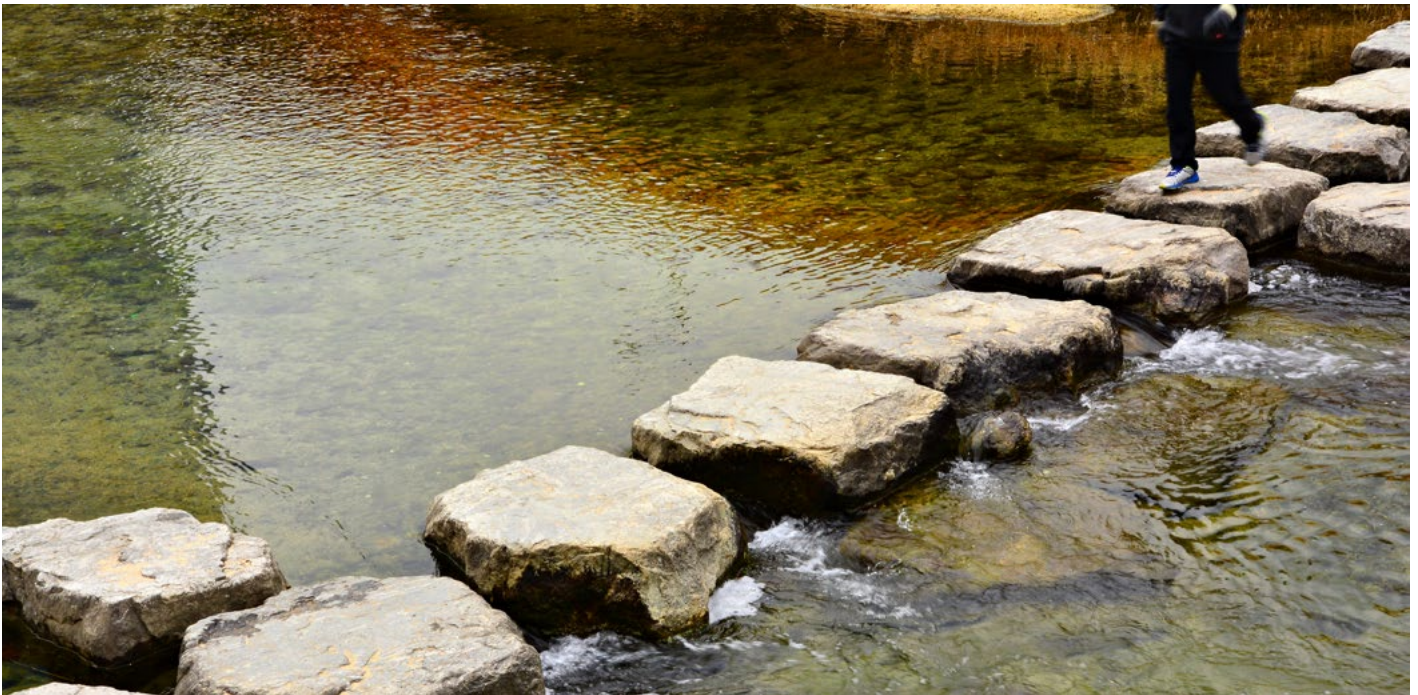


# Investment-Ausblick für das 2. Halbjahr 2024

Substanzwerte finden, Fallen vermeiden



## Autorinnen und Autoren

**Karen Ward**  
Chief Market Strategist for EMEA

**Tilmanm Galler**  
Global Market Strategist

**Maria Paola Toschi**  
Global Market Strategist

**Hugh Gimber**  
Global Market Strategist

**Vincent Juvyns**  
Global Market Strategist

**Aaron Hussein**  
Global Market Strategist

**Max McKechnie**  
Global Market Strategist

**Natasha May**  
Global Market Analyst

**Zara Nokes**  
Global Market Analyst

## Zusammenfassung

- Das globale Wachstum sollte in den bevorstehenden 12 Monaten stabil bleiben, wenngleich sich seine geografische Zusammensetzung ändern dürfte.
- Mit dem widerstandsfähigen Wachstum wird auch die Inflation bleiben, wir sehen bei den Zentralbanken aber die Bereitschaft, eine gewisse Überschreitung ihrer Ziele zu tolerieren.
- Die Zinssätze dürften in den meisten großen Regionen leicht sinken, dabei aber weiterhin erheblich über dem vor der Pandemie herrschenden Niveau liegen.
- Bei Aktien sollten Anlegerinnen und Anleger unserer Meinung nach auf Unternehmen jenseits der jüngsten Gewinner achten, da sich Erträge durch die Veränderungen der wirtschaftlichen Lage auf breiterer Basis finden lassen.
- Für Anlagen in Anleihen könnte ein Umfeld mit für längere Zeit erhöhten Zinssätzen die Quelle für Erträge aus festverzinslichen Wertpapieren verschieben, mit attraktiveren Kupons und weniger Abhängigkeit von Kapitalzuwächsen.

## Wirtschaftlicher Ausblick: Widerstandsfähigkeit bei Wachstum ... und Inflation

Zu Jahresbeginn gingen die Markterwartungen von einer (1) Beschleunigung des globalen Wachstums und der Unternehmensgewinne, (2) einem Rückgang der Inflation und (3) massiven Zinssenkungen der Notenbanken aus. Durch den Zusatz einer gewissen Euphorie bezüglich künstlicher Intelligenz bestand die Hoffnung, dass eine neue und verbesserte Version des „Goldlöffchen“-Szenarios bevorstehe. Angesichts dieser Erwartung stiegen die Anleihen- und Aktienkurse rund um den Jahreswechsel stark an.

Dass sich alle drei Erwartungen gemeinsam erfüllen würden, schien zu schön, um wahr zu sein – und das bewahrheitete sich schließlich auch. Das Wachstum war widerstandsfähig, die Inflation aber auch. Diese Dynamik kam Risikoaktiva zugute und stellte andererseits die Staatsanleihenmärkte vor Probleme, da sich die Aussicht auf große Zinssenkungen in näherer Zukunft verschlechtert hat.

### Breitere Wachstumsbasis

Das globale Wachstum sollte in den bevorstehenden 12 Monaten stabil sein, wenngleich sich seine geografische Zusammensetzung ändern dürfte.

Der Zuckerrausch der US-Konsumenten flaut ab, weil die direkten Finanzspritzen für Privathaushalte und Sparguthaben aus der Pandemie kleiner werden. Höhere Zinssätze wirken sich nicht auf die Eigenheimbesitzer aus, weil sie bei ihren Hypotheken die Zinsen auf den Tiefstständen vor der Pandemie fixiert haben. Die Kosten für ungesicherte Kreditvergaben werden aber langsam schmerzhaft.

Eine gewisse Abkühlung des Wachstums ist zu begrüßen, da die US-Konjunktur im letzten Jahr definitiv überhitzt war. Volkswirtschaften haben jedoch die unangenehme Neigung, von „zu heiß“ direkt in „zu kalt“ überzugehen. Weiche Landungen gibt es selten. Bis jetzt deutet aber nichts darauf hin, dass Probleme bevorstünden. Die Bilanzen der Unternehmen sind stark, so dass eine moderate Verlangsamung des Wachstums wahrscheinlich nicht zu einem Arbeitsplatzabbau führen wird, weshalb der Arbeitsmarkt weiter zur Konsumstärke in den USA beitragen kann.

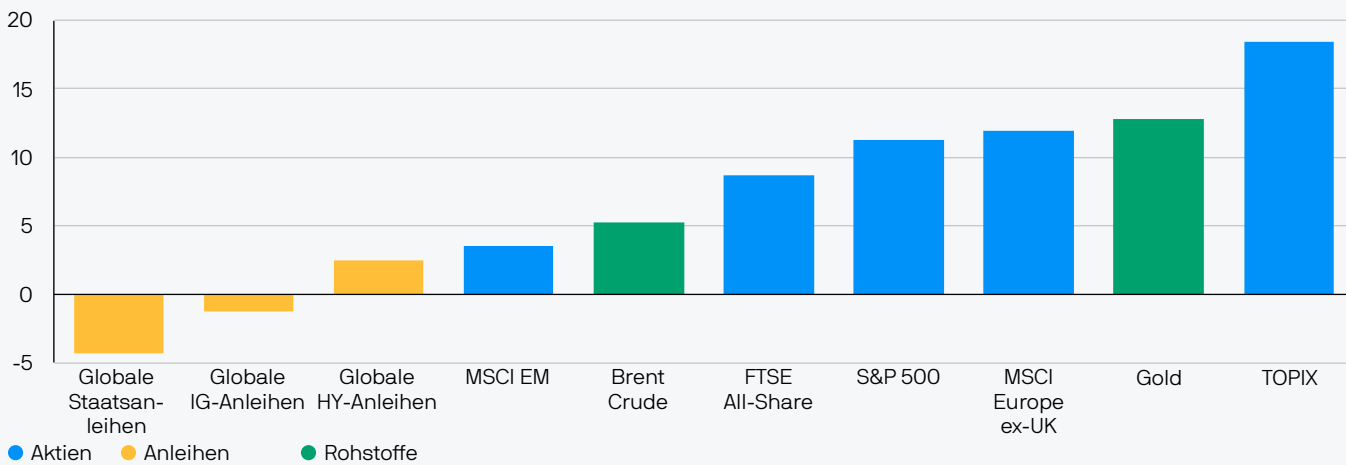
Die eine Bilanz, die in den USA deutlich weniger gesund aussieht, ist die der Regierung. Tatsächlich ist ein Teil der Widerstandsfähigkeit der US-Wirtschaft sicherlich dem gewaltigen Staatsdefizit von 6% zu verdanken. Ein derartiges Defizit hat es in einer Phase mit beispiellos geringer Arbeitslosigkeit noch nie gegeben.

Allerdings ist auffällig, dass in den politischen Diskussionen vor den US-Wahlen insbesondere das Thema der Senkung von Staatsausgaben oder von Steuererhöhungen zur Behebung dieses Defizits ausgespart wird. Tatsächlich sprechen beide Kandidaten von zusätzlichen Ausgaben und niedrigeren Steuern. Da die USA als Quelle der Reservewährung der Welt gelten, werden ihnen seit langem „exorbitante Privilegien“ zugeschrieben, die es ihnen erlauben, Defizite anzuhäufen, die sich andere Staaten nicht leisten können. Diese Privilegien scheinen jetzt bis zum Äußersten ausgenutzt zu werden, was ein Risikofaktor für das bevorstehende Jahr ist (siehe [Markt- und Risikoszenarien](#)).

Abbildung 1: Das widerstandsfähige Wachstum und die Inflation waren günstiger für Aktien als für Anleihen

Erträge seit Jahresbeginn

In %, Gesamtertritte



Quelle: Bloomberg, BofA, FTSE, ICE, LSEG Datastream, MSCI, S&P Global, TOPIX, J.P. Morgan Asset Management. Globale Staatsanleihen: Bloomberg Global Aggregate – Government; Globale IG-Anleihen: Bloomberg Global Aggregate – Corporate; Globale HY-Anleihen: ICE BofA Global High Yield. Aktien erträge werden in Landeswährung, Anleihen- und Rohstoff erträge in USD angegeben. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Daten zum 31. Mai 2024.

Während die Dynamik in den USA abnimmt, gilt in Europa das Gegenteil. Der Schock der gestiegenen Lebenshaltungskosten lässt nach und das Umfeld wird für die europäische Wirtschaft günstiger, wobei das Wachstum deutlich anzieht – wenn auch von einem sehr niedrigen Niveau. Angesichts steigender Reallöhne und des verbesserten Verbrauchervertrauens erholt sich die Nachfrage im Einzelhandel und im Dienstleistungssektor. Solide Arbeitsmärkte, ein weiterer Anstieg der Reallöhne und ein erheblicher Teil an Ersparnissen aus der Pandemiezeit, der noch zum Ausgeben verfügbar ist, können den Konsum weiter stützen.

Die langsam verlaufende Umsetzung der Investitionen aus dem Wiederaufbaufonds (insbesondere in Italien) dürfte dazu führen, dass die öffentlichen Ausgaben weiter zu dieser Erholung beitragen. Die Europäische Kommission mahnt zwar immer lauter, dass eine Rückkehr zu fiskalischer Zurückhaltung ratsam sei, dies sollte aber keine erheblichen Auswirkungen auf die Ausgabenpläne haben.

Die makroökonomischen Aussichten für stärker industrialisierte Länder wie Deutschland dürften auch durch eine Erholung der Nachfrage nach Industriegütern gestärkt werden. Die Schwäche im verarbeitenden Gewerbe in den letzten zwei Jahren ist wahrscheinlich darauf zurückzuführen, dass sich der Kostenschock auf diesen Wirtschaftssektor intensiver ausgewirkt hat und dass während der Pandemie ein Überbestand an Gütern akkumuliert wurde. Dieser Überhang scheint sich jedoch normalisiert zu haben und die Nachfrage nach Fertigwaren scheint sich weltweit zu verbessern.

Insgesamt erwarten wir nicht, dass Europa die USA überholt – wahrscheinlich werden sich die Wirtschaftsaktivitäten aber aneinander annähern.

### Die Inflation ist hartnäckig, aber erträglich

Die zentrale Frage ist aktuell, ob das in den USA stabile und in Europa aufwärts tendierende Wachstum mit einer raschen und nachhaltigen Rückkehr der Inflation auf das Zweiprozentziel vereinbar ist.

Ein großer Teil des Rückgangs der US-Inflation war der Stabilisierung der Lebensmittel- und Energiepreise zu verdanken. Diese günstigen „Basiseffekte“ haben in Europa länger auf sich warten lassen. Sie tragen nun zum Sinken der Gesamtinflation bei. Allerdings hält sich die zugrunde liegende Inflation in den USA hartnäckig bei rund 3,5%. Auch in der Eurozone und im Vereinigten Königreich scheinen die zugrunde liegenden Komponenten wie Dienstleistungen bei etwa 4% bzw. 6% im Vorjahresvergleich zu verharren.

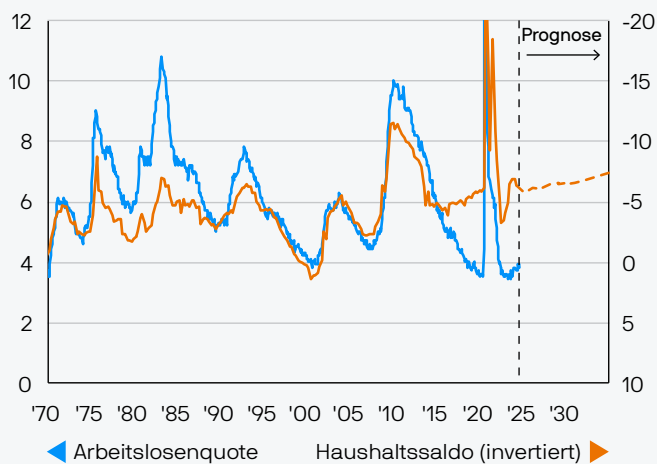
Unserer Ansicht nach dürfte diese Hartnäckigkeit der Kerninflation noch länger anhalten. Solange sich das Wachstum in den USA abkühlt und der Aufschwung in Europa moderat bleibt, herrscht aber keine Gefahr einer wesentlichen Beschleunigung der Inflation, was wichtig ist. Der Arbeitsmarkt ist stabil, überhitzt aber nicht mehr.

Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer werden nicht mehr mit dem Versprechen höherer Löhne zu Stellenwechseln verlockt wie vor einem Jahr. In Europa dürfte die übliche Indexierung dazu führen, dass die niedrigere Gesamtinflation in ein bescheidenes, langsames Lohnwachstum mündet.

**Abbildung 2: Das US-Haushaltsdefizit ist für eine boomende Wirtschaft unangenehm hoch**

#### US-Arbeitslosenquote und Staatshaushaltssaldo

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

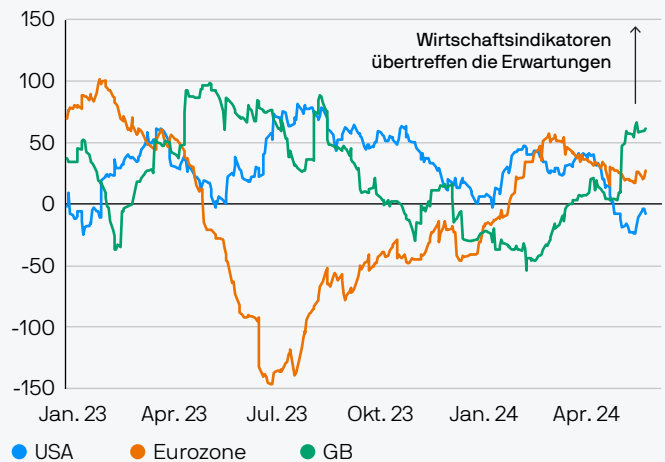


Quelle: BEA, BLS, CBO, Conference Board, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Die Prognose des Staatshaushaltssaldos stammt von CBO und beruht auf der Annahme, dass die Maßnahmen des Tax Cuts and Jobs Act von 2017, die derzeit zum Ende 2025 auslaufen, verlängert werden. Daten zum 31. Mai 2024.

**Abbildung 3: Die US-Konjunktur kühlt sich ab und Europa beginnt wieder aufzuholen**

#### Citigroup Economic Surprises Indizes

Indexwert



Quelle: Bloomberg, Citi, J.P. Morgan Asset Management. Daten zum 31. Mai 2024.



## Und auch wenn sich die Inflation hartnäckig im Bereich von 3% im Jahresvergleich halten sollte, wird sich das unserer Meinung nach für die westlichen Zentralbanken als ausreichend erweisen.

Auch wenn sich die Inflation hartnäckig im Bereich von 3% im Jahresvergleich halten sollte, wird sich das unserer Meinung nach für die westlichen Zentralbanken als ausreichend erweisen. Die Kommunikation dieser Zentralbanken in den letzten sechs Monaten hat einen tiefen Einblick in ihre Reaktionsfunktion und die Wachstumsrisiken, die sie zugunsten einer Rückkehr zu einer Inflation bei 2% tolerieren werden, gewährt. In diesem verschärften politischen Umfeld scheinen die Zentralbanken ein anhaltendes Überschreiten der Inflation als Preis dafür hinzunehmen, dass die Arbeitslosigkeit niedrig bleibt.

Wir erwarten daher, dass alle großen westlichen Zentralbanken noch vor Jahresende mit der Senkung der Zinssätze beginnen, was sie als Normalisierung der Politik von restriktiven Niveaus und nicht als Lockerung bezeichnen werden. Wenn es zu keinem Schock kommt, der das Wachstum stört, dürften die Kürzungen in den nächsten 12 Monaten nicht viel mehr als 100 Basispunkte umfassen. Die Zinsen werden also viel höher bleiben als in der Zeit vor der Pandemie.

Der jüngste Wechsel von niedrigen zu „normalen“ Zinssätzen war zwar für Investoren in Anleihen schmerzhaft, wir sollten aber im Blick behalten, dass der Ausblick jetzt für festverzinsliche Wertpapiere positiv ist. Anleihen leisten wieder, was sie sollten: angemessene regelmäßige Erträge liefern und mit Diversifizierung vor Wachstumsschocks schützen (siehe [Höheres Renditeniveau hilft Anleihen](#)). Obwohl die Zinssätze relativ hoch bleiben, sind wir der Meinung, dass es für Anlegerinnen und Anleger bessere Möglichkeiten als Cash-Anlagen gibt, um dauerhafte regelmäßige Erträge zu sichern.

Robustes Wachstum und hartnäckige Inflation sind, wenn alle anderen Faktoren gleich bleiben, positiv für die Gewinne von Unternehmen. Dieser Hintergrund dürfte im Allgemeinen die Bewertung von Risikoanlagen stützen, wir gehen aber davon aus, dass sich die Erholung der Gewinne in den kommenden 18 Monaten gleichmäßiger auf Sektoren und Regionen verteilen wird (siehe [Bewegung bei der Marktführerschaft an den Aktienmärkten](#)).

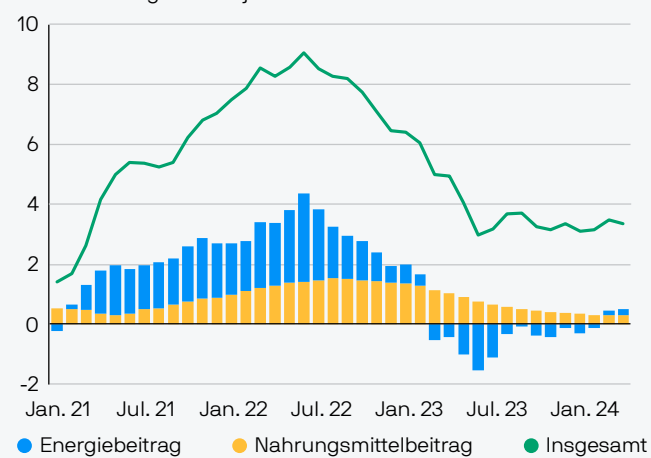
## In China fehlt immer noch ein Wachstumsmotor, doch in den anderen Schwellenländern verbessert sich die Wirtschaftsaktivität

In Asien gibt es bisher nur wenige Anzeichen für einen deutlichen Aufschwung in China. Angesichts des jüngsten Vermögensverlustes infolge des massiven Einbruchs am Aktienmarkt und des langsamen, aber kontinuierlichen Verfalls der Immobilienpreise halten sich die Verbraucherinnen und Verbraucher mit ihren Ausgaben zurück. Peking hat weitere Konjunkturmaßnahmen für das erste Halbjahr 2024 angekündigt, darunter die Abschaffung der Untergrenze für Hypothekenzinsen, ein Absenken der Anzahlungsanforderungen und vor allem die Einrichtung eines neuen Fonds, mit dem lokale Regierungen das überschüssige Wohnraumangebot aufkaufen und in

Abbildung 4: Inflation in den USA stabilisiert sich

### Aufgliederung der Gesamtinflation in den USA

% Veränderung zum Vorjahr

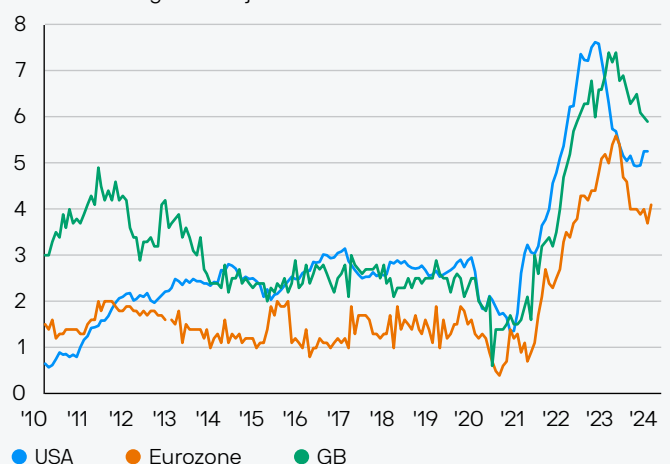


Quelle: BLS, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Daten zum 31. Mai 2024.

Abbildung 5: Die Inflation im Dienstleistungssektor bleibt hartnäckig hoch

### Inflation im Dienstleistungssektor

% Veränderung zum Vorjahr



Quelle: BLS, Eurostat, LSEG Datastream, ONS, J.P. Morgan Asset Management. Daten zum 31. Mai 2024.

erschwingliche Wohnungen umwandeln können. Angesichts des Ausmaßes der Probleme im Immobiliensektor dürften diese Schritte jedoch eher eine weitere Verschlechterung der Lage verhindern, als den Katalysator für eine spürbare Erholung zu liefern.

Die Regierung in Peking hat damit zu kämpfen, dass es ohne Erholung des Konsums keinen offensichtlichen Motor für eine starke Wachstumsbelebung gibt. Die ausbleibende Nachfrage im Inland veranlasst chinesische Unternehmen, sich auf Exporte zu konzentrieren, die einen disinflationären Impuls in der Weltwirtschaft auslösen. Dies beginnt jedoch, die westlichen Regierungen zu verärgern, und wir scheinen an der Schwelle eines neuen Handelskrieges zu stehen.

Wir werden häufig gefragt, ob die Gesamtheit der Schwellenländer (EM) erfolgreich sein kann, wenn die chinesischen Märkte schwächeln. Kurzfristig werden die üblichen Wege, über die das Wachstum in China den umliegenden Komplex üblicherweise unterstützt – z. B. durch Rohstoffnachfrage und Tourismus – weiterhin unsicher sein. Aber es gibt zyklische und strukturelle Unterstützungsfaktoren, die sich im Laufe der Zeit verstärken und die Aktivitäten in anderen Schwellenländern unterstützen könnten.

Viele Schwellenländer haben viel schneller auf den nach der Pandemie aufkommenden Preisdruck reagiert und die Inflation mit hohen Realzinsen im Griff behalten. Als Vorreiter bei den Zinsanhebungen haben sie jetzt Spielraum, die Zinsen zu senken, sobald absolut klar wird, dass der nächste Schritt der Federal Reserve eine Zinssenkung sein wird.

Darüber hinaus sind einige der Sorgen Chinas für andere Schwellenländern vorteilhaft. Es gibt inzwischen überzeugende Hinweise darauf, dass Unternehmen ihre Lieferketten in andere Volkswirtschaften verlagern, möglicherweise um sich mit „Friend-Shoring“ vor möglichen Auswirkungen weiterer geopolitischer Konflikte zu schützen. Im Jahr 2015, bevor sich die Beziehungen zwischen den USA und China verschlechterten, entfielen 21% der US-Importe auf China. Dieser Anteil ist auf 14% gesunken. Dagegen ist der Anteil Südkoreas, Vietnams, Taiwans und der ASEAN-Staaten von 11% auf 17% der US-Importe gestiegen. Mexiko ist ein weiterer wichtiger Profiteur mit einem Anstieg seines Anteils an US-Importen von 13% auf 16%.

### **Politische Risiken sind weit verbreitet, aber schwer in der Positionierung zu berücksichtigen**

Haben Konflikte und Wahlen – insbesondere in den USA – das Potenzial, diesen relativ günstigen makroökonomischen Hintergrund zu stören?

Trotz der erschütternden anhaltenden Verluste an Menschenleben in den laufenden Konflikten erkennen wir keine nennenswerten Auswirkungen auf die Wirtschaft oder Märkte. Die westlichen Wirtschaftsbeziehungen zu Russland sind jetzt völlig getrennt, und Europa hat inzwischen genug Flüssigasspeicher, dass wir uns keine Sorgen mehr über große Gaspreisspitzen im Winter machen müssen. Im Nahen Osten verfügt Saudi-Arabien unserer Meinung nach über ausreichende Ölförderkapazitäten, um einen Anstieg der Ölpreise zu verhindern, und es dürfte auch einen Anreiz

haben, entsprechend zu handeln, selbst wenn das Angebot aus dem Iran beeinträchtigt würde (siehe unsere jüngste Ausgabe von [Was bewegt Anlegerinnen und Anleger?](#)).

Die Wahlen zum Europäischen Parlament haben einen Ruck zugunsten der rechten Parteien ergeben, auf Kosten der Grünen. Dies dürfte sich zwar nicht auf kurzfristige politische Entscheidungen auswirken, es spiegelt aber die umfassendere Veränderung wider, die wir in westlichen Ländern in Form einer stärkeren Innenorientierung beobachten, bei der sie ihre nationalen Interessen auf Kosten des Handels und der freien Migration in den Vordergrund stellen, und in Form einer zögerlicheren Haltung beim Klimaschutz, weil die kurzfristigen Auswirkungen der Bepreisung von CO2 deutlicher werden.

Die Wahl im Vereinigten Königreich dürfte wohl kaum wesentliche Bewegungen an den globalen Märkten bewirken. Umfragen lassen eine Machtverlagerung von den Konservativen hin zu Labour erwarten. Die Labour-Partei ist in den letzten Jahren mehr in die Mitte gerückt, und beide Parteien leben im Schatten der von Liz Truss ausgelösten Minihaushaltskrise. Sie konzentrieren sich daher beide auf ein Narrativ haushaltspolitischer Umsicht und wirtschaftlicher Stabilität (siehe unsere jüngste Ausgabe von [Was bewegt die Anlegerinnen und Anleger](#)).

Was die US-Wahl betrifft, müssen wir mit unseren Überzeugung darüber, wie sie sich auf die US- und globalen Märkte auswirken wird, vorsichtig sein. In der jetzigen Phase wissen wir nicht genau, wer gewinnen wird oder ob er die vollständige Kontrolle über den Kongress haben wird, was die Fähigkeit zur Umsetzung der eigenen Agenda beeinflusst (siehe unsere [Infoseite zur Wahl in den USA](#)).

Wenn der ehemalige Präsident Trump das Weiße Haus zurückerobert, sollten wir uns nicht zu sehr auf eine Wiederholung der für den US-Aktienmarkt günstigen Politik verlassen. Steuersenkungen sowie Maßnahmen zur raschen Eindämmung der Migration und zur Erhöhung der Einfuhrzölle könnten allesamt Inflationssorgen und Volatilität bei Anleihen auslösen. Zölle und Streitereien über Partnerschaften im Bereich der globalen Verteidigung könnten auch die Beziehungen zwischen den USA und Europa schwächen. In der Vergangenheit haben wir jedoch eher beobachten können, dass eine externe Bedrohung Europa tatsächlich zu einer stärkeren internen Zusammenarbeit animiert.

Insgesamt warnen wir davor, Geschäfte in Erwartung des Wahlergebnisses abzuschließen, abgesehen von der Vermeidung großer Übergewichtungen in Positionen, die gefährdet sein könnten.

## Ausblick für Aktien: Bewegung bei der Marktführerschaft an den Aktienmärkten

Die Konzentration der Aktienmärkte wird zunehmend kritisch beobachtet. Seit Anfang 2023 entfallen 60% der Erträge des S&P 500 auf nur drei Unternehmen, und die Glorreichen Sieben unter den Aktien (Microsoft, Nvidia, Apple, Alphabet, Amazon, Meta und Tesla) machen nun einen erheblichen Anteil von 32% des Index aus. Auf regionaler Ebene entfällt heute ein Rekordanteil von 64% des globalen Aktienmarkts auf US-Unternehmen.

Die Marktführerschaft ist auf keinen Fall neu: Die makroökonomischen Faktoren haben in den letzten 15 Jahren fast durchgängig die USA begünstigt. Während Japan gegen die Deflation kämpfte, hatte Europa mit einer Staatsschuldenkrise und den anschließenden Sparmaßnahmen zu ringen. Die Schwellenländer mussten derweil erst mit dem „Taper Tantrum“ von 2013 und dann mit einer Reihe von Schocks in Verbindung mit China fertig werden. Im Gegensatz dazu verzeichnete die US-Wirtschaft eine lange und stetige Expansion. Steuersenkungen im Jahr 2017 lieferten zusätzlichen Rückenwind, so dass die Gewinne der US-Unternehmen viel schneller wuchsen als in anderen Regionen, was sowohl auf eine schnellere Ausweitung der Margen als auch auf ein stärkeres Umsatzwachstum zurückzuführen war.

Auch die Sektorperformance hat eine Rolle gespielt. Sinkende Anleiherenditen und schwächere Rohstoffpreise trugen dazu bei, dass die globalen Growth-Aktien von 2010 bis 2023 ihre Value-Pendants um 160 Prozentpunkte überflügelten, was Regionalindizes mit stärkerer Value-Komponente in der Sektorzusammensetzung, z. B. in Europa, vor Herausforderungen stellte.

Diese Kombination aus makroökonomischer Outperformance und Führungsrolle im Growth-Sektor hat es den Anlegerinnen und Anlegern schwer gemacht, über die jüngsten Gewinner hinauszuschauen. Die Glorreichen Sieben – und viele US-Aktien im Allgemeinen – weisen starke Margen und beeindruckende Aktionärsrenditen auf. Diese strukturellen Faktoren dürften sich zwar wahrscheinlich nicht bald ändern, es gibt aber mehrere Gründe, warum es in Zukunft zu einer Verbreiterung der Erträge an den Aktienmärkten kommen dürfte.

Erstens sieht die Streuung der Bewertungen an den Aktienmärkten derzeit extrem groß aus. Im S&P 500 werden die zehn führenden Aktien mit dem 28-fachen der Gewinnprognose für die nächsten 12 Monate gehandelt, im Vergleich zu einem Multiplikator von 19 für den Rest des Marktes. Wenn jedoch die als „KI-Architekten“ bezeichneten US-Megacaps weiter von einer starken Nachfrage profitieren, muss es an anderer Stelle im Index eine wachsende Zahl von „KI-Verbrauchern“ geben, die mit KI verbundene Vorteile realisieren – was darauf hindeutet, dass in anderen Sektoren positive Korrekturen der Gewinnprognosen bevorstehen dürften. Sollte sich der KI-Hype stattdessen als unbegründet erweisen, ist ein „Catch-down“-Szenario für die Megacaps im Vergleich zu anderen Titeln wahrscheinlicher. In jedem Fall erwarten wir, dass die Abhängigkeit der US-Aktien erträge von nur einer Handvoll Namen deutlich zurückgehen wird.

**Abbildung 6: Die Unternehmensgewinne sind in den USA stärker gestiegen als in anderen Regionen**

Vergangener Gewinn über 12 Monate

Indexniveau, im Jahr 2010 auf 100 umbasiert



Quelle: LSEG Datastream, MSCI, J.P. Morgan Asset Management. USA: MSCI USA, Global ohne USA: MSCI ACWI ex-US. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Daten zum 31. Mai 2024.

**Abbildung 7: Die Streuung der Bewertungen wirkt extrem groß**

Forward-KGV über 12 Monate

x, Multiplikator



Quelle: FactSet, MSCI, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Grundlage für die 10 größten Aktien im S&P 500 sind die 10 größten Indexbestandteile des S&P 500 zu Beginn des jeweiligen Monats. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Daten zum 31. Mai 2024.

Auf regionaler Ebene sind die von uns erwarteten günstigen wirtschaftlichen Aussichten deutlich weniger offensichtlich in die Aktienmärkte außerhalb der USA eingepreist. Die Bewertungsabschläge für Großbritannien und Europa ohne Großbritannien gegenüber den USA sind mittlerweile beinahe auf ein seit mehreren Jahrzehnten unerreichtes Rekordniveau gestiegen und lassen sich nicht allein durch die Zusammensetzung des Index erklären, da die Bewertungsabschläge gegenüber US-Pendants in fast jedem Sektor überdurchschnittlich hoch sind.

Da sich die wirtschaftliche Dynamik nun zu Gunsten Europas entwickelt, sehen die Bewertungsabstände zu groß aus. Dies gilt insbesondere für europäische Small Caps, die aufgrund ihrer Abhängigkeit von variabel verzinslichen Schulden überproportional von frühzeitigeren Zinssenkungen der Europäischen Zentralbank (EZB) profitieren werden und wo der übliche Bewertungsaufschlag gegenüber den Large Caps geschrumpft war. Jede Euro-Schwäche infolge einer relativ entgegenkommenderen Haltung der EZB könnte ein weiterer Katalysator für europäische Exporteure werden. Wir sind etwas vorsichtiger hinsichtlich der Aussichten auf eine Outperformance der asiatischen Märkte, da Chinas Konjunktur immer noch träge ist, die indischen Märkte teuer erscheinen und die japanischen Aktien bereits eine deutliche

Neubewertung hinter sich haben, wie wir in unserer jüngsten Ausgabe von Was bewegt die Anlegerinnen und Anleger darlegen.

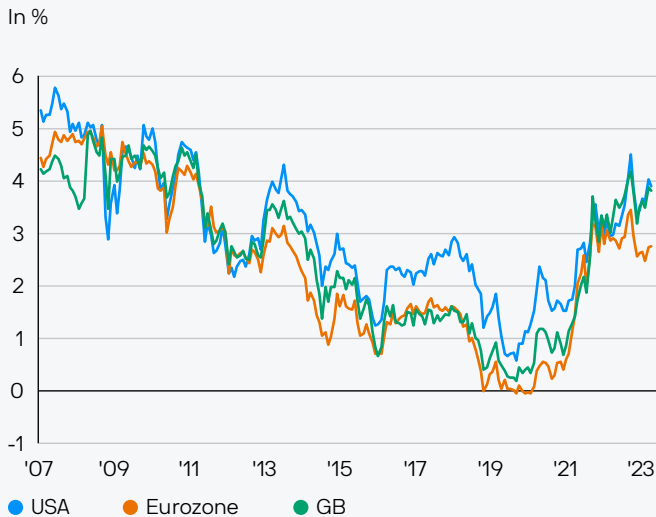
Auch das globale Zinsumfeld dürfte auch dazu beitragen, dass sich die Erträge auf alle Sektoren ausweiten. Negative Zinsen schaden in den 2010er Jahren der Rentabilität europäischer Banken, wobei die Gewinne des europäischen Finanzsektors von 2010 bis 2023 nur um 68% stiegen, verglichen mit 680% in den USA.



**Da sich die wirtschaftliche Dynamik nun zu Gunsten Europas entwickelt, sehen die Bewertungsabstände zu groß aus.**

**Abbildung 8: Die Zinssätze dürften mittelfristig erhöht bleiben**

Nominale 5y5y-Zinsswapsätze

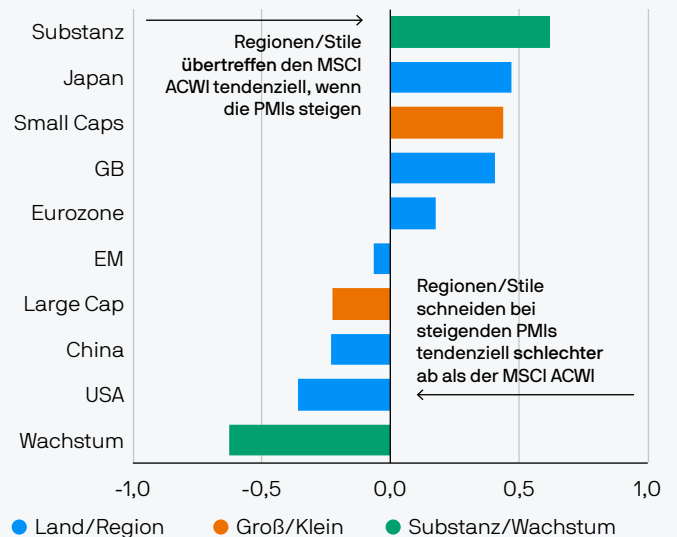


Quelle: Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. Der nominale 5y5y-Zinsswap repräsentiert die Erwartung des Marktes hinsichtlich der durchschnittlichen Fünfjahreszinssätze, beginnend in fünf Jahren. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Daten zum 31. Mai 2024.

**Abbildung 9: In der Vergangenheit fielen Reflation und höhere Zinssätze zeitlich mit einer Outperformance der Value-Sektoren zusammen**

Korrelation von Regionen und Stilen mit Renditen von US-Anleihen

10-Jahres-Korrelation der relativen Performance mit den Renditen von 10-jährigen US-Staatsanleihen



Quelle: LSEG Datastream, MSCI, J.P. Morgan Asset Management. Die Korrelationen werden zwischen der sechsmonatigen Veränderung der Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihen und der sechsmonatigen relativen Performance jeder Region und jedes Stils gegenüber dem MSCI All-Country World Index berechnet. Bei allen verwendeten Indizes handelt es sich um MSCI. Die verwendeten Value- und Growth- und Size-Indizes beziehen sich auf das Universum des MSCI All-Country World. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Daten zum 31. Mai 2024.

Eine Rückkehr zu ultra-niedrigen Zinsen erscheint höchst unwahrscheinlich, selbst wenn die Zinsen im kommenden Jahr sinken dürften. Die Marktteilnehmer scheinen diese Ansicht zu teilen, da sich die mittelfristigen Zinserwartungen überall, insbesondere in Europa, nach oben verschoben haben. Während höhere Zinssätze die Nettoszinsmargen erhöhen, kann dieser Vorteil manchmal durch größere Verlustrückstellungen neutralisiert werden, wenn Privathaushalte nicht in der Lage sind, Tilgungszahlungen zu leisten. Im heutigen Umfeld verringern die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft und des Arbeitsmarktes gegenüber höheren Zinssätzen jedoch das Verlustrisiko, weshalb für längere Zeit erhöhte Zinssätze die Gewinnaussichten für globale Finanztitel stützen sollten.

Nicht nur die Banken sollten von für längere Zeit erhöhten Zinssätzen profitieren. Wenn die Zinssätze aufgrund eines stärkeren nominalen Wachstums höher sind, dürften auch zyklische Sektoren – wie Industrie- und Grundstofftitel, die enger an die Wirtschaftsleistung gebunden sind – besser abschneiden.

Ein weiterer Aspekt, der besondere Aufmerksamkeit verdient, ist die wahrscheinlich weniger stabile negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen. Wenn in der Zukunft wirtschaftliche Schocks häufiger durch Inflationsspitzen und nicht nur durch Wachstumseinbrüche verursacht werden, werden die Argumente für ein weniger zinssensibles Portfolio stärker, um zu vermeiden, dass sowohl Aktien- als auch Anleihenallokationen gleichzeitig hart getroffen werden. Nehmen wir 2022 als Beispiel, als rohstofflastige britische Aktien zu den wenigen Vermögenswerten gehörten, die positive Gesamtergebnisse erzielten.

Die möglichen Auswirkungen der US-Wahlen gehören zu den wichtigsten Unwägbarkeiten. Die Steuersenkungen von 2017 wurden von Aktieninvestoren bejubelt, als die Gewinnprognosen im S&P 500 in den drei Monaten nach der Verabschiedung des Gesetzes um 10% zulegen. Wir glauben nicht, dass die Erfahrung von 2017–18 diesmal als Vorlage taugt. Die Finanzlage in den USA ist heute deutlich schwächer, und obwohl es möglich ist, dass Meldungen weiterer Konjunkturmaßnahmen zunächst positiv aufgenommen werden, sollte das Potenzial für eine ungeordnete Reaktion auf dem Anleihenmarkt, durch die Risikoaktiva auf breiter Front unter Druck geraten, nicht auf die leichte Schulter genommen werden.

Da die Bewertungen in den letzten Quartalen an allen Märkten gestiegen sind, dürfen die Anlegerinnen und Anleger im Hinblick auf die Aussichten für mittelfristige Erträge nicht zu viel erwarten. Die Growth-Rally in den USA hat ein festes Fundament, aber Bewertungen, Zinssätze und Korrelationen zwischen Aktien und Anleihen unterstützen alle eine Rotation bei den Spitzenwerten. Jetzt ist ein guter Zeitpunkt, die Aktienallokation zu überprüfen, um sicherzustellen, dass sie angemessen auf Erfolg unter den bevorstehenden Bedingungen eingerichtet ist und nicht an vergangenen Vorstellungen festhält.



**Die Growth-Rally in den USA hat ein festes Fundament, aber Bewertungen, Zinssätze und Korrelationen zwischen Aktien und Anleihen unterstützen alle eine Rotation bei den Spitzenwerten.**

---



## Ausblick für Anleihen: Höheres Renditeniveau hilft Anleihen

Unsere zentrale Erwartung ist, dass das Wachstum relativ widerstandsfähig sein wird, die Inflation aber auch hartnäckiger, was die Fähigkeit der Zentralbanken einschränkt, die Zinsen so zu senken, wie es die Märkte zu Beginn des Jahres erhofft hatten. Dies hat zwar zu einem weiteren Anstieg der Volatilität bei Anleihen geführt, wir sind aber grundsätzlich davon überzeugt, dass „für längere Zeit erhöhte Zinssätze“ für Investoren in Anleihen positiv sein werden.

### Zurück zu den Grundlagen

Multi-Asset-Investoren haben traditionell aus zwei Gründen in Anleihen investiert: um sich einen zuverlässigen Ertragsstrom zu sichern und sich mit Diversifizierung gegen Wachstumsschocks zu schützen. Im Jahrzehnt vor der Pandemie hatten Anleihen diese beiden Funktionen weitgehend verloren, als Inflation, Leitzinsen und die Renditen langfristiger Staatsanleihen immer niedriger wurden. Die Anlegerinnen und Anleger mussten auf noch niedrigere Zinsen und geringe Kapitalgewinne hoffen, um mit Kernanleihen überhaupt einen Ertrag zu erzielen.

Der Übergang von niedriger Inflation und niedrigen Zinssätzen zu den vor 20 Jahren möglicherweise als „normal“ wahrgenommenen Zinssätzen war zweifellos schmerzhaft. Aber nachdem dieser Schritt hinter uns liegt, sind wir der Meinung, dass die Aussichten auf Erträge für Anleihen gut sind.

In Zeiten mit „normalen“ Zinsen vor der globalen Finanzkrise machten starke Kuponzahlungen einen beträchtlichen Teil der Erträge aus, die Anlegerinnen und Anleger mit ihren Anleihen erzielten. In einem Umfeld mit längerfristig höheren Zinssätzen dürfte sich also die Quelle der Erträge aus Anleihen ändern, ohne dass diese notwendigerweise leiden. Sinkende Renditen würden zu attraktiven kurzfristigen Kapitalerträgen führen, allerdings auf Kosten einer Kannibalisierung künftiger Kuponzahlungen.

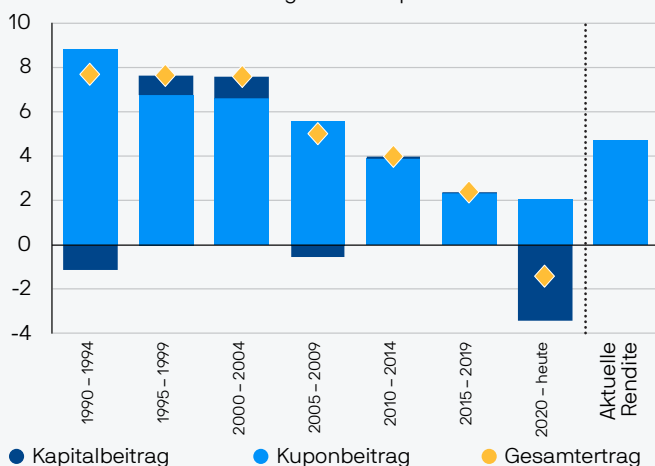


**In einem Umfeld mit längerfristig höheren Zinssätzen dürfte sich also die Quelle der Erträge aus Anleihen ändern, ohne dass diese notwendigerweise leiden.**

Abbildung 10: Anleihen sollten Erträge bieten

### Durchschnittlicher Beitrag zu den jährlichen Erträgen von US-Staatsanleihen

% Gesamtrendite und Beitrag in Prozentpunkten

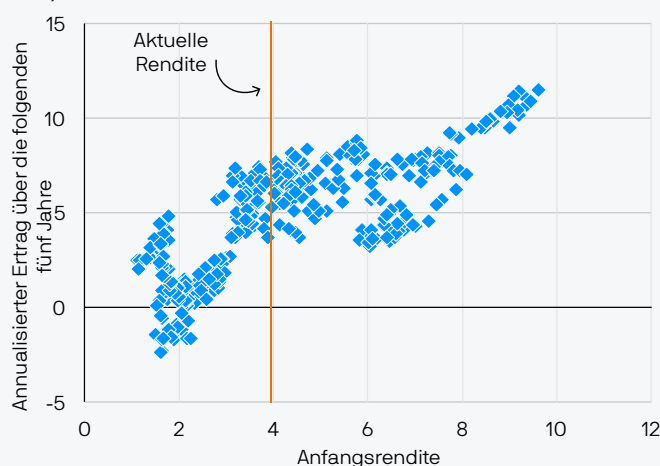


Quelle: Bloomberg, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. US-Staatsanleihen werden durch den Bloomberg US Treasury Index repräsentiert. Die Erträge ab 2020 beinhalten annualisierte Erträge seit Jahresbeginn 2024. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Daten zum 31. Mai 2024.

Abbildung 11: Hohe Anfangsrenditen haben historisch zu positiven Erträgen geführt, selbst wenn die Renditen steigen

### Anfangsrendite globaler Anleihen und anschließende annualisierte Erträge über fünf Jahre

In %, Rendite und annualisierte Gesamtrendite



Quelle: Bloomberg, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Globale Anleihen werden durch den Bloomberg Global Aggregate Index repräsentiert. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Daten zum 31. Mai 2024.

Für langfristige Anlegerinnen und Anleger sollten Kernanleihen unserer Meinung nach attraktiv sein. Obwohl die Entwicklung in der Vergangenheit noch nie ein perfekter Leitfaden für die Zukunft war, haben globale aggregierte Anleihen historisch gesehen annualisierte Renditen von 6,5% in fünf aufeinanderfolgenden Jahren und immer positive Renditen erzielt. Dies liegt daran, dass selbst in Zeiten steigender Renditen der höhere Ausgangspunkt ein gesundes Polster gegen Kapitalentwertung bietet. Für die heutigen Anlegerinnen und Anleger müssten die aggregierten Renditen globaler Anleihen von derzeit 4% auf 7% in den nächsten fünf Jahren steigen, damit die Investitionen im selben Zeitraum an Wert verlieren.

Aufgrund des widerstandsfähigen Wachstums sollten längerfristig höhere Zinsen positiv für Unternehmensanleihen sein. Es ist zu bedenken, dass die relative Höhe der Leitzinsen auf das nachweislich widerstandsfähige Wachstum zurückzuführen ist. Ist dies der Fall, werden Anleihe-segmente mit moderat erhöhtem Risiko wie substanzstarke Unternehmensanleihen oder europäische Peripherieanleihen ihre stabileren Vergleichswerte wahrscheinlich übertreffen.

Seit 2000 lag die durchschnittliche Ausfallquote bei US-High Yield in einem Jahr mit steigenden Gewinnen bei 1,6% gegenüber 4,6% in Zeiten mit rückläufigen Gewinnen. Derzeit liegt die Ausfallrate bei 1,25%. Wenn sich die Unternehmensgewinne ab jetzt nicht wesentlich verschlechtern, erwarten wir trotz niedriger Spreads eine anhaltende Outperformance von Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen. In einem Szenario mit längerfristig erhöhten Zinsen finden wir Unternehmen mit relativ hoher und stabiler Rentabilität und nicht übermäßig langen Bilanzen jedoch attraktiver.

Auf regionaler Ebene können Anlegerinnen und Anleger höhere Spreads bei europäischen High Yield-Anleihen nutzen, da die Konvergenz des Wachstums (siehe **Widerstandsfähigkeit bei Wachstum ... und Inflation**) in den USA und Europa der Region zugute kommen dürfte.

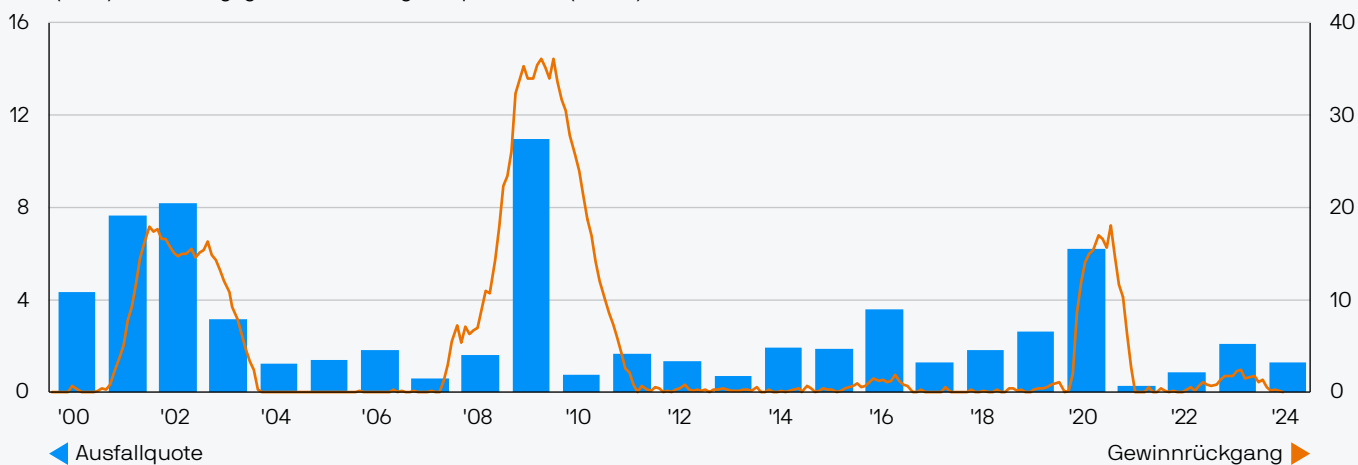
Auch Staatsanleihen aus der europäischen Peripherie sehen attraktiv aus, da sinkende Leitzinsen der EZB in der Vergangenheit eine wichtige Voraussetzung dafür waren, dass Peripherie-Anleihen in Europa besser abschneiden. Die Spreads sind in diesem Zyklus eng geblieben, was auch berechtigt ist. Die stärkeren Wachstumsaussichten, die Einführung des Transmission Protection Instrument (TPI) der Europäischen Zentralbank und die Finanztransfers aus dem EU-Konjunkturfonds sollten die Stabilität der Staatshaushalte in Italien und Spanien, insbesondere im Verhältnis zu Kerneuropa, unterstützen.

Frankreichs Verschuldung ist in den letzten fünf Jahren erheblich gestiegen, und die bevorstehenden Wahlen sind teilweise ein Test dafür, ob die französische Bevölkerung die Reformen von Präsident Macron unterstützt, mit denen Frankreich auf den Weg zu mehr Nachhaltigkeit gebracht werden sollte. Auch die Position Deutschlands als Vorbild für haushaltspolitische Sparsamkeit wird durch die Umgehung der Schuldenbremse mit Sonderfinanzierungsmitteln und durch das Ignorieren von EU-Verbindlichkeiten untergraben. Diese Faktoren haben alle zu einer Niveauekorrektur bei den Spreads beigetragen und könnten die Spreads trotz höherer Gesamrenditen nachhaltig eng halten, was es der Peripherie ermöglichen würde, durch eine Spreadverengung aufgrund leicht fallender Zinsen weiterhin eine Outperformance zu erzielen.

Abbildung 12: Die Ausfallquoten sind tendenziell niedrig, wenn die Gewinne steigen

US-HY-Ausfallquoten und Gewinnabnahmen im S&P 500

In % (links); % Verlust gegenüber vorherigem Spitzenwert (rechts)



Quelle: IBES, J.P. Morgan Securities Research, LSEG Datastream, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Die Ausfallquote für 2024 entspricht den letzten 12 Monaten. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuellen oder zukünftigen Erträge. Daten zum 31. Mai 2024.



## Aufgrund des widerstandsfähigen Wachstums sollten längerfristig höhere Zinsen positiv für Unternehmensanleihen sein.

---

Während unser Basisszenario für Anleihen optimistisch ist, sind wir uns der Risiken nach wie vor bewusst. Die Renditekurven sind in der gesamten westlichen Welt invertiert, und wir würden erwarten, dass sie sich normalisieren, vor allem durch ein Sinken der kurzfristigen Renditen im Rahmen der allmählichen Lockerung der Geldpolitik durch die Notenbanken. Weil auf den Zinsmärkten so viele Zinssenkungen eingepreist wurden, könnten expansive fiskalpolitische Maßnahmen und die hartnäckige Inflation jedoch zu Störungen am langen Ende der Kurve führen.

Unserer Ansicht nach ist der Weg zur Normalisierung der Zinsen nicht so breit oder glatt, wie die derzeitige geringe Marktvolatilität vermuten lässt, und die Einrichtung eines hohen Laufzeitrisikos wirkt nicht attraktiv, da die Mitte der Kurve bessere Risiko-Ertrags-Aussichten für die nächsten 6 bis 12 Monate bietet. Während das absolute Renditeniveau US-Staatsanleihen gegenüber europäischen Staatsanleihen oder britischen Gilts favorisiert, birgt die größere Wahrscheinlichkeit eines fiskalischen Fehltritts in den USA höhere Risiken im Zusammenhang mit unserem Basisszenario. Wir erwarten nicht, dass sich die europäischen oder britischen Anleihemärkte vollständig von den US-Renditebewegungen abkoppeln, aber unsere höhere Überzeugung vom Verhalten der Zentralbanken auf dieser Seite des Atlantiks bedeutet, dass wir die Duration in Europa und Großbritannien auf relativer Basis bevorzugen.

Nach zwei schmerzhaften Jahren sind Anleihegläubigerinnen und -gläubiger verständlicherweise nervös, was Verzögerungen bei den lang erwarteten Zinssenkungen der Notenbanken angeht. Aber selbst wenn die Zinsspitze eher in ein Plateau übergehen sollte, dürften die Aussichten vom jetzigen Zeitpunkt an für Anleiheninvestoren attraktiv sein.

## Ausblick für alternative Anlagen: Alternatives bleiben alternativlos

Es gibt vier Veränderungen in der Welt, die unserer Meinung nach problematisch für die risikobereinigten Erträge sind, die Anlegerinnen und Anleger bei einem Wechsel zu einem Portfolio mit ausschließlich börsengehandelten Vermögenswerten erzielen können. Bei diesen Veränderungen handelt es sich um eine geringfügig höhere unerwartete Inflation, Schübe der kostentreibenden Inflation, die sich verändernde Struktur der Kapitalmärkte und die Energiewende.

### Schutz vor Inflation

Die ersten beiden Themen beziehen sich auf den Inflationsausblick.

Die Inflation dürfte im Durchschnitt moderat höher ausfallen als vor der Pandemie. Es ist zu erwarten, dass die Nachfrage etwas kräftiger wird, wobei Sparmaßnahmen in den politischen Diskussionen weniger stark vertreten sind, während die Fragmentierung des Handels und Re-Shoring wahrscheinlich zu einer bescheidenen Warenpreis-inflation führen werden, im Gegensatz zu der über 20 Jahre andauernden Desinflation in den westlichen Volkswirtschaften vor der Pandemie.

Im Allgemeinen würden wir eine leicht höhere Inflation, die durch eine stärkere Nachfrage verursacht wird, als „gute Inflation“ bewerten, und die Unternehmensgewinne würden von ihr begünstigt. Jede unvorhergesehene Inflation untergräbt jedoch die Realerträge von Anleihen. Im Gegensatz dazu bieten Anlagen in Sachwerte wie Immobilien tendenziell langfristigen Schutz vor einer leicht höheren Inflation.

Volkswirtschaften könnten jedoch aufgrund einer stärkeren Fragmentierung von Geopolitik, Handel und Energiesystemen auch zunehmend einer „schlechten Inflation“ (durch Kostenschocks) ausgesetzt sein. Wie uns 2022 gelehrt hat, vertragen weder Anleihen noch Aktien eine durch Kosten verursachte Inflation gut. Alternative Vermögenswerte wie Transport, Holz und private Kerninfrastruktur können einen echten Inflationsschutz bieten, wenn nur wenige Zufluchtsorte zu finden sind. Während Kernanleihen nach wie vor ein Portfolio vor Wachstumsschocks schützen, können diese alternativen Vermögenswerte zum Schutz eines Portfolio vor Kostenschocks beitragen.

### Veränderungen der Kapitalmärkte und Modernisierung der Infrastruktur

Die nächste Art der Veränderung in der Welt hat weniger mit dem makroökonomischen Hintergrund zu tun, sondern mehr mit der Struktur der Kapitalmärkte. Immer mehr Unternehmen entscheiden sich entweder dafür, in privater Hand zu bleiben, oder gehen in viel späteren Entwicklungsstufen an die Börse. Anlegerinnen und Anlegern im Small-Cap-Aktienuniversum entgehen daher einige der Erträge aus frühen Entwicklungsstufen, die sie früher möglicherweise erzielt hätten. Damit werden Private-Equity- und Private-Credit-Anlagen zu wichtigen Allokationsalternativen. Viele der spannenden Neuentwicklungen in den Bereichen der künstlichen Intelligenz und des Gesundheitswesens werden beispielsweise auf privaten Märkten gehandelt.

Während Klimaziele bereits eine dramatische Modernisierung unserer inländischen Infrastruktur erfordern, hat die derzeitige Konzentration auf Energiesicherheit ein neues Gefühl der Dringlichkeit für die Energiewende hervorgerufen. Da viele Regierungen über einen begrenzten haushaltspolitischen Spielraum verfügen, wird es wahrscheinlich eine Menge Regulierung und Subventionen zur Unterstützung privater Lösungen geben, was zahlreiche Möglichkeiten für Investitionen in die Kerninfrastruktur bietet.

Es besteht kein Zweifel daran, dass alternative Anlageklassen mit zusätzlicher Komplexität und Illiquidität einhergehen. Doch unserer Ansicht nach sind Alternativen unverzichtbar für den Aufbau eines Portfolios, das für diese Veränderungen in der Welt bereit ist.

Abbildung 13: In einer Welt im Wandel werden alternative Anlagen gebraucht



Quelle: J.P. Morgan Asset Management, Juni 2024.

## Sicherung solider Erträge über Geldmarkt hinaus

Die höheren Zinssätze der Bank of England (BoE) und der Europäischen Zentralbank (EZB) in Verbindung mit der scheinbaren Sicherheit von Barmitteln locken europäische Anlegerinnen und Anleger in bargeldähnliche Instrumente wie Geldmarktfonds und Bargeldeinlagen.<sup>1</sup>

Damit verpassen sie jedoch potenziell bessere Möglichkeiten, attraktive langfristige Erträge zu erzielen. Obwohl andere Instrumente als Barmittel mit einem Kapitalrisiko verbunden sind, kann die Kombination von Aktien und Anleihen unserer Ansicht nach diese Risiken ausgleichen und zu Erträgen führen, die sich langfristig auf einem höheren Niveau halten lassen, und sie bieten ein Potenzial für Kapitalgewinne.



**Anlegerinnen und Anleger, die auf Barmittel setzen, verpassen potenziell bessere Möglichkeiten, attraktive langfristige Erträge zu erzielen.**

### Kupons im Vergleich

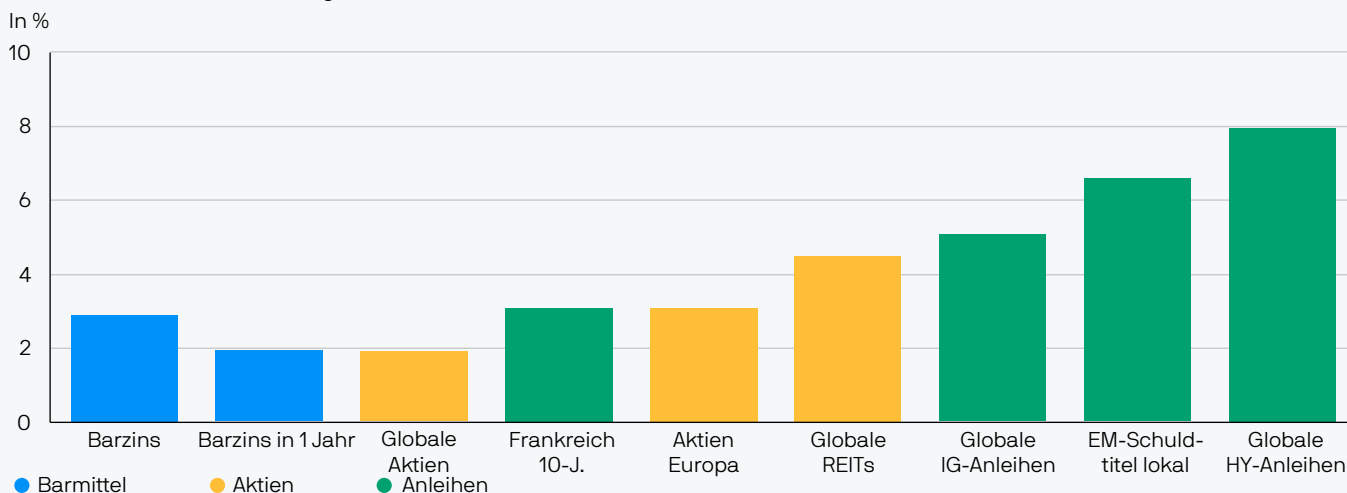
Die Erträge von rund 3% aus Bareinlagen in der Eurozone und 4% in Großbritannien sind optisch ansprechend, wenn man die Zinssätze betrachtet, die in den letzten zehn Jahren größtenteils verfügbar waren. Allerdings ist es unwahrscheinlich, dass die Verzinsung von Bareinlagen so hoch bleibt. Der Markt geht davon aus, dass die Leitzinsen bis Anfang 2026 sowohl in der Eurozone als auch in Großbritannien um rund 100 Basispunkte fallen.

Ausschüttungsorientierte Anlegerinnen und Anleger sollten nach dauerhafteren Quellen von Cashflow Ausschau halten. Da die Renditekurven derzeit invertiert sind, scheint es wenig Anreiz zu geben, nur wegen der Kupons in längerlaufende Staatsanleihen zu investieren. Bei Unternehmensanleihen und Aktien sind die Erträge jedoch bedeutend höher. Darüber hinaus erwarten wir, dass diese Erträge beibehalten werden können. Bei Investment-Grade-Unternehmensanleihen wirkt sich das Risiko von Ausfällen und damit das Ausbleiben von Kuponzahlungen gering aus (siehe [Höheres Renditeniveau hilft Anleihen](#)).

Wir gehen davon aus, dass an den Aktienmärkten die Dividenden in den kommenden Monaten eher steigen als sinken, da die Auszahlungsquoten noch unter dem Niveau vor COVID liegen. Dividenden waren in der Vergangenheit ein stabiler Teil der Eigenkapitalerträge.

Abbildung 14: Barzinsen wirken derzeit optisch attraktiv

Renditen verschiedener Anlageklassen



Quelle: Bloomberg, ECB, FTSE, ICE BofA, J.P. Morgan Economic Research, LSEG Datastream, MSCI, J.P. Morgan Asset Management. Die folgenden Indizes werden berücksichtigt: Globale IG-Anleihen: Bloomberg Global Aggregate – Corporate; Globale HY-Anleihen: ICE BofA Global High Yield Index; EM-Schuld-titel lokal: J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified; Aktien Europa: MSCI Europe; Globale Aktien: MSCI ACWI; Globale REITs: FTSE NAREIT. Der Barzins in einem Jahr wird anhand der Markterwartungen für Leitzinsen unter Verwendung von OIS-Forwards berechnet. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Daten zum 31. Mai 2024.

<sup>1</sup> Quelle: BoE, EZB und die European Fund and Asset Management Association.

Und schließlich können Anlegerinnen und Anleger ohne unmittelbaren Liquiditätsbedarf alternative Anlageklassen wie Transport oder Immobilien in Betracht ziehen, während die öffentlichen Märkte zahlreiche Ertragsmöglichkeiten bieten. Diese Vermögenswerte werden in der Regel im Rahmen langfristiger Kontrakte gehandelt, die über längere Zeiträume vorhersehbare Ertragsströme bieten. Die durch alternative Anlageklassen generierten Erträge sind oft auch explizit an die Inflation gebunden, wodurch die realen Erträge geschützt werden, im Gegensatz zu Erträgen aus Baranlagen, die durch unerwartete Inflation untergraben werden können.

### Wie steht es mit dem Kapitalrisiko?

Selbst wenn die Erträge aus dieser Reihe von Anlageklassen überzeugend erscheinen, ist das Kapital natürlich gefährdet. Eine Quelle des Kapitalrisikos, die Anlegerinnen und Anleger häufig abschreckt, sind das geopolitische Risiko und die bleibende Gefahr einer Rezession. Sollte jedoch ein solches Risiko eintreten, würden die Barzinsen rasch gesenkt, da die Zentralbanken auf Wachstum reagieren, was die Preise für längerfristige Anleihen deutlich in die Höhe treiben würde. Anlegerinnen und Anleger, die sich um dieses Risiko sorgen, wären daher wahrscheinlich besser beraten, einen Korb hochwertiger Kernanleihen zu halten, als in Barmittel anzulegen.

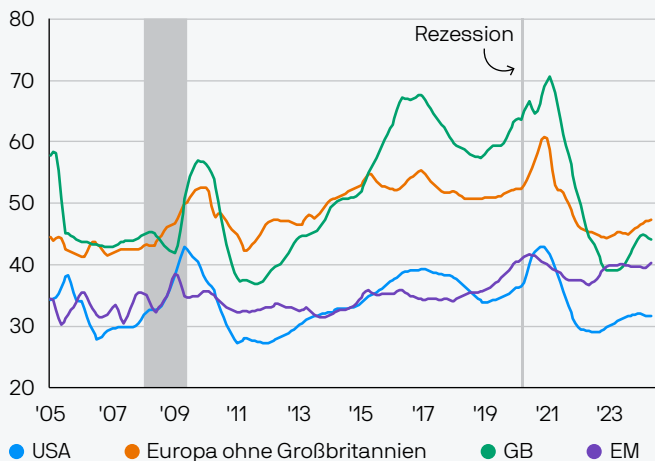
Anlegerinnen und Anleger könnten sich auch Sorgen über hohe Bewertungen an den Risikomärkten machen. Wir erwarten jedoch, dass sich die Unternehmensgewinne in einem bescheidenen Aufschwung befinden (siehe **Bewegung bei der Marktführerschaft an den Aktienmärkten**), der sich auf alle Regionen ausweiten wird. Daher sollte es keinen deutlichen Abschwung an den Aktienmärkten geben. Eine Ausschüttungsorientierung würde traditionell zu einer Bevorzugung von Europa, Value-Aktien und defensiven Sektoren führen, derzeit gibt es aber weltweit und sektorübergreifend Möglichkeiten für Dividendenanlagen, mit denen eine Diversifizierung gegen länderspezifische Risiken möglich wird.

Die Kombination von Aktien und Anleihen bietet daher die Möglichkeit, ein Portfolio aufzubauen, das attraktive Erträge bietet und die Anlegerinnen und Anleger besser vor dem Spektrum der Aufwärts- und Abwärtsrisiken schützt, die derzeit zu berücksichtigen sind.

**Abbildung 15: Bei niedrigen Ausschüttungsquoten ist es wahrscheinlicher, dass Dividenden steigen als fallen**

#### Dividendenauszahlungsquoten

In %, gleitender Dreimonatsdurchschnitt



An den Aktienmärkten werden die Dividenden in den kommenden Monaten eher steigen als sinken, da die Ausschüttungsquoten noch unter dem Niveau vor COVID liegen.

Quelle: FTSE, LSEG Datastream, MSCI, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. USA: S&P 500; Europa ohne Großbritannien: MSCI Europe ex-UK; Großbritannien: FTSE 100; EM: MSCI EM. Die Dividendenauszahlungsquote bildet die Dividende pro Aktie über 12 Monate, geteilt durch den Gewinn je Aktie über 12 Monate ab. Eine Rezession wird anhand der Daten des US National Bureau of Economic Research (NBER) zum Geschäftszyklus definiert. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Daten zum 31. Mai 2024.

## Markt- und Risikoszenarien

Unser gesamtwirtschaftliches Argument für die nächsten 18 Monate sieht widerstandsfähiges globales Wachstum und eine hartnäckige Inflation vor. Der immer schmalere Pfad zum Umgang mit diesem zentralen globalen Wirtschaftsszenario birgt zweiseitige Risiken. Für Anlegerinnen und Anleger macht diese Umgebung noch einmal die Bedeutung gut diversifizierter Portfolios mit Aktien, Anleihen und alternativen Anlagen deutlich.

### Solides Wachstum, hartnäckige Inflation (Basisszenario)

**Makro:** Das Wachstum ist weltweit nach wie vor widerstandsfähig, wobei sich regionale Stärken verlagern. Die US-Wirtschaft kühlt sich leicht ab, während sich die Wirtschaftstätigkeit in Europa belebt. Die Inflation bleibt hartnäckig, dürfte aber nicht wieder steigen. Die Zinssätze werden moderat gesenkt, größere Zinssenkungen sind jedoch nicht erforderlich.

**Märkte:** Dieses Szenario unterstützt einen Aufholprozess bei den Bewertungen in den zurückgebliebenen Segmenten des Aktienmarktes, insbesondere in Europa. Anleihen sind wichtig, da sie in einer Welt mit längerfristig erhöhten Zinssätzen für Erträge sorgen. Angesichts der Inflation und der fiskalischen Risiken in den USA wird Duration in Europa ggü. den USA bevorzugt.

### Rezession

**Makro:** Die Volkswirtschaften der Industrieländer rutschen in eine milde Rezession, wenn es weiter zu langen und variablen Verzögerungen der geldpolitischen Straffung kommt und/oder politische Unsicherheit das Vertrauen schädigt. Die Zinssätze werden zur Stützung der Konjunktur deutlich stärker gesenkt, als es derzeit der Fall ist.

**Märkte:** Moderate Abwärtsrisiken für Aktien. Auf Substanzstärke und Erträge ausgerichtete Strategien schneiden besser ab. Positives Umfeld für die Kernanleihen.

### Überhitzung

**Makro:** Das Wachstum in den USA kühlt sich nicht ab, und eine umfassendere Beschleunigung des globalen Wachstums lässt die Inflation schneller steigen. Die Wahl in den USA könnte den Inflationsdruck verstärken, wenn eine strenge protektionistische und einwanderungsfeindliche Politik verfolgt wird. Die Zinssätze steigen noch weiter an, um den Inflationsdruck auszugleichen.

**Märkte:** Negative Rahmenbedingungen für Aktien. Steigende Renditen bei festverzinslichen Kernanleihen führen zu Verlusten, da die Korrelationen zwischen Aktien und Anleihen positiv bleiben. Sachwerte und Rohstoffstrategien schneiden besser ab als Barmittel, während Hedgefonds, die von höherer Volatilität profitieren können, ebenfalls eine gute Performance aufweisen.

### Produktivitätsboom

**Makro:** Das Wachstum beschleunigt sich durch einen auf KI gestützten Produktivitätsboom. Gleichzeitig fällt die Inflation auf 2% zurück, wodurch die Zinssätze trotz des starken Wachstums allmählich sinken können.

**Märkte:** Sehr positives Umfeld für Aktien, insbesondere in den USA. Catch-up-Effekt bei US-Aktien, die nicht zu den Glorreichen Sieben gehören. Akzeptables Umfeld für Anleihen, da die Zinssätze der Zentralbanken allmählich sinken, die Kreditspreads jedoch eng bleiben.

## Autorinnen und Autoren



**Karen Ward**  
Chief Market Strategist  
for EMEA



**Tilmann Galler**  
Global Market Strategist



**Maria Paola Toschi**  
Global Market Strategist



**Hugh Gimber**  
Global Market Strategist



**Vincent Juvyns**  
Global Market Strategist



**Aaron Hussein**  
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 ihrer Tochtergesellschaften zu, sich an einer der in diesem Dokument erwähnten Transaktionen zu beteiligen. Alle verwendeten Beispiele sind generisch und hypothetisch und dienen ausschließlich der Veranschaulichung. Dieses Material enthält keine ausreichenden Informationen, um eine Anlageentscheidung zu unterstützen, und Sie sollten sich bei der Beurteilung der Vorzüge einer Investition in Wertpapiere oder Produkte nicht darauf verlassen. Darüber hinaus sollten Investorinnen und 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. Anlegerinnen und Anleger sollten sicherstellen, dass sie vor einer Investition alle verfügbaren relevanten Informationen erhalten. 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. Wir weisen darauf hin, dass der Wert und die Rendite von Anlagen Schwankungen unterliegen können, die u. a. auf den jeweiligen Marktbedingungen und Steuerabkommen beruhen, und dass die Anlegerinnen und Anleger das investierte Kapital unter Umständen nicht in vollem Umfang zurück erhalten. 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: [am.jpmorgan.com/global/privacy](https://am.jpmorgan.com/global/privacy). Diese Informationen werden von den folgenden Einrichtungen veröffentlicht: In den USA von J.P. Morgan Investment Management Inc. oder J.P. Morgan Alternative Asset Management, Inc., jeweils reguliert durch die Securities and Exchange Commission; in Lateinamerika nur für vorgesehene Empfänger, gegebenenfalls durch lokale Unternehmen von J.P. Morgan; in Kanada nur für institutionelle Kunden von JPMorgan Asset Management (Canada) Inc., das als Portfoliomanager und steuerbefreiter Wiederverkäufer in allen kanadischen Provinzen und Territorien mit Ausnahme Yukons und ebenfalls als Investmentfondsmanager in Britisch-Kolumbien, Ontario, Quebec und Neufundland und Labrador registriert ist. Im Vereinigten Königreich von JPMorgan Asset Management (UK) Limited, die von der Financial Conduct Authority zugelassen ist und reguliert wird; in anderen europäischen Ländern von JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l. Im Asien-Pazifikraum („APAC“) von den folgenden ausgebenden Stellen und in den jeweiligen Ländern, in denen sie primär reguliert werden: JPMorgan Asset Management (Asia Pacific) Limited, JPMorgan Funds (Asia) Limited oder JPMorgan Asset Management Real Assets (Asia) Limited, jeweils reguliert durch die Securities and Futures Commission of Hong Kong; JPMorgan Asset Management (Singapore) Limited (Co. Reg. No. 197601586K), wobei diese Anzeige oder Veröffentlichung nicht von der Monetary Authority of Singapore überprüft wurde; JPMorgan Asset Management (Taiwan) Limited; JPMorgan Asset Management (Japan) Limited, Mitglied der Investment Trusts Association, Japan, der Japan Investment Advisers Association, Type II Financial Instruments Firms Association und der Japan Securities Dealers Association und reguliert von der Financial Services Agency (Registernummer „Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firm) No. 330“); in Australien nur an Wholesale-Kunden im Sinne von Artikel 761A und 761G des Corporations Act 2001 (Commonwealth) von JPMorgan Asset Management (Australia) Limited (ABN 55143832080) (AFSL 376919). Für alle anderen Märkte im Asien-Pazifikraum richtet sich dieses Dokument nur an vorgesehene Empfängerinnen und Empfänger. Nur für die USA: Wenn Sie eine Behinderung haben und beim Lesen der Unterlagen Unterstützung benötigen, rufen Sie uns bitte unter der Nummer 1-800-343-1113 an. Wir helfen Ihnen gern.

Copyright 2024 JPMorgan Chase & Co. Alle Rechte vorbehalten.

Bildquelle: Shutterstock.

LV-JPM54822 | 06/24 | DE | 09ix232706111553