Investmentausblick 2024

Zu früh für eine Siegerrunde

Autorinnen und Autoren

Karen Ward
Chief Market Strategist for EMEA

Paola Toschi
Global Market Strategist

Tilmann Galler
Global Market Strategist

Vincent Juvyns
Global Market Strategist

Hugh Gimber
Global Market Strategist

Max McKechnie
Global Market Strategist

Natasha May
Global Market Analyst

Zara Nokes
Global Market Analyst

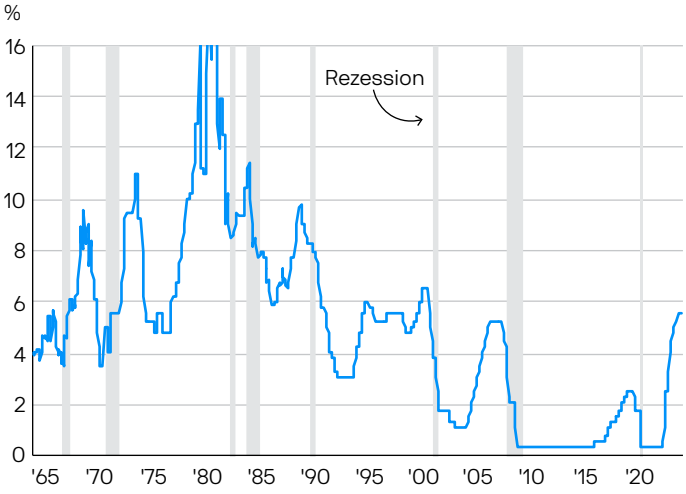
Zusammenfassung

- Auf dem Weg ins Jahr 2024 hat eine Kombination aus solider Aktivität und sinkender Inflation dazu geführt, dass sich das Marktnarrativ zunehmend in Richtung einer weichen Landung verschiebt.
- Wir sind da etwas skeptischer. Auch wenn die westlichen Volkswirtschaften weniger zinssensitiv als in der Vergangenheit sind, gehen wir davon aus, dass die „langen und variablen Verzögerungen" bei der Übertragung der Geldpolitik zumindest einen Teil der Erklärung für die bisherige wirtschaftliche Widerstandsfähigkeit sind.
- Wir sind der Meinung, dass es für die Zentralbanken zu früh ist, den Sieg über die Inflation zu verkünden, und gehen davon aus, dass Zinssenkungen im Jahr 2024 die wirtschaftliche Schwäche wahrscheinlich nicht verhindern werden.
- Wir glauben daher, dass die Zinssätze später sinken könnten, als der Markt derzeit erwartet, aber letztendlich könnten sie auch weiter sinken als prognostiziert.
- Unserer Ansicht nach sollten sich Anlegerinnen und Anleger darauf konzentrieren, die derzeit am Anleihenmarkt gebotenen Renditen zu sichern. Angestrebte Alternativen könnten die Rolle, die Anleihen als Diversifizierer gegen verschiedene Risiken spielen, noch verstärken. Bei Aktien erfordert der potenzielle Margendruck einen Fokus auf Qualität und Erträge.

Es ist erstaunlich, wie sich das Marktnarrativ im Laufe des Jahres 2023 entwickelt hat. Zu Beginn des Jahres herrschte die Meinung vor, dass wir uns in einer Stagflation wie in den 1970er Jahren befinden. Da die Zentralbanken auf die Bremse treten, ist es kein Wunder, dass so viele – wir selbst eingeschlossen – eine Rezession erwartet haben. Das passiert in der Regel, wenn die Zinssätze so stark steigen.

Abbildung 1: In der Regel führen geldpolitische Straffungen zu Rezessionen

US-Leitzins



Quelle: Federal Reserve, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Eine Rezession wird anhand der Daten des US National Bureau of Economic Research (NBER) zum Geschäftszyklus definiert. Daten zum 15. November 2023.

Bislang sind die Volkswirtschaften mit höheren Zinsen jedoch erstaunlich gut zurechtgekommen. Gepaart mit Anzeichen für eine Abschwächung der pandemiebedingten Inflation hat sich das Marktnarrativ in Richtung einer weichen Landung verschoben. Die Anleihenmärkte sind begeistert von den Zinssenkungen, die Spreads liegen in den meisten Kreditbereichen auf oder unter dem historischen Durchschnitt, und die Aktienanalysten prognostizieren für 2024 ein zweistelliges Gewinnwachstum.

Sollte dies der Fall sein, wäre dies ein außerordentlicher Erfolg für die Zentralbanken. Wir raten jedoch dringend davon ab, zu früh eine Siegerrunde zu drehen. Es sind die „langen und variablen Verzögerungen" in der Geldpolitik, die die Wirtschaftsprognostiker so oft plagen. Wenn das Verbrauchervertrauen umschlägt, geht es schnell. Im Durchschnitt der letzten 12 Rezessionen betrug das BIP-Wachstum in den USA im Quartal vor einer Rezession 3% in realer Hinsicht und 7% in nominaler Hinsicht. Es ist schwierig, die Entwicklung der Wirtschaft vorherzusagen, aber noch schwieriger ist es, den Zeitpunkt einer Rezession zu prognostizieren.

Lange und variable Verzögerungen

Wer einen Ausblick auf das Jahr 2024 wagt, muss mit der Frage beginnen: Haben die Zinsen noch Biss?

Wenn die Volkswirtschaften mit höheren Zinssätzen zurechtkommen, sollten die Auswirkungen auf Risikoanlagen positiv sein, aber für die Kernanleihen könnte es noch schwieriger werden, da die Anleihenmärkte immer noch sehnsüchtig auf niedrigere Zinsen warten. Wenn es sich bei dem, was wir im Jahr 2023 gesehen haben, jedoch um die üblichen „langen und variablen Verzögerungen" bei der Übertragung der Geldpolitik handelt, sollten die Anlegerinnen und Anleger bei Risikoanlagen vorsichtig sein und sich stattdessen auf die Sicherheit konzentrieren, die erstklassige Anleihen bieten, wenn die erwarteten – und weitere – Zinssenkungen eintreffen.

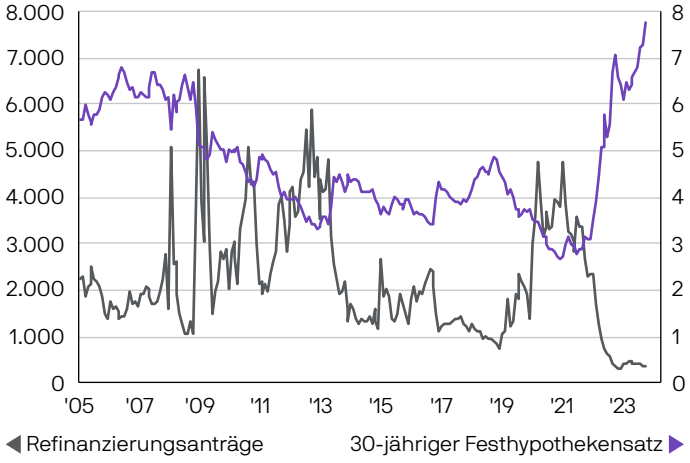
Es gibt Gründe dafür, dass die westlichen Volkswirtschaften etwas weniger zinssensitiv sind als in der Vergangenheit. Die Gesamtverschuldung des privaten Sektors ist etwas niedriger als beim letzten Mal, als die Zinssätze dieses Niveau erreichten. In den letzten Jahren hat vor allem die Regierung Schulden angehäuft.

Bestehende Hypothekenschulden wurden ebenfalls zu längerfristigen Zinssätzen finanziert. Viele US-Haushalte nutzten die niedrigen Zinssätze aus, die während der Pandemie angeboten wurden, und eine typische Hypothek wurde für 30 Jahre abgeschlossen. Solange diese Haushalte nicht umziehen wollen oder müssen, sind sie immun gegen das, was bei der Federal Reserve vor sich geht.

Abbildung 2: Viele US-Haushalte haben sich niedrige Hypothekenzinsen gesichert

US-Hypothekenrefinanzierungsanträge und 30-jähriger Hypothekenzinssatz

Indexstand (links); in % (rechts)



Quelle: Federal Home Loan Mortgage Corporation, LSEG Datastream, Mortgage Bankers Association of America, J.P. Morgan Asset Management. Daten zum 15. November 2023.

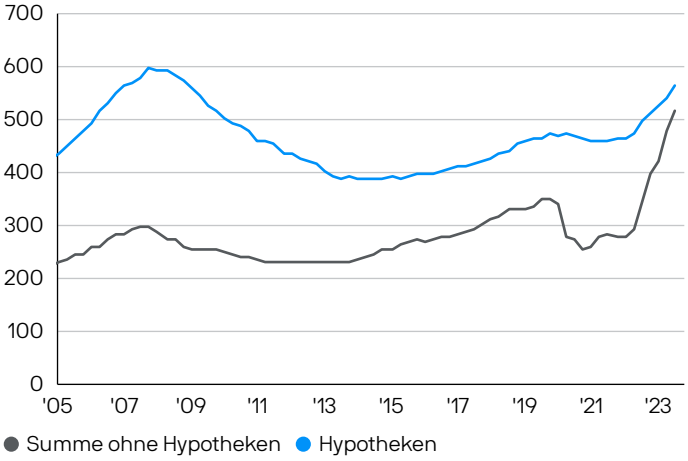
In Europa nutzten die Haushalte die Pandemie-Ersparnisse auch zur Schuldentilgung. Ein höherer Anteil der Haushalte in Europa ist im Vergleich zu den USA hypothekenfrei, und die Zinsen begannen von einem viel niedrigeren Niveau aus zu steigen. Es gibt jedoch einige Regionen, in denen die Refinanzierung auf höhere Hypothekenzinsen bis 2024 noch immer eine erhebliche Belastung darstellen wird, vor allem im Vereinigten Königreich.

Bei anderen Krediten als Hypotheken ist die Situation nicht so günstig, da die Zinssätze hier immer noch weitgehend variabel sind. In den USA sind die Gesamtausgaben für Zinszahlungen in den letzten Monaten deutlich gestiegen, und die Zahlungsausfälle bei Auto- und Kreditkartenkrediten haben den höchsten Stand seit über 10 Jahren erreicht.

Abbildung 3: Die Zinssätze für Kredite, die keine Hypotheken sind, beginnen zu wirken

Zinszahlungen von Privatpersonen in den USA

Milliarden USD



Quelle: BEA Global, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Daten zum 15. November 2023.

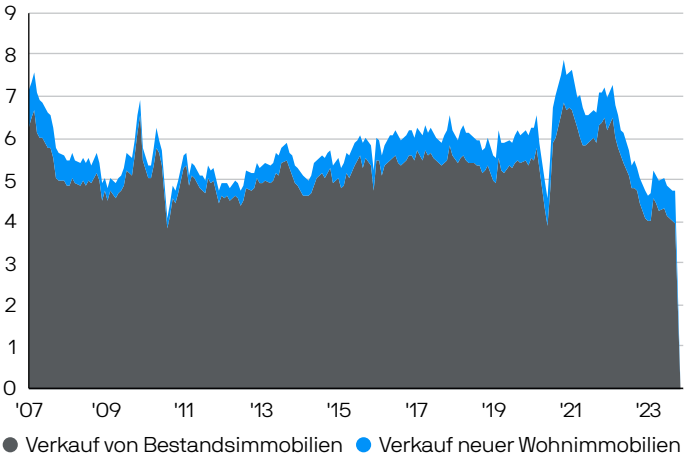
Auch die Unternehmen haben vor einigen Jahren von den niedrigeren Zinsen profitiert. Der Anteil der Unternehmensschulden, die zu höheren Zinssätzen refinanziert werden müssen, wird jedoch in den nächsten zwei Jahren deutlich zunehmen (siehe Sicherung von Renditen).

Die Kosten für neue Kredite sind sehr hoch. Hausbesitzer in den USA müssen heute mit einem 30-jährigen Hypothekenzins von fast 8% rechnen, was bei den derzeitigen Hauspreisen etwa 26% des mittleren Einkommens verschlingt.[1] Im Vereinigten Königreich betragen die entsprechenden Werte 5% (bei einem 5-jährigen Festzinssatz) bzw. 38%.[2] Angesichts dessen ist es kein Wunder, dass der Wohnungsbau unter Druck steht. US-Bauträger waren relativ erfolgreich darin, die Aktivität in Gang zu halten, indem sie ihre eigenen ermäßigten Preise anboten, aber diese Anreize scheinen nicht nachhaltig zu sein. Die Ausgaben für das Baugewerbe und den Wohnungsbau werden wahrscheinlich weiterhin schwach bleiben.

Abbildung 4: Der US-Immobilienmarkt ist ins Stocken geraten

Verkauf neuer Wohnimmobilien in den USA

Millionen, saisonbereinigt



Quelle: LSEG Datastream, National Association of Realtors, US Census Bureau, J.P. Morgan Asset Management. Daten zum 15. November 2023.

Insgesamt wären wir vorsichtig bei der Vorstellung, dass die Volkswirtschaften problemlos mit Zinssätzen von 5% oder mehr in den USA und im Vereinigten Königreich und 4% in der Eurozone umgehen können. Wir gehen davon aus, dass sich der Schaden höherer Zinsen in den kommenden Monaten zunehmend in den Daten zu den Verbraucher- und Unternehmensausgaben niederschlagen wird.

Haushaltsausgaben sind wieder in Mode

Ein Faktor, der die Auswirkungen höherer Zinsen abfedert, ist die anhaltend expansive Haushaltspolitik. In den USA wurde eine Reihe von pandemiebedingten Steuermoratorien, z. B. für die Rückzahlung von Studentenkrediten, während eines Großteils des Jahres 2023 aufrechterhalten. Darüber hinaus wurden mit dem CHIPS and Science Act, dem JOBS Act und dem Inflation Reduction Act mehrjährige Konjunkturprogramme in Höhe von mehreren Billionen Dollar aufgelegt.

Auch in Europa sind die Haushaltsausgaben derzeit deutlich unterstützender als in den letzten zehn Jahren, wenngleich nicht so stark wie in den USA. In der Eurozone war das wichtigste Konjunkturpaket der Wiederaufbaufonds der Europäischen Union (EU), der jedoch nur langsam zum Einsatz kommt, da 65% der Mittel noch nicht ausgezahlt wurden.

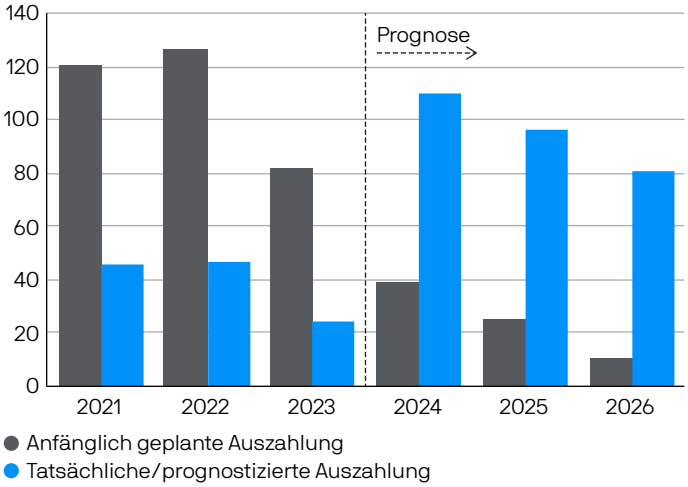
[1] Berechnet auf Basis des mittleren bestehenden Preises für Einfamilienhäuser und des mittleren Familieneinkommens und unter Annahme eines Darlehens von 80%. Quelle: National Association of Realtors, J.P. Morgan Asset Management.

[2] Berechnet anhand des durchschnittlichen Preises für ein Eigenheim für Erstkäufer und des durchschnittlichen Verdienstes nach Steuern für einen erwachsenen Vollzeitbeschäftigten, unter der Annahme eines Darlehens von 80%. Quelle: Nationwide, J.P. Morgan Asset Management.

Abbildung 5: Europa hat seinen Wiederaufbaufonds noch nicht ausgegeben

Zuschüsse aus dem EU-Wiederaufbaufonds

In Mrd. EUR



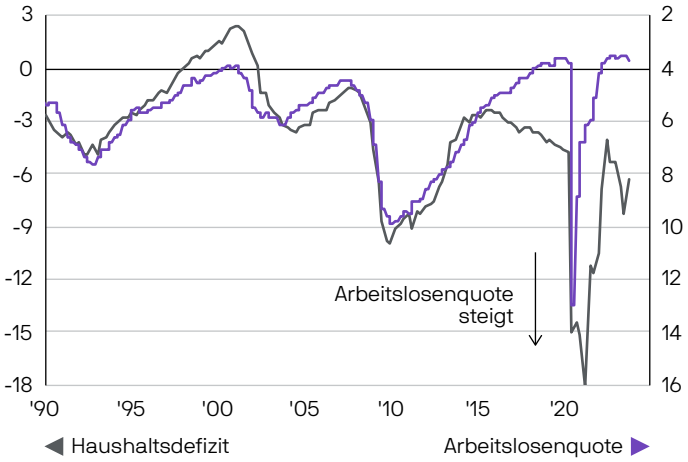
Quelle: Europäische Kommission, J.P. Morgan Asset Management. Die von 2024–26 ausgezahlten Zuschüsse beruhen auf Schätzungen von JPMAM. Daten zum 15. November 2023.

Während diese Infrastrukturausgabenprogramme die Wirtschaftstätigkeit noch eine Weile stützen werden, müssen sich die Regierungen irgendwann darauf konzentrieren, wie sie die Bilanzen ausgleichen können. Ein Haushaltsdefizit von 6% in den USA in einer Zeit, in der sich die Arbeitslosigkeit auf einem Rekordtief befindet, ist einfach nicht tragbar, zumal die Zentralbanken keine Staatsanleihen mehr kaufen. Ein Defizit in dieser Höhe würde auch darauf hindeuten, dass diejenige Person, die 2024 für das Amt des Präsidenten kandidieren wird, dies nicht mit dem Versprechen großer Steuersenkungen tun wird.

Abbildung 6: Angesichts der niedrigen Arbeitslosigkeit ist ein so hohes US-Defizit beunruhigend

US-Haushaltsdefizit und Arbeitslosenquote

% des nominalen BIP (links); % (rechts)



Quelle: Bloomberg, BLS, US Treasury, J.P. Morgan Asset Management. Daten zum 15. November 2023.

Prognose menschlichen Verhaltens

Die letzte, aber potenziell wichtigste Komponente der Resilienz-Geschichte ist menschliches Verhalten. Da viele Menschen während der Pandemie gezwungen waren, für längere Zeit zu Hause zu bleiben, hatten sie verständlicherweise den starken Wunsch, verpasste Erlebnisse und Ferien nachzuholen.

Diese „Lebensgeister"-Effekte, gepaart mit aufgestauten Ersparnissen, können nicht durch historische Daten erfasst werden und sind etwas, das unsere Modelle einfach nicht vorhersagen können. Die nicht vorhersehbare Art und Weise, in der Verbraucherinnen und Verbraucher von übermäßigem Optimismus zu übermäßigem Pessimismus übergehen, ist einer der Hauptgründe für die langen und variablen Verzögerungen in der Geldpolitik und der Grund, warum es so schwierig ist, die zeitlichen Phasen des Konjunkturzyklus vorherzusagen.

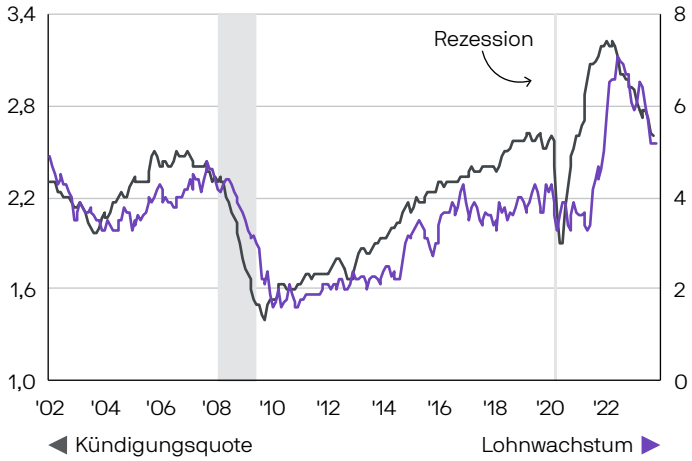
Eine längere Pause der Zentralbank

Wir sehen die derzeitige Widerstandsfähigkeit der Wirtschaftsaktivität zwar als eher vorübergehend an, die gute Nachricht ist aber, dass es Anzeichen für ein Nachlassen des Inflationsdrucks gibt, nicht nur bei der Gesamtinflation, sondern auch bei den Löhnen. Da sich der Arbeitsmarkt abkühlt und der Druck auf die Lebenshaltungskosten nachlässt, stürzen sich Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer nicht mehr wie noch vor einem Jahr mit der Aussicht auf höhere Löhne in neue Jobs. Am offensichtlichsten ist diese Veränderung in den USA, aber auch in Europa dürfte ein ähnliches Phänomen zu beobachten sein, da die Gesamtinflation und die Neueinstellungen zurückgehen.

Abbildung 7: Der US-Arbeitsmarkt kühlt sich ab

USA: Kündigungen durch Arbeitnehmende und Lohnwachstum

in %, gleitende Dreimonatsdurchschnittswerte, Lohnwachstum als Veränderung zum Vorjahr



Quelle: BLS, Federal Reserve Bank of Atlanta, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Das Lohnwachstum entspricht den Wage Tracker-Daten der Atlanta Fed. Eine Rezession wird anhand der Daten des US National Bureau of Economic Research (NBER) zum Geschäftszyklus definiert. Daten zum 15. November 2023.

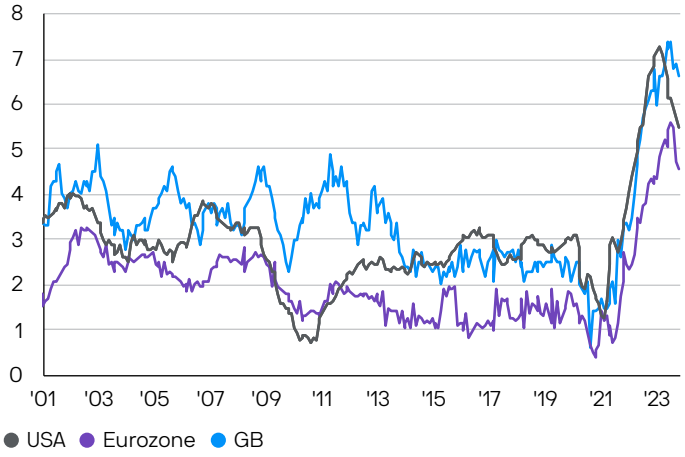
Die globale Inflation wurde auch durch den fehlenden Aufschwung in China begünstigt. Diese Schwäche scheint sich zu verfestigt zu haben, da Peking offenbar Probleme hat, einen neuen Wirtschaftsmotor zu finden, der nicht von Exporten oder überschüssigem Vermögen abhängig ist. Die chinesische Regierung hat zwar eine Reihe von Konjunkturmaßnahmen angekündigt, aber keine davon entspricht den großen Programmen der Vergangenheit, sodass das Wachstum in China wahrscheinlich deutlich geringer ausfallen wird als in den letzten Jahrzehnten.

Trotz dieser positiven Anzeichen sind wir der Ansicht, dass die Zentralbanken keinen frühen Sieg in Bezug auf die Inflation verkünden sollten. Wir glauben auf jeden Fall nicht an die „Rückkehr der Goldlöckchen"-Geschichte. Es ist jedoch fair zu sagen, dass das Risiko für das Verharren der Inflation in der Nähe von 5%, deutlich niedriger ist als zu Beginn des Jahres 2023.

Abbildung 8: Die Inflation im Dienstleistungssektor bleibt etwas hartnäckig, insbesondere im Vereinigten Königreich

Inflation der Kerndienstleistungen

% Veränderung zum Vorjahr



Quelle: BLS, Eurostat, LSEG Datastream, ONS, J.P. Morgan Asset Management. Die Inflation der Kerndienstleistungen beinhaltet keine Energiedienstleistungen. Daten zum 15. November 2023.

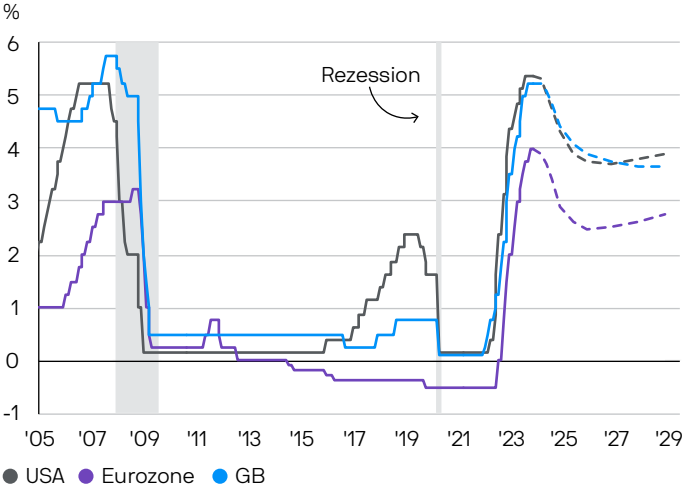
Wichtig ist, dass die Zentralbanken, wenn die Inflation nicht auf einem hohen Niveau verharrt, die Freiheit haben, die Zinssätze zu senken, *wenn die Wirtschaftsdaten Zinssenkungen rechtfertigen.*

Es scheint sehr unwahrscheinlich, dass die Zentralbanken die Zinssätze vorsorglich senken, ohne dass es zu einer deutlichen Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit kommt. Da die Inflation in den letzten drei Jahren größtenteils über dem Zielwert lag, gehen wir davon aus, dass sie die Lockerung eher zu spät als zu früh vornehmen werden, um das Risiko eines erneuten Aufflammens des Inflationsproblems, an dessen Beseitigung sie so hart gearbeitet haben, zu vermeiden. Die jüngsten Arbeiten des Internationalen Währungsfonds[3] zeigen, dass die Zentralbanken in der Vergangenheit häufig den Fehler gemacht haben, zu früh zu feiern, was dazu führte, dass die Inflation auf einem hohen Niveau stagnierte und sich dann wieder beschleunigte.

Ein vorsichtigerer Ansatz würde zwar bedeuten, dass die Zinssenkungen später erfolgen würden, als der Markt derzeit erwartet, wir vermuten jedoch, dass die Zentralbanken letztendlich weiter senken werden als prognostiziert. Daher machen wir uns keine Sorgen darüber, dass die Anleihenrenditen weiter steigen könnten, da die Daten darauf hindeuten, dass dies eher eine Frage des Zeitpunkts als der Richtung ist.

Abbildung 9: Die Zentralbanken werden wahrscheinlich später, aber stärker senken

Markterwartungen der Leitzinsen wichtiger Zentralbanken



Quelle: Bank of England, Bloomberg, Europäische Zentralbank, Federal Reserve, J.P. Morgan Asset Management. Erwartungen werden anhand von OIS-Forwards berechnet. Daten zum 15. November 2023.

[3] Internationaler Währungsfonds, „One Hundred Inflation Shocks: Seven Stylized Facts", IWF-Arbeitspapier 23/190 (September 2023).

Zu diesen makroökonomischen Unwägbarkeiten kommen zahlreiche politische und geopolitische Unwägbarkeiten hinzu, die zum jetzigen Zeitpunkt nur schwer vorherzusagen sind. Noch immer toben Kriege an mehreren Fronten, die das Potenzial haben, die Weltwirtschaft mit weiteren Rohstoffpreisschocks zu überziehen. In den USA und im Vereinigten Königreich werden harte Wahlkämpfe stattfinden, und in Anbetracht der Spannungen in China könnten auch Wahlen in anderen Ländern wie z. B. Taiwan im Mittelpunkt stehen (siehe Navigation durch den politischen Kalender).

In den folgenden Kapiteln werden die Auswirkungen dieser makroökonomischen Sichtweise auf die Anlagen beleuchtet. Es ist wichtig, die Risiken mit Demut zu betrachten und sich auf alle Szenarien vorzubereiten.

Unserer Ansicht nach sollten sich Anlegerinnen und Anleger darauf konzentrieren, die derzeit an den Kernanleihenmärkten gebotenen Renditen zu sichern. Obwohl diese Renditen unter den aktuellen Bargeldzinsen liegen, sollten Anlegerinnen und Anleger diese Situation als eine Versicherungsprämie betrachten, die sich gut auszahlen wird, wenn die Rezession stärker ausfällt als von vielen erwartet (siehe Sicherung von Renditen). Generell sollten Anlegerinnen und Anleger unserer Ansicht nach der Versuchung optisch attraktiver Bargeldzinsen widerstehen, die wir für ein Trugbild halten (siehe Bargeldzinsen sind eine Fata Morgana).

Aktien sind nicht teuer, aber auch nicht billig, insbesondere wenn man die vorsichtigeren Gewinnaussichten und die Tatsache berücksichtigt, dass die Differenz zwischen der Gewinnrendite von Aktien und Unternehmensanleihen so niedrig ist wie seit über 10 Jahren nicht mehr (siehe Aktien: Probleme bei den Gewinnspannen). Angesichts des Aufwärtspotenzials sollten Anlegerinnen und Anleger ihr Aktienengagement wahrscheinlich nicht übermäßig reduzieren, sondern sich vielmehr auf Qualitätsaktien und Ertragszahler konzentrieren.

Strukturell sind wir auch der Ansicht, dass Anlegerinnen und Anleger erkennen müssen, dass die Beziehung zwischen den Kursen von Aktien und Anleihen nicht mehr so zuverlässig negativ sein wird wie in der Vergangenheit. Insbesondere wenn die Weltwirtschaft von Kostenschocks betroffen ist, die in einer stärker fragmentierten Welt häufiger auftreten können. Bestimmte Vermögenswerte aus dem Bereich der alternativen Anlagen sowie Rohstoffe könnten die Rolle von Anleihen als Schutz vor verschiedenen wirtschaftlichen Unwettern ergänzen (siehe Gezielte Alternativen für gezielte Risiken).

Navigation durch den politischen Kalender

2024 ist ein wichtiges Jahr für nationale Wahlen, denn in 40 Ländern stehen Wahlen an. Dazu gehören vier der fünf bevölkerungsreichsten Länder der Welt, und insgesamt werden die Wahlen mehr als 40% der Weltbevölkerung und des globalen BIP abdecken. Details zu den Wahlen finden Sie im Anhang.

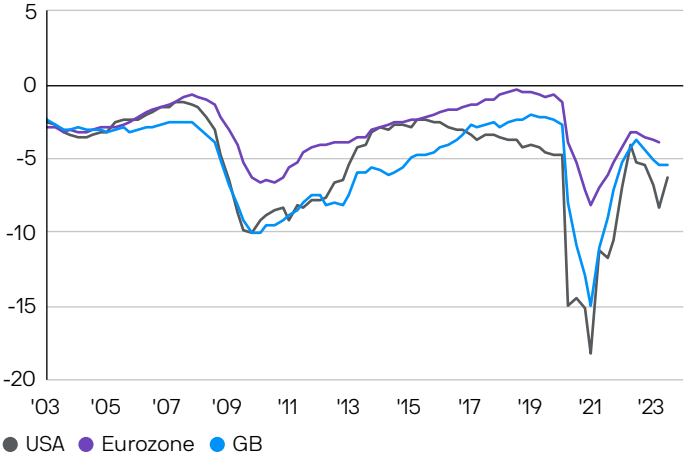
Von den Wahlen, die Auswirkungen auf den globalen Markt haben könnten, werden im Januar die Präsidentschaftswahlen in Taiwan als Erstes in den Fokus rücken. Die Haltung des erfolgreichen Kandidaten gegenüber China wird das Schlüsselelement sein, auf das Anlegerinnen und Anleger achten müssen. In Indien finden im April Wahlen statt, bei denen Premierminister Narendra Modi eine dritte Amtszeit anstrebt. Die Parlamentswahlen in der Europäischen Union finden im Sommer statt, bevor im November die Präsidentschaftswahlen in den USA abgehalten werden. Im Vereinigten Königreich ist der Wahltermin derzeit nicht bekannt, doch der Wahltermin muss bis spätestens 17. Dezember 2024 verkündet worden sein.

Die finanzpolitischen Versprechen der erfolgreichen Partei sind oft ausschlaggebend dafür, wie die Märkte reagieren. So führten beispielsweise Steuersenkungen von Präsident Trump im Jahr 2017 angesichts der darauf folgenden Welle von Gewinnsteigerungen zu einer starken Rally am Aktienmarkt. Im Jahr 2024 wird es jedoch aufgrund des begrenzten fiskalischen Spielraums sowohl in den USA als auch im Vereinigten Königreich wahrscheinlich für jede Partei schwierig sein, weitere Steuersenkungen oder größere Ausgabenprogramme zu verabschieden. Da die Zinskosten steigen und die Defizite in den USA und im Vereinigten Königreich bereits mehr als 6% bzw. 5% des BIP betragen, dürfte die wirtschaftliche Differenzierung zwischen rechts- und linksgerichteten Parteien geringer ausfallen als üblich.

Abbildung 10: Hohe Defizite begrenzen die Aussichten auf Steuergeschenke

Haushaltssaldo des öffentlichen Sektors

in % des nominalen BIP



Quelle: Bloomberg, Eurostat, ONS, US Treasury, J.P. Morgan Asset Management. Daten zum 15. November 2023.

Sowohl in den USA als auch im Vereinigten Königreich werden die Kandidatinnen und Kandidaten auf ihre Position zum Klimawandel und ihre außenpolitische Haltung hin überprüft. Dazu gehört insbesondere die Rolle, die die USA in den sich als langwierig abzeichnenden Konflikten sowohl in der Ukraine als auch im Nahen Osten spielen werden.

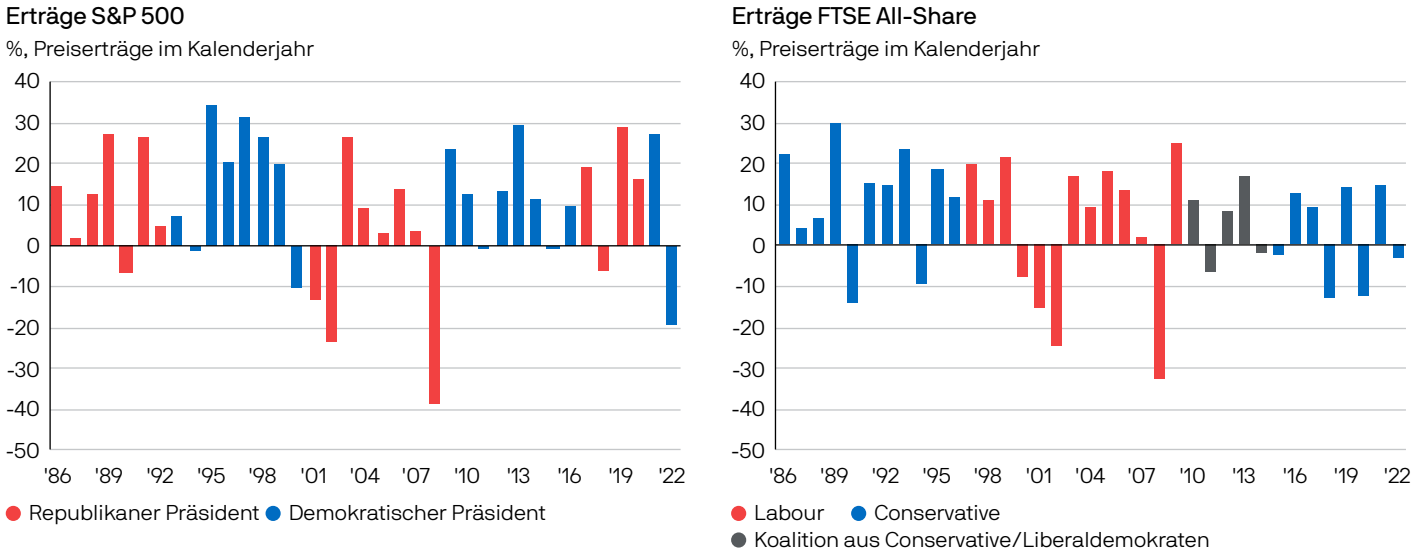
Jedoch sollten drei Faktoren unsere Neigung dämpfen, unsere Portfoliopositionierung aufgrund politischer Ereignisse zu verändern.

Erstens war es in den letzten Jahren äußerst schwierig, den Ausgang von Wahlen vorherzusagen. Umfragen sind kein idealer Anhaltspunkt, obwohl unklar ist, warum. Möglicherweise sind die Wählerinnen und Wähler nicht bereit, den Meinungsforschern gegenüber ihre populistischeren Neigungen offenzulegen.

Zweitens ist es keineswegs selbstverständlich, dass Wahlversprechen in Gesetzen münden. Bei den letzten drei US-Wahlen haben die erfolgreichen Kandidaten insgesamt 700 Wahlversprechen gegeben. Laut Politifact sind davon jedoch bisher weniger als die Hälfte in Gesetze umgewandelt worden, was zum großen Teil auf den Widerstand im Kongress zurückzuführen ist.

Schließlich gilt es zu berücksichtigen, dass es langfristig gesehen keine eindeutige Korrelation zwischen Regierungspartei und Marktperformance gibt. Wichtige Wirtschaftsereignisse – wie das Platzen der Technologieblase oder die Finanzkrise – wirken sich in der Regel viel stärker auf die durchschnittlichen Erträge unter verschiedenen Regierungen aus als die Regierungen selbst.

Abbildung 11: Es besteht kaum ein Zusammenhang zwischen Regierungsparteien und Aktienperformance



Quelle: FTSE, LSEG Datastream, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Die Schattierung zeigt, wer im jeweiligen Jahr die meiste Zeit an der Macht war. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Daten zum 15. November 2023.

Sicherung von Renditen

Die Anleihenrenditen haben in den letzten Jahren eine Achterbahnfahrt hinter sich. Die 10-jährige US-Rendite überschritt sogar zum ersten Mal seit 2007 die 5%-Marke. Mit Blick auf das Jahr 2024 sind wir zuversichtlicher, dass sowohl die kurz- als auch die langfristigen Zinssätze ihren Höchststand erreicht haben und dass die Anlegerinnen und Anleger die Gelegenheit nutzen sollten, sich Renditen auf hochwertige Anleihen zu sichern.

Bond Vigilantes

Warum sind die Anleihenrenditen in die Höhe geschnellt? Eine Erklärung dafür ist, dass es eine Diskrepanz zwischen Angebot und Nachfrage an den Märkten für Staatsanleihen gibt, insbesondere bei US-Staatsanleihen. Da bereits ein beträchtlicher Teil der Staatsausgaben in den USA gesetzlich festgelegt ist, besteht die Sorge, dass die Emission von Staatsanleihen die Nachfrage nach Anleihen übersteigt, da die Federal Reserve keine Staatsanleihen mehr kauft.

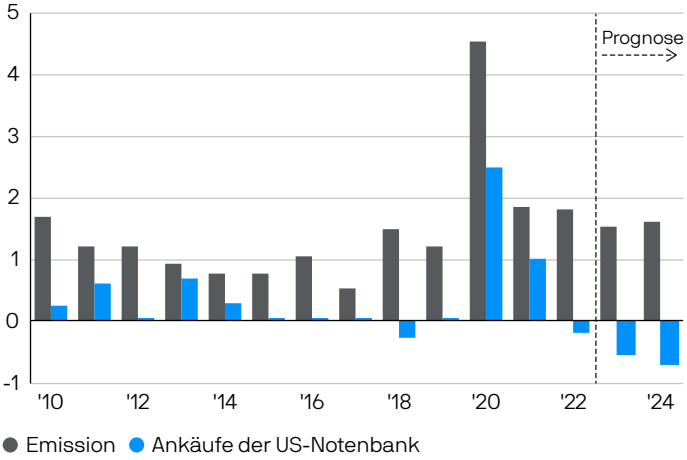
Oberflächlich betrachtet ist diese Diskrepanz zwischen Nachfrage und Angebot von Vorteil. Die Zentralbanken haben viele der in den letzten Jahren begebenen Staatsanleihen übernommen und scheinen nun fest entschlossen zu sein, ihre Bilanzen zu reduzieren. Es stimmt auch, dass der Anleihenmarkt ohne eine quantitative Lockerung die „Freiheit" hat, den Regierungen mitzuteilen, wenn er Ausgabenprogramme als zu hoch empfindet. Mit anderen Worten: Die Bond Vigilantes sind zurück, wie die ehemalige britische Premierministerin Liz Truss nur zu gut weiß.

Wenn jedoch die privaten Anlegerinnen und Anleger über die unkontrollierbare Verschwendung der Staatsausgaben besorgt waren, hätte man erwarten können, dass der Anstieg der Renditen zumindest teilweise durch höhere Inflationserwartungen bedingt war. Stattdessen wurde die Entwicklung bis zur zweiten Hälfte des Jahres 2023 fast ausschließlich von den Realrenditen bestimmt.

Abbildung 12: Die Zentralbanken kaufen keine Emissionen von Regierungen mehr

Emission von US-Staatsanleihen und Ankäufe der US-Notenbank

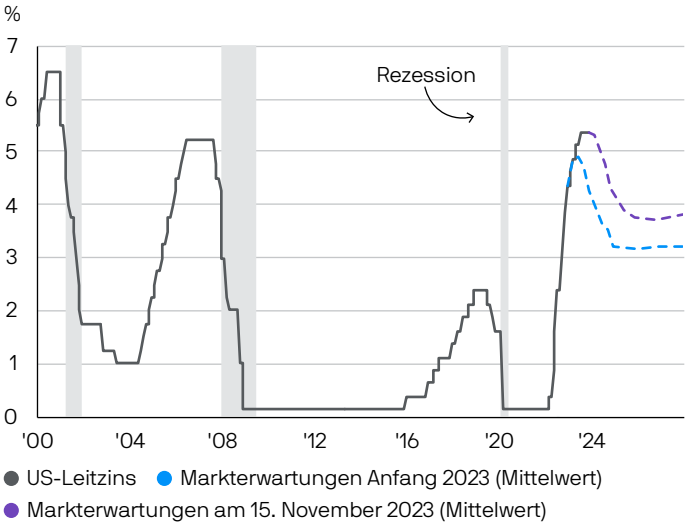
In Bio. USD



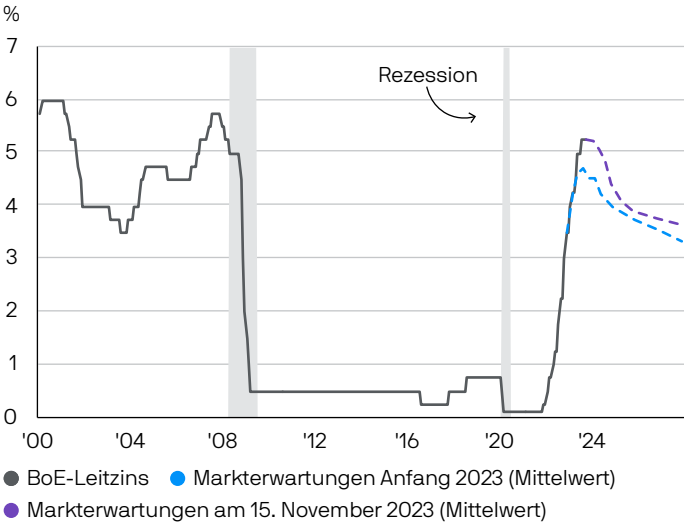
Quelle: CBO, US Treasury, J.P. Morgan Asset Management. Daten zum 15. November 2023.

Abbildung 13: Die Märkte haben sich auf „länger höher" eingestellt

Erwartungen bezüglich der US-Leitzinsen



Erwartungen bezüglich der Leitzinsen der Bank of England



Quelle: Bank of England, Bloomberg, Federal Reserve, J.P. Morgan Asset Management. Die Markterwartungen werden anhand von OIS-Forwards berechnet. Daten zum 15. November 2023.

Die unserer Ansicht nach überzeugendere Erklärung für die höheren Anleihenrenditen ist, dass sich die US-Wirtschaft einfach als widerstandsfähiger gegenüber höheren Zinsen erwiesen hat, als zuvor erwartet wurde. Daher musste der Markt seine Vorstellung von einem nachhaltigen oder „neutralen" Zinssatz neu bewerten. Der neutrale Zinssatz wird von Ökonomen manchmal auch als R-Stern bezeichnet. Er ist der Zinssatz, der bei Vollbeschäftigung und stabiler Inflation vorherrschen würde, so dass die Geldpolitik weder expansiv noch restriktiv ist.

"R-Stern"enbeobachtung

Ob die Anleihenrenditen weiter steigen, hängt davon ab, was wir in den kommenden Monaten über R-Stern erfahren werden. Wenn die Volkswirtschaften stabil bleiben und/oder die Inflation keine Anzeichen für eine Rückkehr auf 2% zeigt, müssen die derzeit eingepreisten Zinssenkungen zurückgenommen werden – oder es müssen sogar weitere Erhöhungen eingepreist werden – was die Renditen nach oben drücken könnte.

Sollte die Wirtschaft jedoch, wie in unserem Basisszenario, unter den derzeitigen Leitzinsen Anzeichen eines Einbruchs zeigen, wird sich die Aufmerksamkeit darauf richten, wann und in welchem Umfang die Zentralbanken die Zinsen senken werden. Im Vergleich zu den Preisen von Mitte November erwarten wir, dass die Zentralbanken die Zinssätze zwar später, aber in größerem Ausmaß senken werden. Dadurch würden die Anleihenrenditen sinken und möglicherweise einen beträchtlichen Kapitalgewinn freisetzen – ein Rückgang der Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen um 200 Basispunkte in den nächsten 12 Monaten würde zu einem Gesamtertrag von 21% führen.

Kurz gesagt: Kernanleihen bieten nicht nur attraktive Erträge für Anlegerinnen und Anleger, sondern auch potenzielle Kapitalgewinne in einem Rezessionsszenario. Die Gelegenheit, die Renditen auf dem aktuellen Niveau zu sichern, scheint verlockend zu sein, auch wenn die Volatilität der Anleihen wahrscheinlich noch eine Weile hoch bleiben wird.

Selektives Vorgehen bei Anleihen

Ein gewisses Maß an Selektivität wird weiterhin erforderlich sein. In Europa sehen wir das Risiko, dass einige Regierungen in der Peripherie nicht in der Lage sein werden, der Versuchung einer expansiven Finanzpolitik im Jahr 2024 zu widerstehen. Die Renditedifferenz zwischen 10-jährigen italienischen und deutschen Anleihen beträgt weniger als 200 Basispunkte. Daher halten wir qualitativ höherwertige Staatsanleihen aus den Kernländern Europas für attraktiver als ihre Pendants aus den Peripherieländern.

Weltweit werden Anlegerinnen und Anleger wahrscheinlich ebenfalls die Staatsanleihenmärkte bevorzugen, auf denen die geldpolitischen Aussichten am günstigsten sind. Während wir - wie viele andere Anlegerinnen und Anleger auch - in den USA und Europa davon ausgehen, dass die Leitzinsen ihren Höhepunkt erreicht haben, ist dies in Japan nicht der Fall. Da die Bank of Japan ihre Geldpolitik im Jahr 2024 weiter normalisieren wird, dürfte der Aufwärtsdruck auf die langfristigen japanischen Anleihenrenditen anhalten.

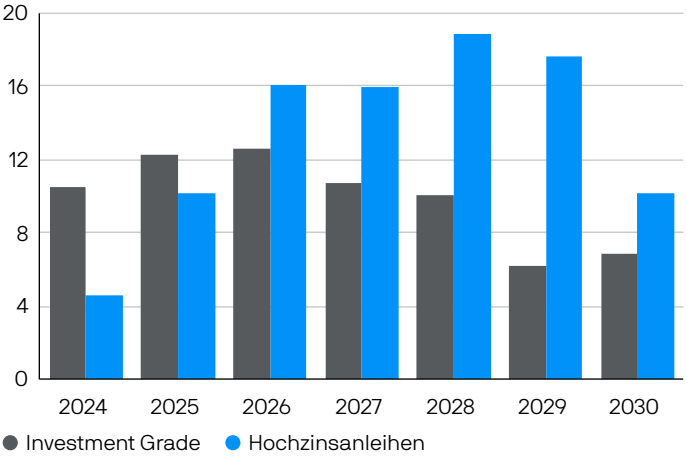
Der Refinanzierungsbedarf rechtfertigt eine Qualitätssteigerung

An den Märkten für Unternehmensanleihen haben sich die Spreads sowohl für Investment-Grade- als auch für High-Yield-Anleihen in diesem Jahr dank einer Kombination aus relativ stabilem Wachstum und relativ geringer Refinanzierung gut gehalten. Die Mauer der Refinanzierung zu viel höheren Zinssätzen wird jedoch kommen. Oberflächlich betrachtet sieht es so aus, als ob 2024er Fälligkeiten perfekt beherrschbar sein dürften, aber Unternehmen neigen bei der Beurteilung ihres Kapitalbedarfs dazu, ein Jahr vorauszuschauen, was den Anstieg der Fälligkeiten 2025 zu einem Problem macht, das 2024 angegangen werden muss.

Abbildung 14: Die Mauer der Refinanzierung

Fälligkeitsplan für globale Kredite

% des Index



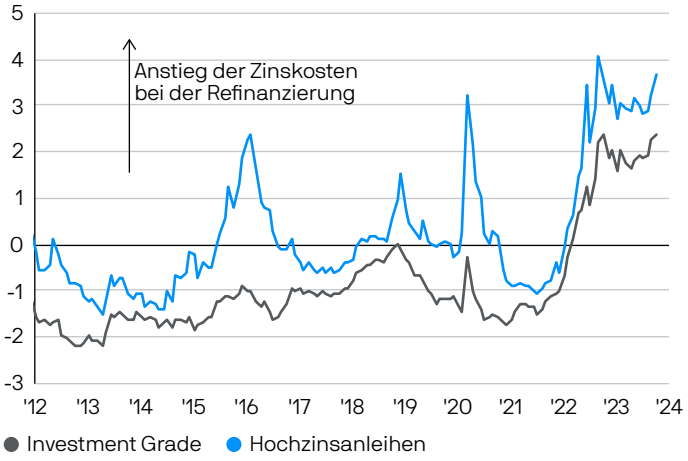
Quelle: Bloomberg, BofA, J.P. Morgan Asset Management. Globale Investment-Grade-Anleihen: BofA Global Corporate Index; Globale Hochzinsanleihen: BofA Global Developed Market Non-Financial High Yield Constrained Index. Zu den 2024er Fälligkeiten zählen Anleihen, die jetzt aus dem Index herausgefallen sind, da sie in weniger als einem Jahr fällig sind. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Daten zum 15. November 2023.

Die Situation im Hochzinsbereich dürfte noch problematischer sein als im Investment-Grade-Bereich. Zwar sind die bevorstehenden Fälligkeiten an den Märkten für Hochzinsanleihen nicht so hoch wie bei den Investment-Grade-Anleihen, doch ist der Abstand zwischen dem aktuellen Kupon und der Indexrendite größer, was auf einen größeren Anstieg der Zinskosten hindeutet, wenn die Unternehmen Schuldtitel zu höheren Zinssätzen ausgeben müssen.

Abbildung 15: Diese Refinanzierungen sind mit höheren Kosten verbunden

Globale Refinanzierungskosten für Unternehmen

%-Punkt-Differenz zwischen aktuellen Renditen und Durchschnittskupon



Quelle: BofA, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Globale Investment-Grade-Anleihen: BofA Global Corporate Index; Globale Hochzinsanleihen: BofA Global Developed Market Non-Financial High Yield Constrained Index. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Daten zum 15. November 2023.

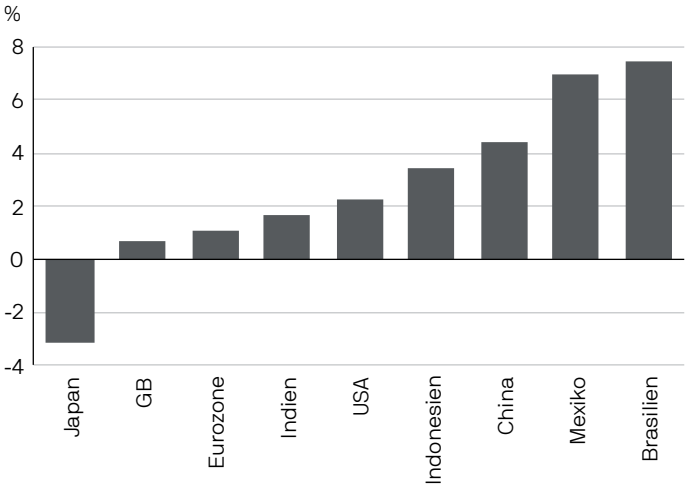
Angesichts dieser Aussichten bevorzugen wir Investment-Grade-Anleihen gegenüber Hochzinsanleihen, bei denen der Gesamtertrag auch von einer höheren Zinssensitivität profitieren könnte, wenn die Renditen von Staatsanleihen zu fallen beginnen.

Anleihen der Schwellenländer

Anleihen der Schwellenländer in Landeswährung erzielten 2023 angesichts der schnell sinkenden Inflation und stabiler Landeswährungen eine herausragende Performance. Hohe Realzinsen und eine Verschiebung hin zu einer gemäßigteren Zentralbankpolitik – insbesondere in Lateinamerika und Osteuropa – sorgten für reichlich Rückenwind für diese lokalen Märkte. Mit Blick auf die Zukunft sind die Aussichten weniger eindeutig. Geopolitische Sorgen erhöhen das Risiko eines stärkeren US-Dollars, auch wenn weiterer Spielraum für Lockerungsmaßnahmen der Zentralbanken den lokalen Anleihen weiterhin Rückenwind in Bezug auf die Duration bieten dürfte.

Abbildung 16: Die Zentralbanken der Schwellenländer haben angesichts positiver Realzinsen mehr Spielraum für Zinssenkungen

Realzinsen



Quelle: Banco Central Brasil, Banco de Mexico, Bank Indonesia, BLS, BoE, BoJ, ECB, Eurostat, Federal Reserve, IBGE, INEGI, India Ministry of Statistics & Programme Implementation, Japan Ministry of Internal Affairs & Communication, LSEG Datastream, National Bureau of Statistics of China, ONS, People's Bank of China, Reserve Bank of India, Statistics Indonesia, J.P. Morgan Asset Management. Die Realzinsen werden berechnet, indem die Gesamtinflationsrate vom Leitzins abgezogen wird. Daten zum 15. November 2023.

Die angespannten Kreditbedingungen in den USA stellen derzeit Gegenwind für auf Hartwährungen lautende Anleihen der Schwellenländer dar. Eine mögliche geldpolitische Lockerung durch die US-Notenbank und eine anschließende Lockerung der Kreditbedingungen könnten jedoch den Ausblick für den Sektor in der zweiten Jahreshälfte 2024 verbessern. In einem Umfeld, in dem wir uns im Allgemeinen auf qualitativ höherwertige Anlagen konzentrieren, ist zu erwähnen, dass sich die Fundamentaldaten der Schwellenländer weiter verbessern, was sich in einem wachsenden Anteil von Ländern mit A- und AA-Rating im Universum widerspiegelt.

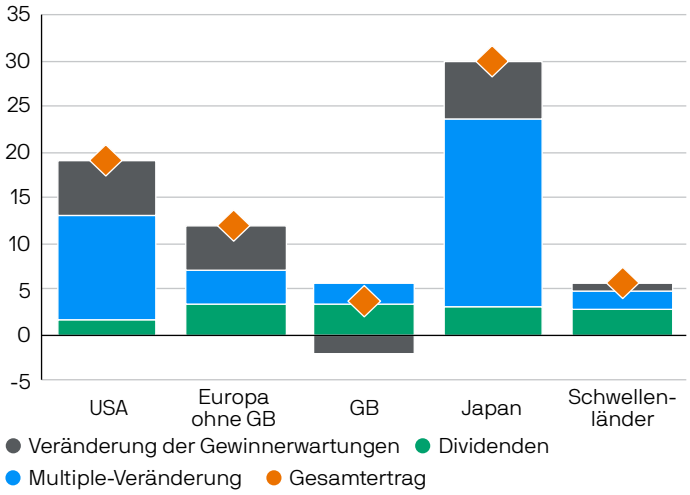
Aktien: Probleme bei den Gewinnspannen

Die Widerstandsfähigkeit der Weltwirtschaft im Jahr 2023 trug dazu bei, dass die Aktienindizes in allen wichtigen Regionen positive Erträge erzielten, aber die treibenden Kräfte dieser Erträge waren sehr unterschiedlich. Japan sticht in Landeswährung hervor (wenn auch weit weniger in Pfund Sterling oder Euro) und profitiert von einer deutlichen Neubewertung.

Abbildung 17: Stabile Gewinne stützten Aktien 2023

Ertragsaufschlüsselung seit Jahresbeginn

Quellen der Aktienmarkterträge, %



Quelle: FTSE, IBES, LSEG Datastream, MSCI, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Für Europa ohne GB, Japan und die Schwellenländer werden MSCI-Indizes verwendet. Für die USA wird der S&P 500 und für das Vereinigte Königreich wird der FTSE All-Share genutzt. Die Erträge werden in Landeswährung angegeben, mit Ausnahme von Schwellenländern, wo sie auf US-Dollar lauten. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Daten zum 15. November 2023.

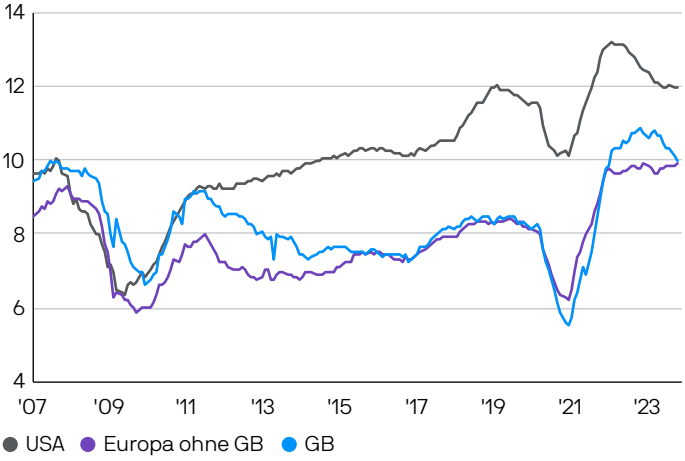
Diese Entwicklungen lassen die meisten großen Aktienmärkte auf dem Weg ins Jahr 2024 weder günstig noch teuer erscheinen. Die USA werden weiterhin mit einem erheblichen Aufschlag gegenüber anderen Ländern gehandelt, was jedoch in erster Linie auf die Mega Caps zurückzuführen ist, von denen einige die scheinbar erhöhten Gewinnerwartungen weiterhin erfüllen konnten. Wenn man die Top 10-Titel ausklammert, verändern sich die Multiplikatoren des S&P 500 vom 19-Fachen der Gewinnprognose für die nächsten 12 Monate in ein angemesseneres 17-Faches.

Es stellt sich die Frage, ob diese Bewertungen durch zu optimistische Gewinnerwartungen geschönt werden. Mit Blick auf die Konsensprognosen für 2024 sticht das derzeit für den US-Markt erwartete Gewinnwachstum von 11% als hoch hervor. Die Margen sind unser Hauptanliegen, da die Unternehmen wahrscheinlich nicht mehr die Preissetzungsmacht haben, die sie in Zeiten einer starken Verbrauchernachfrage hatten. Dennoch gehen aktuelle Analystenprognosen davon aus, dass die Margen in den USA bis 2024 wieder auf ein Rekordhoch steigen und sich in Großbritannien und Europa in der Nähe des Rekordniveaus halten werden.

Abbildung 18: Nachlassende Aktivitäten könnten Druck auf die Margen ausüben

Gewinnmargen

in %, Gewinnmargen der letzten 12 Monate relativ zum Umsatz



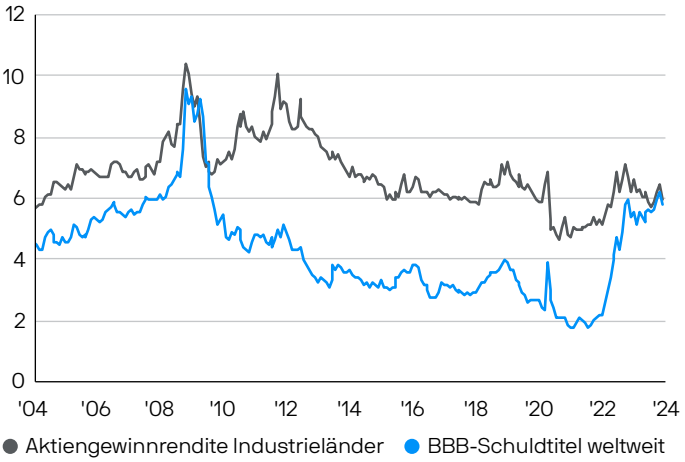
Quelle: FTSE, IBES, LSEG Datastream, MSCI, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. USA: S&P 500, Europa ohne GB: MSCI Europe ohne GB, GB: FTSE All-Share. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Daten zum 15. November 2023.

Die Aussichten für Aktien sind auf relativer Basis im Vergleich zu Anleihen problematischer. In den letzten 10 Jahren lagen die Renditen für Aktien der Industrienationen im Durchschnitt etwa 300 Basispunkte über den Renditen für Unternehmensanleihen der Industrienationen mit BBB-Rating. Heute beträgt diese Lücke weniger als 30 Basispunkte.

Abbildung 19: Der Aktienmarkt sieht sich angesichts der Anleihenrenditen einem harten Wettbewerb ausgesetzt

Aktien- und Anleiherenditen

% Rendite



Quelle: BofA, IBES, LSEG Datastream, MSCI, J.P. Morgan Asset Management. Aktien aus Industrienationen: MSCI World,BBB-Schuldtitel weltweit: BofA Global BBB Corporate Index. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Daten zum 15. November 2023.

Erkennen von Chancen

Basierend auf unserer hohen Überzeugung in Bezug auf die Aktienmärkte konzentrieren wir uns auf qualitativ hochwertigere Aktien – d. h. solche mit soliden Bilanzen, bewährten Managementteams und der besseren Fähigkeit, die Margen zu verteidigen. Natürlich sind einige davon im Technologiesektor angesiedelt, aber es gibt auch gute Beispiele in zyklischeren Sektoren wie z. B. der Industrie und dem Finanzsektor sowie in traditionell defensiveren Sektoren wie dem Gesundheitswesen.

Wir betrachten einen ausgewogenen Ansatz zwischen wachstums- und substanzorientierten Stilen als vorteilhaft. Die Marktdynamik in diesem Bereich war 2023 bestechend. Ein Umfeld steigender Renditen begünstigt in der Regel substanzorientierte Sektoren gegenüber ihren wachstumsorientierten Pendants mit längerer Laufzeit. Dies hat sich in Europa, Japan und den Schwellenmärkten gezeigt. Die USA sind dieses Jahr der einzige große Markt, in dem der wachstumsorientierte Sektor den substanzorientierten Sektor überflügelt hat. Dies macht die Outperformance von Mega-Cap-Technologietiteln umso bemerkenswerter, wirft aber auch Fragen zur Nachhaltigkeit dieses Trends auf. Bei einem günstigeren Makro-Szenario dürfte sich dies für substanzorientierte Sektoren vergleichsweise positiv auswirken.

Ertragsstrategien sind ein weiterer Baustein einer Aktienstrategie mit soliderem Fundament. Trotz möglicher Herabstufungen der Gewinnerwartungen gehen wir davon aus, dass niedrige Ausschüttungsquoten und solide Bilanzen dem Management noch viel Spielraum zur Auszahlung von Barmitteln an die Aktionäre lassen.

Aus regionaler Sicht und absolut betrachtet sind die Bewertungen europäischer Aktien angemessen, im Vergleich zu den USA mit einem Abschlag von 30% gegenüber dem S&P 500 jedoch attraktiv – entsprechen sie doch einem Niveau, das zuletzt nach der Finanzkrise erreicht wurde. Dies ist nicht nur auf die Zusammensetzung des Sektors zurückzuführen: Europäische Unternehmen werden derzeit in vielen Sektoren mit einem überdurchschnittlichen Abschlag gehandelt.

Während das makroökonomische Umfeld in Europa in diesem Jahr deutlich schwächer war als in den USA, scheint sich ein Großteil dieser negativen Entwicklung nun in den Kursen niederzuschlagen, insbesondere wenn man bedenkt, dass die europäischen Indizes nur 40% ihrer Umsätze im Inland erzielen. Umgekehrt wird viel von den „Super 7" der größten Aktien abhängen, die die erhöhten Gewinnerwartungen erfüllen müssen, wenn der US-Markt ein weiteres Jahr besser abschneiden soll als seine europäischen Pendants.

Es ist unwahrscheinlich, dass die Hausse im Vereinigten Königreich im Zusammenhang mit einer größeren Neubewertung steht. Der Markt ist zwar günstiger als viele andere, aber dies ist bereits seit einiger Zeit der Fall, und es gibt keine Anzeichen von Katalysatoren für eine Trendwende. Stattdessen dürfte die relative Attraktivität des Vereinigten Königreichs in seinen defensiven Merkmalen liegen. Der FTSE 100 weist die höchste Dividendenrendite aller Industrienationen auf, britische Aktien bieten ein relativ niedriges Beta gegenüber globalen Aktien, und eine hohe Gewichtung des Energiesektors könnte sich als nützlicher Diversifizierer erweisen, wenn höhere Ölpreise das Disinflations-Narrativ infrage stellen.

Die japanischen Benchmarks profitierten von steigenden Aktienrückkäufen und der Hoffnung, dass sich die japanische Wirtschaft von ihrem niedrigen Wachstum und der niedrigen Inflation erholen wird. Der Währungsausblick bleibt jedoch das Hauptrisiko, da sich die Bank of Japan immer weiter von einer Steuerung der Renditekurve entfernt. Angesichts des Ausmaßes der bisherigen Rally sind wir vorsichtig, was die Aussicht auf einen weiteren signifikanten Aufwärtstrend anbelangt.

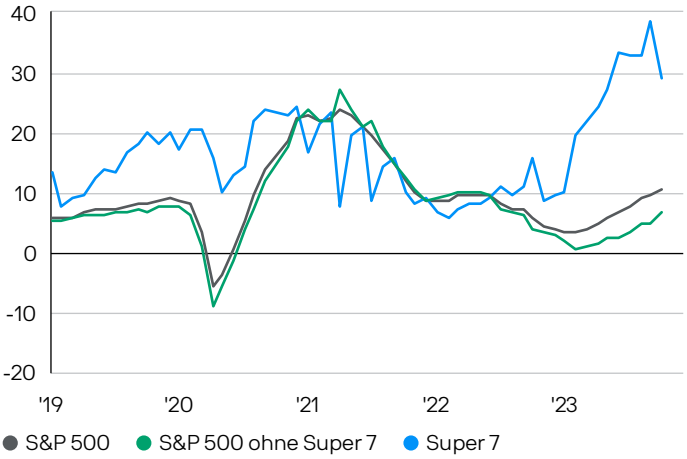
In China dürften die jüngsten fiskalpolitischen Anreize dazu beitragen, die Wachstumsaussichten zu untermauern und das Verbrauchervertrauen und die Erträge zu stützen. Aus Bewertungssicht scheint sich ein Großteil der negativen makroökonomischen Nachrichten in den Kursen widerzuspiegeln, wobei die Multiplikatoren in den letzten 12 Monaten eine Achterbahnfahrt durchlaufen haben. In Ermangelung eines umfangreichen Konjunkturpakets müssen die Sorgen um den Immobiliensektor und/oder den geopolitischen Ausblick wahrscheinlich nachlassen, um eine Neubewertung des Marktes zu ermöglichen.

Insgesamt erscheint angesichts der nach wie vor großen Unsicherheit hinsichtlich der wirtschaftlichen Entwicklung im Jahr 2024 ein regional diversifizierter Ansatz sinnvoll zu sein. In den USA muss der Mega-Cap-Technologiesektor weiterhin die Messlatte immer höher legen, wenn es um erhöhte Gewinnerwartungen geht. Eine sanftere Landung der Wirtschaft dürfte zyklischeren Regionen wie Europa und den Schwellenländern zugute kommen, während im Falle eines stärkeren Abschwungs die defensiveren Eigenschaften des britischen Marktes in den Vordergrund treten könnten.

Abbildung 20: Die Mega Caps müssen hohe Gewinnerwartungen erfüllen

Gewinnprognosen für die nächsten 12 Monate

% Veränderung zum Vorjahr



Quelle: IBES, LSEG Datastream, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Daten zum Dienstag, 31. Oktober 2023.

Gezielte Alternativen für gezielte Risiken

Die negative Korrelation zwischen Aktien- und Anleihekursen war über weite Strecken der letzten zwei Jahrzehnte eine tragende Säule der Portfoliokonstruktion. Mit dem Wiederaufflackern der Inflation kehrte sich dieses Verhältnis im Jahr 2022 um, und sowohl Anleihen als auch Aktien verloren an Boden, da der Markt höhere Leitzinsen einpreiste, um dem anhaltenden Preisdruck zu begegnen. Während die Inflation in diesem Jahr deutlich zurückgegangen ist, sind die Korrelationen zwischen Aktien und Anleihen hartnäckig positiv geblieben. Dies stellt Anlegerinnen und Anleger, die diversifizierte Portfolios aufbauen möchten, vor Herausforderungen.

Abbildung 21: Es ist unwahrscheinlich, dass die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen im kommenden Jahrzehnt zuverlässig negativ ausfallen wird

Korrelationen zwischen S&P 500 und 10-jährigen US-Staatsanleihen

Rollierende 1-Jahres-Korrelation auf Basis wöchentlicher Erträge

Quelle: LSEG Datastream, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Daten zum 15. November 2023.

Mit Blick auf die Zukunft erwarten wir, dass die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen in unserem Basisszenario für die Wirtschaft im nächsten Jahr wieder in den negativen Bereich zurückkehrt. Wir rechnen damit, dass sich die Inflation durch das schwächere Wachstum letztlich dem Zielwert nähern wird, was wiederum den Zentralbanken Spielraum für Zinssenkungen zur Stützung der Wirtschaft verschaffen dürfte.

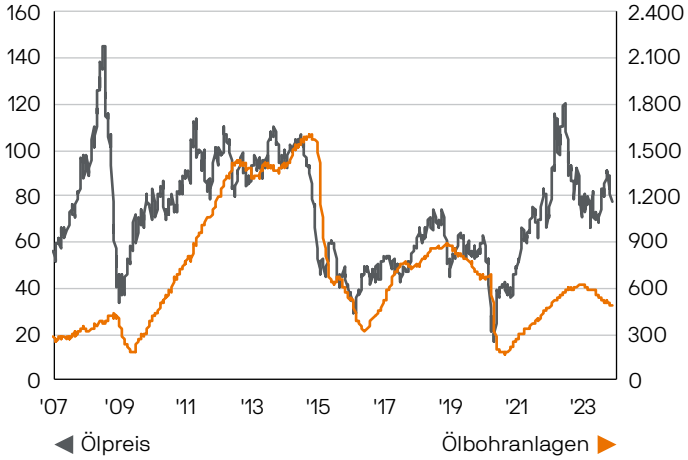
Dieses Ergebnis würde zwar die Diversifizierung im Jahr 2024 erleichtern, allerdings gehen wir auch für die kommenden Jahre von einer höheren Volatilität der Korrelation zwischen Aktien und Anleihen aus, vor allem, weil wir davon ausgehen, dass die Inflationsvolatilität auch mittelfristig höher bleiben wird.

Der Klimawandel führt bereits zu stärkeren Schwankungen bei den Lebensmittelpreisen, wie die sommerliche Dürre in Indien als eines der jüngsten Beispiele zeigt. Das Tempo der Energiewende dürfte daher stärker in den Blickpunkt rücken. Doch auch wenn viele Wind- und Sonnenenergiequellen inzwischen preiswerter sind als ihre Pendants aus fossilen Brennstoffen, sind angesichts der Unbeständigkeit der erneuerbaren Energien immer noch erhebliche Preisschwankungen zu erwarten. Die Rolle, die US-amerikanische Zulieferer in den letzten zehn Jahren an den Ölmärkten gespielt haben, um die Kursvolatilität zu dämpfen – durch eine Ausweitung der Produktion bei steigenden Preisen und umgekehrt –, ist inzwischen nicht mehr so ausgeprägt.

Abbildung 22: Öl- und Klimaereignisse können zu Kostenschocks führen

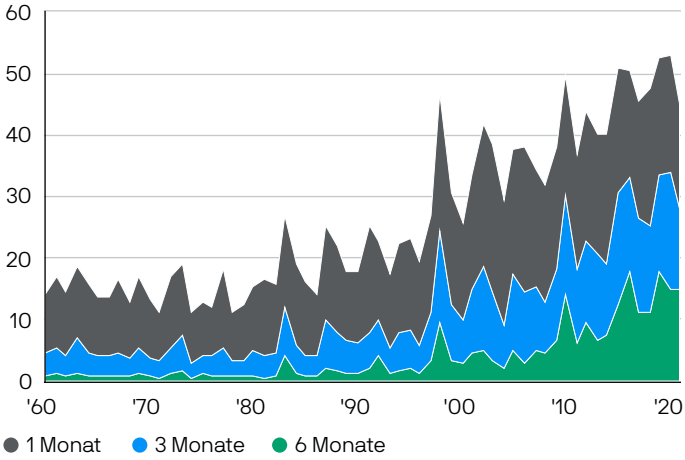
WTI-Rohölpreis und Anzahl der Bohranlagen in den USA

USD pro Barrel (links); Anzahl der Bohranlagen (rechts)



Von Dürren betroffene Landflächen

Globale Landflächen, die jährlich von Dürren betroffen sind, in %



Quelle: (Links) Baker Hughes, Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. (Rechts) Global Standardised Precipitation-Evapotranspiration Index Database, 2021. Beguería, S. et al.: The Lancet Countdown on Health and Climate Change: 2022 Report, J.P. Morgan Asset Management. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Daten zum 15. November 2023.

All diese Verschiebungen dürften die Inflationsschwankungen und damit die Unberechenbarkeit der Korrelation zwischen Aktien und Anleihen verstärken.

Für Anleger verstärkt eine weniger einheitlich negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen die Notwendigkeit, sich durch eine Diversifizierung der Vermögenswerte gegen unterschiedliche Risiken abzusichern. Anleihen werden auch weiterhin das wichtigste Instrument zur Diversifizierung gegen eine disinflationäre Rezession sein, bei der die Notenbanken zu Hilfe eilen können. Wenn aber nicht ein zu geringes Wachstum, sondern eine zu hohe Inflation das Problem ist, dann ist ein breiteres Spektrum an Diversifizierungsinstrumenten erforderlich.

Wir sehen daher eine wachsende Rolle in Portfolios für Real Assets, wie z. B. private Infrastruktur und Holz. Diese Anlageklassen wiesen in der Vergangenheit, wie 2022 gezeigt hat, eine geringe Korrelation zu traditionellen Vermögenswerten auf und können oftmals zu einer Streuung als Schutz vor Inflationsschocks beitragen, die zu Phasen mit einer positiven Korrelation zwischen Aktien und Anleihen führen.

Für Anlegerinnen und Anleger, die keinen Zugang zu Vehikeln des Privatmarkts haben, werden andere Diversifizierer angeboten. Einige Alternativen an den öffentlichen Märkten – beispielsweise Immobilienfonds – haben in letzter Zeit enttäuscht, da steigende Renditen zu einer aktienähnlichen Volatilität geführt haben. Aber Rohstoffstrategien und Hedgefonds (die häufig von einer höheren Marktvolatilität profitieren) könnten ebenfalls dazu beitragen, Portfolios zu schützen, wenn sowohl Aktien als auch Anleihen fallen.

Abbildung 23: Suche nach Alternativen für unkorrelierte Anlagen

Korrelationen zwischen öffentlichen und privaten Märkten

Korrelationen auf der Basis von Quartalserträgen

	2008–2023	Globale Anleihen	Globale Aktien
Finanzanlagen	Globale Anleihen	1,0	
	Globale Aktien	0,4	1,0
Immobilien global	Core-Immobilien USA	-0,3	0,0
	Core-Immobilien Europa	-0,2	0,1
Real Assets	Rohstoffe	-0,2	0,0
	Core-Infrastruktur global	-0,1	0,1
	Transport	-0,2	0,0
	Holz	-0,2	-0,1
Private Märkte	Direktkredite	0,1	0,7
	Private Equity	0,3	0,9
Hedgefonds	Long/Short-Aktien	0,3	0,9
	Makro	0,0	0,3

Quelle: Bloomberg, Burgiss, Cliffwater, FactSet, HRFI, LSEG Datastream, MSCI, NCREIF, J.P. Morgan Asset Management. Globale Aktien: MSCI AC World Index; globale Anleihen: Bloomberg Global Aggregate Index; Core-Immobilien USA: NCREIF Property Index – Open End Diversified Core Equity; Core-Immobilien Europa: MSCI Global Property Fund Index – Continental Europe; Direktkredite: Cliffwater Direct Lending Index; Infrastruktur global: MSCI Global Quarterly Infrastructure Asset Index (gleichgewichteter Mix); Holz: NCREIF Timberland Total Return Index; Rohstoffe: Bloomberg Commodity Index. Bei Private Equity handelt es sich um zeitgewichtete Erträge von Burgiss. Hedgefonds-Indizes stammen aus dem HFRI. Transport: Die Erträge werden von einem J.P. Morgan Asset Management Index abgeleitet. Sämtliche Korrelationskoeffizienten werden auf der Basis vierteljährlicher Gesamterträge für den Zeitraum 30.06.2008–31.032023 berechnet. Nennwährung der Erträge ist USD. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Daten zum 15. November 2023.

Bargeldzinsen sind eine Fata Morgana

Da die kurzfristigen Zinssätze den höchsten Stand seit 2008 erreicht haben, ist leicht nachvollziehbar, dass Barmittel verlockend erscheinen. Warum sollten sich Anlegerinnen und Anleger mit Aktien beschäftigen, wenn sie ohne Kapitalverlustrisiko 4–5% Zinsen erhalten können? Und wenn Anleihen mit längerer Laufzeit keine zusätzliche Rendite bieten, warum sollte man dann ein höheres Zinsrisiko eingehen?

Aber die heutigen Bargeldzinsen sind eine Fata Morgana. Sie werden wahrscheinlich verschwinden, wenn sich eine Rezession anbahnt. Wenn sie weiterhin auf hohem Niveau verharren, so liegt dies daran, dass sich die gesamte Investitionslandschaft verändert hat.

Betrachten wir die drei wahrscheinlichsten Entwicklungen für die Zukunft der Weltwirtschaft:

In einem Szenario der sanften Landung, in dem sich die Volkswirtschaften als widerstandsfähiger erweisen als erwartet, die Inflation aber keine Probleme bereitet, könnten Barmittel eine bessere Option als Staatsanleihen sein, da die Zentralbanken die derzeit eingepreisten Zinssenkungen nicht vornehmen müssen. In diesem Szenario würden jedoch Teile des Aktienmarkts einen gewissen Aufschwung erleben, wenn das Rezessionsrisiko sinkt, und die Entwicklung der Barmittel übertreffen. Dieses Aufwärtspotenzial könnte in zyklischen Marktsegmenten wie Small Caps, deren Bewertungen derzeit moderat sind, erheblich sein.

In einer milden Rezession, was derzeit unser Basisszenario ist, zeigen die Zinssätze schließlich Wirkung. Die Verbraucherausgaben verlieren an Schwung, die Unternehmen ziehen ihre Investitionen zurück, und schwächere Arbeitsmärkte führen zu einer milden Rezession, die dazu beiträgt, die Inflation wieder in Richtung des Zielwerts zu bringen. In diesem Szenario werden die attraktiven Bargeldzinsen von heute in einem Jahr nicht mehr zur Verfügung stehen, wenn die Zentralbanken in der Überzeugung, dass ihre Arbeit getan ist, endlich den Fuß von der Bremse nehmen. Ein hoher Anteil an Barmitteln birgt daher ein erhebliches Wiederanlagerisiko. Wir erwarten eine Outperformance der Kernanleihen, wie es in den zwei Jahren am Ende jedes US-Zinserhöhungszyklus seit Mitte der 1980er Jahre der Fall war.

Abbildung 24: Barmittel sind eher nicht die beste Option

Quelle: J.P. Morgan Asset Management, Stand: November 2023.

Die Stagflation, das letzte Szenario, in dem die Wirtschaft ins Trudeln gerät, die Zinssätze jedoch nicht gesenkt werden, ist wohl das schwierigste Szenario, und hier sind Barmittel attraktiv. Die Zentralbanken könnten sich – in einem verzweifelten Versuch, ihre Glaubwürdigkeit zu bewahren und die Inflationserwartungen zu verankern – zu weiteren Zinserhöhungen gezwungen sehen. Aktien würden aufgrund der deutlich schwächeren Gewinnaussichten unter Druck geraten, während Anleihen fallen, da sich die Anlegerinnen und Anleger auf die zukünftigen Zinsentwicklungen einstellen.

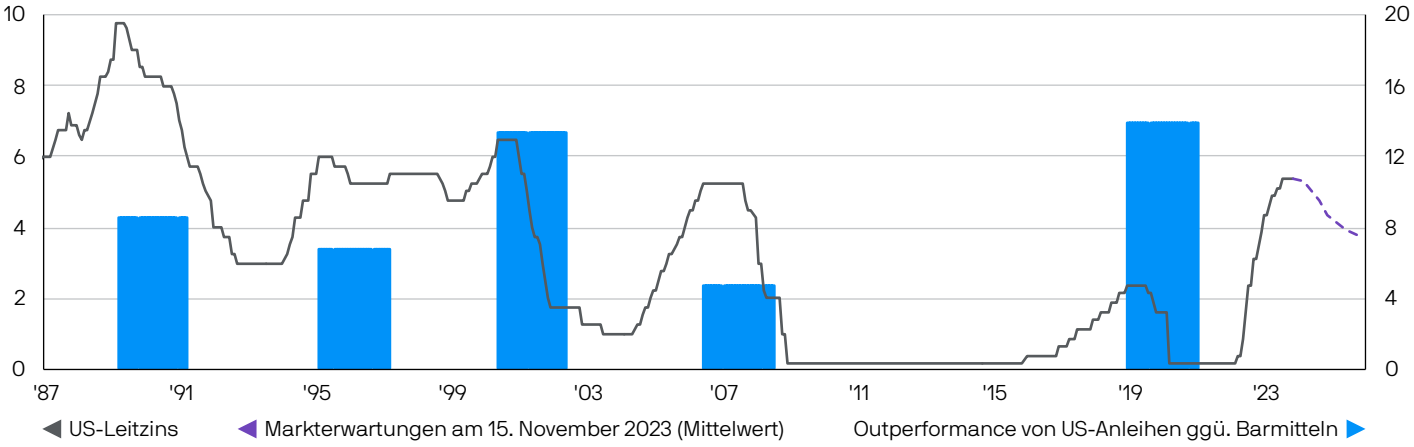
Es gibt jedoch weiterhin Optionen, von denen wir erwarten, dass sie die Barmittel sowohl auf nominaler als auch auf realer Basis übertreffen werden. Die besten Lösungen für ein besseres Abschneiden gegenüber Barmitteln dürften die privaten Märkte sein, wobei Real Assets wie Infrastruktur und Holz gut positioniert sind, um ihre starke Performance aus dem Jahr 2022 zu wiederholen. Zu den liquiden Lösungen zählen Rohstoffaktien und Hedgefonds-Strategien.

Auf sehr lange Sicht erscheinen Barmittel sogar noch weniger attraktiv. Ein im Jahr 1900 an den Geldmärkten angelegter Dollar hätte im Jahr 2022 real (d. h. inflationsbereinigt) lediglich einen Wert von 2 US-Dollar gehabt. Anleihen hätten im selben Zeitraum einen Ertrag von 9 US-Dollar erzielt. Die mit Abstand beste Performance auf realer Basis hätten mit einem Ertrag von 2.600 US-Dollar Aktien erzielt. Eine Flucht in die Sicherheit von Barmitteln ist daher langfristig gesehen nie die richtige Anlagestrategie.

Abbildung 25: Anleihen überflügeln Barmittel jenseits der Höchstzinsen

Relative Performance von US-Anleihen gegenüber Barmitteln nach Höchstständen der Zinssätze

% (links); Prozentpunkte, relative Zweijahresperformance von US-Aggregate-Anleihen gegenüber Barmitteln (rechts)

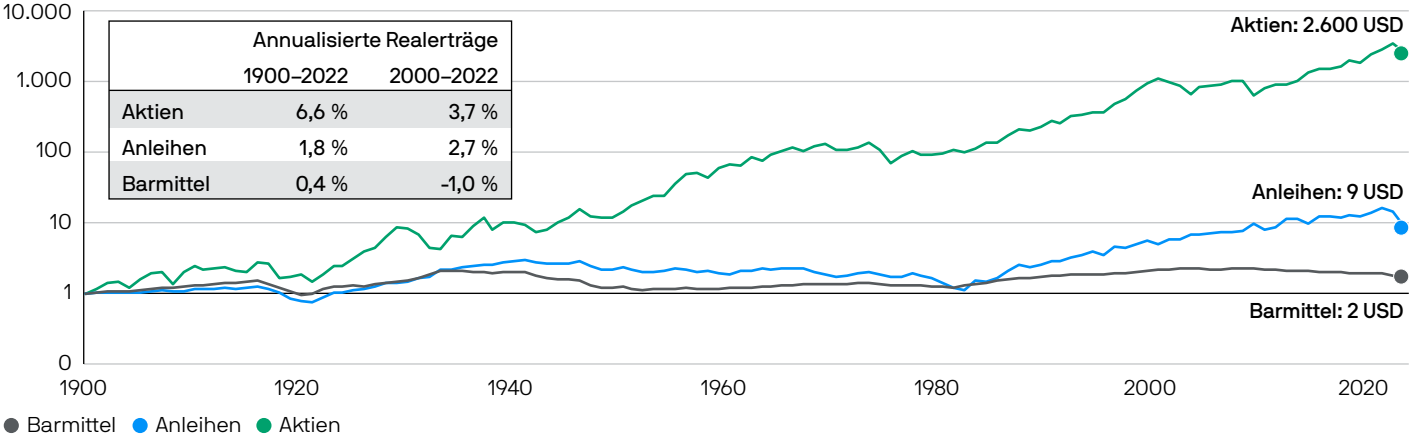


Quelle: Bloomberg, Bloomberg Barclays, Federal Reserve, ICE BofA, J.P. Morgan Asset Management. Die Markterwartungen werden anhand von OIS-Forwards berechnet. Barmittel: ICE BofA 3-Month Treasury Bill Index; US-Anleihen: Bloomberg Barclays US Aggregate Index. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Daten zum 15. November 2023.

Abbildung 26: Auf lange Sicht sind Barmittel nie die Gewinner

Realer Gesamtertrag von 1 US-Dollar

In USD, logarithmische Skala für Gesamtrendite



	Annualisierte Realerträge	
	1900–2022	2000–2022
Aktien	6,6 %	3,7 %
Anleihen	1,8 %	2,7 %
Barmittel	0,4 %	-1,0 %

Quelle: Bloomberg, Bloomberg Barclays, FactSet, Shiller, Siegel, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Renditen vor 2010: Shiller, Siegel; ab 2010: Aktien: S&P 500, Anleihen: Bloomberg Barclays US Treasury 20+ year Total Return Index, Barmittel: Bloomberg Barclays US Treasury Bills Total Return Index. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Daten zum 15. November 2023.

Szenarien und Risiken

Unser makroökonomisches „Basisszenario“ mit einem Anlagehorizont von 12 Monaten erwartet eine milde Rezession. Im Mittelpunkt des Goldlöckchen-Szenarios steht ein Produktivitätsboom, während das Szenario der „weichen Landung“ sowohl bei Aktien als auch bei Anleihen am ehesten den aktuellen Marktpreisen entsprechen dürfte. Die Stagflation ist für die meisten Anlegerinnen und Anleger wahrscheinlich das schwierigste Szenario, wir erwarten jedoch, dass ausgewählte alternative Anlagen und Rohstoffstrategien besser abschneiden als Barmittel.

Milde Rezession (Basisszenario)

Makro: Die Volkswirtschaften der Industrieländer rutschen in eine milde Rezession. Ein schwächeres Wachstum trägt dazu bei, dass sich die Inflation wieder den Zielen der Zentralbank nähert. Die Zinssätze werden – zwar eher reaktiv als proaktiv – auf ein Niveau gesenkt, das immer noch deutlich über den Tiefstständen vor der Pandemie liegt.

Märkte: Moderates Abwärtsrisiko für Aktien, wobei qualitativ hochwertigere und ertragreiche Strategien eine Outperformance erzielen. Positives Umfeld für festverzinsliche Kernanleihen, da die Renditen durch die Einpreisung weiterer Zinssenkungen an den Märkten gestützt werden.

Goldlöckchen:

Makro: Das globale Wachstum beschleunigt sich wieder, während die Inflation weiter zurückgeht. Dies ist auf eine Kombination aus stärkerem Produktivitätswachstum und steigender Erwerbsquote zurückzuführen, die den Druck auf den Arbeitsmarkt verringert. Die Zinssätze werden geringfügig nach unten korrigiert, aber angesichts des gesunden Aktivitätsniveaus sind keine wesentlichen Senkungen erforderlich.

Märkte: Stärkstes Szenario für Aktien, mit einem höheren Beta und einer Outperformance von weniger hoch bewerteten Bereichen wie Small Caps. Kernanleihen bieten gesunde Ertragsströme, aber die Renditen bewegen sich weitgehend innerhalb einer festgelegten Spanne.

Weiche Landung

Makro: Das Wachstum liegt in den Industrieländern weiterhin nahe oder leicht unter dem Trend, während die Inflation auf 2% zurückgeht. Die Zinssätze werden allmählich wieder in Richtung „neutral“ gesenkt, größere Zinssenkungen sind jedoch nicht erforderlich.

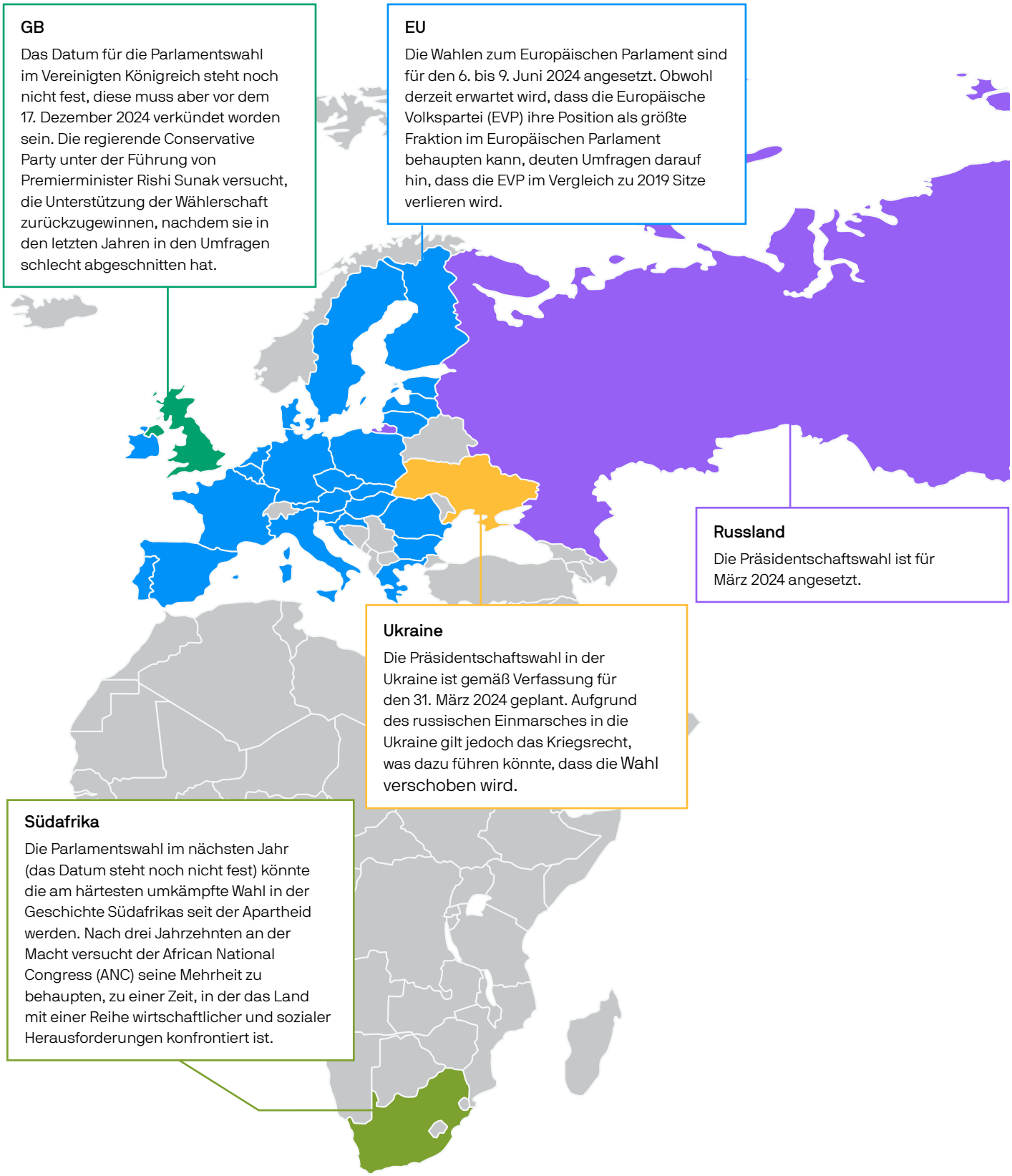
Märkte: Dieses Szenario dürfte den aktuellen Marktpreisen sowohl bei Aktien als auch bei Anleihen am ehesten entsprechen. Kernanleihen bieten Kupon-ähnliche Erträge, während sich die Aktienmärkte weitgehend innerhalb einer festen Spanne bewegen.

Stagflation

Makro: Die hartnäckige Inflation zwingt die Zentralbanken weiterhin zu restriktiven Maßnahmen, da die Entscheidungsträger einen Verlust an Glaubwürdigkeit befürchten. Trotz der damit verbundenen Schäden für die Weltwirtschaft bleiben die Zinsen angesichts des erhöhten Inflationsdrucks in einem restriktiven Bereich, was zu einer Verschärfung der Rezession führt.

Märkte: Sehr negatives Umfeld für Aktien, mit Druck auf Erträge und Multiplikatoren. Steigende Renditen bei festverzinslichen Kernanleihen führen zu Verlusten, da die Korrelationen zwischen Aktien und Anleihen positiv bleiben. Real Assets und Rohstoffstrategien schneiden besser ab als Barmittel, während Hedgefonds, die von höherer Volatilität profitieren können, ebenfalls eine gute Performance aufweisen.

Anhang – EMEA


GB
Das Datum für die Parlamentswahl im Vereinigten Königreich steht noch nicht fest, diese muss aber vor dem 17. Dezember 2024 verkündet worden sein. Die regierende Conservative Party unter der Führung von Premierminister Rishi Sunak versucht, die Unterstützung der Wählerschaft zurückzugewinnen, nachdem sie in den letzten Jahren in den Umfragen schlecht abgeschnitten hat.
EU
Die Wahlen zum Europäischen Parlament sind für den 6. bis 9. Juni 2024 angesetzt. Obwohl derzeit erwartet wird, dass die Europäische Volkspartei (EVP) ihre Position als größte Fraktion im Europäischen Parlament behaupten kann, deuten Umfragen darauf hin, dass die EVP im Vergleich zu 2019 Sitze verlieren wird.
Russland
Die Präsidentschaftswahl ist für März 2024 angesetzt.
Ukraine
Die Präsidentschaftswahl in der Ukraine ist gemäß Verfassung für den 31. März 2024 geplant. Aufgrund des russischen Einmarsches in die Ukraine gilt jedoch das Kriegsrecht, was dazu führen könnte, dass die Wahl verschoben wird.
Südafrika
Die Parlamentswahl im nächsten Jahr (das Datum steht noch nicht fest) könnte die am härtesten umkämpfte Wahl in der Geschichte Südafrikas seit der Apartheid werden. Nach drei Jahrzehnten an der Macht versucht der African National Congress (ANC) seine Mehrheit zu behaupten, zu einer Zeit, in der das Land mit einer Reihe wirtschaftlicher und sozialer Herausforderungen konfrontiert ist.

Anhang – Nord-, Mittel- und Südamerika

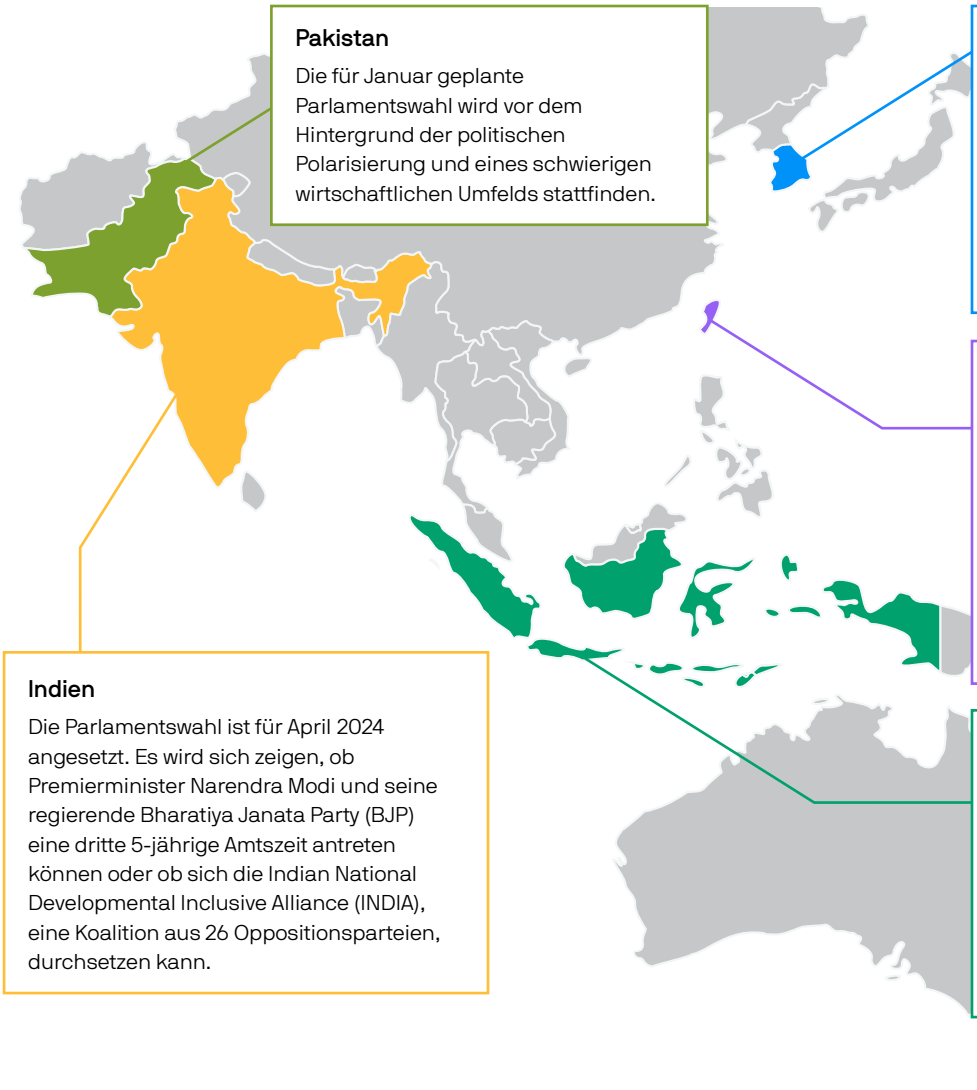
USA

Die US-Präsidentschaftswahl ist für den 5. November 2024 festgesetzt. Sollten Biden und Trump als Kontrahenten aufeinandertreffen, wäre dies seit 1956 das erste Mal, dass zwei Präsidentschaftskandidaten erneut gegeneinander antreten. Der Ausgang der Wahl wird sich auf das Weltgeschehen auswirken, da die Republikaner und die Demokraten bei einer Reihe von Themen unterschiedliche Positionen vertreten, beispielsweise in Bezug auf den Krieg in der Ukraine und den Klimaschutz.

Mexiko

In Mexiko ist eine Parlamentswahl für den 2. Juni 2024 angesetzt. Der amtierende Präsident Andrés Manuel López Obrador kann nicht zur Wiederwahl antreten. Es gibt vier mögliche Kandidaten für seine Nachfolge.

Anhang – Asien-Pazifik



Pakistan

Die für Januar geplante Parlamentswahl wird vor dem Hintergrund der politischen Polarisierung und eines schwierigen wirtschaftlichen Umfelds stattfinden.

Südkorea

Die Parlamentswahl in Südkorea soll am 10. April 2024 stattfinden. Die bevorstehenden Wahlen werden für die politische Agenda von Präsident Yoon Suk Yeol entscheidend sein, da die regierende People Power Party (PPP) derzeit nur eine Minderheit der Sitze in der Nationalversammlung hält.

Taiwan

Die Präsidentschaftswahlen stehen am 13. Januar an. Man darf gespannt sein, ob Lai Ching-te, Taiwans Vizepräsident und Kandidat der regierenden Demokratischen Fortschrittspartei (DPP), die Wahl für sich entscheiden kann. Ching-te ist gegenüber China härter eingestellt als andere Kandidaten.

Indien

Die Parlamentswahl ist für April 2024 angesetzt. Es wird sich zeigen, ob Premierminister Narendra Modi und seine regierende Bharatiya Janata Party (BJP) eine dritte 5-jährige Amtszeit antreten können oder ob sich die Indian National Developmental Inclusive Alliance (INDIA), eine Koalition aus 26 Oppositionsparteien, durchsetzen kann.

Indonesien

Indonesien wird am 14. Februar die größte eintägige Wahl der Welt abhalten. Der derzeitige Präsident Joko Widodo kann nicht für eine dritte Amtszeit kandidieren, es haben sich drei Spitzenkandidaten als mögliche Präsidentschaftsnachfolger herauskristallisiert.

Autorinnen und Autoren

Karen Ward
Chief Market Strategist for EMEA

Paola Toschi
Global Market Strategist

Tilmann Galler
Global Market Strategist

Vincent Juvyns
Global Market Strategist

Hugh Gimber
Global Market Strategist

Max McKechnie
Global Market Strategist

Natasha May
Global Market Analyst

Zara Nokes
Global Market Analyst

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 Anlageaussichten 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 Investitionen 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**.

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.

Bildquelle: Getty Images.

LV–JPM54456 | 11/23 | DE | 09nn232911172514

J.P.Morgan
ASSET MANAGEMENT