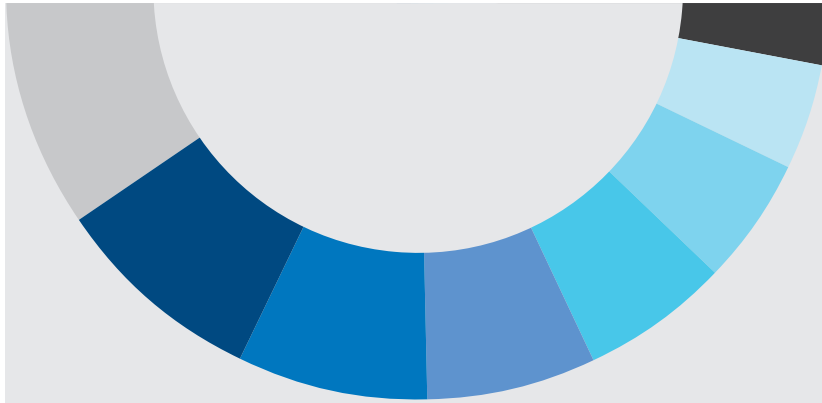


Long-Term Capital Market Assumptions 2021

25. Jährliche Ausgabe | Executive Summary



Bewährte Langfrist-
betrachtungen für
stärkere Portfolios

ZUSAMMENFASSUNG

- Die globale Pandemie von 2020 führte nicht nur zur heftigsten Rezession, sondern auch zur schnellsten Erholung aller Zeiten. Mit Beginn des neuen Konjunkturzyklus erwarten wir, dass der umfassende Einsatz geld- und fiskalpolitischer Anreize einen bleibenden Eindruck hinterlassen wird.
- Während die engere Abstimmung der geldpolitischen und fiskalischen Unterstützung den neuen Zyklus vom vorherigen unterscheidet, reichen viele wichtige Aspekte über die reinen Konjunkturzyklen hinaus. Themen wie der Klimawandel, die alternde Bevölkerungsstruktur und die Verbreitung von Technologien beeinflussen die Volkswirtschaften und Anlagemärkte nach wie vor. Teilweise wurden sie durch den pandemiebedingten Umbruch vielleicht sogar noch verschärft.
- Trotz des abrupten Endes des letzten Zyklus und des massiven wirtschaftlichen Schocks sind unsere langfristigen Wachstums- und Inflationsprognosen kaum verändert. Rund um unsere Punktprognosen konstatieren wir jedoch eine stärkere und flachere Verteilung der Extremrisiken.
- Die Ertragsprognosen für die klassischen Kapitalmärkte sinken unterdessen stark: Der niedrige Ausgangspunkt der Renditen eröffnet düstere Aussichten für Staatsanleihen, während Aktien unter den erhöhten Bewertungen leiden. Unternehmens- und Schwellenländeranleihen bleiben ein Lichtblick, aber Anleger müssen zunehmend alternativen Vermögenswerten in ihre Allokation einbeziehen, um höhere Renditen zu erzielen.
- Im weiteren Verlauf der 2020er-Jahre wird also ein neues Portfolio für das neue Jahrzehnt zu entwickeln sein. Mit einem erweiterten Spektrum der Anlagemöglichkeiten und der Erkenntnis, dass wirklich sichere Vermögenswerte keine Erträge mehr bieten, müssen Anleger die ihr Portfolio effizienter gestalten, um ihre Renditeziele erreichen zu können.

EIN NEUES PORTFOLIO FÜR EIN NEUES JAHRZEHT

Unmittelbar nach einer akuten Krise fällt es mitunter schwer, über die aktuelle Nachrichtenlage hinauszublicken und langfristig zu denken. Da die globale Pandemie weiterhin die Schlagzeilen beherrscht, ist diese Aufgabe umso anspruchsvoller – aber auch umso wichtiger.

In der 25. Ausgabe unserer Long-Term Capital Market Assumptions (LTCMA) haben wir uns genau das vorgenommen: Wir abstrahieren von den Herausforderungen der nahen Zukunft und berücksichtigen die langfristigen Konsequenzen der COVID-19-Krise, insbesondere die Frage, wie sich die Maßnahmen zu ihrer Bewältigung auf den neuen Konjunkturzyklus auswirken werden. Außerdem betrachten wir einige der Aspekte, die über die Pandemie hinausgehen und das wirtschaftliche Umfeld nachhaltig prägen.

Vielleicht ist es überraschend, dass wir weltweit nur sehr geringe dauerhafte Folgen für die nominale Wirtschaftstätigkeit erwarten. Unsere zentralen Wachstums- und Inflationserwartungen (**ABBILDUNG 1A**) weichen kaum von unseren Vorjahresprognosen ab.

Ähnlich wie ein Schwan, der anmutig über das Wasser zu gleiten scheint, während er unter der Oberfläche unsichtbar, aber kräftig mit den Füßen paddelt, leisten die politischen Entscheidungsträger – Zentralbanken und Regierungen – indes ganze Arbeit, um das Vorwärtsgleiten der Wirtschaft aufrechtzuerhalten.

Wir glauben, dass ihre politischen Maßnahmen bis weit in das kommende Jahrzehnt hineinwirken werden. Zentralbanken wie die Federal Reserve (Fed) schaffen bereits neue Rahmenbedingungen¹, um die Wirtschaft über einen längeren Zeithorizont zu steuern.

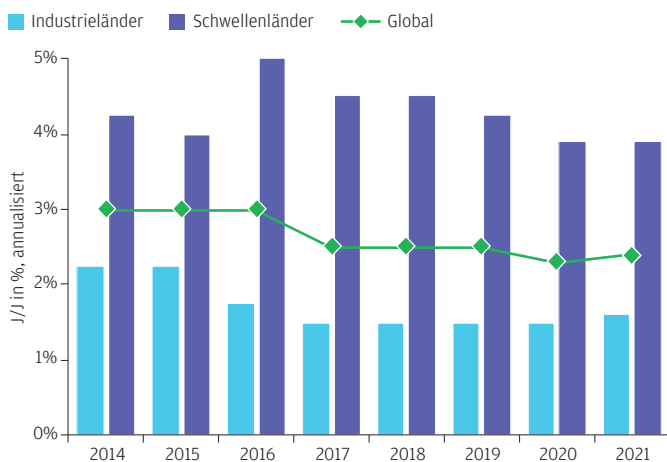
Insbesondere erwarten wir, dass fiskalische Eingriffe auch im neuen Zyklus ein politisches Instrument bleiben werden. Die Abstimmung der Geld- und Fiskalpolitik in die gleiche unterstützende Richtung ist vielleicht der größte strukturelle Unterschied zwischen diesem neuen und dem letzten Zyklus. Die Kapitalmärkte spüren bereits die Nachwirkungen dieser interventionistischen Maßnahmen auf politischer Ebene (**ABBILDUNG 1B**).

Im Gegensatz zu unseren makroökonomischen Projektionen sehen unsere Prognosen der Anlageerträge deshalb deutlichere Veränderungen vor. Wir senken erneut viele unserer Vorhersagen für die Kapitalmarkterträge für Aktien und Anleihen. Staatsanleihen der Kernländer stehen vor besonders akuten Herausforderungen, was uns wiederum dazu veranlasst, den Aufbau unserer Portfolios komplett zu überdenken. Der Einsatz alternativer Anlagen – um regelmäßige Erträge und Diversifizierung zu gewährleisten – ist wichtiger denn je.

¹ Im dritten Quartal 2020 kündigte die Federal Reserve an, ein „durchschnittliches Inflationsziel“ zu verfolgen. Demnach dürfen die Währungshüter Perioden mit einer Inflation unter dem Richtwert dadurch ausgleichen, dass sie die Teuerung zeitweise über das Ziel von 2 % steigen lassen.

Begrenzte Änderung der potenziellen Wachstumsprognosen...

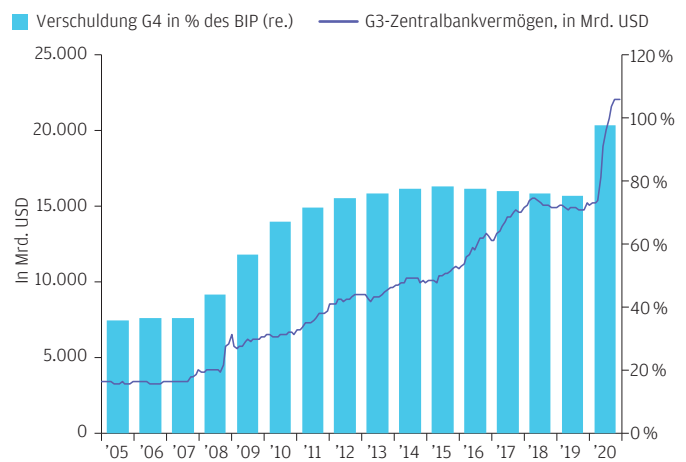
ABB. 1A: BISHERIGER TREND DER 10- BIS 15-JÄHRIGEN GLOBALEN WACHSTUMSPROGNOSE LAUT LTCMA (2014–21)



Quelle: Bloomberg, Haver, J.P. Morgan Asset Management; Stand: 30. September 2020.

... aber weitreichende Änderungen in der Politik haben enorme Auswirkungen auf die prognostizierten Anlageerträge

ABB. 1B: ZENTRALBANKBILANZEN UND FISKALAUFGABEN IN % DES BIP, 2005–20



REGES TREIBEN UNTER DER OBERFLÄCHE

Jeder neue Zyklus folgt auf eine Rezession, und jede Rezession hat ihren eigenen Charakter und ihre eigenen politischen Reaktionen, die wiederum die Konturen des Wachstums der folgenden Jahre beeinflussen. Die letzte Rezession war insofern ungewöhnlich, als sie durch einen plötzlichen Ausfall auf der Angebotsseite der Wirtschaft ausgelöst wurde, während frühere Rezessionen zumeist durch eine wegbrechende Nachfrage verursacht wurden.

Da diese Rezession nicht auf die sonstigen Fehlritte von Unternehmen, Verbrauchern oder im Finanzwesen zurückzuführen war, waren die Sparquoten der privaten Haushalte und die Bilanzen im Finanzsektor zum Zeitpunkt des wirtschaftlichen Schocks in einem soliden Zustand. Zudem belasteten die 2019 dominierenden globalen Handelskonflikte die Stimmung in den Unternehmen, sodass viele Firmen zu Beginn der Rezession keine besonders hohen Investitionsausgaben oder Lagerbestände aufwiesen. Anders als in früheren Rezessionen erwarten wir daher keine langwierige und schmerzhafte Phase, in der Kapital und andere Ressourcen von einem überforderten Sektor in einen anderen umgeschichtet werden müssen.

Eigentlich hätte diese Rezession gar nicht passieren dürfen – zumindest noch nicht. Auslöser war ein wirklich exogener Schock und kein endemisches Problem oder Ungleichgewicht, das der Wirtschaft zum Verhängnis wurde. Deshalb glauben wir, dass sich die Volkswirtschaften im Laufe der nächsten 12 Monate wieder erholen werden. Unsere Prognosen zum Trendwachstum werden weiterhin von vielen der Themen bestimmt, die wir in den letzten Jahren ausführlich erörtert haben, nicht zuletzt von der stetigen Alterung der Erwerbsbevölkerung.

Dies führt zu realen Wachstumserwartungen, die dieses Jahr etwas höher ausfallen: Unsere Prognose für das globale Wachstum liegt mit 2,4 % über die nächsten 10 bis 15 Jahre 10 Basispunkte (Bp.) höher. Grund ist der Anstieg unserer Prognose für die Industrieländer um 10 Bp. auf 1,6 %. Dieser verdankt sich wiederum vollständig dem zyklischen Vorteil, den wir den Volkswirtschaften zuschreiben, wenn sie sich aus der Rezession befreien und ihre Produktionslücken schließen. Unsere Prognose für die Schwellenländer liegt unverändert bei 3,9 %. Der leichte Rückgang des Trendwachstums wird ebenfalls durch einen zyklischen Bonus ausgeglichen (**ABBILDUNG 2**).

Unsere LTCMA 2021 Analyse lässt ein langsames reales BIP-Wachstum weltweit erwarten, wobei sich die Trendannahmen kaum verändern, aber leichte zyklische Vorteile für mehrere Volkswirtschaften berücksichtigt werden

ABB. 2: MAKROÖKONOMISCHE ANNAHMEN (%)

	Reales BIP			Inflation		
	2021	2020	Veränderung	2021	2020	Veränderung
INDUSTRIELÄNDER	1,6	1,5	0,1	1,6	1,6	0,0
USA	1,8	1,8	0,0	2,0	2,0	0,0
Eurozone	1,3	1,2	0,1	1,3	1,3	0,0
Japan	1,0	0,6	0,4	0,7	0,8	-0,1
Großbritannien	1,6	1,2	0,4	2,0	2,0	0,0
Kanada	1,7	1,6	0,1	1,8	1,8	0,0
Australien	2,4	2,2	0,2	2,3	2,3	0,0
Schweden	2,0	1,7	0,3	1,6	1,6	0,0
Schweiz	1,5	1,1	0,4	0,5	0,5	0,0
SCHWELLENLÄNDER	3,9	3,9	0,0	3,3	3,3	0,0
China	4,4	4,4	0,0	2,5	2,5	0,0
Indien	6,9	7,0	-0,1	5,0	5,0	0,0
Brasilien	2,4	2,4	0,0	4,3	4,5	-0,2
Russland	1,1	1,2	-0,1	5,3	5,5	-0,2
Südkorea	2,1	2,2	-0,1	1,8	2,0	-0,2
Taiwan	1,6	1,6	0,0	1,0	1,1	-0,1
Mexiko	2,5	2,2	0,3	3,7	3,7	0,0
Südafrika	2,5	2,2	0,3	5,3	5,3	0,0
Türkei	3,1	3,0	0,1	8,5	8,0	0,5
GLOBAL	2,4	2,3	0,1	2,2	2,2	0,0

Quelle: J.P. Morgan Asset Management; Schätzungen zum 30. September 2020. Gesamtwert der Schwellenländer basiert auf einer Stichprobe von neun Ländern.

Wie unsere Wachstumsprognosen haben sich auch unsere Inflationsprognosen kaum geändert. Unser Ausblick für die globale Gesamtinflation bleibt bei 2,2 %, ebenso bleiben die meisten unserer Inflationsprognosen für die Industrieländer konstant. Auch unsere Prognose für die Schwellenländer bewegt sich mit 3,3 % seitwärts, trotz leichter Abwärtskorrekturen für mehrere Länder. Darin spiegelt sich die bessere Inflationsbekämpfung einiger Zentralbanken der Schwellenländer wider. Wir stellen jedoch fest, dass das Spektrum der Ergebnisse rund um unser zentrales Szenario breiter und gleichmäßiger verteilt ist als in den Vorjahren.

Die Rückkehr der Fiskalpolitik

Auch wenn die Rezession keine normaleren Ursachen hatte, blieb den politischen Entscheidungsträgern aufgrund ihrer massiven Ausmaße keine andere Wahl, als einzugreifen. Da viele monetäre Instrumente erschöpft waren und etliche Regionen schon zu Beginn der Rezession extrem niedrige Leitzinsen verzeichneten (die während der vorangegangenen Expansion erst gar nicht gestiegen waren), mussten die Regierungen notgedrungen ihre Fiskalausgaben auf ein beispielloses Niveau erhöhen. Derweil haben die Zentralbanken ihre Eingriffe an den Anlagemärkten ausgedehnt und ihre kollektiven Bilanzen auf über 20 Bio. USD gesteigert.

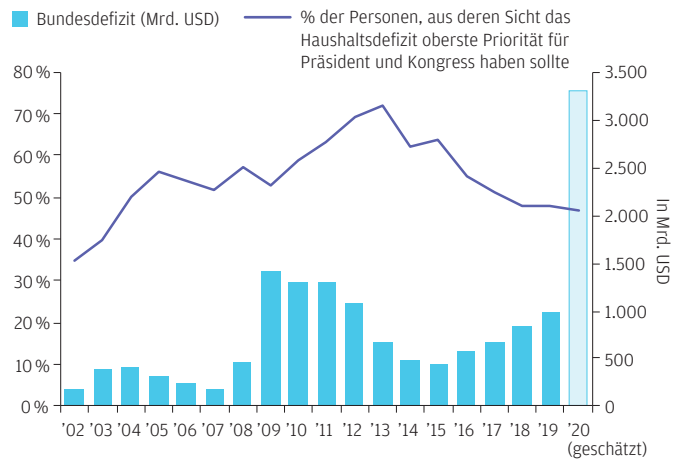
Für das kommende Jahrzehnt erwarten wir mehr aktive Fiskalanreize in Friedenszeiten als jemals zuvor in der modernen Finanzgeschichte, da die Geld- und Fiskalpolitik am gleichen Strang ziehen, um die wirtschaftlichen Ziele zu erreichen. Dies ist eine deutliche Abkehr gegenüber den letzten Jahrzehnten, als unabhängige Zentralbanken nahezu allein für die Nachfragesteuerung verantwortlich waren. In unserem Themenpapier „Das Jahrzehnt der Fiskalpolitik: Die Versprechen, die Probleme und das Potenzial fiskalischer Anreize“ untersuchen wir die Bedeutung dieser Entwicklung.

Sollten wir eine stärkere staatliche Einbindung in die Volkswirtschaften begrüßen oder fürchten? Nun, das kommt ganz darauf an: Wenn ein Land über eine geordnete Wirtschaft und eine solide institutionelle Stabilität verfügt, dürfte der Marktzugang für die Finanzierung selbst beträchtlicher Fiskalpakete kein Problem darstellen. Daher sehen wir aufgrund der Marktlage wenig Notwendigkeit für die Regierungen, zu einer Zeit der Austerität zurückzukehren (ABBILDUNG 3). Das gilt insbesondere für Länder mit klaren Projekten und Investitionen, die einen effektiven Kapitaleinsatz ermöglichen und über eine große wirtschaftliche Verantwortung verfügen. Eine Kombination dieser Merkmale dürfte zu produktiven Investitionen führen und gute Aussichten auf eine Steigerung des langfristigen Wachstumspotenzials haben.

Wo diese Bedingungen jedoch nicht vollständig erfüllt sind, steigt das Risiko einer höheren Inflation, höherer Zinssätze und – im Extremfall – von Währungskrisen bzw. dem Ausschluss von den Kapitalmärkten sehr schnell. Insgesamt sind höhere Fiskalausgaben im nächsten Zyklus unvermeidlich. Wir begrüßen sie vorsichtig, wenn auch mit dem ausdrücklichen Vorbehalt, dass eine schlecht umgesetzte fiskalische Expansion verheerende Sekundäreffekte haben kann.

US-Wähler messen den Haushaltsdefiziten weniger Bedeutung bei auch wenn sie wachsen

ABB. 3: WÄHLERMEINUNG ZUM HAUSHALTSDEFIZIT UND HÖHE DES FISKALDEFIZITS



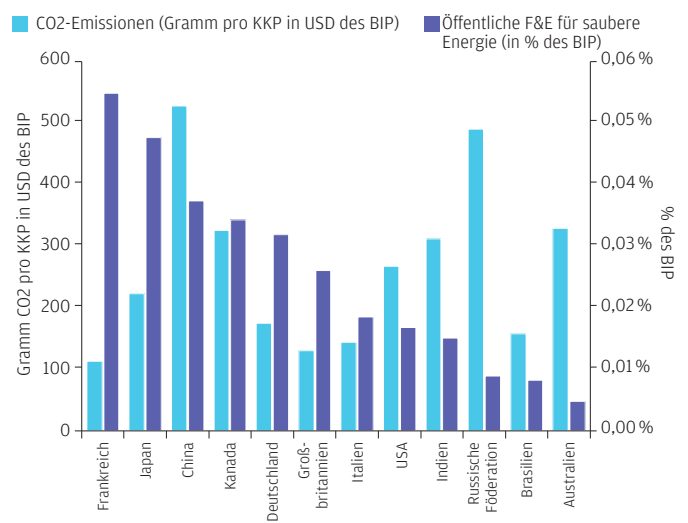
Quelle: Bloomberg, Haver, Pew Research Center, J.P. Morgan Asset Management; Stand: 30. September 2020.

Bewältigung des Klimawandels

Die Regierungen konzentrieren sich nicht nur auf die Förderung kurzfristiger Aktivitäten. Viele – insbesondere in Europa – denken längerfristig und oft mit besonderem Augenmerk auf der Bekämpfung des Klimawandels (ABBILDUNG 4). Wir sehen darin wiederum eine kurzfristige Unterstützung der Nachfrage und eine längerfristige Verbesserung auf der Angebotsseite der Wirtschaft.

Die europäischen Länder engagieren sich stark für grüne Investment, auch wenn sie nicht zu den größten Umweltverschmutzern gehören

ABB. 4: STAATLICHE INVESTITIONEN IN DIE ÖKOLOGISIERUNG DER WIRTSCHAFT UND HÖHE DER CO2-EMISSIONEN



Quelle: IEA, OECD, Weltbank, Mission Innovation; Daten von 2019 oder wie zuletzt verfügbar. Die F&E-Budgets für Brasilien, Russland, Indien und China sind Schätzungen. Hinweis: Die F&E-Angaben beruhen auf Daten des öffentlichen Sektors und spiegeln möglicherweise keine Forschungsinitiativen im Privatsektor oder im Rahmen von Joint Ventures wider.

Dieses Jahr haben wir im Rahmen der LTCMA eine detaillierte Analyse der wirtschaftlichen Auswirkungen des Klimawandels durchgeführt. Trotz seiner enormen sozialen Tragweite waren die ökonomischen Modelle bislang wenig schlüssig. Das liegt zum großen Teil daran, dass einfache Angebots- und Nachfragekonzepte und nationale Rechnungslegungskonventionen in der Regel die fest verankerten externen Effekte übersehen,² die gerade auf lange Sicht die wirtschaftlichen Auswirkungen dominieren.

Unabhängig davon, ob der Klimawandel durch eine weniger intensive Nutzung „brauner“ Energie oder durch höhere Investitionen in grüne Energie bekämpft wird, erwarten wir insgesamt einen positiven wirtschaftlichen Effekt durch nachhaltigere Investitionen. In der Tat könnten Investitionen in die Ökologisierung der Wirtschaft für einige Nationen und Regionen sowohl ein politisch zweckmäßiges als auch ein wachstumsförderndes Mittel sein, um fiskalische Anreize zu setzen. Natürlich wird es Gewinner und Verlierer geben, insbesondere wenn die Nachfrage nach fossilen Brennstoffen nachlässt und sich schließlich umkehrt. Wie bei anderen langfristigen Herausforderungen erwarten wir jedoch, dass die Einführung nachhaltiger Technologien nicht nur zu Innovationen, sondern auch zur Steigerung der Effizienz führen wird.

Stärker verschuldetes System schränkt Zentralbankpolitik ein

Bei aller Ungewissheit scheint eines klar zu sein: Wir werden uns wahrscheinlich noch einige Zeit in einem Umfeld mit erhöhter Verschuldung bewegen. Wie wir in unserem Themenpapier zur Verschuldung („Schulden, wohin man sieht: Welche Folgen hat die Rekordverschuldung für Anleger?“) erläutern, haben Regierungen und Unternehmen ein hohes Maß an zusätzlichem Fremdkapital aufgenommen, um diese umsatzschwache Phase zu bewältigen. Dies hätte dazu beitragen können, zukünftige Ausgaben und Investitionen zu reduzieren. Wir gehen jedoch davon aus, dass eine längere Niedrigzinsphase der Zentralbanken weltweit diese Schuldenlast erleichtern wird.

Die Zentralbanken haben kaum eine andere Wahl, als sich weniger auf die Eindämmung der Preisinflation und vermehrt auf die Bewahrung der Finanzstabilität zu konzentrieren. Dies ist ein bedeutender Kurswechsel – quasi eine Umkehr des Ansatzes, den Paul Volcker als Fed-Vorsitzender verkörperte und den die politischen Entscheidungsträger auf der ganzen Welt in den letzten drei Jahrzehnten nachgeahmt haben. Man könnte sogar fast meinen, dass die Anreize der Zentralbanken allmählich vielleicht stärker auf die Emittenten von Schuldtiteln als auf die Inhaber von Schuldtiteln ausgerichtet sind.

² Konsum-, Produktions- und Investitionsentscheidungen von Privatpersonen, Haushalten und Unternehmen betreffen oft Personen, die nicht direkt an den Transaktionen beteiligt sind. Manchmal sind diese indirekten Effekte verschwindend gering. Wenn sie groß sind, können sie jedoch problematisch werden – was Ökonomen als Externalität bezeichnen. Externe Effekte sind einer der Hauptgründe, warum Regierungen in die Wirtschaft eingreifen. Quelle: IWF.

In unserem Themenpapier zur Verschuldung wird auch untersucht, wie sich ein anhaltend höherer Verschuldungsgrad sowohl auf die finanziellen Strukturen der Unternehmen als auch auf die Erträge aus ihrem Finanzvermögen auswirkt. Für Unternehmen aus Industrieländern stellen niedrige Zinssätze einen Anreiz für eine höhere Verschuldung dar, der wahrscheinlich noch einige Zeit andauern wird. Letztlich könnte es zu einer gewissen Entschuldung kommen, aber nur dann, wenn die risikolosen Zinsen steigen und die Gesamtkosten der Verschuldung zulegen.

Aufgrund der Laufzeitverlängerung der Unternehmensverschuldung und einer angemessenen Schuldendeckung (selbst bei einer optisch hohen Schuldenlast) erwarten wir, dass wir uns auf einen längeren Zeitraum mit einem erhöhten Verschuldungsgrad der Unternehmen einstellen müssen. Eine höhere Verschuldung könnte der Eigenkapitalrendite zugutekommen und könnte eine überraschend schnelle Rückkehr zu höheren Ausschüttungsquoten bewirken, und zwar sowohl durch Dividenden als auch durch Aktienrückkäufe.

POLITISCHE EINGRIFFE STELLEN DIE KAPITALMARKTERTRÄGE IN FRAGE

Unsere Makroprognosen sind in diesem Jahr weitgehend unverändert – ein Beweis für die enormen Anstrengungen der Politik, um den wirtschaftlichen Schock von COVID-19 zu absorbieren und dauerhafte wirtschaftliche Schäden zu verhindern. Diese Eingriffe haben jedoch erhebliche Auswirkungen auf die Finanzmärkte. Die direkte Manipulation der „risikofreien“ Märkte durch die Zentralbanken nahm in der Finanzkrise von 2008–09 zu. In der Corona-Krise haben sie stärker auf die Mechanismen und Bewertungen von Risikoanlagen eingewirkt. Die Unterstützung der Anlagemärkte ist ein verständlicher Teil der politischen Reaktion, stellt nun jedoch die erwarteten Renditen in Frage, vor allem an den öffentlichen Märkten.

An den Märkten für Staatsanleihen ist die Herausforderung besonders akut. Insgesamt ergeben die extrem niedrigen Anfangsrenditen hier in den nächsten 10 bis 15 Jahren nur magere Durchschnittserträge. Unsere Schätzungen der Gleichgewichtsrendite bleiben für den Geldmarkt und 30-jährige Anleihen in den meisten Währungen unverändert, sind jedoch im 10-jährigen Bereich etwas niedriger, um eine höhere strukturelle Nachfrage im Bauch der Kurve zu berücksichtigen, wenn die Bilanzen der Zentralbanken wachsen. Aufgrund der sehr niedrigen Anfangsrenditen fallen unsere Ertragsprognosen für alle Laufzeiten in den meisten Hauptwährungen niedriger aus (**ABBILDUNG 5**). Mit Ausnahme des CNY, MXN und KRW prognostizieren wir für alle Staatsanleihen in den nächsten 10 bis 15 Jahren negative Realrenditen, und am langen Ende der EUR-, GBP- und CHF-Kurven erwarten wir sogar negative Nominalrenditen.

Aufgrund der sehr niedrigen Anfangsrenditen sinken unsere Ertragsprognosen für alle Laufzeiten und Währungen

ABB. 5: ERTRAGSPROGNOSEN FÜR G4-, IG-, HY- UND EM-ANLEIHEN (STANDARD)

	USD		GBP		EUR		JPY	
	Gleichgewichtsrendite (%)	Ertrag	Gleichgewichtsrendite (%)	Ertrag	Gleichgewichtsrendite (%)	Ertrag	Gleichgewichtsrendite (%)	Ertrag
Inflation	2,0%		2,0%		1,3%		0,7%	
Geldmarkt	1,9%	1,1%	2,0%	1,1%	1,0%	0,2%	0,3%	0,1%
10-jährige Anleihe	3,0%	1,6%	2,4%	0,9%	2,0%	0,6%	0,9%	0,4%
Long Bond Index^	3,3%	0,3%	2,6%	-1,1%	2,3%	-0,5%	0,9%	0,4%
Investment-Grade-Anleihen	4,5%	2,5%	4,1%	2,0%	3,0%	1,4%	1,2%	0,8%
Hochzinsanleihen	7,6%	4,8%			5,6%	3,6%		
Schwellenländeranleihen*	6,7%	5,2%						

Quelle: J.P. Morgan Asset Management; Schätzungen vom 30. September 2020.

^ EUR: 15J+ Index, JPY: JGB Bond Index, GBP: 15J+ Index, USD: 20J+ Index; *Schwellenländeranleihen in US-Dollar.

Das sind sicherlich erschreckende Zahlen, die jedoch über zwei wichtige Details in unseren Ertragsprognosen hinwegtäuschen. Erstens sind unsere Ertragserwartungen für EUR-Staatsanleihen tatsächlich leicht gestiegen. Technisch gesehen liegt dies daran, dass die EUR-Renditen dieses Jahr höher sind (d. h. weniger negativ) als während des US-chinesischen Handelsstreits, der im Herbst 2019 noch tobte. Auf einer tieferen Ebene ist die Tatsache, dass die EUR-Renditen nach dem wirtschaftlichen Trauma von 2020 jetzt sogar höher sind, ein Indiz dafür, dass Europa seine untere Zinsgrenze möglicherweise schon erreicht hatte, bevor die Pandemie einsetzte.

Zweitens rechnen wir angesichts der Intervention der globalen Zentralbanken während der Pandemie und ihrer anschließenden Zusage dauerhaft niedriger Zinsen frühestens 2024 mit einer Normalisierung des Zinsniveaus. Sobald die Normalisierung jedoch beginnt, erwarten wir einen recht schnellen Anstieg der Zinssätze - insbesondere wenn fiskalische Anreize zu einer gewissen Reflation geführt haben, und davon gehen wir aus (ABBILDUNG 6A und 6B).

Da wir uns in einem neuen Konjunkturzyklus befinden und die Leitlinien der Zentralbanken dauerhaft niedrige Zinssätze vorsehen, verschiebt sich die prognostizierte Zinsnormalisierung deutlich nach hinten

ABB. 6A: PROGNOSTIZIERTE NORMALISIERUNG DER GELDMARKTZINSEN, 2021 GGÜ. 2020

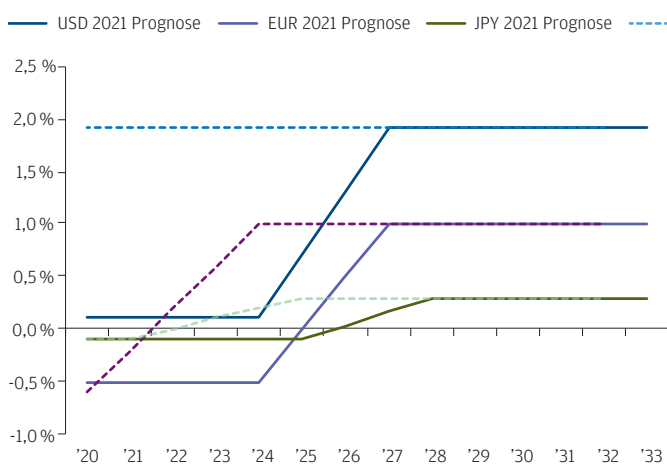
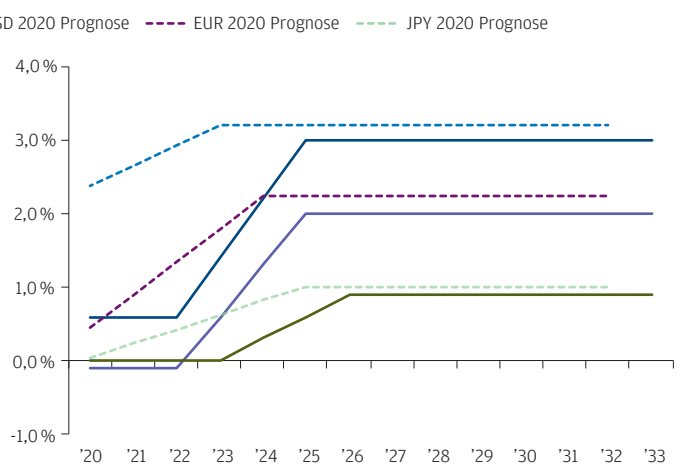


ABB. 6B: PROGNOSTIZIERTE NORMALISIERUNG DER 10-JÄHR. ZINSEN, 2021 GGÜ. 2020



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

Daher erwarten wir für die Erträge von Staatsanleihen drei unterschiedliche Phasen: eine erste Phase niedriger Renditen und geringer Erträge - aber potenziell angemessene Sharpe-Ratios, eine mittlere Phase steigender Zinsen und negativer Erträge und eine letzte Phase, in der sich die Renditen normalisiert haben und die realen Erträge wieder positiv sind. Dennoch werden die Erträge in diesen späteren Jahren einfach nicht ausreichen, um die vorigen Perioden niedriger und dann negativer Erträge auszugleichen, wenn sich die Zinsen normalisieren.

Die gelockerte Geldpolitik der Fed hat auch die Hausse des US-Dollars aufgehalten. Wir haben erstmals 2016 auf die Überbewertung des Dollars hingewiesen, aber gleichzeitig festgestellt, dass sich die Bullen- und Bärenmärkte des Dollars über mehrere Jahre erstrecken können (ABBILDUNG 7) und eine überzogene Bewertung eine notwendige, wenn auch nicht ausreichende Bedingung für eine langfristige Trendumkehr war.

Es könnte jedoch sein, dass nun eine längere Phase der „US-Sonderstellung“ - in Bezug auf Wachstum, Zinsen und Aktienmarktperformance - allmählich zu Ende geht. Daher erwarten wir, dass der Dollar in den meisten Währungspaaren in diesem Zyklus nachgeben wird, insbesondere gegenüber dem EUR, JPY und CNY.

Bisher hat die hohe Bewertung des US-Dollars dazu beigetragen, unsere langfristigen Prognosen der globalen Anlageerträge für USD-Investoren im Verhältnis zu Erträgen in anderen Währungen zu verbessern. Zugleich wurden die Erträge von US-Vermögenswerten für Anleger in anderen Regionen zunehmend belastet. Etwaige Währungsgefälle wirken sich für die Anleger aber erst dann aus, wenn sich die langfristigen Währungstrends tatsächlich umkehren. Dies hat dazu beigetragen, die Verteilung unserer langfristigen Ertragsprognosen für die Aktien- und Kreditmärkte deutlich zu erweitern.

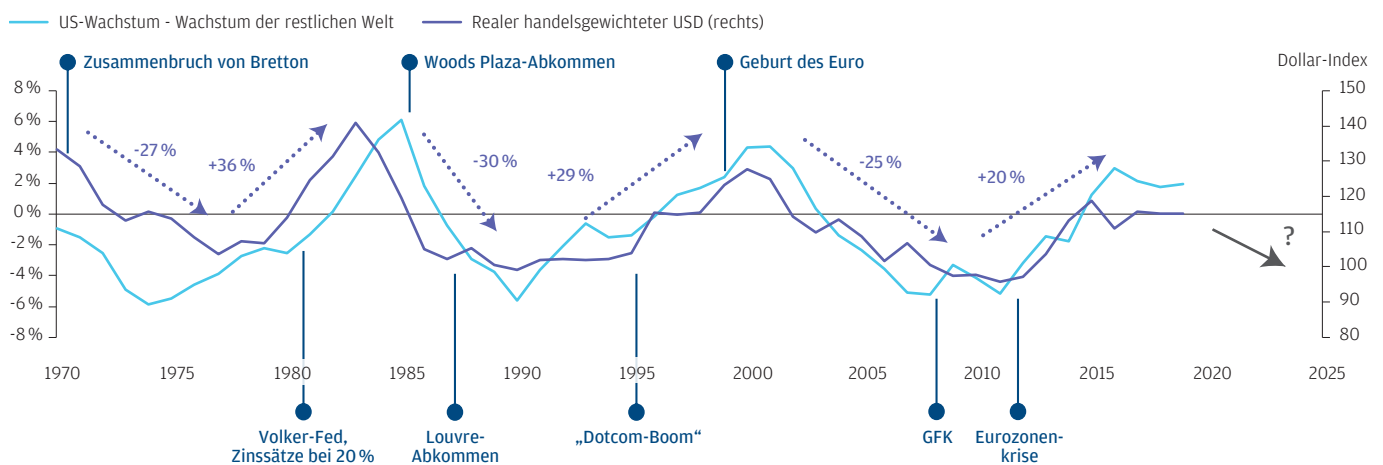
In Bezug auf Unternehmensanleihen glauben wir, dass die Zentralbanken noch einige Zeit in die Kreditmärkte eingreifen werden, um die Abwärtsrisiken zumindest im qualitativ hochwertigsten Marktsegment einigermaßen einzudämmen. Dies sollte den Effekt einer dauerhaft erhöhten Verschuldung ausgleichen. Deshalb sind unsere Gleichgewichtsannahmen zu den Spreads für Unternehmensanleihen der Industrieländer dieses Jahr weitgehend unverändert: ein Rückgang von nur 5 Bp. auf 160 Bp. für US-Investment-Grade (IG) und konstant bei 500 Bp. für US-Hochzinsanleihen (HY). Dadurch sinken die Ertragsprognosen um 90 Bp. auf 2,50 % für IG-Anleihen aus den USA - wo die längere Duration des Index stark ins Gewicht fällt. Bei US-Hochzinstiteln sinken die Ertragsannahmen etwas weniger um 40 Bp. auf 4,80 %. Das Segment profitiert von einer geringeren Durationsbelastung und den aktuellen Spread-Niveaus, die nahe an unserer Schätzung des langfristigen Gleichgewichts liegen. Europäische IG-Anleihen ergeben ein ähnliches Bild: IG-Titel in EUR sinken um 40 Bp. auf 1,40 % und die europäischen Hochzinsenerträge bleiben mit 3,60 % unverändert.

Bei Schwellenländeranleihen (EMD) ist die Unterstützung der Zentralbanken für den Markt weniger eindeutig. Daher führt die höhere Verschuldung dazu, dass wir unsere Annahmen zum Gleichgewichts-Spread erhöhen. Sie steigen für Staatsanleihen der Schwellenländer um 25 Bp. auf 375 Bp. und für Unternehmensanleihen der Schwellenländer um 75 Bp. auf 400 Bp., sodass sich eine Ertragsprognose von 5,20 % bzw. 4,70 % ergibt.

Die Ertragsprognosen für Unternehmensanleihen im Allgemeinen sind dieses Jahr relativ stabil - selbst unter Berücksichtigung der Duration im IG-Bereich. Seit einiger Zeit beschreiben wir sie als Lichtblick innerhalb der festverzinslichen Wertpapiere. Aufgrund der hohen Ausgangsbewertungen an den Aktienmärkten schneidet das Kreditsegment im Vergleich zu Aktien nun aber sehr gut ab, sowohl bei den Erträgen als auch beim Risiko.

Eine längere Phase der „US-Sonderstellung“ könnte zu Ende gehen und zu einem schwächeren Dollar führen

ABB. 7: LANGFRISTIGE BULLEN- UND BÄRENMÄRKTE DES US-DOLLARS IN DEN LETZTEN 50 JAHREN



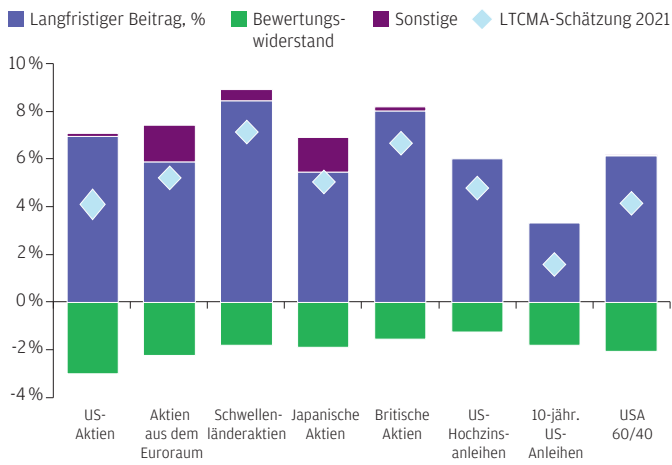
Quelle: Bloomberg, Haver, J.P. Morgan Asset Management; Stand: 30. September 2020.

Bei Aktien ist die Hauptbotschaft unserer diesjährigen Prognosen eine stärkere Divergenz der Aktienerträge in und außerhalb der USA. Dieser in den letzten Jahren erkennbare Trend hat sich dieses Jahr verstärkt – insbesondere, wenn unsere prognostizierten Erträge für globale Aktien in US-Dollar umgerechnet werden.

Bei unseren Prognosen nehmen wir das niedrigere Zinsniveau und den stärkeren Einsatz von Fremdkapital zum Anlass, um unsere Annahme der fairen Bewertungen leicht zu erhöhen. Wie wir ausführlicher in unserem Artikel zum Aktienausblick beschreiben, haben wir unsere Annahme der fairen Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV) stärker an den 30-Jahres-Durchschnitt angepasst. Trotzdem ist das Anfangsniveau der Bewertungen in diesem Zyklus ungewöhnlich, und die günstigeren Bewertungsniveaus, die auf den Einbruch im Februar und März 2020 folgten, erholten sich außerordentlich schnell (**ABBILDUNG 8**). Dennoch ist es nicht ganz richtig, Aktien als teuer zu bezeichnen. Natürlich fehlt der zu Beginn früherer Konjunkturzyklen bestehende Bewertungsvorteil, aber im Vergleich zu den Bewertungen an den Anleihenmärkten wirken Aktien attraktiv.

Dieser Zyklus beginnt an einem ungewöhnlichen Punkt, mit hohen Aktienbewertungen und entsprechendem Gegenwind für die Erträge an vielen Aktienmärkten

ABB. 8: ZYKLISCHE GGÜ. STRUKTURELLEN ERTRAGSFAKTOREN FÜR VERSCHIEDENE AKTIENMÄRKTE ANDERE VERMÖGENSWERTE



Quelle: Bloomberg, Datastream, J.P. Morgan Asset Management; Stand: 30. September 2020.

Die Auswirkungen erhöhter Bewertungen sind bei US-Large-Caps am stärksten ausgeprägt. Hier sinkt unsere Ertragsprognose um 150 Bp. auf 4,10 %. Dadurch fallen die globalen Aktienerträge um 140 Bp. auf 5,10 %, während unsere Prognose für globale Aktien ohne USA um 100 Bp. auf 6,70 % sinkt (jeweils in US-Dollar). Dies impliziert bessere Prognosen für einige Märkte außerhalb der USA. Britische Aktien blieben 2020 zurück, was zu einem besseren Einstiegsniveau beitrug und unsere Ertragsprognose um 60 Bp. auf 6,70 % in Lokalwährung erhöhte. Dagegen sind die

japanischen Aktienprognosen um 40 Bp. auf 5,10 % gesunken, und die Aktienprognosen für die Eurozone fallen um 60 Bp. auf 5,20 %, jeweils in lokaler Währung. Unsere Prognose für die Aktienerträge in den Schwellenländern sinkt in US-Dollar um 200 Bp. auf 7,20 %. Obwohl dies eine Prämie von 230 Bp. gegenüber Aktien aus Industrieländern darstellt, ist der Abstand zwischen den Ertragsprognosen der Industrie- und Schwellenländer dieses Jahr um 60 Bp. geschrumpft. Die Bewertungen erklären dies zum Teil, aber es liegt auch daran, dass Schwellenländeraktien – nach dem US-Aktienmarkt – im vergangenen Jahr die beste Performance erzielten,³ während einige andere wichtige Aktienmärkte sogar zurückgingen.

Was sind die Alternativen?

In den kommenden Jahren gehen wir davon aus, dass der Zugang zu und die Liquidität an den Märkten für alternative Anlageklassen stark wachsen wird (**ABBILDUNG 9**). Zum Hintergrund: Der globale Private-Equity-Markt ist inzwischen größer als der gesamte britische Aktienmarkt. Aber auch konservativere Anlageklassen wie Kernimmobilien haben weltweit inzwischen ein Volumen von rund 4,8 Bio. USD.⁴ Natürlich ist die Allokation in alternative Anlageklassen mit Herausforderungen verbunden, aber das gilt für jede Anlageentscheidung. Aber da die Abwägung zwischen Marktrisiko und Ertrag an vielen öffentlichen Märkten kaum noch etwas abwirft, müssen Anleger überlegen, wie sie andere Risikoprämien wie beispielsweise Illiquidität monetarisieren können.

Die prognostizierten Erträge für kapitalgewichtete Private-Equity-Beteiligungen gehen um 100 Bp. auf 7,80 % zurück. Dieser Rückgang spiegelt niedrigere Annahmen zum Kapitalmarkt wider, obwohl die Alpha-Erwartungen trotz erhöhter Kaufpreis Multiples und des signifikanten „Dry Powder“ konstant sind bzw. steigen. Die leichte Verbesserung der Alpha-Erwartungen basiert auf der Fähigkeit, die Liquiditätsreserven produktiver in einer verzerrten Wirtschaft und für die Umschichtung in wachstumsstärkere Sektoren einzusetzen. Die meisten Hedgefonds-Strategien verzeichnen dieses Jahr geringere Ertragsprognosen, die das niedrigere Ertragspotenzial an den Kapitalmärkten widerspiegeln. Wir glauben jedoch, dass sich die Bedingungen für die Alpha-Generierung derzeit verbessern, was die Bedeutung der Managerauswahl erhöhen wird.

Bei den Real Assets haben sich die Erträge bemerkenswert gut behauptet. Unsere Prognosen für Kernimmobilien steigen in den USA und Asien-Pazifik um 10 Bp. auf 5,90 % bzw. 6,60 %, während Kernimmobilien in Europa ohne Großbritannien unverändert bei 5,00 % liegen. Kernimmobilien in Großbritannien steigen von 5,50 % auf 5,90 %. Es gibt Befürchtungen, dass COVID-19 die Arbeitsgewohnheiten grundlegend verändern und sich auf den Bürosektor auswirken wird. Obwohl wir uns der kurzfristigen Folgen für die Absorption bewusst sind, stellen wir

³ September 2019 bis September 2020.

⁴ Privates Immobilienkapital, nicht im Besitz von Unternehmen, keine REITs.

Im Allgemeinen haben sich die prognostizierten Erträge für Alternative Anlageklassen besser behauptet als die Erträge der öffentlichen Kapitalmärkte

ABB. 9: ERTRÄGE WICHTIGER ALTERNATIVER ANLAGEKLASSEN

	2021	2020
PRIVATE EQUITY (USD)	7,80%	8,80%
Small Cap	7,30%	8,70%
Mid Cap	7,40%	8,50%
Large/Mega Cap	8,00%	9,00%
HEDGEFONDS (USD)		
Long-Positionierung	3,40%	4,80%
Event-Driven	3,10%	4,80%
Relative Value	3,60%	4,50%
Makro	2,20%	3,30%
Diversifiziert	3,30%	4,50%
Konservativ	3,10%	4,00%
IMMOBILIEN DIREKT (LOKALWÄHRUNG)		
US-Kernanlagen	5,90%	5,80%
Europäische Kernanlagen (ohne Großbritannien)	5,00%	5,00%
Britische Kernanlagen	5,90%	5,50%
Kernanlagen Asien-Pazifik	6,60%	6,50%
REITS (LOKALWÄHRUNG)		
USA	6,50%	6,00%
Europa ohne Großbritannien	5,90%	5,50%
Großbritannien	6,00%	6,00%
Asien-Pazifik	6,40%	6,00%
Global	6,40%	6,00%
GLOBALE INFRASTRUKTUR (USD)		
Core	6,10%	6,00%
GLOBALER TRANSPORT (USD)		
Core	7,60%	
ROHSTOFFE (USD)	2,30%	2,50%
Gold	2,90%	3,00%

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

fest, dass sich der optimale Mix der zugrunde liegenden Immobilienanlagen ständig ändert. Auf lange Sicht werden diese Veränderungen weiterhin auf die Entwicklung der Vermögenswerte und Sektoren einwirken. Der Einzelhandel etwa steht seit einigen Jahren unter Druck, aber gleichzeitig sind Logistik und Lager sehr gefragt. Die Welt nach COVID-19 und veränderte Arbeitsabläufe können den Mix der Anlagentypen beeinflussen, aber insgesamt bleiben Immobilien eine wichtige Anlageklasse mit robusten Ertragsaussichten.

Infrastruktur und Transport bieten Investoren ebenfalls herausragende Erträge: Die Renditen globaler Kerninfrastruktur steigen dieses Jahr um 10 Bp. auf 6,10 % und bei globalen Kernanlagen im Transportbereich – eine neue Kategorie in diesem Jahr – auf 7,60 %. Bei allen Real Assets ist der Anstieg im Vergleich zu den öffentlichen Kapitalmärkten attraktiv.

Zwei Faktoren sollten Anleger jedoch bedenken: die Kompromisse, die mit alternativen Anlagen im Allgemeinen einhergehen – vor allem bei der Liquidität – und die Bedeutung der Managerauswahl, um diese Erträge zu erschließen. Bei der Auswahl alternativer Vermögenswerte für das Portfolio werden Anleger den traditionellen Allokationsrahmen nach dem Mean-Variance-Ansatz (Risiko/Rendite) zunehmend erweitern müssen, um die verschiedenen Aspekte der Risikoprämien für alternative Anlagen zu berücksichtigen.

EIN NEUES PORTFOLIO FÜR EIN NEUES JAHRZEHT

In den LTCMA des letzten Jahres haben wir dazu angeregt, als Investor über das traditionelle 60/40-Portfolio aus Aktien und Anleihen hinauszublicken. Dieses Jahr ist dieser Impuls noch stärker. In der letztjährigen Ausgabe wiesen wir darauf hin, dass Anleihen zwar weiterhin eine Rolle in Portfolios spielen würden (da sie bei einer schwachen Wirtschaftslage eine gewisse Absicherung bieten), ihre andere Funktion zur Erzielung von Erträgen jedoch beeinträchtigt sei. Dieses Jahr haben sich Anleihen im ersten Quartal bewährt und ansehnliche Erträge eingefahren, als die Wirtschaft abrupt zum Stillstand kam. In Zukunft sehen wir jedoch wenig Aussicht auf positive reale Anleihenrenditen, sofern eine weitere Krise und noch negativere Renditen ausbleiben.

Anleger stehen daher vor einer schwierigen Entscheidung: Wie sollen sie akzeptable Erträge erzielen, ohne das Portfoliorisiko inakzeptabel zu erhöhen. Die Investoren könnten das Marktrisiko, das zur Erwirtschaftung eines akzeptablen Ertragsniveaus erforderlich ist, durchaus für unververtretbar halten, es sei denn, sie wägen noch andere Faktoren ab – z. B. das Risiko der Illiquidität, das Währungsrisiko oder eine zunehmend dynamische Asset Allocation.

Darüber hinaus sollte man das Ausmaß und die Art der bevorstehenden Risiken nicht unterschätzen. Unser zentrales Szenario besteht im Wesentlichen darin, dass die politischen Maßnahmen sinnvoll sind und Langzeitschäden verhindern. Wir finden jedoch, dass viele unserer Prognosen größere Extrembereiche aufweisen – also eine breitere Verteilung der Risiken um unsere zentrale Projektion. Eine Wiederbelebung der Produktivität birgt angesichts der raschen Einführung neuer Technologien in den letzten Monaten ein größeres Aufwärtsrisiko als in den letzten Jahren. Anhaltende Handelskonflikte bleiben eines der wichtigsten Abwärtsrisiken.

Die mögliche Gefahr von Extremrisiken ist auch für unsere Inflationsprognosen von Bedeutung. In den LTCMA des Vorjahres hielten wir fest, dass die Inflation seit Anfang der 1980er Jahre einen durchgehenden Abwärtstrend im Vergleich zu den Ex-ante-Erwartungen aufwies – was im letzten Zyklus besonders ausgeprägt war. Da sich die Fiskalpolitik jetzt in die gleiche Richtung bewegt wie die Geldpolitik, nehmen die Aufwärtsrisiken für die Inflation zu. Freilich dürfte sich dies erst mittelfristig

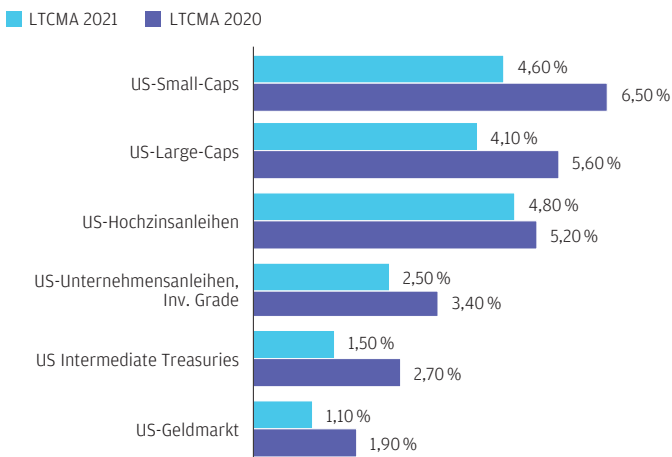
auswirken, da die großen Produktionslücken in den nächsten Jahren dazu dienen werden, die Inflation einzudämmen. Zum ersten Mal seit mehreren Jahren sehen wir jedoch ein plausibles Aufwärtsrisiko für unsere Inflationsprognosen.

Um die Erträge zu maximieren und gleichzeitig weitreichende Risiken zu berücksichtigen, sollten Investoren eine möglichst breite Palette verfügbarer Vermögenswerte und ein erweitertes Chancenspektrum in Betracht ziehen. In vielen Fällen kann dies regulatorische Hürden mit sich bringen, aber wir glauben, dass sich diese Beschränkungen über unseren Prognosezeitraum von 10 bis 15 Jahren allmählich an den negativen Ausblick für die realen Erträge und die unattraktiven Sharpe-Ratios bei traditionell „sicheren“ Vermögenswerten anpassen werden (**ABBILDUNG 10**). Entscheidend ist: Wenn Anleger ein Portfolio erstellen, um bestimmte Ziele zu erreichen und alle praktischen Einschränkungen zu berücksichtigen, anstatt mit einem Marktportfolio zu beginnen und willkürliche Allokationsgrenzen festzulegen, ermöglicht dies eine klarere Einschätzung der optimalen Abwägungen in den Portfolios.

Die stärkere Verwendung von Szenarioanalysen ist ein weiterer wichtiger Aspekt des Portfolioaufbaus, den Anleger übernehmen müssen. Die Szenarioanalyse ist weit verbreitet, doch ihre Anwendung beschränkt sich häufig darauf, die Extreme einer bestimmten Einschätzung auszutesten. Investoren und Risikomanager ziehen selten systematisch völlig alternative Szenarien in Betracht. Um eine geringe Marktvolatilität mit einer hohen Unsicherheit in Einklang zu bringen, kann man sich beispielsweise vor Augen führen, dass sich die Extremrisiken in einem bestimmten weltweiten Umfeld durchaus in Grenzen halten können – durch fortwährende Eingriffe der Zentralbanken zum Beispiel. Sollte dieser Zustand jedoch zusammenbrechen – vielleicht aufgrund der einbrechenden Glaubwürdigkeit der Zentralbanken –, könnten sich die Anleger in einem völlig anderen und weitaus ungewisseren Umfeld wiederfinden.

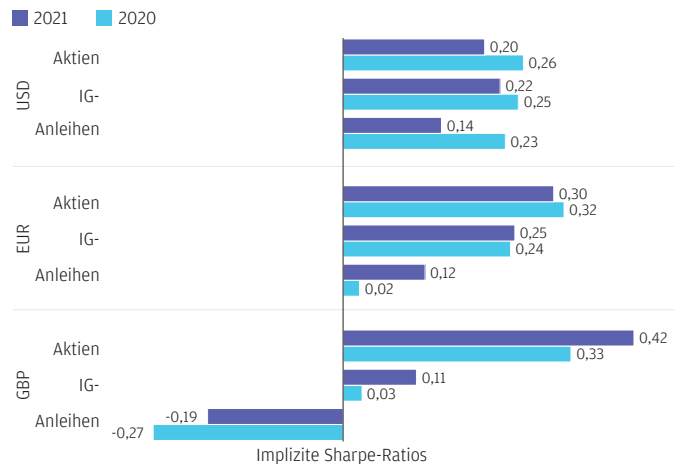
Die Erträge der meisten Vermögenswerte am öffentlichen Kapitalmarkt sind gesunken, aber in Bezug auf die Risikoprämien bleiben Anlagen wie Anleihen, Aktien und Private Equity attraktiv

ABB. 11: ERTRAG UND RISIKOPRÄMIEN FÜR WICHTIGE USD-ANLAGEN



Sharpe-Ratios für USD-Anlagen sind dieses Jahr deutlich gesunken

ABB. 10: SHARPE-RATIOS FÜR WICHTIGE G3-ANLAGEN (2021 UND 2020)



Quelle: Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management; Stand: 30. September 2020.

Der Aufbau von Portfolios, die unter verschiedenen zukünftigen Rahmenbedingungen robust sein können, wird ebenso wichtig wie die Optimierung der Risiken und Erträge auf Basis unserer zentralen Einschätzung. Anleihen beispielsweise bieten in unserem Basisszenario eines stabilen langfristigen Wachstums und ausgewogener Inflationsrisiken nur begrenzte Erträge. Sollte die Kombination aus fiskalischen und monetären Anreizen jedoch zu einer deutlich höheren Inflation führen, werden Anleihenpositionen erhebliche Verluste erleiden. Dagegen könnten reale Vermögenswerte in einem breiteren Spektrum künftiger Rahmenbedingungen Stabilität bieten. Dies geht jedoch zu Lasten der heutigen Liquidität – ein Kompromiss, den nicht alle Anleger in Kauf nehmen können (**ABBILDUNG 11**).

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

Zurzeit gibt es keine leichten Portfolioentscheidungen. Früher ging ein neuer Konjunkturzyklus mit niedrigen Renditen und niedrigen Aktienmarktbewertungen einher. Die Entscheidungen der Anleger hingen davon ab, wie fest sie von der bevorstehenden Erholung und wirtschaftlichen Expansion überzeugt waren. Die Abgrenzung zwischen Aktien und Anleihen veranschaulicht die strukturelle Herausforderung für die Anleger: Niedrige Renditen und erhöhte Aktienbewertungen wirken zusammen, um diese Grenze auf ein sehr niedriges Niveau zu bringen (ABBILDUNG 12A und 12B).

Bisher ging es im frühzyklischen Stadium einfach darum, die Risikogrenze weiter auszureizen, um Erträge abzuschöpfen, aber in diesem neuen Zyklus ist die simple Übernahme immer größerer Marktrisiken unter Umständen nicht der effizienteste Kompromiss. Natürlich gibt es Chancen für Investoren – wie die Anzahl der Vermögenswerte zeigt, die weit von der Aktien-Anleihen-Grenze entfernt sind.

Das absolute Ertragsniveau an den liquidesten öffentlichen Anleihen- und Aktienmärkten sorgt jedoch für ein Dilemma. Das ist kein Umfeld nach dem Motto „Augen zu und kaufen“, und obwohl wir der Ansicht sind, dass die kommende Expansion die Märkte für Risikoanlagen unterstützen wird, stellen die Bewertungen eine Herausforderung dar.

Die Anlagemärkte, die am wenigsten von politischen Eingriffen betroffen waren, wie z. B. Hochzinspapiere, Schwellenländeranleihen und viele alternative Anlageklassen, versprechen nach wie vor angemessene Erträge. Dort, wo die politischen Maßnahmen am stärksten ausgeprägt waren, sind die künftigen Renditen jedoch beeinträchtigt. Dass eine Reihe wichtiger Vermögenswerte weiterhin deutlich über der Aktien-Anleihen-Grenze liegen, ist ein Indiz dafür, dass den Investoren durchaus der Weg zu einem robusten Portfolio und der Zugang zu höheren Ertragspotenzialen offensteht. Keine dieser Optionen ist jedoch ohne Risiken – was im Hinblick auf die Marktrisiken optisch überzeugt, wird zwangsläufig andere Kompromisse mit sich bringen.

Eine der ersten Lektionen in der Ökonomie ist die Tatsache, dass es kein „free Lunch“ gibt. Die Ertragsprognosen in den LTCMA unserer 25. Jubiläumsausgabe machen dies deutlich: Die heutige Bewältigung der Pandemie geht zu Lasten der künftigen Erträge an vielen konventionellen Anlagemärkten. Beim Aufbau eines neuen Portfolios für ein neues Jahrzehnt möchten wir den Investoren dringend raten, ein erweitertes Spektrum der Anlagemöglichkeiten in öffentlichen und privaten Vermögenswerten sowie neue Ansätze im Risikomanagement zu nutzen, um den Ertragsrückgang bei traditionellen Anlageklassen auszugleichen. Schließlich ist das Mittagessen nicht die einzige Mahlzeit des Tages.

Die „Efficient Frontier“ zwischen Aktien und Anleihen verläuft deutlich niedriger als im Vorjahr, ein Beleg für die gebündelte Wirkung einer ultralockeren Geldpolitik, die das Renditeniveau absenkt, und der fiskalischen bzw. geldpolitischen Anreize, die gemeinsam die Aktienbewertungen beflügeln

ABB. 12A: AKTIEN-ANLEIHEN-EFFICIENT FRONTIER (USD)

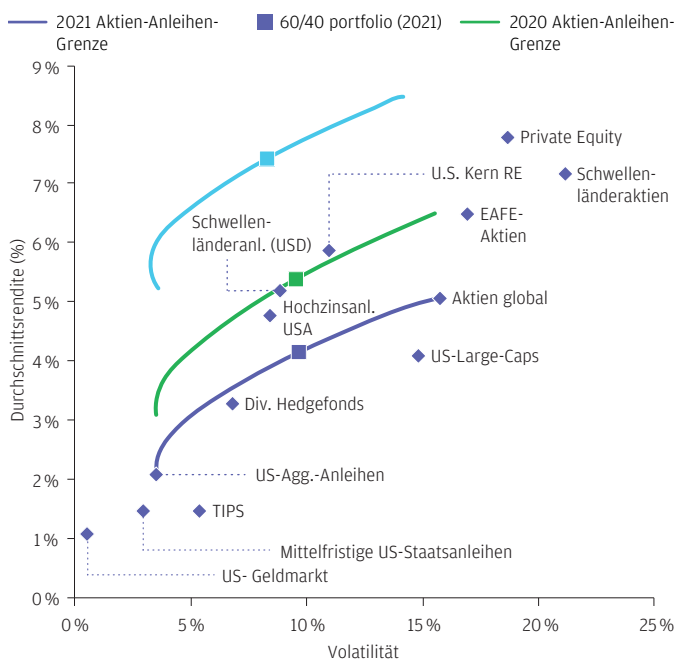
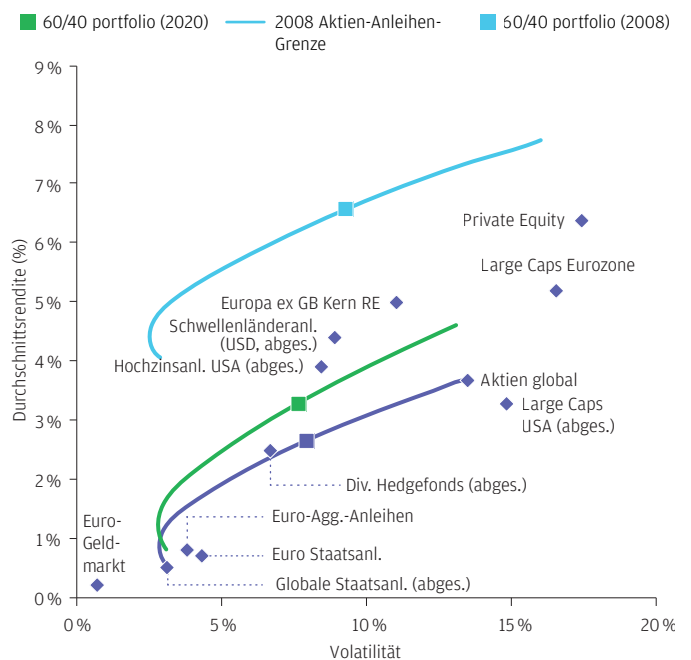


ABB. 12B: AKTIEN-ANLEIHEN-EFFICIENT FRONTIER (EUR)



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

AUTOREN



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



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



Stephen Macklow-Smith
*Portfolio Manager,
European Equity Group*



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



Michael Hood
*Global Strategist,
Multi-Asset Solutions*



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



Grace Koo, Ph.D.
*Quantitative Analyst
und Portfolio Manager,
Multi-Asset Solutions*



Monica Issar
*Global Head Wealth
Management
Multi-Asset and
Portfolio Solutions*



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



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



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



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



LET'S SOLVE IT®

WICHTIGE HINWEISE

Die Dokumente im Rahmen unserer „Long-term Capital Market Assumptions“ bieten umfassende Informationen und Kommentare zu den globalen Märkten auf produktneutraler Basis. Sie analysieren die Auswirkungen der aktuellen Wirtschaftsdaten und veränderten Marktbedingungen, um Kunden einen besseren Einblick in die Märkte zu vermitteln und fundierte Anlageentscheidungen zu fördern. Für die Zwecke von MiFID II sind die Dokumente im Rahmen der „Long-term Capital Market Assumptions“ eine Marketingkommunikation und fallen

nicht unter MiFID II / MiFIR Anforderungen, die in Zusammenhang mit Research stehen. Darüber hinaus wurden diese als nicht unabhängiges Research nicht in Übereinstimmung mit den gesetzlichen Anforderungen erstellt, die zur Förderung der Unabhängigkeit von Research dienen. Sie unterliegen auch keinem Handelsverbot vor der Verbreitung von Research.

Angesichts der zugrunde liegenden komplexen Risiko-Rendite-Verhältnisse raten wir Kunden, sich bei der Festlegung strategischer Allokationen sowohl auf ihr eigenes Urteil als auch auf quantitative Optimierungsansätze zu verlassen. Bitte beachten Sie, dass alle angegebenen Informationen auf qualitativen Analysen beruhen. Es ist nicht empfehlenswert, sich ausschließlich auf das Vorstehende zu verlassen. Die vorliegenden Informationen sind nicht als Empfehlung für eine Anlage in eine bestimmte Anlageklasse oder -strategie oder als eine Zusicherung bezüglich einer künftigen Wertentwicklung gedacht. Bitte beachten Sie, dass die vorliegenden Annahmen zu Anlageklasse und -strategie lediglich passiv sind - sie berücksichtigen nicht die Auswirkungen einer aktiven Verwaltung. Bezugnahmen auf künftige Renditen sind keine Zusicherungen oder Schätzungen der tatsächlichen Renditen, die ein Kundenportfolio erzielen kann. Annahmen, Meinungen und Schätzungen werden nur zur Veranschaulichung gegeben. Sie stellen keine Empfehlung für den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar. Hierin zum Ausdruck gebrachte Prognosen über Finanzmarktrends basieren auf den aktuellen Marktbedingungen. Sie stellen unsere persönliche Einschätzung dar und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind aus unserer Sicht zuverlässig. Wir übernehmen jedoch keinerlei Gewähr für ihre Richtigkeit und Vollständigkeit. Dieses Dokument dient lediglich Informationszwecken und stellt keine Beratung in Buchhaltungs-, Rechts- oder Steuerfragen dar und sollte auch nicht als solche verstanden werden. Die Ergebnisse der Annahmen werden nur zur Veranschaulichung bzw. Erörterung angegeben und unterliegen erheblichen Beschränkungen. „Erwartete“ oder „Alpha“-Renditeschätzungen unterliegen gegebenenfalls Ungewissheiten und Fehlern. Beispielsweise führen Änderungen der historischen Daten, auf deren Basis Schätzungen vorgenommen werden, zu unterschiedlichen Auswirkungen auf die Renditen der Anlageklassen. Die erwarteten Renditen jeder Anlageklasse hängen von einem Wirtschaftsszenario ab; die tatsächlichen Renditen können bei Eintritt des Szenarios jedoch höher oder niedriger ausfallen als in der Vergangenheit. Daher sollte ein Anleger keine Renditen erwarten, die ähnlich ausfallen wie in den hier gezeigten Beispielen. Bezugnahmen auf künftige Renditen von Vermögensallokationsstrategien oder Anlageklassen sind keine Zusicherungen für tatsächliche Renditen, die ein Kundenportfolio erzielen kann. Aufgrund der inhärenten Beschränkungen aller Modelle sollten sich potenzielle Anleger bei einer Anlageentscheidung nicht ausschließlich auf das Modell verlassen. Das Modell kann nicht die Auswirkungen berücksichtigen, die wirtschaftliche, marktbezogene und andere Faktoren auf die Umsetzung und die laufende Verwaltung eines realen Anlageportfolios haben können. Im Gegensatz zu den tatsächlichen Portfolioergebnissen spiegelt das Modell nicht die tatsächlichen Transaktionen, Liquiditätsbeschränkungen, Gebühren, Kosten, Steuern und sonstigen Faktoren wider, die sich auf die zukünftigen Erträge auswirken könnten. Die Annahmen des Modells sind nur passiv - sie berücksichtigen nicht die Auswirkungen einer aktiven Verwaltung. Die Fähigkeit eines Fondsmanagers, ähnliche Zielerträge zu erwirtschaften, ist von Risikofaktoren abhängig, die er entweder gar nicht oder nur beschränkt kontrollieren kann.

Die in diesem Dokument geäußerten Meinungen stellen weder eine Beratung noch eine Empfehlung für den Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten in einem Land dar, noch sichert J.P. Morgan Asset Management oder eine seiner Tochtergesellschaften zu, sich an einer der in diesem Dokument erwähnten Transaktionen zu beteiligen. Sämtliche Prognosen, Zahlen, Einschätzungen oder Anlagetechniken und -strategien dienen, basierend auf bestimmten Annahmen und aktuellen Marktbedingungen, nur Informationszwecken und können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Alle in diesem Dokument gegebenen Informationen werden zum Zeitpunkt der Erstellung als korrekt erachtet. Jede Gewährleistung für ihre Richtigkeit und jede Haftung für Fehler oder Auslassungen wird jedoch abgelehnt. Das Dokument enthält keine ausreichenden Informationen für eine Anlageentscheidung. Zur Bewertung der Anlageaussichten bestimmter Wertpapiere oder Produkte sollten Sie sich nicht auf dieses Dokument stützen. Darüber hinaus sollten Investoren eine unabhängige Beurteilung der rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen, Kredit- und Buchhaltungsfragen anstellen und zusammen mit ihren professionellen Beratern bestimmen, ob eines der in diesem Dokument genannten Wertpapiere oder Produkte für ihre persönlichen Zwecke geeignet ist. Investoren sollten sicherstellen, dass sie vor einer Investition alle verfügbaren relevanten Informationen erhalten. Wir weisen darauf hin, dass Kapitalanlagen mit Risiken verbunden sind. Der Wert und die Rendite von Anlagen können Schwankungen unterliegen, die u. a. auf den jeweiligen Marktbedingungen und Steuerabkommen beruhen, und die Anleger erhalten das investierte Kapital unter Umständen nicht in vollem Umfang zurück. Sowohl die historische Wertentwicklung als auch die historische Rendite sind unter Umständen kein verlässlicher Indikator für die gegenwärtige und zukünftige Wertentwicklung.

J.P. Morgan Asset Management ist der Markenname für das Vermögensverwaltungsgeschäft von JPMorgan Chase & Co. und seiner verbundenen Unternehmen weltweit. Hinweis für Empfänger in der Region EMEA: Telefonanrufe bei J.P. Morgan Asset Management können aus rechtlichen Gründen sowie zu Schulungs- und Sicherheitszwecken aufgezeichnet werden. Zudem werden Informationen und Daten aus der Korrespondenz mit Ihnen in Übereinstimmung mit der EMEA-Datenschutzrichtlinie von J.P. Morgan Asset Management erfasst, gespeichert und verarbeitet. Die EMEA-Datenschutzrichtlinie finden Sie auf folgender Website: www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy.

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 2020 JPMorgan Chase & Co. Alle Rechte vorbehalten.

LV-JPM52800 | 11/20 | DE | 0903c02a82a7669a