

Investment-Ausblick: 2. Halbjahr 2023

Zu schön, um wahr zu sein



Autoren

Karen Ward
Chief Market Strategist for EMEA

Paola Toschi
Global Market Strategist

Mike Bell
Global Market Strategist

Tilman Galler
Global Market Strategist

Hugh Gimber
Global Market Strategist

Vincent Juvyns
Global Market Strategist

Max McKechnie
Global Market Strategist

Natasha May
Global Market Analyst

Zara Nokes
Global Market Analyst

Überblick

- 2023 ist ein besseres Jahr für die Volkswirtschaften, als wir erwartet hatten. Wir glauben aber immer noch, dass eine Rezession wahrscheinlicher ist als keine. Angesichts der Rally, die wir seit Jahresbeginn bei Aktien und Anleihen beobachten konnten, sind wir daher eher geneigt, gut diversifiziert zu sein und uns auf Qualität zu konzentrieren.
- Unser makroökonomisches „Basisszenario“ mit einem Horizont von 12 Monaten hat sich kaum gegenüber dem Ausblick für das kommende Jahr verändert, obwohl es uns erhöhte Bewertungen nun erschweren, zu begründen, dass die Märkte angemessen für die Abkühlung bewertet sind, die wir nach wie vor erwarten.
- Vor diesem Hintergrund sind wir der Ansicht, dass Anleger versuchen sollten, die Widerstandsfähigkeit von Aktienportfolios zu erhöhen, indem sie sich auf eine Kombination aus qualitativ hochwertigen Titeln, starken Dividendenzahlern und regionaler Diversifizierung konzentrieren.
- Wir sind zudem der Ansicht, dass das Hinzufügen eines Engagements in alternativen Anlageklassen, wie etwa dem Infrastruktursektor, Portfolios defensiver gestalten und gleichzeitig einen gewissen Inflationsschutz und attraktive Erträge bereitstellen könnte.
- Schließlich sind wir der Ansicht, dass ein Schlüsselthema, das aktive Anleger im Augenblick genau im Auge behalten sollten, die Verknappung ist, die sich durch die Angebotsengpässe ergibt, die wir derzeit am Energie-, Grundstoff-, Lebensmittel- und Arbeitsmarkt beobachten.

Unser Ausblick für das kommende Jahr trug die Überschrift „2023: Ein schwieriges Jahr für die Wirtschaft, ein besseres Jahr für die Märkte“. Die Prognose war einfach: Eine Rezession wäre erforderlich, um die Inflation zu beseitigen. Die einzige Frage war, wie stark die Zinsen steigen müssten, um diese Rezession zu erzeugen. Die Zentralbanken hatten ihre Absichten angedeutet, wodurch die meisten Aktienmärkte der Industrieländer bereits im vergangenen Jahr abgestürzt waren. Wir waren also der Meinung, dass die Märkte für den bevorstehenden Wirtschaftsabschwung gut aufgestellt waren.

Abbildung 1: Die globalen Märkte erzielten in den letzten neun Monaten starke Renditen
Renditen seit 30. September 2022

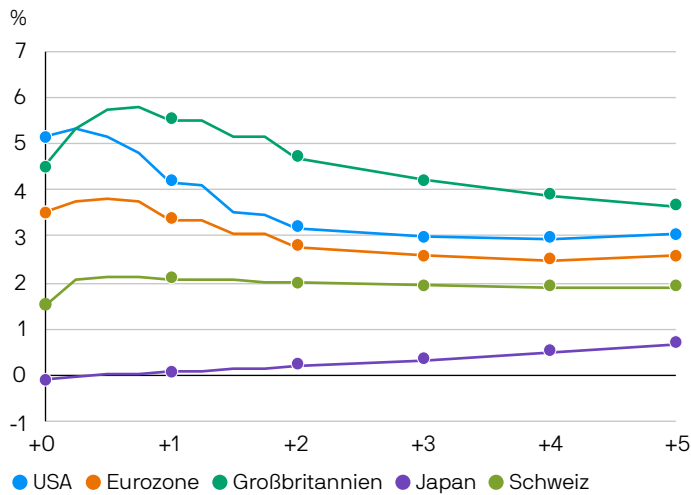


Quelle: Bloomberg, ICE BofA, J.P. Morgan Economic Research, MSCI, Refinitiv Datastream, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Für die Schwellenmärkte, Europa ohne Großbritannien, Wachstumsaktien, Substanzwerte Japan und Großbritannien werden MSCI-Indizes verwendet. Für die USA wird der S&P 500 verwendet. Die Aktienrenditen sind Gesamtergebnisse und werden in lokaler Währung angegeben, mit Ausnahme von Schwellenmärkten, wo sie auf US-Dollar lauten. Für US-Staatsanleihen, Euro-Staatsanleihen, US-Investment-Grade und Euro-Investment-Grade wird der Bloomberg Barclays Aggregates verwendet. HY Euro: ICE BofA Euro Developed Markets Non-Financial High Yield Constrained; HY USA: ICE BofA US High Yield Constrained; Schwellenmarkt-Schuldtitel: JPM EMBI Global Diversified. Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für aktuelle und künftige Ergebnisse. Daten zum 15. Juni 2023.

Nun sind sechs Monate vergangen, und für die Märkte ist es tatsächlich ein besseres Jahr. Aber es ist auch ein besseres Jahr für die Volkswirtschaften, als wir es uns vorgestellt hatten. Während das verarbeitende Gewerbe unter der Kombination aus schwächerer Nachfrage nach Gütern und steigenden Kosten gelitten hat, bleibt die Aktivität im Dienstleistungssektor bemerkenswert robust. Ein starker Arbeitsmarkt, aufgestaute Ersparnisse und der Wunsch, die während der Covid-Pandemie verpassten Erlebnisse nachzuholen, scheinen die Belastung durch höhere Kosten und Zinssätze aufgewogen zu haben.

Das robuste Wachstum hat jedoch nicht dazu geführt, dass die Märkte mit einer längeren Phase höherer Zinsen rechnen. Stattdessen drehte sich die Debatte am Rentenmarkt darum, wie schnell es zu Zinssenkungen kommen würde.

Abbildung 2: Die Märkte preisen Zinssenkungen von mehreren großen Zentralbanken ein
Markterwartungen hinsichtlich der Leitzinsen der Zentralbanken



Quelle: Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. Erwartungen werden anhand von OIS-Forwards berechnet. Daten zum 15. Juni 2023.

Es scheint so, als ob die Märkte zunehmend darauf hoffen, dass Goldlöckchen zurück ist und die Wirtschaft eine Rezession vermeiden kann, wenn die Inflation wieder auf den Zielwert zurückfällt.

Die Inflation würde schnell abklingen, so dass die Zentralbanken ihre Aufmerksamkeit auf die Unterstützung des Wachstums richten können. Anstatt eine Rezession herbeizuführen, werden sie darauf abzielen, eine solche zu verhindern, was Musik in den Ohren sowohl der Aktien- als auch der Anleiheinvestor:innen wäre.

Für uns fühlt sich das aber etwas zu schön an, um wahr zu sein. Es gibt noch eine Reihe von offenen Fragen, die im weiteren Verlauf des Jahres beantwortet werden müssen. Vor dem Hintergrund dieser Probleme kommen wir zu dem Schluss, dass die Zinssätze nicht präventiv gesenkt werden und eine Rezession daher immer noch wahrscheinlicher ist als keine Rezession. Falls die Zinsen gesenkt werden, liegt dies wahrscheinlich daran, dass eine Rezession eingetreten ist, die Risikoanlagen in Schwierigkeiten bringen könnte.

Aus diesem Grund konzentrieren wir uns in diesem Halbjahresausblick auf a) die Sicherstellung einer guten Diversifizierung des Portfolios gegenüber dem Rezessions- und Inflationsrisiko, b) die Allokation in relativ defensiven Titeln und c) die langfristigen Themen, die uns im Rahmen der Verlagerung von einer Welt der Überfluss hin zu einer Welt der Knappheit zunehmend dominant erscheinen.

Welche wirtschaftlichen Folgen werden die jüngsten Spannungen im Bankensektor haben?

Drei große Bankausfälle in den USA und die Rettung der Credit Suisse in Europa wurden von den Märkten als Ausdruck zunehmender Spannungen im Bankensektor angesehen. Nach einer kurzen Volatilitätsspitze im März ging die Risikoaversion an den Märkten jedoch zurück, da die schnelle Liquiditätsunterstützung durch die Zentralbanken und Übernahmen eine Eskalation verhinderten. Wir denken jedoch, dass die Marktwahrnehmung in dieser Hinsicht wahrscheinlich zu selbstgefällig ist. Wir erkennen zwar an, dass Banken deutlich besser kapitalisiert und reguliert sind als vor 15 Jahren, doch haben uns die Kreditumfragen in den USA und der Eurozone im ersten Quartal daran erinnert, wie sich die Probleme der Banken auf die breitere Wirtschaft auswirken können.

Umfragen zur Kreditvergabe von Banken ergaben, dass fast 50% der US-Geschäftsbanken und annähernd 25% der Banken in der Eurozone bereits im ersten Quartal die Kreditstandards für Unternehmen verschärft hatten. In den letzten 30 Jahren ging dieses Niveau in der Regel mit einer Rezession einher. Ein höheres Makrorisiko, eine geringere Risikotoleranz und Beschränkungen der Bilanz werden als Hauptfaktoren für die jüngste Verschärfung der Kreditbedingungen angesehen. Dies dürfte sich kurzfristig kaum ändern, da die trüben Aussichten für Wohn- und Gewerbeimmobilien sowie ein Abschwung im Kreditzyklus die Risikotoleranz der Banken vorerst niedrig halten dürften.

Bilanzbeschränkungen durch nicht realisierte Verluste und Abflüsse von Einlagen werden nachlassen, sobald die Zinssätze sinken. Ein Szenario einer schnellen Abkühlung der Kerninflation wäre in dieser Hinsicht der beste Fall, da die Zentralbanken Spielraum für niedrigere Leitzinsen hätten, was sich auch in lockereren Kreditbedingungen niederschlagen würde. Leider gehen wir nicht davon aus, dass die Inflation schnell genug abklingt.

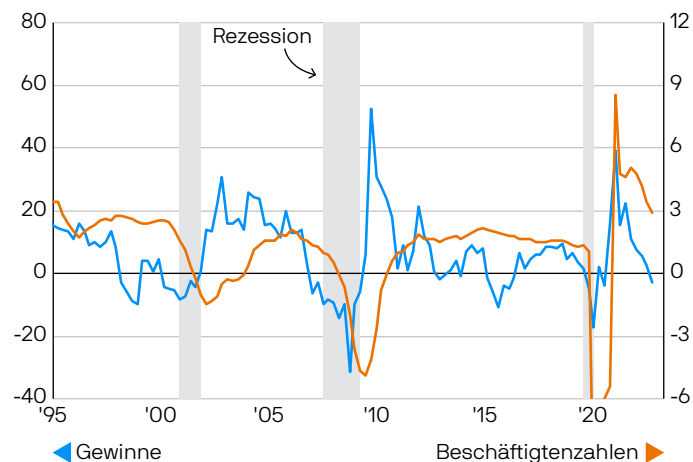
Werden die Unternehmen angesichts nachlassender Erträge Stellen streichen?

Eine weitere Unsicherheit besteht darin, wie sich der Arbeitsmarkt verhält. Wenn die Gewinne unter Druck geraten, fahren Unternehmen schnell ihre Investitionen zurück und streichen anschließend Stellen, um ihre Margen zu verbessern. Dies stellt dann den Einstieg in einen Teufelskreis dar, da eine höhere Arbeitslosigkeit zu einem weiteren Rückgang der Nachfrage, der Gewinne usw. führt.

Abbildung 3: Auf schwächere Gewinne folgt in der Regel eine schwächere Beschäftigung

Verhältnis zwischen US-Gewinnen und -Beschäftigtenzahlen

% Veränderung zum Vorjahr



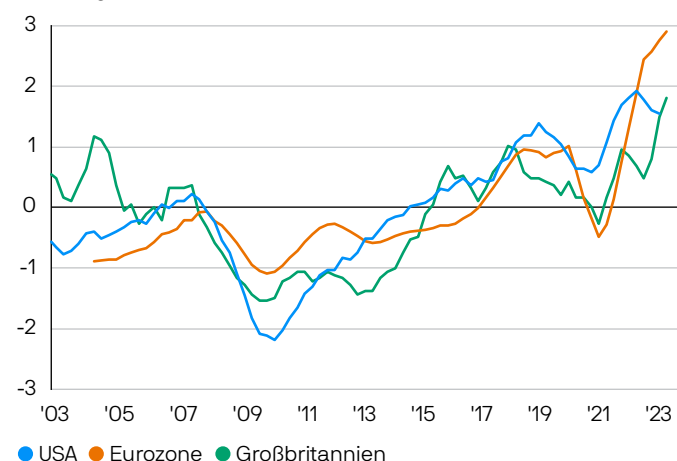
Quelle: BEA, BLS, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Daten zum 15. Juni 2023.

Es gibt bereits Anzeichen dafür, dass Unternehmen ihre Investitionspläne zurückfahren, aber die Beschäftigungsabsichten bleiben relativ robust. Dies könnte die Tatsache widerspiegeln, dass es für Unternehmen nach der Pandemie so schwierig war, Arbeitskräfte zu finden, und sie daher bereit sind, diese in der Hoffnung vorzuhalten, dass der Abschwung nur von kurzer Dauer sein wird.

Abbildung 4: Der Wettbewerb um Arbeitskräfte hat nach der Pandemie drastisch zugenommen

Anteil der Unternehmen, die Schwierigkeiten haben, Arbeitskräfte zu finden

z-Score, gleitender Durchschnitt über vier Quartale



Quelle: CBI, DG ECFIN, National Federation of Independent Business, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Daten zum 15. Juni 2023.

Es ist auch möglich, dass es sich um ein vorübergehendes Phänomen handelt und ein deutlicher Anstieg der Arbeitslosigkeit bevorsteht. Die Zentralbanken stehen vorerst vor einem schwierigen Balanceakt. Sie benötigen eine Abschwächung des Arbeitsmarktes, um das Lohnwachstum und die Inflation zu senken, aber es behagt den Zentralbanken auch nie, die Ursache für steigende Arbeitslosigkeit zu sein. Dieses Ergebnis im Vorfeld einer nationalen Wahl liefern zu müssen, wie es im Jahr 2024 in Großbritannien und in den USA der Fall sein wird, macht das Leben noch unangenehmer.

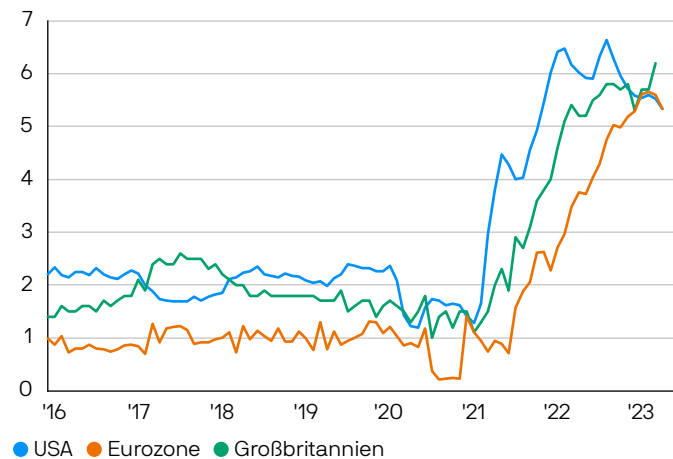
Wird sich sowohl die Gesamt- als auch die Kerninflation abkühlen?

Die Gesamtinflation dürfte in den kommenden Monaten weiter zurückgehen, und Europa wird von günstigen Basiseffekten profitieren, da die starken Preissteigerungen bei Energie und Lebensmitteln, die im letzten Jahr um diese Zeit zu verzeichnen waren, allmählich aus der jährlichen Berechnung herausfallen.

Wir sind jedoch weniger davon überzeugt, dass die Kerninflation rasch auf 2% zurückkehren wird. Die Nachfrage nach Dienstleistungen ist nach wie vor lebhaft, da die Haushalte anscheinend immer noch bestrebt sind, die in den Covid-Zeiten verlorenen Erlebnisse nachzuholen. Die angespannte Lage auf dem Arbeitsmarkt und der anhaltende Lohndruck werden auch die Kosten und Preise weiter in die Höhe treiben, bis eine Rezession eintritt.

Abbildung 5: Die Kerninflation bleibt hartnäckig hoch

% Veränderung zum Vorjahr



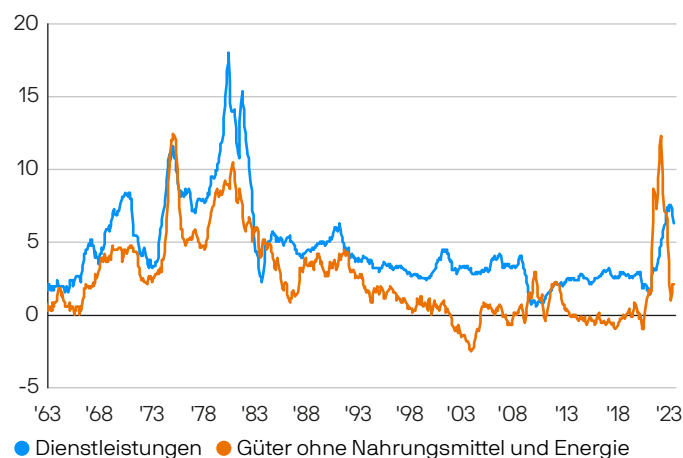
Quelle: BLS, Eurostat, ONS, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Die Kerninflation schließt Lebensmittel und Energie in den USA sowie Lebensmittel, Energie, Alkohol und Tabak in der Eurozone und in Großbritannien aus. Die Eurozone und Großbritannien verwenden die Kennzahlen HVPI bzw. VPIH, um die Wohnkosten besser widerzuspiegeln. Daten zum 15. Juni 2023.

Abgesehen von den kurzfristigen Preistreibern besteht unsere größte Sorge darin, dass wir uns nur schwer vorstellen können, dass die Warenpreis-inflation so niedrig und stabil sein wird wie in der Vergangenheit. Der US-Verbraucher zahlte für den Warenkorb, den er 2020 kaufte, genauso viel wie 20 Jahre zuvor. Für den britischen Verbraucher war es wie 30 Jahre zuvor. Angesichts der höheren Inputkosten im Zuge der Abkehr von fossilen Brennstoffen und des geringeren disinflationären Einflusses der Globalisierung ist eine Wiederholung dieses Kunststücks kaum zu erwarten.

Abbildung 6: Die Warenpreise werden den Zentralbanken wohl kaum helfen, ihre Inflationsziele wie in der Vergangenheit zu erreichen

Inflation in Großbritannien

% Veränderung zum Vorjahr



Quelle: BLS, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Daten zum 15. Juni 2023.

Wenn die Warenpreis-inflation im Durchschnitt höher ausfällt, müssten die Zentralbanken die Dienstleistungsinflation senken, wenn sie ihr 2%-Ziel dauerhaft erreichen wollen. Es sei daran erinnert, dass die Inflation im US-Dienstleistungssektor das letzte Mal unter 1% fiel, als eine sehr tiefe Rezession herrschte. Die wirtschaftlichen Kosten eines solchen Vorhabens machen dieses Ergebnis unserer Ansicht nach politisch unrealistisch. Für die Regierungen scheint eine gewisse unvorhergesehene Inflation auch ein leichter Ausweg aus einem Schuldenproblem zu sein, nachdem sie die Option der Sparmaßnahmen bereits ausgeschöpft haben. Jüngste Umfragen zu den Inflationserwartungen deuten darauf hin, dass wir mit unserer Vermutung, dass mittelfristig eine höhere Inflation zu erwarten ist, nicht alleine dastehen. Sollten die Zentralbanken noch in diesem Jahr die Zinsen senken, bevor eine Rezession einsetzt, würde dies unsere Überzeugung noch verstärken, dass die Anlegenden ihre Portfolios sowohl auf eine mittelfristig höhere durchschnittliche Inflation als auch auf häufigere Inflationsschwankungen vorbereiten sollten.

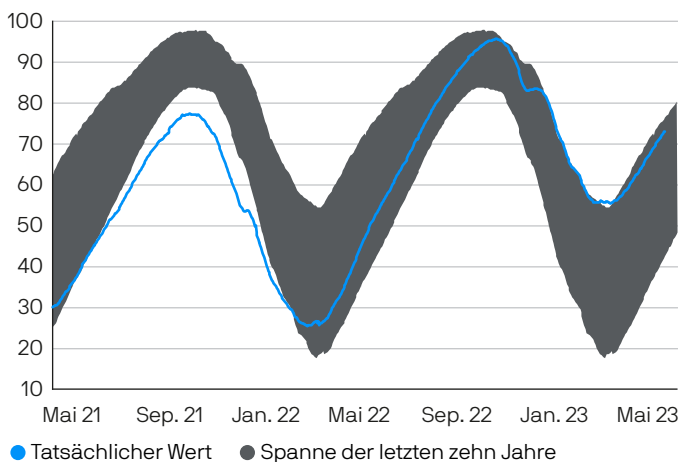
Wird Europa im nächsten Winter Energieprobleme haben?

Europa, das letzten Juli seinen größten Energielieferanten verlor, konnte den erwarteten Wirtschaftskollaps im Winter verhindern. Wärmere Temperaturen, die Drosselung der Industrieproduktion und Energiesparmaßnahmen führten dazu, dass die Vorratstanks für die Jahreszeit ungewöhnlich voll blieben. Die fallenden Großhandelspreise für Gas tragen nun dazu bei, die Inflation zu senken und das Verbrauchervertrauen wiederzubeleben.

Abbildung 7: Die Gasvorräte in der EU erscheinen für den nächsten Winter gut aufgestellt

EU-Erdgasbestände

Auslastung in %



Quelle: Bloomberg, Gas Infrastructure Europe, J.P. Morgan Asset Management. Daten zum 15. Juni 2023.

Pessimisten würden argumentieren, dass dies mehr Glück als Verstand war und im nächsten Winter erst einmal wiederholt werden muss. Aber die Ausgangslage ist so gut, dass das Rennen schon halb gewonnen ist: Die Gasspeicher in der EU sind zu über 70% gefüllt, im Vergleich zu knapp über 50% zur selben Zeit im letzten Jahr. Die Gaspreise bei kurzfristigen Kontrakten sind gesunken, doch selbst die weiter in die Zukunft reichenden Preise deuten darauf hin, dass der nächste Winter immer sicherer wird, sofern die Temperaturen nicht besonders streng sind. Währenddessen läuft der Wettlauf um eine heimische Lösung auf der Basis erneuerbarer Energien. Wir sind allgemein optimistisch, dass die Energiepreise nicht erneut stark ansteigen werden.

Wird die Erholung in China nur von kurzer Dauer sein?

Nach dem Ende der Null-Covid-Maßnahmen verlief die Erholung in China ähnlich wie zuvor in den USA und in Europa. Die Stimmung in der Dienstleistungsbranche verbesserte sich deutlich, da die chinesischen Verbrauchenden die Aktivitäten nachholten, auf die sie während des Lockdowns verzichten mussten. Die Investitionstätigkeit war jedoch im Vergleich zu früheren Erholungszyklen relativ gedämpft, da sich die weltweite Güternachfrage abschwächte und das inländische Kreditwachstum weniger expansiv war.

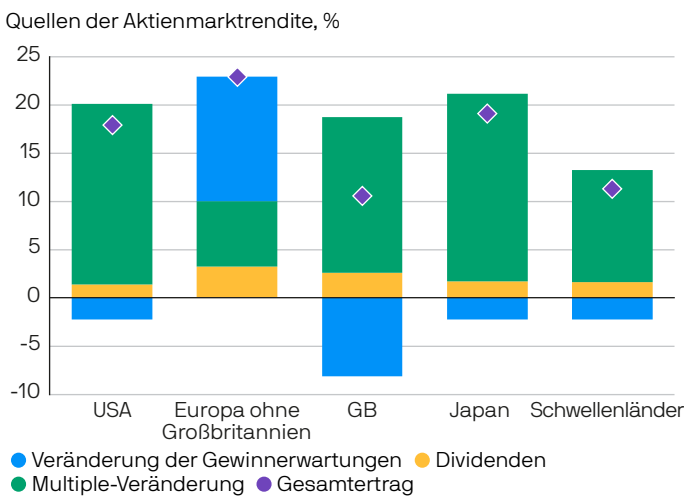
Die Indikatoren für das Geschäftsklima im zweiten Quartal deuten nun auf eine schwächere Wachstumsdynamik in der Zukunft hin, da die Immobilienprobleme das Vertrauen im Privatsektor immer noch belasten und die finanziellen Puffer nach der Pandemie nicht so umfangreich sind wie in Europa oder den USA.

Wir räumen zwar ein, dass das chinesische Wachstum im Jahr 2023 hinter den relativ optimistischen Markterwartungen zu Beginn des Jahres zurückbleiben könnte, doch wäre es verfrüht, das gesamte Jahr abzuschreiben. Die moderate Staatsverschuldung gibt den Entscheidungsträgern Spielraum für zusätzliche fiskalische Anreize, während die sehr niedrige Inflation es der People's Bank of China (PBOC) ermöglicht, die Leitzinsen zu senken, um die Bilanzen der privaten Haushalte und Unternehmen zu stützen.

Stärkung der Widerstandsfähigkeit von Aktienallokationen

Die wachsende Hoffnung auf ein Goldlöckchen-Szenario hat den Aktien in diesem Jahr sehr geholfen. Der kräftige Aufschwung seit dem Tiefpunkt des Marktes im September letzten Jahres ist fast ausschließlich auf die Ausweitung der Multiples zurückzuführen, während die Gewinnerwartungen stagnierten. Europa ohne Großbritannien ist die einzige große Ausnahme, wo die Rally durch eine Kombination aus steigenden Bewertungen und verbesserten Gewinnerwartungen angeheizt wurde, da die Risiken einer Energieversorgungskrise nachgelassen haben.

Abbildung 8: Die Ausweitung der Multiples war der Hauptfaktor für die jüngsten Aktienerträge
Aufschlüsselung der Erträge seit dem 30. September 2022



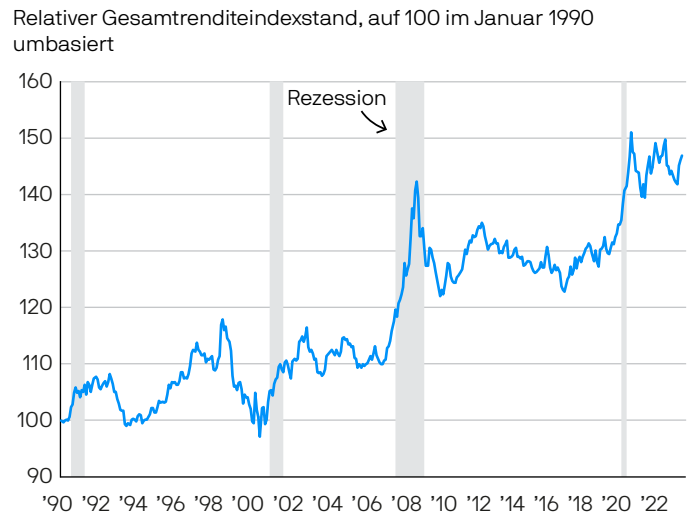
Hier könnte es sich um einen Gegensatz zwischen Markthoffnung und Gewinnrealität handeln. Ein wirtschaftlicher Abschwung scheint immer noch das wahrscheinlichste Szenario zu sein, um die Industrieländer von ihrer übermäßigen Inflation zu befreien. Eine niedrigere Inflation bedeutet jedoch definitionsgemäß eine geringere Preismacht der Unternehmen.

Um die Widerstandsfähigkeit von Aktienallokationen vor diesem Hintergrund zu erhöhen, sollten Anlegerinnen und Anleger unserer Meinung nach auf eine Kombination aus qualitativ hochwertigen Aktien, starken Dividendenzahlern und regionaler Diversifizierung setzen.

Qualität ist Trumpf

In einer Zeit erhöhter Unsicherheit besteht unsere größte Überzeugung im Aktienbereich darin, dass die Märkte Unternehmen belohnen werden, die sich durch Merkmale einer höheren Qualität auszeichnen, beispielsweise durch solide Bilanzen und Managementteams mit langjähriger Erfahrung über mehrere Zyklen hinweg. Während diese Merkmale für Stockpicker immer attraktiv klingen mögen, wurden Aktien mit höherer Qualität während des letzten Bullenmarktes ein ganzes Jahrzehnt lang weitgehend im Einklang mit dem breiten US-Markt gehandelt. In der Vergangenheit hat sich gezeigt, dass eine qualitätsorientierte Ausrichtung in Zeiten einer schwachen Konjunktur am besten funktioniert.

Abbildung 9: Qualitätsaktien haben in früheren Zeiträumen wirtschaftlicher Belastung eine Outperformance erzielt
Relative Performance des S&P 500 Quality/S&P 500



Es ist auch wichtig zu beachten, dass ein „Up-in-Quality“-Ansatz nicht ausschließlich mit Wachstumswerten gleichzusetzen ist. Einige der Mega-Cap-Wachstumsunternehmen werden dank ihrer robusten Bilanzen einer Definition von Qualität entsprechen, aber wir sehen auch qualitativ hochwertige Möglichkeiten in eher substanzorientierten Sektoren wie Energie und ausgewählten Large-Cap-Finanzwerten. Die im historischen Vergleich große Bewertungslücke zwischen Wachstums- und Substanzsektoren ist ein weiterer Grund dafür, dafür zu sorgen, dass die Portfolios über beide Stile hinweg gut ausgewogen sind. Unter Größengesichtspunkten deutet die Konzentration auf solidere Bilanzen im Allgemeinen auf eine Bevorzugung von Large Caps gegenüber kleineren Unternehmen hin.

Defensive Dividenden

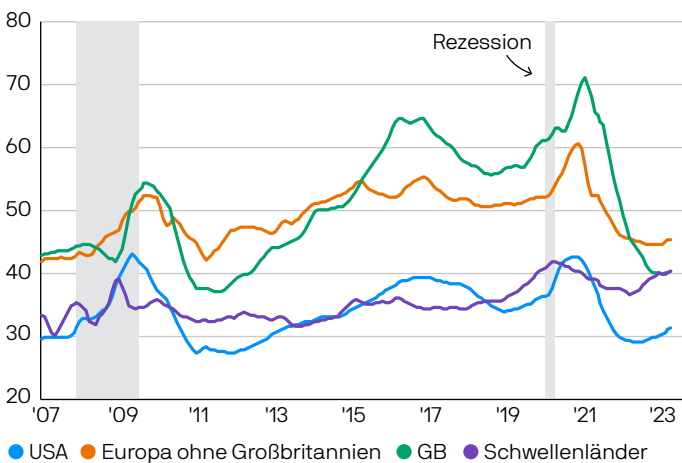
Eine Orientierung zu Dividentiteln kann auch dazu beitragen, Aktienportfolios vor weiterer Volatilität zu bewahren. Die Ausschüttungsquoten haben in den meisten großen Regionen noch nicht wieder das Niveau von vor der Pandemie erreicht, nachdem viele Unternehmen während Covid-19 gezwungen waren, ihre Dividenden auszusetzen. Dadurch bleibt den Unternehmen Spielraum, die Dividenden auch bei schwächeren Gewinnen zu halten.

Starke Dividendenzahler sind häufig in defensiveren Sektoren wie dem Gesundheitswesen und der Versorgung zu finden, die in der Regel ein geringeres Beta gegenüber dem breiten Markt aufweisen, im Gegensatz zu einigen der zyklischeren Wachstumssektoren, in denen die Cashflows häufiger in das Unternehmen reinvestiert werden, anstatt sie an die Aktionäre zurückzugeben. Die Dividendenrenditen in den Schwellenländern sind besonders attraktiv und weisen den größten Abstand zu den entwickelten Märkten seit über 20 Jahren auf.

Abbildung 10: Niedrige Dividendenauszahlungsquoten geben Unternehmen Spielraum

Dividendenauszahlungsquoten

In %, gleitender Dreimonatsdurchschnitt



Quelle: FTSE, MSCI, Refinitiv Datastream, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Für die USA wurde der S&P 500 genutzt, für Großbritannien der FTSE All-Share, für Europa ohne Großbritannien und die Schwellenmärkte MSCI-Indizes. Die Dividendenauszahlungsquote bildet die Dividende pro Aktie über 12 Monate, geteilt durch den Gewinn je Aktie über 12 Monate ab. Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Daten zum 31. Mai 2023.

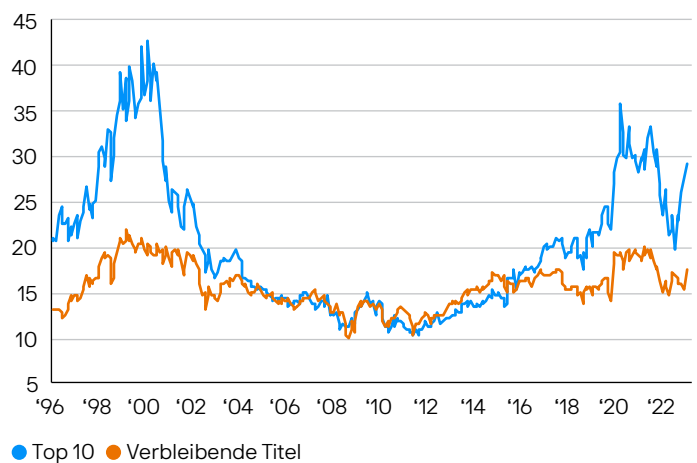
Regionale Diversifikation

In Anbetracht der Unsicherheiten raten wir davon ab, Portfolios mit einer zu starken Konzentration in einer einzelnen Aktienregion zu positionieren.

Unsere Hauptbedenken hinsichtlich des US-Marktes beziehen sich auf den erreichten Grad der Marktkonzentration. In den ersten fünf Monaten des Jahres 2023 erzielten die zehn wichtigsten Aktien des S&P 500 eine Rendite von knapp 40%, während der S&P 500 ohne die zehn wichtigsten Aktien im gleichen Zeitraum sogar rückläufig war. Klammert man die Pandemie aus, ist die Kluft zwischen den Bewertungen der Top 10 und der übrigen Unternehmen so groß wie seit dem Jahr 2000 nicht mehr.

Abbildung 11: Die US-Bewertungen werden durch eine Handvoll Aktien verzerrt

Forward-KGV der Top 10 und der restlichen Aktien im S&P 500



Quelle: FactSet, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Die 10 wichtigsten Aktien auf der Grundlage der 10 größten Indexbestandteile zu Beginn eines jeden Monats. Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für aktuelle und künftige Ergebnisse. Daten zum 15. Juni 2023.

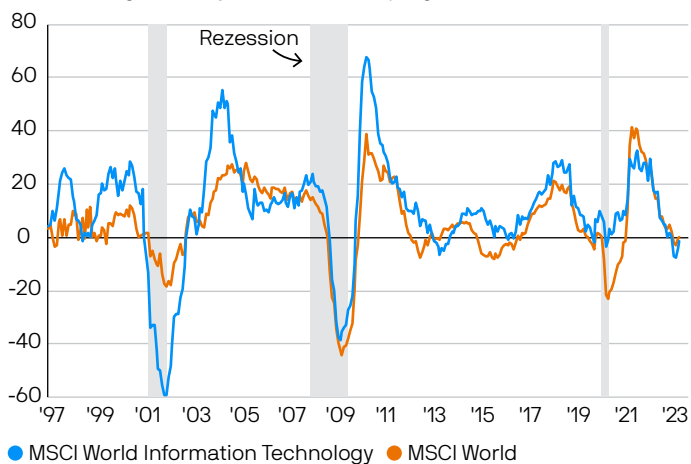
Die Märkte setzen möglicherweise entweder auf außergewöhnliche Gewinne im Technologiesektor dank neuer Entwicklungen wie der künstlichen Intelligenz oder auf die Hoffnung, dass sich der Technologiesektor im Falle wirtschaftlicher Turbulenzen, die zu einer Rückkehr der Zinssätze auf ein sehr niedriges Niveau führen, generell als defensiv erweisen wird.

Wir sind vorsichtig mit der Annahme, dass sich die Erträge des Sektors im Falle einer Rezession in den USA als antizyklisch erweisen werden. Ein Blick in die Vergangenheit zeigt, dass dies selten der Fall ist. Vielfältigere Geschäftsmodelle und wesentlich solidere Bilanzen legen nahe, dass ein Vergleich mit dem Platzen der Dot-Com-Blase Anfang der 2000er Jahre, als die Gewinne im Technologiesektor weitaus stärker fielen als der breite Index, unangemessen ist. Wir sind jedoch auch skeptisch, ob Tech-Aktien ihr Kunststück von 2020 wiederholen können und sich die Gewinne in einer Zeit, in der die Erträge in vielen anderen Sektoren unter Druck geraten, insbesondere in einigen der wirtschaftlich sensibleren Teile des Sektors wie Hardware, über Wasser halten können. Selbst in den optimistischsten Szenarien für die Entwicklung der künstlichen Intelligenz in den nächsten zehn Jahren erscheint ein kurzfristiger Rückgang der Ausgaben von Verbrauchern und Unternehmen im Zuge der Konjunkturabschwächung wahrscheinlich.

Abbildung 12: Anleger können sich nicht darauf verlassen, dass die Technologiebranche gegen die allgemeine Ertragschwäche immun ist

MSCI World Tech und Indexgewinne

Veränderung zum Vorjahr in %, Gewinnprognosen für 12 Monate



Quelle: MSCI, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für aktuelle und künftige Ergebnisse. Daten zum 31. Mai 2023.

Anlegerinnen und Anleger die ihre US-Bestände diversifizieren wollen, sollten auf eine stärkere Allokation in Europa als in den letzten zehn Jahren setzen. Günstigere Multiples und höhere Dividendenrenditen in Großbritannien und in Europa ohne Großbritannien dürften gegenüber den USA relativ besser abschneiden, falls die Aktienbewertungen unter Druck geraten. Die Abkehr von der Niedrigzinspolitik und der niedrigen Inflation in Europa ist ebenfalls ein gutes Zeichen für die mittelfristigen Aussichten in der Region, wie wir in unserer jüngsten Veröffentlichung hervorheben.

Unser Basisszenario einer Abkühlung der Weltwirtschaft würde sich in der Regel negativ auf die Aktien der Schwellenländer im Vergleich zu denen der Industrieländer auswirken, aber es gibt Gründe, warum diese Beziehung dieses Mal nicht gelten könnte. Der erste ist die Bewertung: Aktien aus Schwellenländern werden auf einer 12-monatigen Forward-Earnings-Basis bereits mit einem Abschlag von fast 30% gegenüber den Industrieländern gehandelt, und viele Währungen sind im Vergleich zum US-Dollar günstig. Der zweite ist die Geldpolitik: Da mehrere Zentralbanken der Schwellenländer ihre Zinserhöhungszyklen auf das Jahr 2021 vorgezogen haben, eröffnet die Abkühlung der Inflation in diesem Jahr nun das Potenzial für Zinssenkungen, die das Wirtschaftswachstum unterstützen würden.

Es wurde erwartet, dass der Aufschwung in China nach dem Ende der Covid-Pandemie die gesamte Schwellenmarktregion stützen würde, doch nach einem sehr starken ersten Quartal haben die Wirtschaftsdaten in letzter Zeit die Markterwartungen enttäuscht. Teile des Dienstleistungssektors erholen sich stark, aber das verarbeitende Gewerbe ist nach wie vor schwach, was die Notwendigkeit eines aktiven Investitionsansatzes unterstreicht, um Bereiche mit stärkerem Ertragswachstum zu erschließen. Mögliche Katalysatoren für eine Verbesserung der allgemeinen Marktstimmung sind eine stärkere wirtschaftspolitische Unterstützung durch die chinesischen Entscheidungsträger, ein Wiedererstarren des Vertrauens und der Investitionen im Privatsektor und/oder rückläufige geopolitischen Spannungen.

Japanische Aktien haben sich in diesem Jahr im Vergleich zu anderen Regionen stark entwickelt. Zwar sind mit dem Anziehen der Inflation und des Lohnwachstums erste Hoffnungsschimmer bei der Wirtschaft erkennbar, doch wird unser Optimismus durch die Aussicht auf eine Anpassung der Renditekurve oder eine weltweite Rezession gedämpft, die zu einem stärkeren Yen führen und die Auslandserträge japanischer Unternehmen belasten würde.

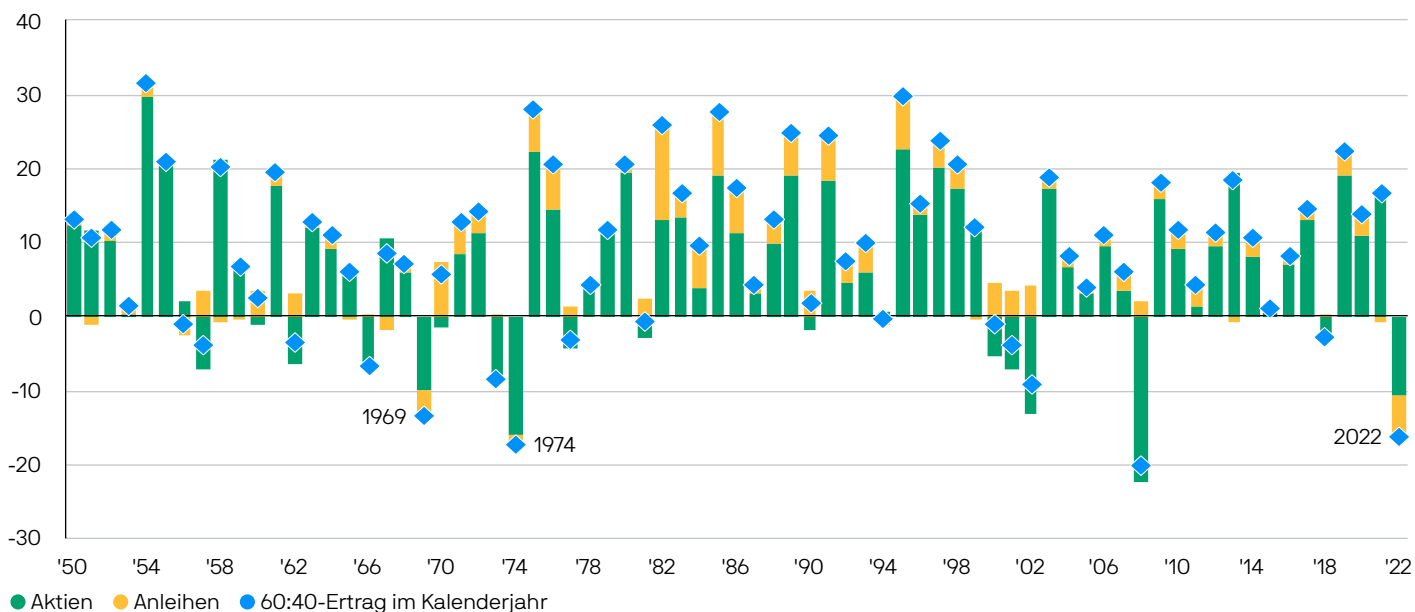
Umfassenderer Denkansatz hinsichtlich einer Portfoliodiversifizierung

2022 war ein schwieriges Jahr für Anlegerinnen und Anleger da Aktien und Anleihen gemeinsam fielen und eines der schlechtesten Ergebnisse aller Zeiten für ein gemischtes 60/40-Portfolio verzeichneten. In den letzten 50 Jahren gab es nur drei Fälle, in denen sowohl US-Aktien als auch US-Anleihen nachgaben. Diese waren: 1969, als die Inflation in den USA 6% überschritt; 1974, als die Inflation aufgrund der Ölkrise 12% erreichte; und 2022, als die Inflation plötzlich den höchsten Stand seit 40 Jahren erreichte.

Abbildung 13: Wenn die Inflation in die Höhe schnell, sind weder Anleihen noch Aktien hilfreich

Jährliche Renditen eines 60:40-US-Aktien-Anleihen-Portfolios

%, Gesamterträge



Quelle: Ibbotson, Robert Shiller, J.P. Morgan Asset Management. Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für aktuelle und künftige Ergebnisse. Daten zum 31. Mai 2023.

Für die Zukunft gibt es eine Reihe plausibler wirtschaftlicher Szenarien. Eine davon ist, dass eine Rezession mit ausreichender Stärke eintritt, um die Inflationssorgen schnell verschwinden zu lassen. Dieses Szenario könnte die Risikomärkte erschüttern, aber wir befinden uns jetzt in einer Situation, in der Anleihen das Risiko einer tiefen Rezession auf eine Art und Weise diversifizieren können, wie es ihnen in einer Welt der niedrigen Renditen nur schwer möglich war. Der Anstieg der Anleiherenditen ist einer der Gründe, warum wir im vergangenen Jahr eine so viel positivere Haltung in Bezug auf festverzinsliche Wertpapiere eingenommen haben.

Es gibt jedoch noch ein anderes mögliches Szenario, bei dem die Inflation problematisch bleibt: Eine Rezession wird kurzfristig vermieden und der Inflationsdruck lässt nicht nachhaltig nach. In diesem Szenario könnten die Zinssenkungen, die von den Rentenmärkten bereits eingepreist sind, ausbleiben und die Zinsen weiter steigen. Infolgedessen könnten Anleihen – und möglicherweise auch Aktien – in Bedrängnis geraten.

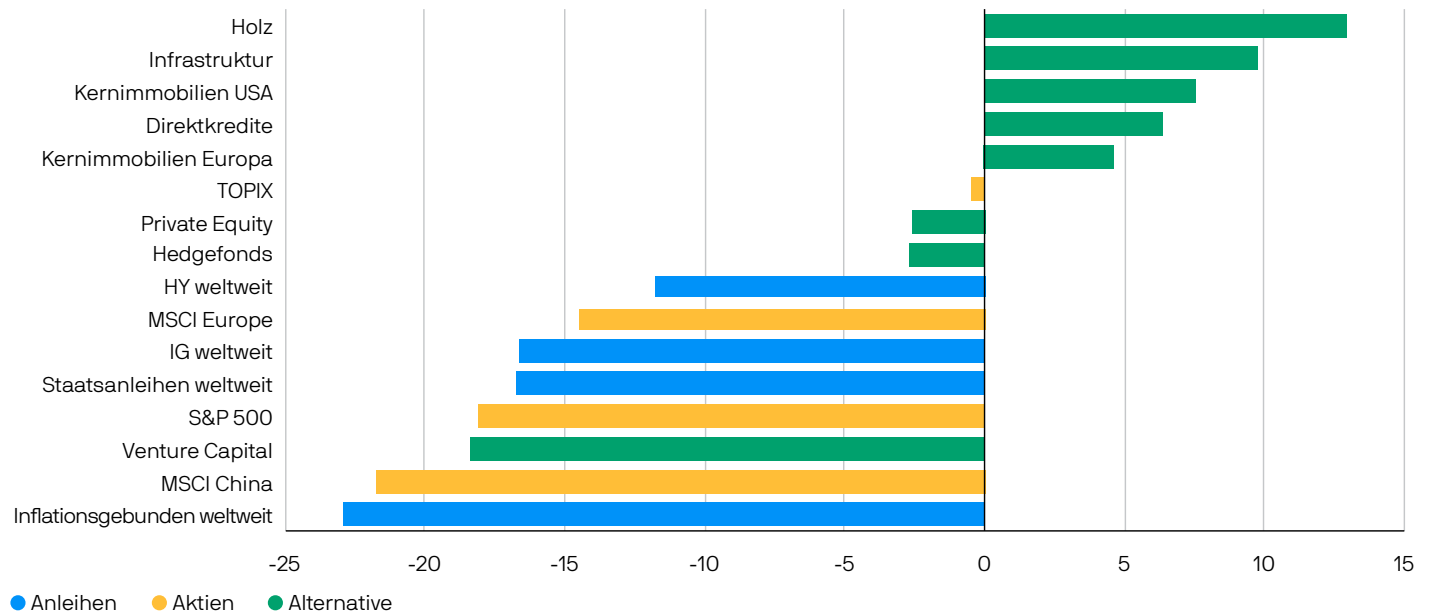
Auch die Wahrscheinlichkeit, dass eine über dem Ziel liegende Inflation mittelfristig eine Herausforderung bleibt, ist in unseren Augen recht hoch. Dies ist auf eine Knappheit verschiedener Dinge zurückzuführen, nicht zuletzt an Arbeitskräften, die zuvor im Überfluss vorhanden waren. Das Fazit ist, dass Anlegerinnen und Anleger über eine breitere Portfoliodiversifizierung nachdenken müssen, die sowohl Lösungen für disinflationäre Rezessionsszenarien (Staatsanleihen) als auch für Inflationsszenarien, in denen Aktien und Anleihen gemeinsam fallen könnten, wie im Jahr 2022, berücksichtigt.

Alternative Mittel zur Diversifizierung

Im Gegensatz zu Aktien und Anleihen konnten viele alternative Anlageklassen – darunter Holz, Infrastruktur und Immobilien – im vergangenen Jahr positive Renditen erzielen.

Abbildung 14: Viele alternative Anlagen erzielten im vergangenen Jahr positive Erträge
Ausgewählte Erträge an öffentlichen und privaten Märkten im Jahr 2022

%, Gesamterträge in USD



Quelle: Bloomberg, Burgiss, Cliffwater, Factset, HRFI, MSCI, NCREIF, Refinitiv Datastream, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Die angegebenen Renditen beziehen sich auf 2022. Die folgenden Indizes werden berücksichtigt: Staatsanleihen weltweit: Bloomberg Global Aggregate – Government; Inflationsgebunden weltweit: Bloomberg Global Inflation-Linked; IG weltweit: Bloomberg Barclays Global Aggregate – Corporate; HY weltweit: ICE BofA Global High Yield Index; Hedgefonds: HRFI Fund Weighted Composite; Kernimmobilien USA: NCREIF Property Index – Open End Diversified Core Equity component; Kernimmobilien Europa: MSCI Global Property Fund Index – Continental Europe; Direktkredite: Cliffwater Direct Lending Index; Infrastruktur global: MSCI Global Quarterly Infrastructure Asset Index (gleichgewichteter Mix); Holz: NCREIF Timberland Total Return Index. Private Equity und Risikokapital sind zeitgewichtete Renditen von Burgiss. Alle Renditen sind in USD angegeben. Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für aktuelle und künftige Ergebnisse. Daten zum 15. Juni 2023.

Diese Anlageklassen eignen sich im Allgemeinen gut zur Inflationsabsicherung, da sie eine höhere Inflation häufig über höhere Mieten oder Nutzungskosten weitergeben können. Es ist klar, dass Teile des Immobiliensektors in einem Umfeld höherer Zinssätze weiter unter Druck geraten könnten, insbesondere jene Bereiche, die mit strukturellen Problemen zu kämpfen haben. Alternative Anlagen, wie zum Beispiel Infrastruktur, könnten sich jedoch weiterhin als relativ defensiv erweisen und gleichzeitig einen gewissen Inflationsschutz und attraktive Erträge bieten. Hedgefonds haben in der Vergangenheit auch gute Arbeit geleistet, indem sie in Zeiten, in denen Aktien (und Anleihen) zu kämpfen haben, die Drawdowns im Vergleich zu den Aktienmärkten begrenzen konnten.

Angesichts der potenziell höheren Inflationsvolatilität in den kommenden Jahren kann man sich möglicherweise nicht auf eine durchgängig negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen verlassen, um Verluste für das Portfolio zu begrenzen und die risikobereinigten Erträge zu verbessern. Auch wenn unser Basisszenario davon ausgeht, dass Staatsanleihen eine gewisse Portfoliodiversifizierung bieten, falls Aktien in nächster Zeit nachgeben sollten, sollten Anlegende zur weiteren Diversifizierung ihrer Portfolios über die traditionellen Anlageklassen hinausgehen.

Langfristige Anlagethemen: Vom Überfluss zur Knappheit

In Zeiten der Marktunsicherheit kann es leicht passieren, dass man den Blick für das große Ganze verliert. Diese Phasen können aber auch Gelegenheiten bieten, sich für längerfristige Themen zu positionieren. Unserer Ansicht nach gibt es eine Reihe langfristiger Trends, die sich um das Thema Knappheit drehen.

Die Angebotsseite im Wandel

Knappheit war in den letzten zwei Jahrzehnten zumeist kein Thema. Mit dem Beitritt Chinas zur Welthandelsorganisation und der damit verbundenen Integration von 1,2 Milliarden Menschen in den globalen Arbeitsmarkt, mit zunehmend integrierten globalen Lieferketten und der Entdeckung weiterer bedeutender Öl- und Gasvorkommen in Nordamerika könnten die letzten Jahrzehnte als eine Zeit des Überflusses bezeichnet werden. Das Problem war eher, dass die Nachfrage mit dem schnell wachsenden Angebot Schritt halten musste.

Aber die Angebotsseite der Weltwirtschaft verändert sich. Die Sorgen bezüglich des Klimawandels haben schon seit einiger Zeit Bedenken hinsichtlich der Ausbeutung natürlicher Ressourcen geweckt, während die Pandemie zu den von uns als dauerhaft empfundenen Veränderungen der Lieferketten und Arbeitsmärkte geführt hat. Und der Einmarsch Russlands in die Ukraine hat zu einer Verknappung zahlreicher Rohstoffe geführt, zumindest für westliche Käufer.

Man könnte erwarten, dass dies das globale Wachstum erheblich bremst. In der Geschichte gibt es jedoch zahlreiche Beispiele für die Fähigkeit der Menschheit, Probleme durch Innovation zu überwinden. Innovation und Wandel erfordern Kapitalinvestitionen, was für langfristige, aktive Investor:innen in einer Vielzahl von Sektoren interessante Möglichkeiten schafft.

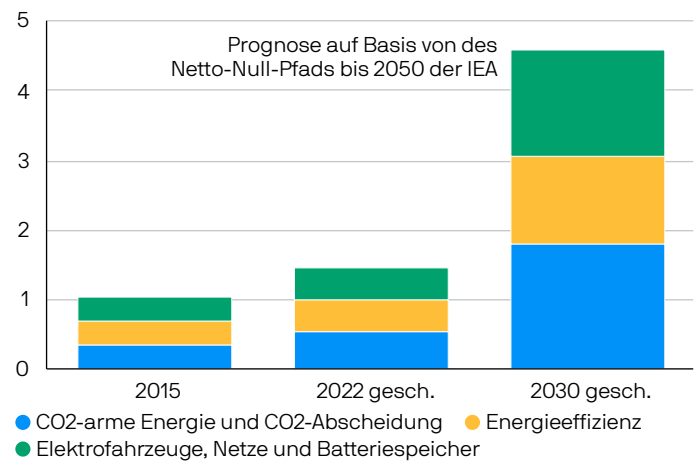
Knappheit an sauberer Energie

CO₂-arme Energie ist vielleicht das offensichtlichste Beispiel. Die Prognosen für den Mangel an Investitionen in erneuerbare Energien sind offensichtlich: So müssen sich die Ausgaben für die Stromerzeugung aus erneuerbaren Energien bis 2030 mehr als verdreifachen, damit die Welt ihren Energiebedarf in einer Weise decken kann, die mit den Netto-Null-Zielen vereinbar ist.

Abbildung 15: Die Energiewende erfordert einen enormen Anstieg der Investitionsausgaben

Globale Investitionen in saubere Energie und Energieeffizienz

In Billionen USD



Quelle: IEA, J.P. Morgan Asset Management. Die Daten stammen aus dem IEA-Bericht „World Energy Investment 2022“. 2030e basiert auf dem Szenario „Net Zero by 2050“ der IEA. Daten zum 15. Juni 2023.

Nachdem viele Jahre lang der Mangel an CO₂-armer Energie ein Problem war, wird die Politik nun endlich aktiv. Öffentliche Investitionen in die Energiewende nehmen zu – siehe den Wiederaufbaufonds der Europäischen Union (EU), der unter anderem darauf abzielt, die Energiewende in Europa zu beschleunigen. Auch die Anreize für private Investitionen in saubere Energie werden dank des Inflation Reduction Act der USA und des Green Deal Industrial Plan der EU immer zahlreicher.

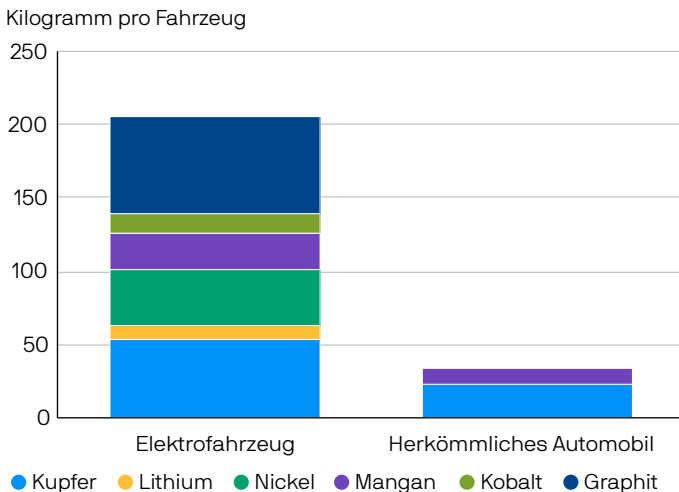
Die anhaltende Knappheit an CO₂-armer Energie und der jüngste Einsatz von Zuckerbrot (und Peitsche) durch die Regierungen eröffnen Ertragschancen für Firmen, die Ländern und Unternehmen helfen können, ihren Energie-Fußabdruck zu verbessern. Offensichtliche Beispiele sind Unternehmen in den Bereichen erneuerbare Energien, Effizienz, Elektrifizierung und CO₂-Abscheidung. Sollte es zu einer Rezession kommen und sollten Unternehmen mit höherem Wachstumspotenzial aus dem Bereich der sauberen Energien von einem allgemeinen Rückgang des Aktienmarktes erfasst werden, könnte sich den Anlegenden eine Gelegenheit bieten, sich in diesen langfristigen Themen zu positionieren. Über die Energieerzeugung hinaus muss sich CO₂-armer Strom in größerem Umfang in der Wirtschaft etablieren, so dass auch die Sektoren des nachhaltigen Verkehrs und Bauens davon profitieren dürften.

Materialknappheit

Die Lösung der Energieknappheit schafft jedoch ein weiteres Knappheitsproblem: Materialknappheit. Die Nachfrage nach bestimmten Metallen wie Lithium, Kupfer und Silizium wird im Zuge der Umstellung des Energiemixes stark ansteigen. So ist beispielsweise die Erzeugung durch Solarenergie mehr als viermal so materialintensiv wie die von Gaskraftwerken. Der Bedarf an Stromspeichern im Versorgungsbereich, um die Schwankungen der Wind- und Solarstromerzeugung auszugleichen, wird ebenfalls zu einer erhöhten Metallnachfrage beitragen, ebenso wie die Umstellung auf Elektrofahrzeuge, die sechsmal mineralintensiver sind als herkömmliche Verbrennungsmotoren.

Abbildung 16: In Elektrofahrzeugen werden deutlich mehr Mineralien genutzt als in herkömmlichen Autos

Mineralgehalt von Elektrofahrzeugen und herkömmlichen Autos



Quelle: IEA, J.P. Morgan Asset Management. Die Daten stammen aus dem IEA-Bericht „The Role of Critical Minerals in Clean Energy Transitions“. Daten zum 15. Juni 2023.

Die Schwellenmarktregionen werden zwar zu den Regionen zählen, die am stärksten vom Klimawandel betroffen sind, doch werden sie wahrscheinlich auch zu den langfristigen Nutznießenden dieses enormen Anstiegs der Nachfrage nach Rohstoffen gehören, da diese kritischen Grundstoffe oft hauptsächlich dort abgebaut und verarbeitet werden. Mineralreiche Regionen werden jedoch nicht die einzigen Gewinner sein – da die Vorkommen dieser wichtigen Mineralien und ihre Verarbeitungsanlagen in der Regel auf einige wenige Länder konzentriert sind, werden die entwickelten Märkte gezwungen sein, nach Lösungen in ihrer näheren Umgebung zu suchen. Unternehmen, die sich auf die inländische Verarbeitung und das Recycling seltenerer Metalle konzentrieren, werden daher wahrscheinlich ebenfalls profitieren. In naher Zukunft könnten Rezessionsrisiken zu Volatilität an den Rohstoffmärkten führen und damit Chancen für diejenigen eröffnen, die nach attraktiven Einstiegspunkten für diese längerfristigen Themen suchen.

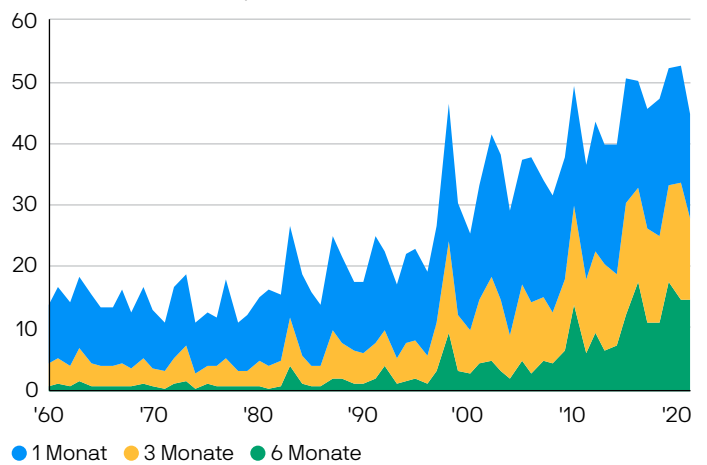
Nahrungsmittel- und Wasserknappheit

In den nächsten Jahrzehnten werden der Klimawandel und das Bevölkerungswachstum auch bei anderen natürlichen Ressourcen, vor allem bei Lebensmitteln und Wasser, zu Knappheit führen. Zusammen mit höheren Durchschnittstemperaturen haben wasserbedingte Extremereignisse wie Überschwemmungen und Dürren bereits zugenommen und werden voraussichtlich weiter zunehmen, was die landwirtschaftlichen Erträge beeinträchtigt. Der Anteil der von Dürren betroffenen weltweiten Flächen hat sich seit 2000 bereits verdoppelt.

Abbildung 17: Die jährlichen Auswirkungen von Dürren auf die weltweite Landnutzung nehmen schnell zu

Land, das von Dürren betroffen ist

%, weltweite Fläche, die pro Jahr von Dürren betroffen ist



Quelle: Global Standardised Precipitation-Evapotranspiration Index Database, 2021. Beguería, S et al., The Lancet Countdown on Health and Climate Change: 2022 Report, J.P. Morgan Asset Management. Daten zum 15. Juni 2023.

Der Fleischkonsum – der sich seit 1990 pro Person mehr als verdoppelt hat – muss sinken, um die Nahrungsmittelproduktion zu ermöglichen, die für die Ernährung einer Weltbevölkerung, die bis zum Ende des Jahrhunderts voraussichtlich 10 Milliarden Menschen erreichen wird, erforderlich ist, und um die Treibhausgasemissionen und die Entwaldung zu begrenzen. Gleichzeitig werden mit dem Anstieg des Meeresspiegels immer mehr Flussdeltas – in der Regel besonders fruchtbare und dicht besiedelte Gebiete – versalzen, wodurch sowohl die Menge des verfügbaren Trinkwassers als auch die landwirtschaftlichen Erträge sinken. Die Lebensmittelinflation und deren Volatilität dürften infolgedessen zunehmen.

Um diese Probleme in den Griff zu bekommen, ist ein grundlegender Wandel hin zu nachhaltigeren Nahrungsmittel- und Wassersystemen erforderlich, die die CO₂-Intensität reduzieren, die Landnutzung begrenzen und Wälder schützen, die als natürliche Kohlenstoffspeicher fungieren. Unternehmen, die in den Bereichen nachhaltige Landwirtschaft, Wassermanagement, Aufforstung und grüne Infrastruktur tätig sind, werden profitieren, da die Wasserverfügbarkeit immer begrenzter wird und die Erträge der traditionellen Landwirtschaft sinken, was Herausforderungen in große Chancen für Investor:innen verwandelt.

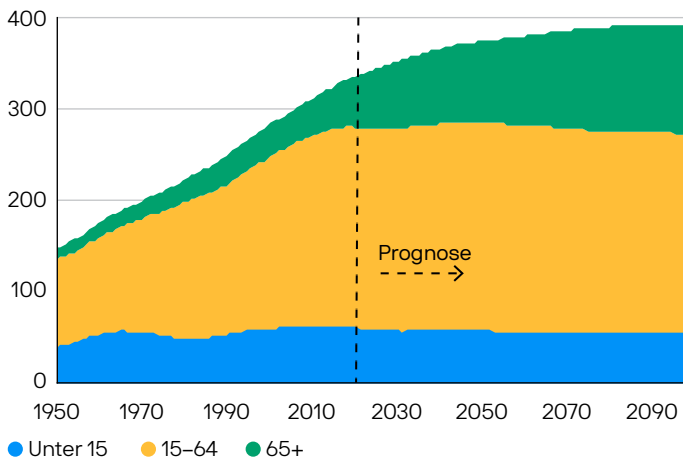
Arbeitskräfteknappheit

Schließlich sehen wir trotz des weltweiten Bevölkerungswachstums den Arbeitskräftemangel als weiteres langfristiges Thema. In den meisten großen Volkswirtschaften wird das Verhältnis der über 65-Jährigen gegenüber der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter in den kommenden Jahrzehnten unaufhaltsam ansteigen, so dass weniger Arbeitskräfte für mehr abhängige Personen aufkommen müssen.

Abbildung 18: In vielen der großen Volkswirtschaften der Welt altert die Bevölkerung

Bevölkerung nach Alter aufgeteilt: USA

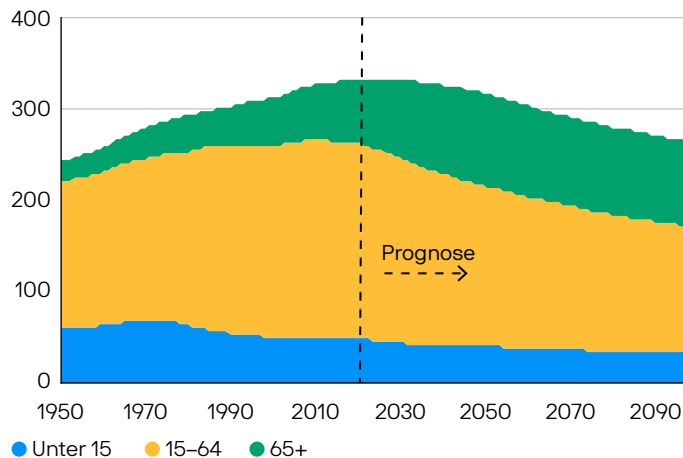
Millionen Menschen



● Unter 15 ● 15–64 ● 65+

Bevölkerung nach Alter aufgeteilt: Eurozone

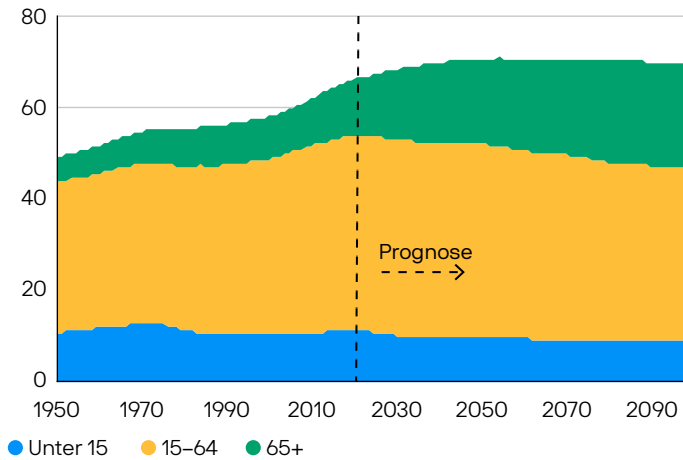
Millionen Menschen



● Unter 15 ● 15–64 ● 65+

Bevölkerung nach Alter aufgeteilt: Großbritannien

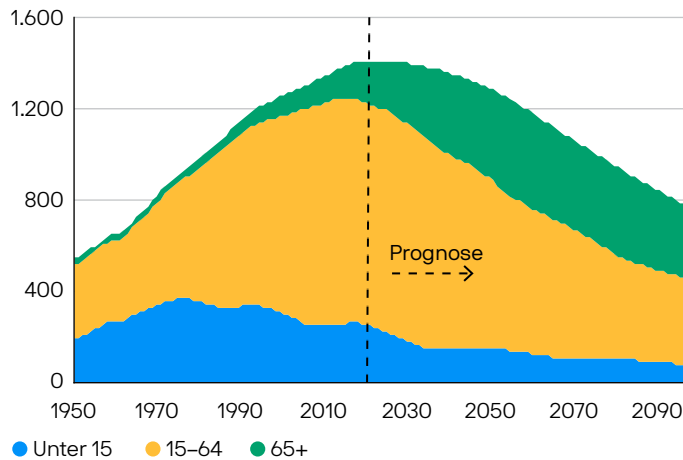
Millionen Menschen



● Unter 15 ● 15–64 ● 65+

Bevölkerung nach Alter aufgeteilt: China

Millionen Menschen



● Unter 15 ● 15–64 ● 65+

Quelle: (Alle Grafiken) Vereinte Nationen, J.P. Morgan Asset Management. Die Prognose stammt von den Vereinten Nationen. Daten zum 15. Juni 2023.

Gelegentlich wird argumentiert, dass die Lösung für den Arbeitskräftemangel in einer verstärkten Migration aus Teilen der Welt mit höheren Geburtenraten, wie zum Beispiel Afrika, zu finden ist. Dieses Argument hat zwar wirtschaftliche Vorzüge, lässt aber unserer Meinung nach die politischen Realitäten außer Acht, die in den letzten Jahren deutlich geworden sind.

Es ergeben sich zahlreiche Investmentthemen. Um den Mangel an Arbeitskräften auszugleichen, wird Sachkapital benötigt. Aus diesem Grund haben wir keine Angst vor Automatisierung und künstlicher Intelligenz (KI) – wir sehen diese Entwicklungen als notwendig an, um den drohenden Arbeitskräftemangel zu beheben (räumen jedoch ein, dass sie die Ungleichheit verschärfen könnten). Außerdem

stellt sich die Frage, wie die Güter und Dienstleistungen bereitgestellt werden können, die älteren Menschen ein gutes Leben ermöglichen.

In Anbetracht der schwerwiegenden Bedeutung dieses Themas ist dieser Überblick nur eine erste Skizze unserer Überlegungen und weitere werden folgen. Die neue Ära der Knappheit – in den Bereichen saubere Energie, Grundstoffe, Lebensmittel, Wasser und Arbeitskräfte – wird Herausforderungen mit sich bringen. Sie wird aber auch zu langfristigen wirtschaftlichen Verschiebungen und damit zu Chancen führen, die längerfristige orientierte aktive Anlegende nicht ignorieren sollten.

Basisszenarien und Risiken

Unser makroökonomisches „Basisszenario“ mit einem Horizont von 12 Monaten hat sich kaum gegenüber dem Ausblick für das kommende Jahr verändert, obwohl es uns erhöhte Bewertungen nun erschweren, zu begründen, dass die Märkte angemessen für die Abkühlung bewertet sind, die wir nach wie vor erwarten. Der Inflationsverlauf ist der Hauptunterschied zwischen unseren beiden Abwärtsszenarien. Im einen Fall führt eine sinkende Inflation zu Zinssenkungen und ermöglicht es Anleihen, als Mittel zur Diversifizierung zu fungieren, während im anderen Fall eine hartnäckige Inflation dazu führen dürfte, dass die Kurse von Aktien und Anleihen gemeinsam fallen.

Basisszenario: Nachlassende Inflation, leichte Rezessionen

Makro: Nachlassende Unternehmens- und Verbraucherausgaben führen in den Industrieländern zu leichten Rezessionen. Das „Horten“ auf dem Arbeitsmarkt hält die Arbeitslosenquoten relativ niedrig, aber die Abkühlung des Lohnwachstums trägt dazu bei, dass der Druck auf die Kerninflation allmählich nachlässt und die Zentralbanken eine Pause einlegen können. Chinas Aufschwung nach dem Ende der Covid-Pandemie setzt sich im Dienstleistungssektor fort, doch schwache Unternehmensinvestitionen belasten das Wachstum weiterhin. Die Fed pausiert ihren Zinserhöhungszyklus bei Zinssätzen unter 5,5%, während die Bank of England (BoE) und die Europäische Zentralbank (EZB) ihre Zinserhöhungszyklen bei Zinssätzen von etwa 5% bzw. 4% pausieren. Zinssenkungen beginnen erst im Jahr 2024 und fallen dann bescheiden aus.

Anleihen: Die Renditen der Staatsanleihen bewegen sich seitwärts. Die Kreditspreads von Investment-Grade-Anleihen (IG) bleiben stabil, während sich die Kreditspreads von High-Yield-Anleihen (HY) weiten, da die Ausfallraten allmählich in Richtung des langfristigen Durchschnitts steigen.

Aktien: Schwieriges Umfeld für Aktien mit erhöhter Volatilität und gedämpften Gesamtrenditen. Aktien mit höherer Qualität weisen eine Outperformance auf und die Industrieländer ohne die USA liegen aufgrund höherer Dividendenrenditen und günstigerer Bewertungen vor den USA.

Währungen: Der USD gibt auf handelsgewichteter Basis etwas nach. Der JPY legt zu, da die Kontrolle über die Renditekurve wegfällt, während der EUR durch eine gewisse Konvergenz bei Wachstum und Zinssätzen unterstützt wird.

Alternative Anlagen: Sachwerte bieten Erträge und einen gewissen Inflationsschutz. Hedgefonds profitieren von einer höheren Aktienmarktvolatilität.

Abwärtsszenario: i) Gleichzeitiger Rückgang von Wachstum und Inflation veranlasst Zentralbanken zu Unterstützung

Makro: Das Wachstum in den Industrieländern verlangsamt sich drastisch, was die Volkswirtschaften in tiefere Rezessionen drängt. Schwächere Arbeitsmärkte, niedrigere Rohstoffpreise und eine schnell sinkende Inflation zwingen die Zentralbanken zu aggressiven Zinssenkungen. Chinas Aufschwung nach der Covid-Pandemie gerät ins Stocken, was weitere geldpolitische Anreize nach sich zieht. Die Fed beginnt im Herbst mit einem erheblichen Zinssenkungszyklus. Die EZB und die BoE setzen ihre Zinserhöhungen in diesem Sommer fort, sind dann aber gezwungen, eine abrupte Kehrtwende zu vollziehen, und beginnen später im Jahr 2023 ebenfalls mit Zinssenkungen.

Anleihen: Die Renditen von Staatsanleihen sinken, und die Renditekurven versteilern sich wieder. Die IG-Spreads weiten sich ein wenig und die HY-Spreads stark, aber die sinkenden Renditen von Staatsanleihen tragen dazu bei, die Gesamtrendite zu dämpfen.

Aktien: Negative Gesamtrenditen bei Aktien, ohne jedoch die Tiefststände vom letzten Oktober zu erreichen. Die Erträge leiden stark, Aktien mit höherer Qualität weisen eine Outperformance auf und Wachstumstitel übertreffen Substanztitel. Die USA übertreffen die Industrieländer ohne die USA aufgrund der Neigung zu Wachstumstiteln, während die Schwellenmärkte hinter den Industrieländern zurückbleiben.

Währungen: USD und JPY legen aufgrund von Zuflüssen wegen ihrer Funktion als sichere Häfen gegenüber zyklischen Währungen zu.

Alternative Anlagen: Rohstoffe haben zu kämpfen, Immobilien sehen sich Herausforderungen gegenüber, Hedgefonds profitieren von der höheren Volatilität (aber Anleihen sind das effektivste Mittel zur Diversifizierung).

Abwärtsszenario: ii) Die hartnäckige Inflation verhindert, dass die Zentralbanken zur Rettung eilen

Makro: Die Kerninflation bleibt aufgrund der Widerstandsfähigkeit der Verbrauchenden und der extrem angespannten Lage auf dem Arbeitsmarkt hartnäckig. Der Aufschwung in China gewinnt an Fahrt und setzt die Rohstoffpreise unter Aufwärtsdruck. Sowohl die Fed als auch die BoE erhöhen die Zinssätze in Richtung 6%, und die EZB erhöht auf über 4,5%. Durch höhere Zinssätze entsteht ein größerer Schaden in der Wirtschaft, aber die Zentralbanken halten die Zinssätze angesichts des hartnäckigen Preisdrucks „länger höher“.

Anleihen: Anleihen versagen als Mittel zur Diversifizierung, da die Renditen von Staatsanleihen am kurzen Ende steigen, um sowohl eine höhere „Terminal Rate“ als auch die Preisentwicklung durch die Zinssenkungen widerzuspiegeln. Die IG-Spreads weiten sich angesichts der Wachstumsverlangsamung, und die HY-Spreads weiten sich drastisch in der Erwartung, dass die Ausfallraten über den langfristigen Durchschnitt steigen.

Aktien: Die kurzfristige Ertragsstabilität wird durch sinkende Bewertungen aufgezehrt, was zu negativen Gesamrenditen führt, da die Märkte davon ausgehen, dass die Zentralbanken einen tieferen Abschwung herbeiführen müssen. Qualitätstitel weisen eine Outperformance auf. Die USA bleiben hinter den Industrieländern ohne die USA zurück, da die Bewertungen stärker leiden.

Währungen: Der USD legt gegenüber zyklischen Währungen zu, da die Risikoscheu zu Zuflüssen in sichere Häfen führt.

Alternative Anlagen: Sachwerte weisen aufgrund des Inflationsschutzes eine Outperformance auf, und Hedgefonds profitieren von der höheren Volatilität. Private Equity und Private Credit geraten unter Druck.

Positivszenario: Goldlückchen-Umfeld mit robustem Wachstum und abkühlender Inflation

Makro: Das Wachstum bleibt widerstandsfähig, während sich die Inflation abkühlt, da ein Anstieg des Arbeitskräfteangebots das Lohnwachstum abschwächt, obwohl die Arbeitslosigkeit nicht steigt, und Basiseffekte den übrigen Inflationskorb nach unten ziehen. Der Aufschwung in China gewinnt an Fahrt, da die Unternehmensinvestitionen zunehmen, ohne jedoch die Rohstoffpreise wesentlich nach oben zu treiben. Die Zentralbanken erfüllen die aktuellen Marktpreiserwartungen hinsichtlich Zinssenkungszyklen, da die niedrigere Inflation eine Rückkehr zu neutralen Zinssätzen ermöglicht.

Anleihen: Die Renditen der Staatsanleihen sind etwas rückläufig. Schuldtitel schneiden besser ab als Zinsen und HY-Titel besser als IG-Titel, da sich die Spreads über alle Schuldtitelsektoren hinweg verengen. Großartiges Umfeld für Schwellenmarkt-Schuldtitel.

Aktien: Bestes Ergebnis für Aktien. Die Gewinnerwartungen steigen, da die Märkte auf eine Wiederbeschleunigung im Jahr 2024 setzen, und die Bewertungen erholen sich weiter. Qualitativ höherwertige Aktien weisen eine Underperformance auf, und zyklische Werte übertreffen defensive Werte.

Währungen: Der USD gibt auf handelsgewichteter Basis nach.

Alternative Anlagen: Reale Vermögenswerte bieten Erträge und Kapitalzuwachs aufgrund niedrigerer Zinssätze. Die Performance von Hedgefonds ist angesichts geringer Volatilität schleppend.

Autoren



Karen Ward
Chief Market Strategist for EMEA



Paola Toschi
Global Market Strategist



Mike Bell
Global Market Strategist



Tilmann Galler
Global Market Strategist



Vincent Juvyns
Global Market Strategist



Hugh Gimber
Global Market Strategist



Max McKechnie
Global Market Strategist



Natasha May
Global Market Analyst



Zara Nokes
Global Market Analyst

Das „Market Insights“-Programm bietet auf produktneutraler Basis umfassende Informationen und Kommentare zu den globalen Märkten. Das Programm analysiert die Auswirkungen der aktuellen Wirtschaftsdaten und veränderten Marktbedingungen, um Kunden einen besseren Einblick in die Märkte zu vermitteln und fundierte Anlageentscheidungen zu fördern. Für die Zwecke von MiFID II sind das J.P. Morgan Asset Management „Market Insights“ und „Portfolio Insights“ Programm eine Marketingkommunikation und fallen nicht unter MiFID II / MiFIR Anforderungen, die in Zusammenhang mit Research stehen. Darüber hinaus wurden das J.P. Morgan Asset Management „Market Insights“ und „Portfolio Insights“ Programm als nicht unabhängiges Research nicht in Übereinstimmung mit den gesetzlichen Anforderungen erstellt, die zur Förderung der Unabhängigkeit von Research dienen. Sie unterliegen auch keinem Handelsverbot vor der Verbreitung von Research.

Die in diesem Dokument geäußerten Meinungen stellen weder eine Beratung noch eine Empfehlung für den Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar, noch sichert J.P. Morgan Asset Management oder eine seiner Tochtergesellschaften zu, sich an einer der in diesem Dokument erwähnten Transaktionen zu beteiligen. Sämtliche Prognosen, Zahlen, Einschätzungen oder Anlagetechniken und -strategien dienen nur Informationszwecken, basierend auf bestimmten Annahmen und aktuellen Marktbedingungen, und können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Alle in diesem Dokument gegebenen Informationen werden zum Zeitpunkt der Erstellung als korrekt erachtet. Jede Gewährleistung für ihre Richtigkeit und jede Haftung für Fehler oder Auslassungen wird jedoch abgelehnt. Zur Bewertung der Anlageaussichten bestimmter in diesem Dokument erwähnter Wertpapiere oder Produkte sollten Sie sich nicht auf dieses Dokument stützen. Darüber hinaus sollten Investoren eine unabhängige Beurteilung der rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen, Kredit- und Buchhaltungsfragen anstellen und zusammen mit ihren professionellen Beratern bestimmen, ob eines der in diesem Dokument genannten Wertpapiere oder Produkte für ihre persönlichen Zwecke geeignet ist. Investoren sollten sicherstellen, dass sie vor einer Investition alle verfügbaren relevanten Informationen erhalten. Der Wert, Preis und die Rendite von Anlagen können Schwankungen unterliegen, die u. a. auf den jeweiligen Marktbedingungen und Steuerabkommen beruhen, und die Anleger erhalten das investierte Kapital unter Umständen nicht in vollem Umfang zurück. Sowohl die historische Wertentwicklung als auch die historische Rendite sind unter Umständen kein verlässlicher Indikator für die aktuelle und zukünftige Wertentwicklung. J.P. Morgan Asset Management ist der Markenname für das Vermögensverwaltungsgeschäft von JPMorgan Chase & Co. und seiner verbundenen Unternehmen weltweit. Telefonanrufe bei J.P. Morgan Asset Management können aus rechtlichen Gründen sowie zu Schulungs- und Sicherheitszwecken aufgezeichnet werden. Soweit gesetzlich erlaubt, werden Informationen und Daten aus der Korrespondenz mit Ihnen in Übereinstimmung mit der EMEA-Datenschutzrichtlinie von J.P. Morgan Asset Management erfasst, gespeichert und verarbeitet. Die EMEA-Datenschutzrichtlinie finden Sie auf folgender Website: www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy.

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

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

Copyright 2023 JPMorgan Chase & Co. Alle Rechte vorbehalten.

Bildquelle: Shutterstock.

LV-JPM54277 | 06/23 | DE | 091x232706111553