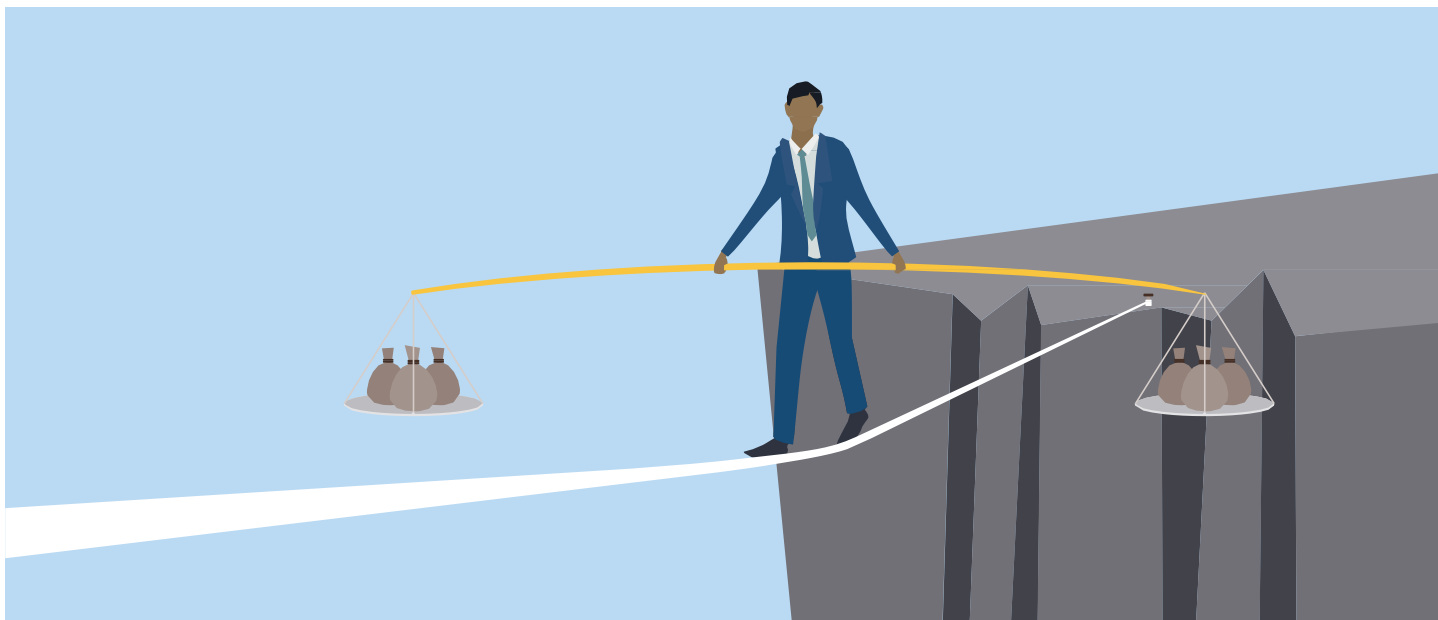


Kapitalmarktausblick 2020

Risiken ausbalancieren, Widerstandsfähigkeit aufbauen Europa | Dezember 2019



AUTOREN



Karen Ward
Chief Market Strategist
EMEA



Tilmann Galler
Globaler
Kapitalmarktstrategie

IN KÜRZE

- Der wirtschaftliche Ausblick für 2020 ist zwiespältig. In den ersten Monaten des nächsten Jahres könnte sich die Aktivität im verarbeitenden Gewerbe leicht erholen, aber insgesamt wird das globale Wachstum wahrscheinlich weiter unter der geopolitischen Ungewissheit leiden.
- Risikoanlagen profitierten 2019 von der optimistischen Stimmung, doch das stagnierende Gewinnwachstum lässt die Bewertungen nun weniger günstig erscheinen. Angesichts des Margendrucks rechnen wir in 2020 mit schwachem Gewinnwachstum.
- Die Zentralbanken dürften eine tragende Säule der Marktunterstützung bleiben, da sie ihre Bereitswilligkeit gezeigt haben, weitere geldpolitische Maßnahmen auszuloten, um die Expansion in Gang zu halten.
- Vor diesem Hintergrund bevorzugen wir eine regional neutrale, defensive Aktienallokation.
- Staatsanleihen dienen trotz niedriger Renditen weiterhin zur Absicherung, obwohl die Anleger aus unserer Sicht auch andere Arten der Diversifikation in Betracht ziehen sollten, etwa Infrastruktur- und Makro-Fonds.
- Aufgrund des binären Charakters einiger politischer Risiken könnten die Investoren eine Allokation in Vermögenswerten asiatischer Schwellenländer erwägen, die von klaren Verhältnissen im Welthandel profitieren dürften.
- Die Inflation scheint vorerst kein Thema mehr, aber ein etwaiger Preisauftrieb würde den Kursen von Aktien und Anleihen wahrscheinlich zusetzen. Daher könnten Sachwerte eine sinnvolle Pufferfunktion in den Portfolios erfüllen.
- Wir erwarten, dass der Fokus auf Nachhaltigkeit weiter zunehmen wird und die möglichen regulatorischen und politischen Reaktionen weit reichende Auswirkungen auf die Anlagemärkte haben dürften.

WO IM ZYKLUS BEFINDEN WIR UNS?

Eine Einschätzung zur Vermögensallokation beruht häufig auf einer Beurteilung der jeweiligen Zyklusphase. Zu Beginn des Konjunkturzyklus sind die Bewertungen günstig, die Geldpolitik ist expansiv und die Wirtschaft verfügt über hohe Kapazitätsreserven, um zu wachsen. Es ist oft ein guter Zeitpunkt, um Risiken einzugehen.

In einem spätzyklischen Umfeld dagegen ist es normalerweise angebracht, den Einsatz zu verringern. Wenn die Wirtschaft in einen gewissen Überschwang gerät oder zu überhitzen droht, beenden höhere Zinsen in der Regel die Partylaune.

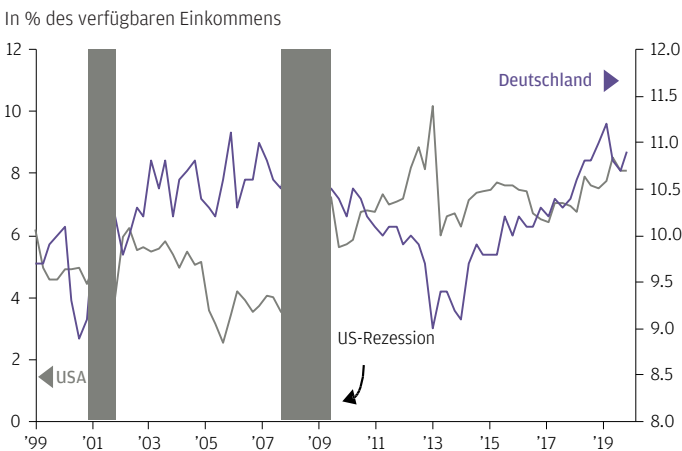
Heute ist der Umgang mit den Märkten weitaus schwieriger, wenn man sich allein am Konjunkturzyklus orientiert. Der Ausblick ist keineswegs eindeutig. Die Arbeitslosenquoten – oft ein wichtiges Navigationsinstrument – befinden sich in den meisten Industriestaaten auf einem Rekordtief, was darauf hindeutet, dass der Konjunkturzyklus sehr weit fortgeschritten ist. Gleichzeitig gibt es nur sehr wenige andere Anzeichen für die klassische wirtschaftliche Euphorie des Spätzyklus. Weder die Unternehmens- noch die Verbraucherausgaben erscheinen überzogen. Vielmehr machen die US-Konsumenten einen erstaunlich umsichtigen Eindruck: Die Sparquote, die am Zyklusende oft drastisch einbricht, ist ziemlich hoch (**Abbildung 1**).

Auch die Inflation deutet sicherlich nicht darauf hin, dass die Weltwirtschaft an ihre Grenzen stößt. Eher befürchten die Zentralbanken, dass die Teuerungsrate weiterhin zu niedrig ist und auf diesem Niveau verharren könnte. Anstatt die Expansion einzudämmen, geht es den Zentralbanken in erster Linie darum, ihr neue Impulse zu verleihen.

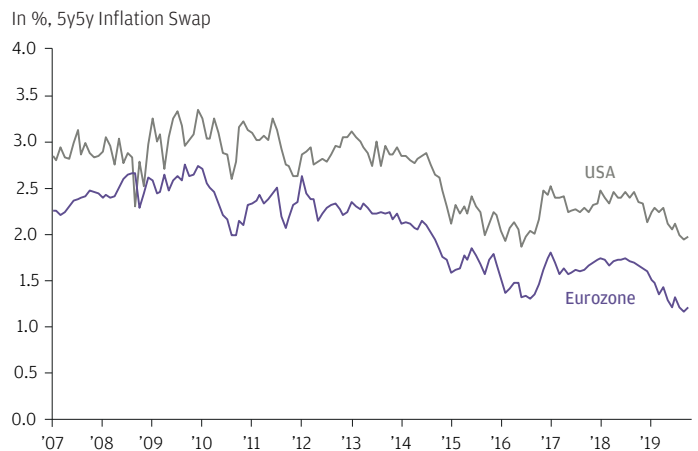
So trägt die lockere Geldpolitik dazu bei, dass die Rezessionsgefahren weiter nach hinten geschoben werden – doch der Ball ob es letztendlich gelingt eine weiche Landung der Wirtschaft zu erreichen liegt im Feld der Politik.

ABBILDUNG 1: SPARQUOTEN DER PRIVATHAUSHALTE UND INFLATIONSERWARTUNGEN

Sparquoten der Privathaushalte



Marktbasierte Inflationserwartungen



Quelle: (Links) BEA, Deutsche Bundesbank, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. (Rechts) Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. Der 5y5y Inflation Swap repräsentiert die Erwartungen des Marktes bezüglich der durchschnittlichen Inflation in einem in fünf Jahren beginnenden Fünf-Jahres-Zeitraum. Eine Rezession wird anhand der Daten des US National Bureau of Economic Research (NBER) zum Geschäftszyklus definiert. Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Indikator für aktuelle und künftige Ergebnisse. Stand der Daten: 25. November 2019.

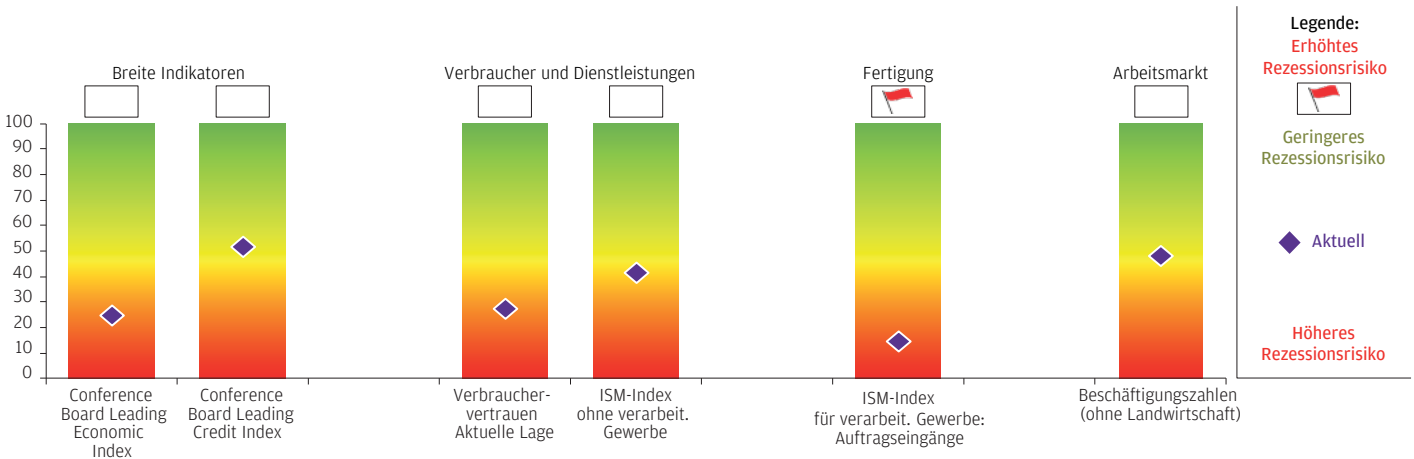
Eine Einigung im US-chinesischen Handelsstreit, eine Lösung für den Brexit und eine Entspannung der Lage in Hongkong, Chile und dem Mittleren Osten könnten 2020 dazu beitragen, dass sich die Stimmung in den Unternehmen aufhellt und die Aktivität wieder anzieht. Angesichts der verhaltenen Inflation könnten die Zinsen weiterhin niedrig bleiben. Das wäre dann ein gutes Umfeld für Risikoanlagen.

Wir halten es jedoch für wahrscheinlicher, dass die geopolitischen Risiken vorerst bestehen bleiben. Eine vollständige Beilegung der Handelskonflikte ist unseres Erachtens nicht in Sicht. Umfragen zufolge ist die Wählerschaft in den USA der Meinung, dass der Präsident zu Recht unfaire Handelspraktiken anprangert, während es in bestimmten Bereichen der Auseinandersetzung – z. B. Chinas Subventionen für seinen Technologiesektor – offenbar keinen gemeinsamen Nenner gibt. China glaubt an Industriepolitik, die USA dagegen nicht.

Die US-Administration scheint durchaus zu wissen, dass sie das richtige Gleichgewicht finden muss, um einerseits die Agenda beizubehalten und andererseits die US-Expansion nicht zu gefährden; daher wurden zuletzt versöhnlichere Töne angeschlagen. In den kommenden Monaten werden wir sehen, ob dieser gemäßigte Ansatz positiv zum Geschäftsklima beitragen kann. Denn solange die Verunsicherung bei den Unternehmen anhält werden sie von weiteren Investitionen absehen. Bleibt eine Erholung im verarbeitenden Gewerbe in 2020 aus steigt die Gefahr einer negativen Ansteckung des Dienstleistungssektors und damit die Gefahr negativer Entwicklungen auf dem Arbeitsmarkt. Die Zurückhaltung bei den geplanten Neueinstellungen ist ein erstes Warnsignal.

Falls die geopolitischen Spannungen andauern, aber nicht weiter eskalieren, dürfte uns eine stagnierende, aber nicht rückläufige wirtschaftliche Aktivität bevorstehen. Unser neuer Konjunkturmonitor (**Abbildung 2**) verdeutlicht die wichtigsten Indikatoren zur wirtschaftlichen Aktivität in den USA und wird uns in den nächsten Monaten dabei helfen, die Risiken im Auge zu behalten.

ABBILDUNG 2: USA – KONJUNKTURBAROMETER
 Rangfolge in Prozent im Vergleich zu historischen Daten seit 1990



Quelle: BLS, Conference Board, ISM, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Ein erhöhtes Rezessionsrisiko wird mittels der roten Fahne angezeigt, wenn der zugrunde liegende Indikator ein Niveau erreicht hat, auf dem gemäß dem NBER eine der letzten drei US-Rezessionen begonnen hat. Die für jeden der Indikatoren verwendeten Veränderungen sind folgende: Veränderung zum Vorjahr in % für den Leading Economic Index und aktuelle Lage des Verbrauchervertrauens, Indexniveau für den Leading Credit Index, Auftragseingänge im ISM-Index ohne das verarbeitende Gewerbe und ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe sowie gleitender 3-Monatsdurchschnitt der monatlichen absoluten Veränderung für die Beschäftigungszahlen (ohne Landwirtschaft). Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Indikator für aktuelle und künftige Ergebnisse. *Guide to the Markets - Europa*. Stand der Daten: 25. November 2019.

WIE WIRD DIE US-WAHL DIE MÄRKTE BEEINFLUSSEN?

Die US-Präsidentschaftswahl am 3. November wird das politische Ereignis des Jahres sein. Während die Republikaner sehr wahrscheinlich Donald Trump nominieren werden, besteht weit weniger Klarheit darüber, wer für die Demokratische Partei antritt. Zurzeit gibt es drei Favoriten für die Nominierung: Joe Biden als eher gemäßigter Kandidat sowie Elizabeth Warren und Bernie Sanders aus dem linken Flügel der Partei. Warren und Sanders befürworten zum Teil einen radikalen Politikwechsel, u. a. eine Reform des Gesundheitssystems, die Zerschlagung der Großbanken und Technologiekonzerne, ein Fracking-Verbot und die Einführung von Vermögens- und höheren Unternehmenssteuern. Bidens Vorschläge sind vergleichsweise moderat, aber auch er will die Steuersenkungen von 2017 wieder rückgängig machen. Pete Buttigieg als weiterer gemäßigter Kandidat könnte wie der Nachzügler Michael Bloomberg das Rennen um die demokratische Nominierung beeinflussen. Die Zustimmung zu den Bewerbern kann im Laufe der Zeit stark schwanken - zum Beispiel holte Barack Obama einen deutlichen Vorsprung von Hillary Clinton in den Umfragen noch auf, um die Nominierung der Demokraten und anschließend die Wahl von 2008 zu gewinnen.

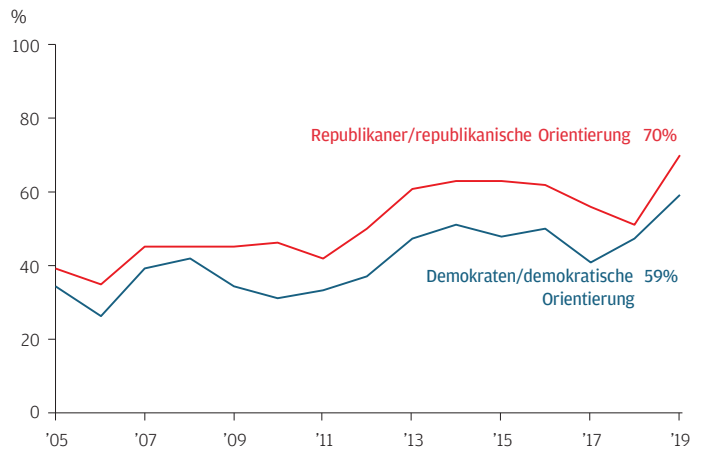
Bis Ende März werden zwei Drittel der Vorwahlergebnisse vorliegen (nach Anzahl der Delegierten), dann dürfte sich viel deutlicher abzeichnen, wen die Demokraten voraussichtlich nominieren werden. Nach den Vorwahlen finden die jeweiligen Parteitage statt, auf denen die Kandidaten offiziell gewählt werden. Es folgen die Präsidentschaftsdebatten im September und Oktober, bevor die Wähler und Wählerinnen schließlich am 3. November ihre Stimme abgeben (siehe Zeitleiste der wichtigsten Ereignisse in **Abbildung 3**).

Wer wird voraussichtlich gewinnen? Aus historischer Sicht ist der Amtsinhaber eindeutig im Vorteil: Drei Viertel der amtierenden US-Präsidenten seit 1932 wurden wiedergewählt. Ein amtierender Präsident hat seine Wiederwahl immer dann verloren, wenn es während seiner Amtszeit zu einer Rezession kam, was vielleicht die zuletzt versöhnlichere Haltung des US-Präsidenten im Welthandel erklärt. Allerdings hat Präsident Trump derzeit schlechtere Zustimmungswerte als andere wiedergewählte Präsidenten in der gleichen Phase des Wahlzyklus.

Der Einfluss eines Präsidenten auf die Wirtschaft und den Markt hängt natürlich davon ab, ob er entsprechende Gesetze erlassen kann. Um umfangreiche Maßnahmen durchzusetzen, braucht er sowohl eine Mehrheit im Repräsentantenhaus als auch im Senat. Es sieht nicht danach aus, dass Präsident Trump im Falle seiner Wiederwahl die Mehrheit im

Repräsentantenhaus zurückerlangen würde. Eine demokratische Mehrheit im Senat ist eher unwahrscheinlich. Insofern ist ein gespaltenere US-Kongress das wahrscheinlichste Szenario. Ein politischer Stillstand ist gewiss nicht ideal, aber aus Sicht der Investoren könnte er immerhin dafür sorgen, dass einige der radikaleren Vorschläge auf beiden Seiten effektiv verhindert werden. Unabhängig vom Wahlergebnis ist eine vollständige Beilegung der Handelskonflikte mit China eher unwahrscheinlich - Umfragen legen nahe, dass es in der US-Wählerschaft weiterhin eine breite Unterstützung dafür gibt, unfairen Handelspraktiken entgegenzuwirken (**Abbildung 4**).

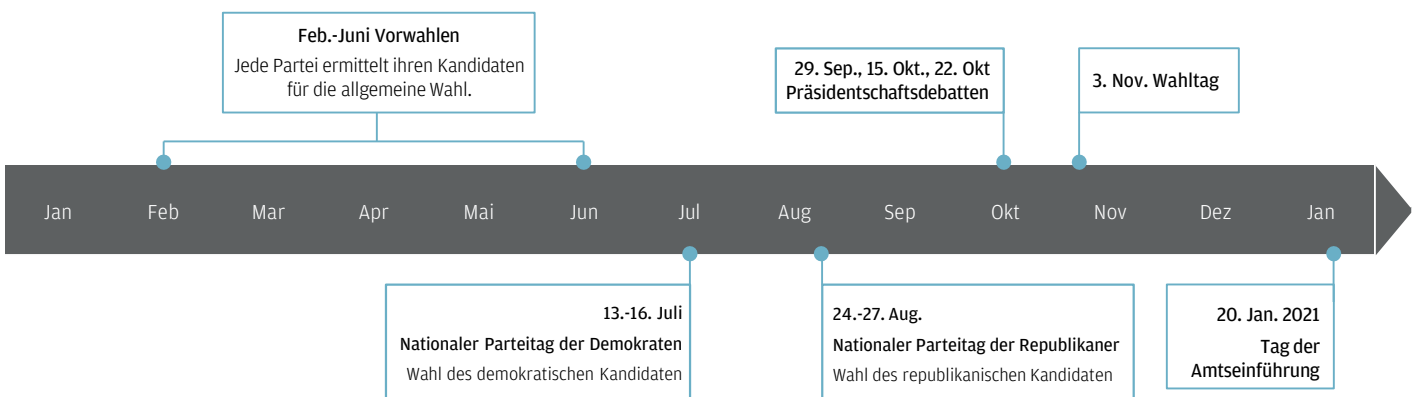
ABBILDUNG 4: US-WÄHLER MIT EINER NEGATIVEN EINSTELLUNG ZU CHINA



Quelle: Pew Research Center (Spring 2019 Global Attitudes Survey), J.P. Morgan Asset Management. *Guide to the Markets - Europa*. Stand der Daten: 25. November 2019.

Über die zu erwartenden Auswirkungen der Wahl auf die Märkte lässt sich zu diesem Zeitpunkt wenig Konkretes sagen. Historisch gesehen wies der S&P 500 in Wahljahren in der Regel eine höhere Volatilität auf als in Nichtwahljahren, da die Märkte die Wahrscheinlichkeit künftiger Regierungsmaßnahmen häufig neu bewerten. Zudem neigen die Märkte unmittelbar nach dem Wahlsieg eines republikanischen Präsidenten zu einer positiveren Reaktion, da die Partei generell als marktfreundlicher gilt. Wir geben jedoch zu bedenken, dass dies bei weitem keine allgemeingültige Faustregel ist und andere wichtige geopolitische bzw. wirtschaftliche Ereignisse noch größeren Einfluss auf die Marktrichtung ausüben können.

ABBILDUNG 3: WICHTIGE TERMINE ZUR US-WAHL 2020

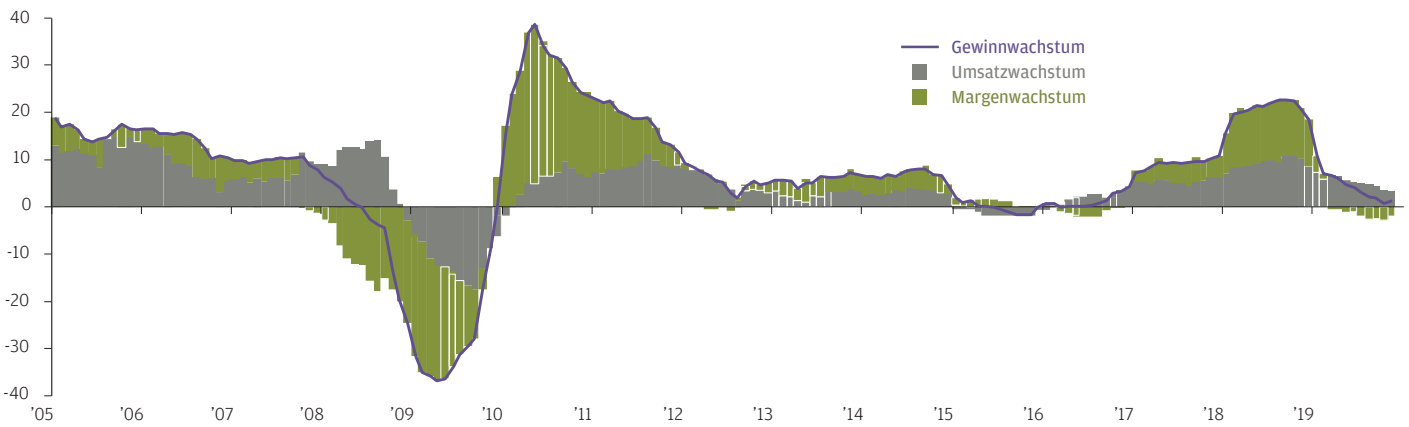


Quelle: J.P. Morgan Asset Management. Stand der Daten: 25. November 2019.

BEWERTUNG UND MARGENDRUCK

ABBILDUNG 5: ÜBERSICHT ZUM GEWINNWACHSTUM JE AKTIE IM S&P 500

Veränderung zum Vorjahr in %, Prognosen des GJA über die nächsten 12 Monate



Quelle: IBES, Refinitiv Datastream, Standard & Poor's, J.P. Morgan Asset Management. GJA ist der Gewinn je Aktie. Die Berechnung des aufgeschlüsselten Gewinnwachstums erfolgt anhand der IBES-Konsensprognosen zum GJA in den nächsten zwölf Monaten. Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Indikator für aktuelle und künftige Ergebnisse. Stand der Daten: 25. November 2019.

Bei den Risikoanlagen herrscht offenbar eine optimistischere Stimmung. Die meisten Märkte haben ihre Verluste von Ende 2018 inzwischen wieder aufgeholt, obwohl die Gewinne in den meisten Regionen zuletzt stagnierten. Daher sind die Bewertungen - gemessen am zukunftsgerichteten Kurs-Gewinn-Verhältnis - längst nicht mehr so günstig wie noch Anfang 2019, und die Kreditspreads sind deutlich geschrumpft (Abbildung 6).

Ist 2020 mit einem höheren Gewinnwachstum zu rechnen? Das glauben wir kaum. Insgesamt gehen wir davon aus, dass sich die Unternehmensgewinne 2020 in den meisten wichtigen Regionen behaupten werden, aber allzu hohe Zuwächse sollte man nicht erwarten. Ein zentrales globales Problem besteht darin, dass die leer

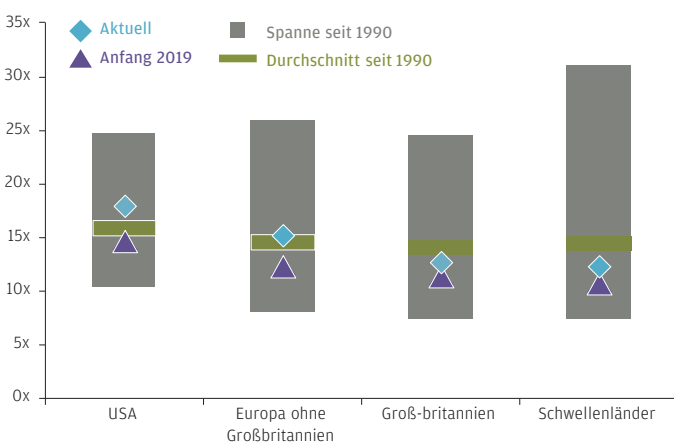
gefügten Arbeitsmärkte die Lohnkosten in die Höhe treiben, während die Unternehmen nach wie vor ein geringes Umsatzwachstum verzeichnen, da es in den meisten Branchen noch immer an Preismacht fehlt. Dadurch geraten die Margen unter Druck (Abbildung 5).

Die Risiken für diesen Gewinnausblick erscheinen weitgehend ausgewogen. Sollten die Margen weiterhin unter Druck sein könnte das zu einem Stellenabbau in den Unternehmen führen, mit anschließender Verschlechterung der weltweiten Wirtschaftslage. Sollte sich die weltweite Nachfrage beleben, könnten gleichwohl die höheren Löhne, die 2019 die Gewinne noch geschmälert haben, wiederum zu höheren Umsätzen führen. Sinkende Zinsen könnten ebenfalls dazu beitragen, den Margendruck zu verringern und die Umsatzentwicklung anzukurbeln. Deshalb sind wir nicht allzu pessimistisch.

ABBILDUNG 6: BEWERTUNGEN AM AKTIEN- UND ANLEIHENMARKT

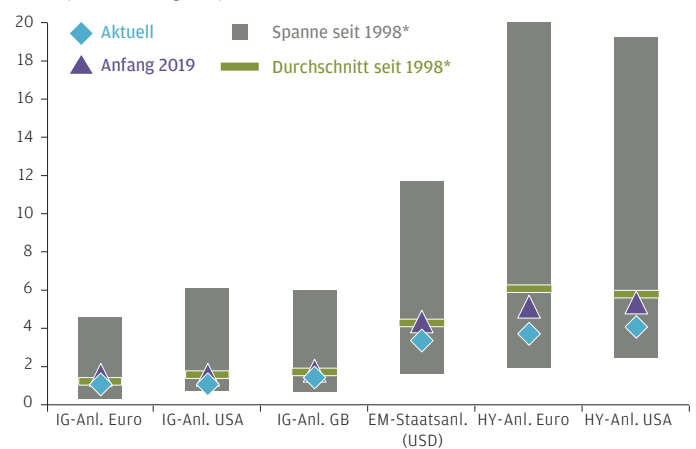
Globale Forward-KGV

x, Vielfaches



Anleienspreads

In %, optionsbereinigter Spread

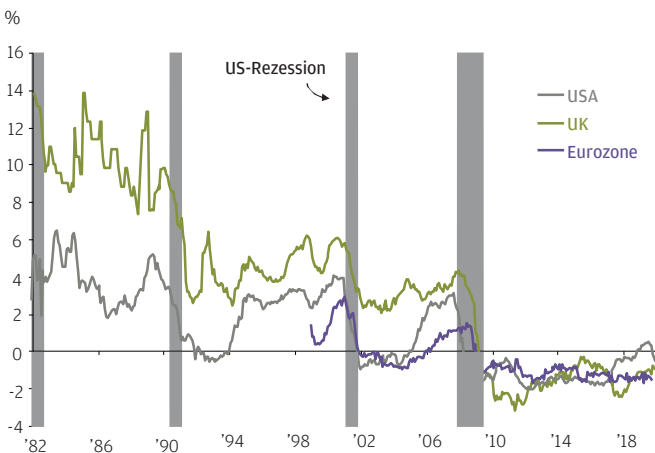


Quelle: (Links) IBES, MSCI, Refinitiv Datastream, Standard & Poor's, J.P. Morgan Asset Management. Die MSCI Indizes werden für alle Regionen/Länder verwendet, mit Ausnahme der USA, die durch den S&P 500 repräsentiert werden. (Rechts) Bloomberg Barclays, BofA/Merrill Lynch, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Economic Research, J.P. Morgan Asset Management. IG-Anleihen Euro: Bloomberg Barclays Euro Agg. - Corporate; IG-Anleihen USA: Bloomberg Barclays US Agg. - Investment Grade; IG-Anleihen GB: Bloomberg Barclays Sterling Agg. - Corporate; HY-Anleihen Euro: BofA/Merrill Lynch Euro Non-Financial High Yield Constrained; HY-Anleihen USA: BofA/Merrill Lynch US High Yield Constrained; EM-Staatsanleihen (USD): J.P. Morgan EMBI Global. *Spannen und Durchschnittswerte ab Anfang 1998, außer IG-Anleihen in Euro und HY-Anleihen der USA, die ab November 1998 bzw. Januar 2000 erfasst wurden. Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Indikator für aktuelle und künftige Ergebnisse. *Guide to the Markets - Europa*. Stand der Daten: 25. November 2019.

„DON'T FIGHT THE FED“ (UND DIE EZB, BOJ, BOE...)

Während die geopolitischen Risiken das Wachstum und die Unternehmensgewinne belastet haben, trug der Aktivismus der Zentralbanken zum Kursanstieg der Risikoanlagen bei. In der Tat haben sich die Zentralbanken vom Gegner zum Freund der Anleger gewandelt. In früheren Expansionsphasen traten die Zentralbanken eher in der Rolle des Spielverderbers auf, der die wirtschaftliche Euphorie und somit auch die Expansion beendet (**Abbildung 7**). Für die jüngste Abkühlung der Aktivität kann man die Zentralbanken aber kaum verantwortlich machen. Die realen Leitzinsen liegen weiterhin tief im negativen Bereich.

ABBILDUNG 7: REALE LEITZINSEN



Quelle: Bank of England, BEA, Europäische Zentralbank, Eurostat, ONS, Refinitiv Datastream, US Federal Reserve, J.P. Morgan Asset Management. Die Berechnung der realen Leitzinsen erfolgt anhand des nominalen Leitzinses abzüglich der jährlichen Kerninflationsrate. Eine Rezession wird anhand der Daten des US National Bureau of Economic Research (NBER) zum Geschäftszyklus definiert. Stand der Daten: 31. Oktober 2019.

Vielmehr sind die Zentralbanken entschlossen, alles Nötige zu tun, um die Expansion in Gang zu halten. Nachdem die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) die Zinsen um 75 Basispunkte gesenkt und Liquidität zur Verfügung gestellt hat, um den Repo-Markt zu beruhigen, hat sie vorerst eine Zinspause eingelegt, bis sich die Wogen geglättet haben. Das beträchtliche Anreizpaket der Europäischen Zentralbank (EZB) umfasste eine zeitlich unbegrenzte Zusage für den Kauf von Staats- und bonitätsstarken Unternehmensanleihen.

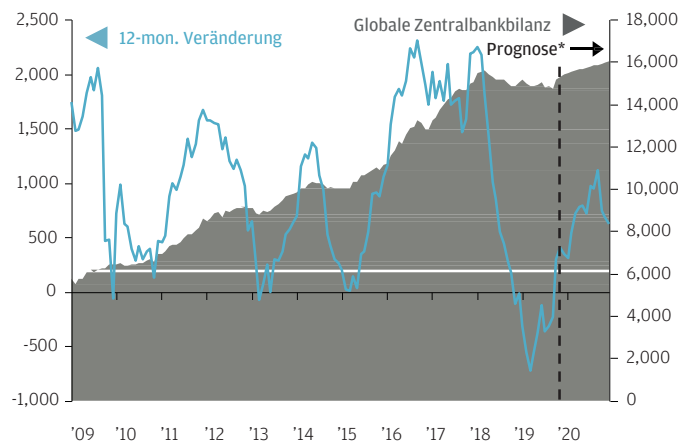
Die Bank of England (BoE) ist zuletzt zwischen die Brexit-Fronten geraten, hat jedoch eine gewisse Bereitschaft zu Zinssenkungen signalisiert, falls sich der Ausblick verschlechtern sollte. Am Ende könnte eine massive Fiskalexpansion aber am meisten dazu beitragen, die britische Wirtschaft 2020 zu stützen.

Die Botschaft der Zentralbanken an die Investoren ist unmissverständlich: Sollten weitere Anreize erforderlich sein, kann man sich darauf verlassen. Insbesondere die Fed steht politisch unter Druck, um zu beweisen, dass sie eine „nationale Vorreiterrolle“ einnimmt.

Die Zentralbanken glauben nicht, dass ihnen die Munition ausgeht. Sie haben neue innovative Trümpfe im Ärmel. Die quantitative Lockerung gilt mittlerweile als „normales“ Instrument. Die geplante Rückführung von Vermögenswerten in die öffentlichen Märkte scheint vorerst vom Tisch, und die Zentralbanken haben sich mit einem dauerhaft höheren Bilanzvolumen arrangiert. Manche sind sogar froh, einen zunehmenden Teil der Risikomärkte zu absorbieren. Mit derart hohen Beständen an Staats- und Unternehmensanleihen konzentriert sich die Bank of Japan bei der Ausweitung ihrer Bilanz vermehrt auf den Kauf von Aktien (**Abbildung 8**).

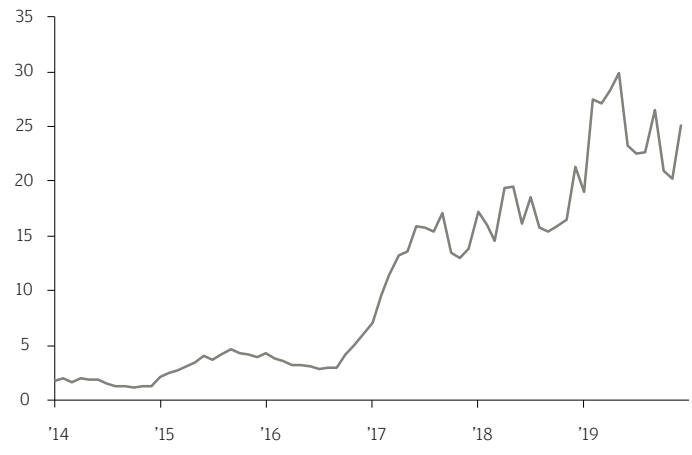
ABBILDUNG 8: GLOBALE ZENTRALBANKBILANZ UND AKTIENKÄUFE DER BANK OF JAPAN

Globale Zentralbankbilanz
Mrd. USD



Wertpapierkäufe der Bank of Japan: Anteil der Aktien

In % der gesamten monatlichen Wertpapierkäufe, 6-mon. gleitender Durchschnitt



Quelle: (Ganz oben) Bank of England (BoE), Bank of Japan (BoJ), Europäische Zentralbank (EZB), Refinitiv Datastream, US Federal Reserve (Fed), J.P. Morgan Asset Management. Die globale Zentralbankbilanz ist die Summe der Bilanzen der BoE, BoJ, EZB und Fed. *Annahmen Bilanzprognose: Die BoE nimmt im Prognosezeitraum keine Nettowertpapierkäufe vor; die BoJ nimmt im Prognosezeitraum annualisierte Nettowertpapierkäufe von 20 Bio. JPY vor; die EZB nimmt im Prognosezeitraum ab November 2019 pro Monat Nettowertpapierkäufe von 20 Mrd. EUR vor; die Fed erhöht die Vermögenswerte bis Januar 2020 um 70 Mrd. USD pro Monat, woraufhin die Vermögenswerte im restlichen Prognosezeitraum um 10 Mrd. USD pro Monat steigen. (Oben) Bank of Japan, Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. Aktien schließen ETFs und Anteile ein. Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Indikator für aktuelle und künftige Ergebnisse. Stand der Daten: 31. Oktober 2019.

Außerdem herrscht zunehmend Konsens darüber, dass der Nullpunkt nicht die Untergrenze der Zinsen markiert. Theoretisch handelt es sich dabei nur um die Fortsetzung einer normalen Zinspolitik; die Zinsen werden gesenkt, damit die Sparer ihr Geld ausgeben, aber negative Zinsen haben den unangenehmen Effekt, dass die Sparer bestraft werden, wenn sie weiterhin sparsam sind. Christine Lagarde, die neue Präsidentin der EZB, wird nach unserer Einschätzung die Negativzinspolitik fortführen, falls eine Belebung der europäischen Aktivität und Inflation ausbleibt. Wir vermuten jedoch, dass ihre diplomatischen Fähigkeiten den größten Beitrag leisten werden. Sie werden notwendig sein, damit die Diskussion über eine fiskalische Expansion und weitere Integration unter Währungshütern und Politikern nicht abreißt.

Ob negative Zinsen die Ausgaben im Privatsektor ankurbeln können, bleibt abzuwarten. Eventuell wird dies aber nicht der primäre Übertragungsmechanismus sein. Niedrige Zinsen sind ein enormer finanzieller Vorteil für Regierungen, die sich dadurch ermutigt sehen könnten, die fiskalischen Schleusen zu öffnen. Dies ist bereits in Großbritannien zu beobachten, wo der Sparzwang offiziell für beendet erklärt wurde.

PORTFOLIEN: RISIKEN AUSBALANCIEREN, WIDERSTANDSFÄHIGKEIT AUFBAUEN

Insgesamt werden die globalen Unternehmensgewinne wahrscheinlich weiterhin unter den geopolitischen Risiken leiden. Dies dürfte das künftige Aufwärtspotenzial der Risikomärkte gegenüber den jetzigen Bewertungen einschränken. Gleichzeitig werden die Zentralbanken voraussichtlich aktiv bleiben, um die Abwärtsrisiken einzudämmen.

Vor diesem Hintergrund sollten Anleger folgende Möglichkeiten in Erwägung ziehen:

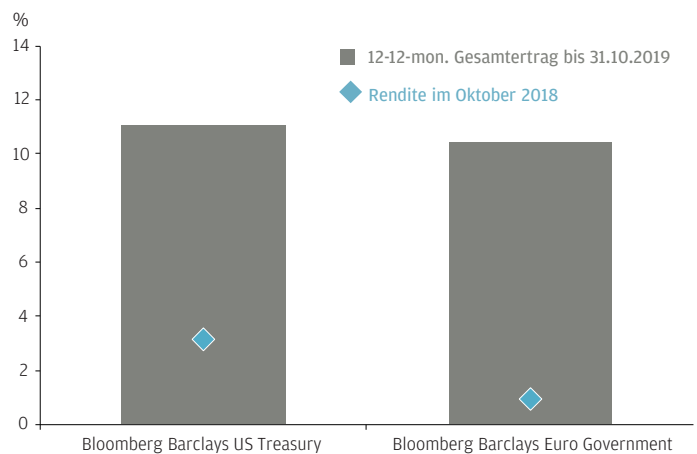
1. Eine Aktienallokation, die neutral, aber auf defensive Titel ausgerichtet ist

Aus unserer Sicht dürfte sich ein Aktienportfolio mit stärkerem Fokus auf erstklassigen Large-Cap-Werten als robuster erweisen, falls die Abwärtsrisiken tatsächlich eintreten. Vielleicht etwas umstrittener ist dagegen unsere Einschätzung, dass Substanzwerte ebenfalls zu den stabileren Titeln gehören werden. Das hat weniger mit einer plötzlichen Bewertungsaufholung von Substanzaktien zu tun, die ein beschleunigtes Wachstum und die Aussicht auf höhere Zinsen erfordern würde. Vielmehr sind wir der Meinung, dass sich technologieelastige Wachstumswerte zyklischer verhalten könnten als zurzeit erwartet, womit sie anfälliger für eine Abwärtskorrektur der Gewinnerwartungen wären. Sollte das Wirtschaftswachstum positiv, aber träge bleiben, könnten die technologieintensiven Wachstumsmärkte jedoch weiterhin vom knappen Wachstum profitieren. Aufgrund dieser wechselseitigen Risiken und der Tatsache, dass der US-Markt sehr technologieelastig ist, sehen wir 2020 kein Argument für einen bestimmten regionalen Schwerpunkt. Wahrscheinlicher ist dagegen, dass globale Faktoren entweder alle Boote zum Schwimmen bringen oder vor die gleichen Herausforderungen stellen.

2. Ein breiterer Ansatz zur Diversifikation

Trotz historisch niedriger Renditen glauben wir, dass Staatsanleihen ihren Zweck in einem Portfolio weiterhin erfüllen werden: Kursgewinne einzufahren, wenn die Aktienmärkte nachgeben. Eine der wichtigsten Lektionen von 2019 war, dass Staatsanleihen auch bei einer geringen Anfangsrendite noch robuste Erträge erzielen können. Im Oktober 2018 war die Rendite des Index für Euro-Staatsanleihen mit 0,9% Prozentpunkte niedriger als in den USA, bot im darauffolgenden Jahr (Abbildung 9) aber einen ähnlichen Ertrag. Die Rendite von 1 % auf Österreichs hundertjährige Staatsanleihe ist der deutlichste Beweis dafür, dass wir uns hinterfragen sollten, wenn wir glauben, dass die Renditen keinesfalls noch weiter sinken können.

ABBILDUNG 9: RENDITEN UND GESAMTERTRAG DER INDIZES FÜR US- UND EURO-STAATSANLEIHEN



Quelle: Bloomberg Barclays, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Indikator für aktuelle und künftige Ergebnisse. Stand der Daten: 31. Oktober 2019.

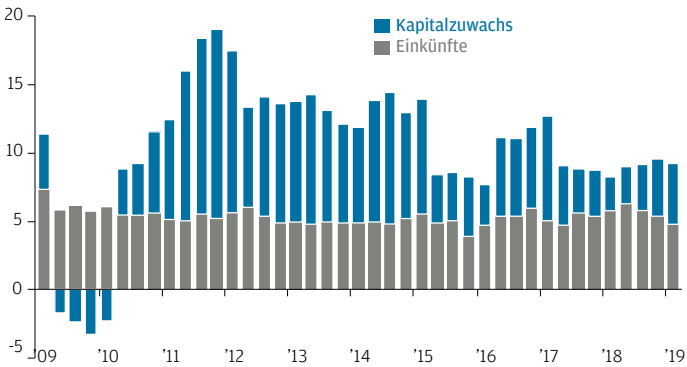
Obwohl Staatsanleihen weiterhin zur Absicherung dienen, werfen sie keine realen Erträge mehr ab. Aufgrund der negativen Renditen in weiten Teilen der europäischen Kernmärkte müssen die Investoren sogar für die Absicherung bezahlen, die Kernanleihen bieten.

Damit sehen sich die Anleger in einer schwierigen Zwickmühle. Höhere Renditen gibt es durchaus, aber nur mit entsprechend höherem Risiko. Insofern ist es bemerkenswert, dass globale Infrastruktur weiterhin robuste Erträge bringt, während die Renditen von Investment-Grade- und Hochzinsanleihen gesunken sind. Die Einkünfte aus Infrastrukturanlagen können die Gesamterträge im Falle eines Abschwungs besser abfedern, obwohl die Anleger dafür die Liquiditätsrisiken in Kauf nehmen müssen, die mit Sachwerten einhergehen. Makro-Hedgefonds können ebenfalls zur Portfoliodiversifikation beitragen, da sie sich dank ihrer dynamischen Struktur in der Regel gut an Phasen erhöhter Volatilität anpassen können (Abbildung 10).

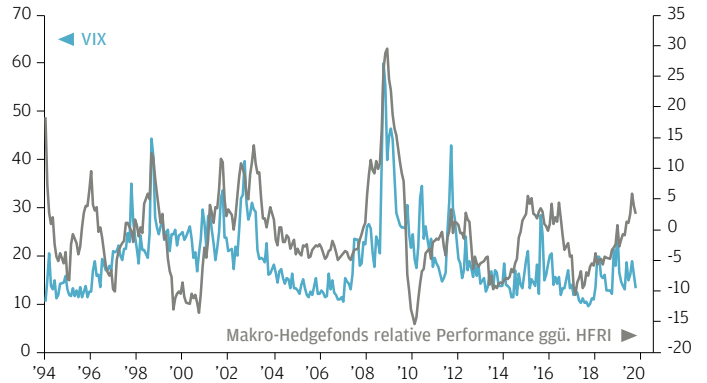
ABBILDUNG 10: ALTERNATIVE ANLAGEN

Erträge globaler Kerninfrastruktur

In %, rollierende Erträge über 4 Q. aus Einkünften und Kapitalzuwachs



Relative Performance von Makro-Hedgefonds und Volatilität
 Indexstand (links); Veränderung zum Vorjahr in % (rechts)



Quelle: (Links) MSCI, J.P. Morgan Asset Management. Infrastrukturerträge repräsentiert durch die Kategorie „geringes Risiko“ des MSCI Global Quarterly Infrastructure Asset Index. Daten zeigen rollierende Erträge eines Jahres aus Einkommen und Kapitalzuwachs Die Abbildung führt den vollständigen Indexverlauf beginnend im ersten Quartal 2009 auf. (Rechts) CBOE, Hedge Fund Research Indices (HFRI), Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Die relative Performance von Makro-Hedgefonds wird in Relation zum HFRI Fund Weighted Hedge Fund Index berechnet. VIX ist die implizite Volatilität des S&P 500 Index auf Basis der Optionspreise. Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Indikator für aktuelle und künftige Ergebnisse. *Guide to the Markets - Europa*. Stand der Daten: 31. Oktober 2019.

3. Ein Blick für das Aufwärtspotenzial

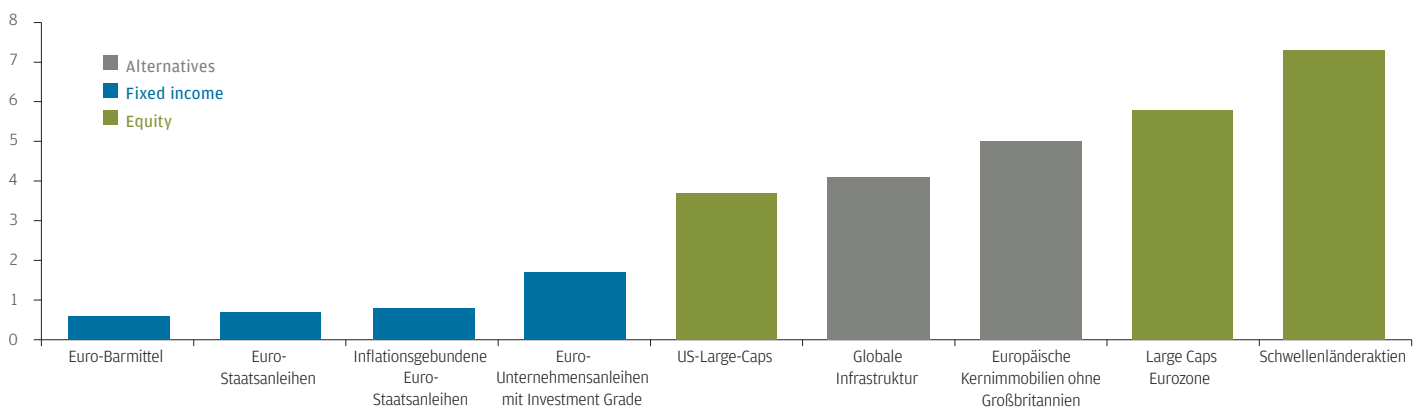
Auch wenn unser Basisszenario eher verhalten ausfällt, ist es durchaus denkbar, dass sich das geopolitische Umfeld 2020 verbessert. In diesem Fall ist es sinnvoll, ein gewisses Engagement in den Marktbereichen einzugehen, die am meisten davon profitieren würden (ähnlich wie eine Allokation in Anleihen hoher Bonität, wenn sich die Negativrisiken bewahrheiten sollten). Aus unserer Sicht würden die asiatischen Schwellenländer bei einer Einigung im Handelsstreit das deutlichste Aufwärtspotenzial verzeichnen.

Selbst wenn diese kurzfristige Einschätzung nicht zum Tragen kommt, werden die Investoren möglicherweise auch die strategischen Anlagechancen in einigen Schwellenländern in Betracht ziehen müssen, um die langfristigen Erträge zu steigern. Aufgrund des demografischen Wandels haben schlichtweg nur sehr wenige Industrieländer die nötige

Kapazität, um ein Wachstum von über 2 % zu erzielen. Die Schwellenländer - insbesondere China - sind ebenfalls vom Bevölkerungsdruck betroffen, aber die Einkommen steigen schneller und immer mehr Menschen erreichen den mittleren Einkommensstatus. Es gibt mehr Haushalte, die ihre ersten Eigenheime, Autos und Geräte erwerben und finanzielle Dienstleistungen in Anspruch nehmen. Doch eine Investition in den Schwellenländern erfordert eine sorgfältige Auswahl, und selbst dann sollten sich die Anleger auf eine höhere Volatilität einstellen. Unsere Beurteilung (siehe unsere langfristigen Kapitalmarktannahmen) kommt jedoch zu dem Ergebnis, dass das Ertragsniveau der Schwellenländer deutlich über dem der Industriestaaten liegt (**Abbildung 11**).

ABBILDUNG 11: LANGFRISTIGE KAPITALMARKTANNAHMEN 2020: ERWARTETE ERTRÄGE IN DEN NÄCHSTEN 10-15 JAHREN

In %, annualisierte Erträge in EUR



Quelle: 2020 Long-Term Capital Market Assumptions, November 2019, J.P. Morgan Multi-Asset Solutions, J.P. Morgan Asset Management. Erträge sind nominal und in EUR angegeben. Die Prognosen im obigen Diagramm basieren auf den internen langfristigen Kapitalmarktannahmen (10-15 Jahre) von J.P. Morgan Asset Management bezüglich der Renditen der großen Anlageklassen. Die daraus resultierenden Prognosen beinhalten nur die mit dem Portfolio verknüpfte Benchmarkrendite. Das Alpha der zugrunde liegenden Produktstrategien in jeder Anlageklasse wird nicht berücksichtigt. Die Annahmen sind lediglich zur Veranschaulichung dargestellt. Die in der Vergangenheit erzielte Performance und Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für aktuelle und künftige Ergebnisse. Stand der Daten: November 2019.

4. Wie die Inflation sich in 2020 negativ auf die Erträge auswirken könnte

Viele der zentralen geopolitischen Risiken wurden bereits genannt. Allerdings gibt es noch ein Szenario, das 2020 alles über den Haufen werfen könnte: die Rückkehr der Inflation. Auch wenn es nicht gerade das wahrscheinlichste Risiko ist, das uns im nächsten Jahr bevorsteht, sollte es nicht außer Acht gelassen werden, da es vom Einfluss her erhebliche Verheerungen an den Märkten zur Folge hätte; eine erneute Inflation würde die Zentralbanken daran hindern, ihre aggressive, unterstützende Geldpolitik präventiv fortzusetzen. Wenn man – wie wir – davon überzeugt ist, dass der Aktivismus der Zentralbanken wie eine steigende Flut gewirkt hat, die allen Booten Auftrieb verleiht, dann wäre die Rückkehr der Inflation mit der Ebbe gleichzusetzen. Es wäre das schlechteste aller Szenarien mit Kursverlusten für Aktien und Anleihen. Aus diesem Grund werden wir besonders aufmerksam auf etwaige Anzeichen einer erneuten Inflation achten. Somit ergibt sich ein weiteres Argument für eine Allokation in globale Infrastruktur oder andere Sachwerte, die nicht nur günstige Erträge und Diversifikationsmerkmale, sondern auch ein Polster gegen Inflationsrisiken bieten.

EIN STÄRKERER FOKUS AUF NACHHALTIGKEIT

Wahrscheinlich wird 2020 ein stärkerer Fokus auf Nachhaltigkeit in der Finanzwelt zu beobachten sein. Sparer interessieren sich zunehmend dafür, wie ihr Geld eingesetzt wird, während zahlreiche Nachhaltigkeitsthemen weit oben auf der politischen Agenda stehen. Die regulatorischen und politischen Anpassungen, die sich daraus ergeben könnten, werden unter Umständen weit reichende Folgen für die Bewertung von Kapitalanlagen nach sich ziehen. Betrachten wir folgende Beispiele:

- Künstliche Intelligenz bestimmt zunehmend die Umsatzerlöse. Eine Änderung der **Datenschutzgesetze** könnte die Verwendung personenbezogener Informationen und den Gewinnausblick in bestimmten Sektoren für Technologie und zyklische Konsumgüter signifikant beeinflussen.
- In vielen Ländern wird weiterhin ein volatiles politisches Umfeld erwartet. Die Unternehmen werden politisch und gesellschaftlich zunehmend unter Druck stehen, einen **verantwortungsvollen Kapitalismus** zu demonstrieren, was sich erheblich auf die Lohnkosten und Gewinnmargen auswirken könnte.
- Die Maßnahmen zur Senkung der **CO2-Emissionen** überschlagen sich zurzeit, da die Regierungen bemüht sind, die im Pariser Klimaabkommen vereinbarten Ziele einzuhalten. Dies bringt Herausforderungen für einige Sektoren und Unternehmen mit sich, aber auch Chancen für andere, die Teil der Dekarbonisierungslösung sind.

Anleger, die auf diesen Wandel in der politischen und regulatorischen Nachhaltigkeitsagenda nicht reagieren, könnten das Nachsehen haben. Es gibt verschiedene Möglichkeiten, um die sogenannten ESG-Faktoren (Umwelt, Soziales und Governance (Unternehmensführung)) in die Anlagestrategien einzubauen. Wer sich verstärkt in einem bestimmten Thema engagieren möchte, könnte zum Beispiel thematische Strategien in Erwägung ziehen. ESG-Strategien, bei denen die entsprechenden Informationen verfügbar sind und parallel zu anderen traditionellen Finanzkennzahlen ausgewertet werden, dienen aus unserer Sicht jedoch als Basisanforderung.

EMEA MARKET INSIGHTS STRATEGY TEAM

Karen Ward
Managing Director
Chief Market Strategist EMEA
London

Maria Paola Toschi
Executive Director
Global Market Strategist
Milan

Tilmann Galler, CFA
Executive Director
Global Market Strategist
Frankfurt

Michael Bell, CFA
Executive Director
Global Market Strategist
London

Manuel Arroyo Ozores, CFA
Executive Director
Global Market Strategist
Madrid

Hugh Kimber, CFA
Vice President
Global Market Strategist
London

Lucia Gutierrez Mellado
Executive Director
Global Market Strategist
Madrid

Jai Malhi, CFA
Associate
Global Market Strategist
London

Vincent Juvyns
Executive Director
Global Market Strategist
Luxembourg

Ambrose Crofton, CFA
Associate
Global Market Strategist
London

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 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.

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

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

Copyright 2019 JPMorgan Chase & Co. Alle Rechte vorbehalten.

LV-JPM52449 | 12/19 | DE | 0903c02a82779d1f