglicher Abschwung bleibt kurz und flach. Fiskalpolitische Hilfen tragen dazu bei, den Reallohndruck in Europa auszugleichen. Politische Unterstützung trägt zur Stabilisierung der chinesischen Wirtschaft bei, und Covid-Beschränkungen werden allmählich aufgehoben. Die Inflation liegt weiterhin über den Zielen der Zentralbanken, angesichts der abkühlenden Wirtschaftsaktivität tendieren die Gesamtinflationsraten jedoch von einem hohen Niveau abwärts. Die Zinssätze steigen langsamer als der Markt aktuell erwartet, was die Befürchtungen über eine durch die Zentralbank induzierte Rezession lindert.

Die Aktienmärkte stabilisieren sich trotz der Abwärtskorrekturen bei den Gewinnprognosen. Die Bewertungen von Wachstumsaktien verspüren weiter Gegenwind. Die langfristigen Anleiherenditen steigen allmählich, wobei Unternehmensanleihen die Staatsanleihen der Kernländer übertreffen.

### Abwärtsszenario: Stagflation

Die nachlassende Nachfrage führt nicht zu einem Rückgang der Inflation, da die Knappheit des Energieangebots die Preise in die Höhe treibt. Lohnkosten belasten die Margen der Unternehmen, da steigende Preise die Arbeitnehmer dazu veranlassen, dauerhaft höhere Löhne zu verlangen. Trotz der Abkühlung des Wachstums sind die Zentralbanken gezwungen, eine aggressive Straffung durchzuführen, da eine Abkopplung der Inflationserwartungen zu befürchten ist, die eine tiefe Rezession verursachen könnte.

Worst-Case-Szenario für die Aktienmärkte. Die Anleiherenditen steigen bei einer Verflachung der Kurven, da die Zentralbanken gezwungen sind, die Zinsen stärker zu erhöhen als die Märkte aktuell erwarten. Staatsanleihen übertreffen Aktien, aber alle wichtigen Anlageklassen liefern negative Renditen. Substanzwerte übertreffen das Wachstumssegment aufgrund des erheblichen Drucks auf Aktienbewertungen und der erhöhten Rohstoffpreise.

### Abwärtsszenario: Globale Rezession

Die Wirtschaftsaktivität der Industrieländer verlangsamt sich deutlich, da der Preisdruck die Verbraucher überfordert. Die Sorgen um Covid und die Lockdowns in China bleiben bestehen. Negative Nachfrageschocks führen schließlich zu sinkenden Energiepreisen, was dazu beiträgt, die Inflation wieder sinken zu lassen, jedoch auf Kosten einer erheblichen Belastung für das Wachstum. Die Arbeitslosenquoten steigen, da das Vertrauen der Unternehmen sinkt und das abkühlende Lohnwachstum den Inflationsdruck weiter verringert. Angesichts der nachlassenden Inflation setzen die Zentralbanken ihre Straffungspläne aus, um die Wachstumsaussichten zu priorisieren.

Die Aktienmärkte sind rückläufig, aber die Wende der Zentralbanken bietet einen gewissen Ausgleich. Staatsanleihen übertreffen sowohl Unternehmensanleihen als auch Aktien, da die Renditen von Staatsanleihen zurückgehen. Die Underperformance von Wachstumsaktien verringert sich angesichts niedrigerer Anleiherenditen.

### Optimistisches Szenario: Goldlöffchen

Eine unerwartet schnelle Wiedereröffnung in China führt zu einem Abbau der Lieferkettenengpässe. Trotz des damit verbundenen Nachfrageschubs bleiben die Rohstoffpreise moderat, möglicherweise vor dem Hintergrund einer Deeskalation im Ukrainekrieg. Infolgedessen sinkt die Inflation schneller als derzeit erwartet. Eine gewisse Belastbarkeit der Arbeitsmärkte unterstützt das Wachstum der Reallöhne, während der allgemeine Inflationsdruck nachlässt. Die Zentralbanken setzen ihre Straffungspläne allmählich um, ohne das Wachstum wesentlich zu bremsen.

Best-Case-Szenario für die Aktienmärkte mit starkem Gewinnwachstum. Das Substanzsegment liefert eine Outperformance, allerdings mit einer Rotation von Energie- hin zu Finanzwerten. Aktien übertreffen Unternehmensanleihen, und Unternehmensanleihen schneiden bei einer Verengung der Spreads besser ab als Staatsanleihen.



---

Das „Market Insights“-Programm bietet umfassende Informationen und Kommentare zu den globalen Märkten auf produktneutraler Basis. Das Programm analysiert 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 das J.P. Morgan Asset Management „Market Insights“ und „Portfolio Insights“ Programm eine Marketingkommunikation und fallen nicht unter MiFID II / MiFIR Anforderungen, die in Zusammenhang mit Research stehen. Darüber hinaus wurden das J.P. Morgan Asset Management „Market Insights“ und „Portfolio Insights“ Programm 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 in diesem Dokument geäußerten Meinungen stellen weder eine Beratung noch eine Empfehlung für den Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten 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 nur Informationszwecken, basierend auf bestimmten Annahmen und aktuellen Marktbedingungen, 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. Zur Bewertung der Anlageaus-sichten bestimmter in diesem Dokument erwähnter 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. Der Wert, Preis 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 aktuelle und zukünftige Wertentwicklung. J.P. Morgan Asset Management ist der Markenname für das Vermögensverwaltungsgeschäft von JPMorgan Chase & Co. und seiner verbundenen Unternehmen weltweit. Telefonanrufe bei J.P. Morgan Asset Management können aus rechtlichen Gründen sowie zu Schulungs- und Sicherheitszwecken aufgezeichnet werden. Soweit gesetzlich erlaubt, 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).

Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für vergleichbare zukünftige Ergebnisse. Eine Diversifizierung garantiert keine Investitionserträge und eliminiert nicht das Verlustrisiko.

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

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

Copyright 2022 JPMorgan Chase & Co. Alle Rechte vorbehalten.

Bildquelle: Getty Images.

LV-JPM53690| 05/22 | DE | 09kc222306163038

---