

Long-Term Capital Market Assumptions 2019

23. Jährliche Ausgabe | Executive Summary



ZUSAMMENFASSUNG

Diese Executive Summary bietet dem Leser einen umfassenden Überblick über unsere Long-Term Capital Market Assumptions (LTCMA) für 2019 und liefert einen Kontext dazu, wie einige der strukturellen Faktoren, die die heutigen Volkswirtschaften beeinflussen, die Ertragsersparungen über einen Anlagehorizont von 10 bis 15 Jahren prägen dürften. Die wichtigsten Erkenntnisse der diesjährigen LTCMA:

- Unsere Schätzung, dass sich das reale weltweite Wachstum der Bruttoinlandsprodukte 2019 auf 2,5 % belaufen sollte, bleibt gegenüber dem Vorjahr unverändert. Trotz gewisser Anpassungen auf Länderebene scheinen der langfristige Wachstumsausblick stabil und die Risiken ausgewogen zu sein. Die Anlagerenditen auf Gleichgewichtsniveau erscheinen im historischen Vergleich angemessen, zyklische Belastungen dämpfen unsere heutigen Ertragsprognosen jedoch und stellen nach wie vor eine Herausforderung dar.
- Die zyklischen Risiken nehmen zu, viele Volkswirtschaften bewegen sich mit nur geringem Spielraum oberhalb des Trends, und die Bewertungen von Vermögenswerten sind erhöht. Langfristig orientierte Anleger sollten zwar die Erträge über den gesamten Zyklus hinweg betrachten, für den langfristigen Ausblick ist jedoch der Ausgangspunkt von erheblicher Bedeutung. Traditionelle Anlagekonzepte spiegeln das Marktrisiko recht gut wider, erfassen aber möglicherweise Faktoren wie etwa das Illiquiditätsrisiko nicht. Diese können jedoch gegen Ende des Zyklus einen erheblichen Einfluss auf die Erträge haben.
- Die Renditeprognosen für Anleihen verbessern sich in diesem Jahr, insbesondere in den USA, wo die Normalisierung der Geldpolitik einen günstigen Einstiegspunkt geschaffen hat. Die globalen Aktienrenditen sind unverändert, es gibt jedoch einige regionale Unterschiede, die Anlegern Chancen bieten könnten. Alternative Anlagen stellen einen relativen Lichtblick dar, da geringere Gebühren und verbesserte Alpha-Trends Unterstützung bieten.
- Die Ertragsersparungen eines zu 60/40 gewichteten US-Portfolios sind etwas besser, und die Aktien-Anleihen-Grenze hat sich aufgrund höherer erwarteter Anleiherenditen im Uhrzeigersinn gedreht. In anderen Regionen bleibt die Grenze nahezu unverändert. Dies spiegelt sowohl das spätzyklische Umfeld in den USA als auch die regionale Abweichung hinsichtlich der Konjunkturzyklen wider. Die Sharpe Ratios (d.h. der Zusatzbeitrag gegenüber dem risikofreien Zinssatz im Verhältnis zum Risiko) für US-Staatsanleihen liegen inzwischen erstmalig seit zehn Jahren deutlich über denen von US-amerikanischen Aktien.
- Unsere Botschaft lautet in diesem Jahr, sich im Denken und Handeln von traditionellen Mustern abzuwenden. Dies impliziert eine Suche nach Erkenntnissen, die über klassische Mean-Variance-Analysen hinausgeht, um für die Endphase dieses Zyklus gerüstet zu sein. Denn die Erfahrung zeigt, dass die Rückkehr zum langfristigen Mittelwert zwar eine starke Kraft darstellt, diese jedoch nicht unfehlbar ist. Daher müssen wir genau darauf achten, welche Verwerfungen von heute das neue Gleichgewicht von morgen sein könnten.

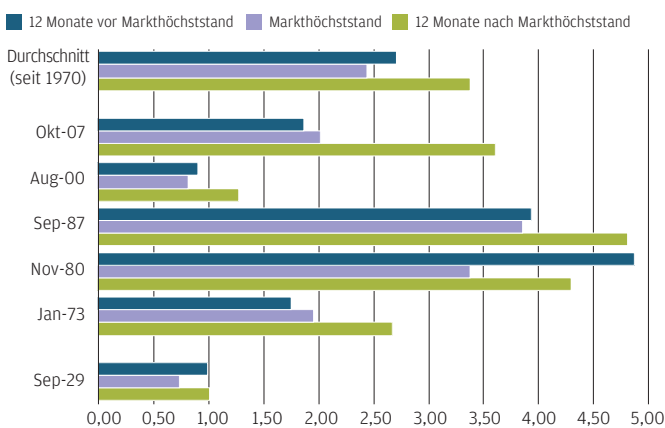
EINLEITUNG

Für Anleger könnte sich das Jahr 2019 als symbolisches, vielleicht sogar als zukunftsträchtiges Jahr erweisen. Sollte die Expansion in den USA bis Mitte 2019 anhalten, würde sie damit einen neuen Rekord für die Dauer eines US-Zyklus setzen. Sie liegt zwar immer noch deutlich hinter der ungebrochenen, inzwischen 27-jährigen Expansion in Australien, ist aber dennoch beachtlich. Dies gilt insbesondere, wenn wir einige der Paradoxien betrachten, die diesen Zyklus prägen. Die Leitzinsen in Industrieländern steigen, liegen jedoch auch weiterhin unterhalb der Tiefststände früherer Zyklen. Gleichzeitig haben die Arbeitslosenquoten in den G7-Ländern den niedrigsten Stand seit 40 Jahren erreicht. Die aktuelle Hausse des S&P 500 stellt die längste jemals verzeichnete Aufwärtsphase dar, wobei die zwischen den Tiefst- und Höchstständen verbuchten Zugewinne fast dem Doppelten des Durchschnitts anderer Bullenmärkte während der letzten 50 Jahre entsprechen. Gleichzeitig liegen die Zugewinne globaler Aktien etwa 6 % unter dem Durchschnitt früherer Hausse-Phasen. Und während einerseits technologische Entwicklungen geografische Grenzen und funktionale Barrieren aushebeln, könnte Handelsprotektionismus auf der anderen Seite - zumindest kurzfristig - einen Rückzug der Globalisierung erzwingen.

Allein das chronologische Alter dieser Wachstumsphase hat natürlich erhebliche Spekulationen darüber ausgelöst, wann der aktuelle Zyklus wohl ein Ende finden dürfte. Den meisten von uns wird es nicht gelingen, das Ende des Zyklus genau vorherzusagen, und etwaige diesbezügliche Anstrengungen dürften sich vermutlich als sinnlos erweisen. Nichtsdestotrotz ist es sehr wichtig, die Eigenarten spätyklischer Phasen genau zu verstehen und sich auf einen Marktabschwung vorzubereiten, wann auch immer dieser eintreten mag. Man mag es längerfristig orientierten Anlegern verzeihen, wenn sie davon ausgehen, dass die Unwägbarkeiten des Zyklus für sie weniger relevant sind. Aber trotz unserer Fokussierung auf strukturelle Themen und Gleichgewichtsrenditen sind wir bei all unseren Marktein- und -austritten doch von vorherrschenden Kursen abhängig, und diese haben selbst bei einem extrem langen Anlagehorizont erheblichen Einfluss auf die Wertentwicklung (Abbildung 1).

Der Einstiegspunkt wirkt sich auf die Wertentwicklung aus - selbst bei langen Anlagehorizonten

ABBILDUNG 1: WERT VON 1 USD, IN DEN S&P 500 INVESTIERT, NACH ZEHN JAHREN IN ABHÄNGIGKEIT ZUM JEWEILIGEN EINSTIEGSPUNKT



Quelle: Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management; Daten per 30. September 2018.

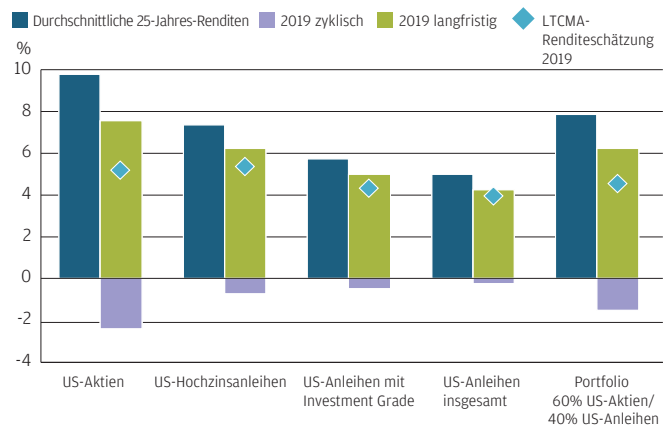
Bei wirtschaftlichen Entscheidungen wägen wir instinktiv die verschiedenen Möglichkeiten ab, um eine zentrale These zu bilden, die im Grunde einen Durchschnitt bzw. Mittelwert möglicher zukünftiger Ergebnisse darstellt. Die Betrachtung der Endphase des Zyklus bedeutet jedoch implizit auch stets, dass man eine Diskontinuität und ein Umfeld erwartet, das - zumindest über einen bestimmten Zeitraum hinweg - deutlich vom mittleren Ergebnis abweicht. Ein Großteil unserer Kennzahlen und finanziellen Instrumentarien orientiert sich an durchschnittlichen Ergebnissen und einer langfristigen Rückkehr zum Mittelwert und zeigt daher an wichtigen Wendepunkten eines Zyklus womöglich nicht immer das gesamte Bild.

Das bedeutet nicht, dass wir diese bewährten Instrumente verwerfen oder von jeglicher Rückkehr zu diesen langfristigen Mustern und Mittelwerten absehen sollten - in der Tat gründet unsere Arbeit im Zusammenhang mit den Long-Term Capital Market Assumptions auf genau solchen Verfahren. Stattdessen sollten wir, um bessere Einblicke während des gesamten Zyklus zu erhalten, diese Konzepte ergänzen und unsere Annahmen bezüglich einer Rückkehr zu den Mittelwerten einer näheren Untersuchung unterziehen. Immerhin können sich Wirtschaftsräume und Märkte - wie dieser Zyklus gezeigt hat - über einen recht langen Zeitraum hinweg vom Gleichgewichtswert entfernen. Zudem sind diese Gleichgewichtspunkte selbst alles andere als statisch.

Der Umgang mit spätyklischen Phasen verlangt von Anlegern, sich in ihrem Denken und Handeln vom Mittelwert abzuwenden und zu beurteilen, wie Wendepunkte des Zyklus selbst in diversifizierten Portfolios zu nichtlinearen Ergebnissen führen könnten. Eine eingehende Prüfung, wann mit einer Rückkehr zum Mittelwert zu rechnen ist und wann nicht, lässt sich auch in den ausführlichen thematischen Aufsätzen erkennen, die wir für die aktuelle Auflage erstellt haben. Die Untersuchung einiger der offensichtlichen Ungleichgewichte, mit denen wir konfrontiert sind - und die Erkenntnis, wo sie strukturelle Veränderungen im Gefüge unserer Volkswirtschaften signalisieren könnten - stellt einen roten Faden dar, der sich durch alle vier unserer diesjährigen Themenpapiere zieht.

Trotz der zunehmenden zyklischen Belastungen sind wir weiterhin langfristig optimistisch; die Erträge eines 60/40 US-Aktien-Anleihen-Portfolios steigen sogar leicht aufgrund besserer Anleiherenditen

ABBILDUNG 2: DURCHSCHNITTLICHE 25-JAHRES-RENDITEN UND SCHÄTZUNGEN DIESES JAHRES, AUFGETEILT IN IHRE LANGFRISTIGEN (GLEICHGEWICHTS-) UND ZYKLISCHEN KOMPONENTEN



Quelle: Bloomberg, Datastream, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions; Daten per 30. September 2018.

Im vergangenen Jahr hatten wir uns als langfristige Optimisten, aber zyklische Realisten bezeichnet. Unser langfristiger Optimismus ist unvermindert, auch wenn der zyklische Gegenwind in diesem Jahr zugenommen hat. Dies veranlasst uns zu Überlegungen, wie wir Portfolios verwalten können, wenn sich Sturmwolken zusammenbrauen (**Abbildung 2**). Wir stellen zudem fest, dass einige der Faktoren, die das Ende dieses Zyklus schneller herbeiführen könnten, auf lange Sicht auch tiefgreifende Auswirkungen auf die Wirtschafts- und Investmentlandschaft haben könnten. Tatsächlich verändert sich womöglich auch der Charakter des Zyklus selbst, und damit auch die Ursachen von Rezessionen – und die jeweils zu ergreifenden Gegenmaßnahmen. Die Verschuldungsniveaus und das Ausmaß der Zentralbankbilanzen stellen neue politische Herausforderungen dar und könnten die Unabhängigkeit der Zentralbanken letztlich gefährden. Gleichzeitig entwickelt sich die Struktur der Kapitalmärkte weiter, wodurch sich für Anleger neue Rendite- und Risikoquellen ergeben.

Alles in allem haben sich unsere langfristigen Prognosen zum Wirtschaftswachstum und den Gleichgewichtszinsen gegenüber dem Vorjahr nur geringfügig geändert. Wir sehen kaum Aufwärtsdruck auf die Preisinflation und rechnen damit, dass die Inflation in künftigen Zyklen häufig unter den Zielen der Zentralbanken liegen wird. Dies hat zur Folge, dass unsere US-Inflationserwartungen leicht sinken. Die Ertragsersparungen eines einfachen US-Aktien-Anleihen-Portfolios mit einer Gewichtung von 60/40 sind leicht gestiegen, von 5,25 % auf 5,50 %. Ein weiterer Hinweis darauf, dass wir uns in einer späten Phase des Zyklus befinden, ist die Tatsache, dass dies ausschließlich auf Anleiherenditen zurückzuführen ist. Vor allem aber ist unsere geschätzte Sharpe Ratio für US-Staatsanleihen inzwischen zum ersten Mal seit einem Jahrzehnt deutlich höher als ihr Pendant für US-Aktien. Wie wir näher erörtern werden, zeigen Sharpe Ratios nicht das gesamte Bild – insbesondere für Anlagen mit einem

sogenannten Left-Tail-Risiko¹ und vor allem dann, wenn der Zyklus in eine reife Phase vorgerückt ist. Für die heutige Investmentlandschaft stellen sie jedoch ein aussagekräftiges Merkmal dar.

MAKROÖKONOMISCHE THEMEN – MANAGEMENT JENSEITS VON MITTELWERTEN

Unsere 10- bis 15-jährige Prognose für das reale BIP-Wachstum in den Industrieländern liegt gegenüber dem Vorjahr unverändert bei 1,50 %, und wir senken unsere Schätzung für die Schwellenländer von 4,50 % auf 4,25 % – allerdings bleiben hierbei unsere Prognosen für die meisten wichtigen Schwellenländer² unverändert. Alles in allem liegt unsere Prognose für das weltweite reale BIP-Wachstum wie schon im Vorjahr unverändert bei 2,50 %, und auch die relativen Wachstumsniveaus der verschiedenen Länder und Regionen haben sich kaum geändert (**Abbildung 3**). Wie im Vorjahr ist unser langfristiger Ausblick recht stabil, wobei die Risiken zwischen der wohlbekanntesten Belastung durch die demografische Entwicklung und dem Aufwärtspotenzial einer technologiegetriebenen Produktivitätssteigerung weitgehend ausgeglichen sind. Die zyklischen Risiken hingegen haben während der letzten zwölf Monate zugenommen – und zwar nicht nur allein aufgrund der fortschreitenden Dauer dieses Zyklus.

¹ Wir definieren das Left-Tail-Risiko als das Risiko, dass Kursrückgänge stärker ausfallen als Kursanstiege; solche Vermögenswerte können in Phasen der Marktbelastung eine gravierendere Neubewertung durchlaufen als es eine einfache Normalverteilung vermuten lässt.

² Die Prognosen für das reale BIP in China, Indien und Brasilien sind in diesem Jahr unverändert; die Prognosen zum realen BIP-Wachstum in Russland wurden um 25 Basispunkte gesenkt.

Unsere globalen Wachstumsannahmen für 2019 sind gedämpft, aber weitgehend stabil

ABBILDUNG 3: MAKROÖKONOMISCHE ANNAHMEN (in %)

| | Annahmen 2019 | | Annahmen 2018 | | Änderung (Prozentpunkte) | |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------------------|---------------|
| | Reales BIP | Kerninflation | Reales BIP | Kerninflation | Reales BIP | Kerninflation |
| INDUSTRIELÄNDER | 1,50 | 1,75 | 1,50 | 1,75 | 0,00 | 0,00 |
| USA | 1,75 | 2,00 | 1,75 | 2,25 | 0,00 | -0,25 |
| Eurozone | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 0,00 | 0,00 |
| Großbritannien | 1,25 | 2,00 | 1,25 | 2,00 | 0,00 | 0,00 |
| Japan | 0,50 | 1,00 | 0,50 | 1,00 | 0,00 | 0,00 |
| Frankreich | 2,00 | 2,50 | 2,00 | 2,25 | 0,00 | 0,25 |
| Brasilien | 1,50 | 1,75 | 1,50 | 1,75 | 0,00 | 0,00 |
| Schweden | 1,75 | 1,75 | 1,75 | 1,75 | 0,00 | 0,00 |
| Schweiz | 1,25 | 0,50 | 1,25 | 0,75 | 0,00 | -0,25 |
| SCHWELLENLÄNDER* | 4,25 | 3,50 | 4,50 | 3,50 | -0,25 | 0,00 |
| China | 5,00 | 2,75 | 5,00 | 2,75 | 0,00 | 0,00 |
| Indien | 7,00 | 5,00 | 7,00 | 5,00 | 0,00 | 0,00 |
| Brasilien | 3,00 | 4,75 | 3,00 | 5,00 | 0,00 | -0,25 |
| Russland | 1,25 | 5,50 | 1,50 | 5,50 | -0,25 | 0,00 |
| GLOBAL | 2,50 | 2,25 | 2,50 | 2,50 | 0,00 | -0,25 |

Quelle: J.P. Morgan Asset Management; Schätzungen per 30. September 2018.

* Gesamtwerte für Schwellenländer von einer aus neun Ländern bestehenden Stichprobe abgeleitet.

Es sieht immer mehr danach aus, als sei der Handelsstreit zwischen den USA und China³ zumindest im gleichen Maß auf Ideologie wie auf Zoll disparitäten zurückzuführen, und dies könnte den weiteren Verlauf der Globalisierung bis weit über den aktuellen Zyklus hinaus definieren. Die Normalisierung der Geldpolitik in den USA verschärft unaufhaltsam die globalen Finanzbedingungen und könnte die Wende des Zyklus noch beschleunigen, vielleicht noch bevor andere Zentralbanken überhaupt in Gang kommen (**Abbildung 4**), wodurch die Gefahr einer semipermanenten Zinsdivergenz innerhalb der Weltwirtschaft insgesamt aufkommt. Auch wenn die Verschuldung der Unternehmen selbst keinen Abschwung auslöst, könnte sie doch beschleunigend wirken, und auf lange Sicht erschwert die hohe Verschuldung innerhalb einer Volkswirtschaft die Transmission geldpolitischer Impulse. Aber ähnlich wie bei dem Versuch, den genauen Zeitpunkt eines Abschwungs vorherzusehen, kann sich auch die Identifizierung der genauen Katalysatoren als wenig zielführend erweisen. Stattdessen konzentrieren sich unsere LTCMA-Themenartikel in diesem Jahr in erster Linie auf die Identifizierung jener Bereiche, in denen Risiken vorliegen, und auf die Überlegung, wie sie sich entwickeln und unser langfristiges Bezugssystem beeinflussen könnten.

Unsere erste Analyse befasst sich direkt mit diesem Trend. Sie untersucht die Anatomie früherer Rezessionen und erörtert, wie sich künftige Rezessionen - und Erholungsphasen - wohl gestalten dürften. Unser LTCMA-Bezugssystem wurde so erstellt, dass es aufgrund seines langen Zeithorizonts „zyklusneutral“ ist. Es ist jedoch in keiner Weise als „zyklusagnostisch“ zu betrachten. Anders formuliert: Wir versuchen innerhalb unseres Rahmens nicht, die zeitliche Entwicklung von Zyklen vorherzusagen, unsere Ertragsprognosen sind jedoch stark vom jeweiligen Ausgangspunkt abhängig. Es lässt sich durchaus argumentieren, dass die Weltwirtschaft heute stabiler ist, was aller Wahrscheinlichkeit nach bedeutet, dass künftige Zyklen länger

und schwächer ausfallen werden, da es länger dauert, bis sich Ungleichgewichte aufgebaut haben.

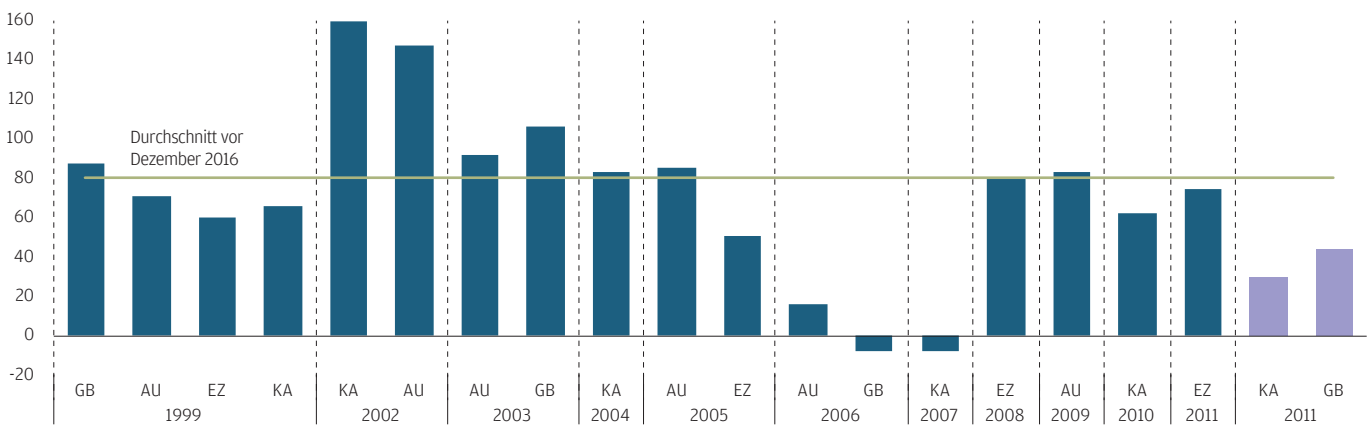
Aber während auf der einen Seite Abwärtsrisiken durch kürzere Lagerzyklen, eine verbesserte Kapitalausstattung von Banken und konstantere staatliche Ausgabenmuster gedämpft werden, werden auf der anderen Seite auch die Instrumente zur Ankurbelung einer ins Stocken geratenen Wirtschaft geschwächt, so dass die Kräfte, die in der Vergangenheit V-förmige Erholungsphasen ermöglicht haben, abklingen. Dies dürfte bedeuten, dass Erholungsphasen künftig schwächer ausfallen und kreativere geldpolitische Eingriffe erforderlich werden. Kurz gesagt: Es ist wahrscheinlich, dass die Leitzinsen während der nächsten zehn Jahre im Hinblick auf den neutralen Zinssatz häufig eher locker als straff sein werden. Die Zinsen könnten über längere Zeiträume hinweg unterhalb des Gleichgewichtsniveaus bleiben als in der Vergangenheit, da längere Zeiträume lockerer Geldpolitik erforderlich sein dürften, um künftiges Wachstum zu stabilisieren.

Flachere und längere Zyklen, die auf längerfristige Anreizmaßnahmen angewiesen sind, dürften die Zinssätze drücken, und dies hat erhebliche Konsequenzen für die Schuldendynamik. In unserer zweiten Analyse untersuchen wir die staatliche Verschuldung - wie sie verringert werden könnte und ob Regierungen ihre Schuldenstände überhaupt verringern müssen oder wollen. Da es wahrscheinlich ist, dass die Zinsen niedrig und häufig unterhalb des neutralen Satzes bleiben werden, bestehen für Regierungen womöglich kaum Anreize, ihre Verschuldung über unseren 10- bis 15-jährigen Prognosezeitraum hinweg in Angriff zu nehmen. Hierdurch wird das Problem zwar lediglich vertagt, es bedeutet jedoch auch, dass sich die Verankerung unserer zukunftsgerichteten Erwartungen an früheren Durchschnittswerten für nachhaltige Verschuldungsniveaus oder Leitzinsen als falsch erweisen könnte. Ein möglicherweise noch viel tiefgreifenderes Thema ist die Frage, ob die dualen Kräfte einer steigenden staatlichen Verschuldung und einer zunehmenden Exponierung der Zentralbankbilanzen gegenüber dieser Verschuldung bedeuten, dass die Zentralbanken künftig womöglich nicht mehr so unabhängig sein werden wie bisher.

³ Andere Handelsstreitigkeiten, z. B. im Hinblick auf die NAFTA oder auch mit der Europäischen Union, dürften unserer Einschätzung nach durch Zollverhandlungen beigelegt werden. Eine Lösung des Konflikts mit China erscheint derzeit jedoch weniger wahrscheinlich.

Zinsanhebungszyklen sind häufig weltweit stärker synchronisiert; die US-Zinsstrukturkurve ist heute im Vergleich zum typischen Niveau, bei dem andere Regionen mit einer Zinsanhebung beginnen würden, flacher

ABBILDUNG 4: US-ANLEIHENKURVE (3 MONATE BIS 2 JAHRE) ZU BEGINN DES ZINSANHEBUNGSZYKLUS DER WICHTIGSTEN ZENTRALBANKEN (BP)



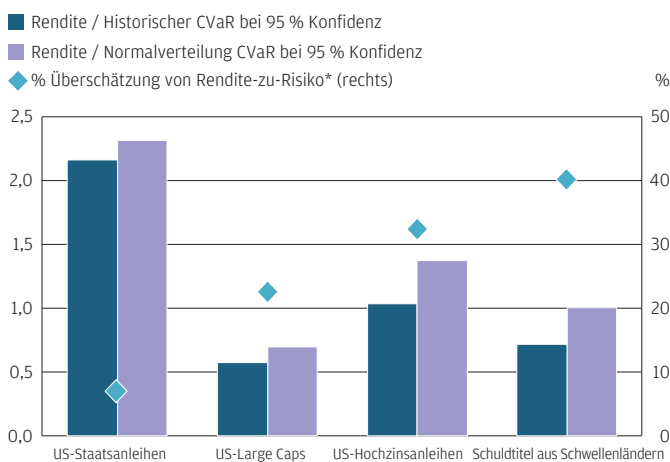
Quelle: Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management; Daten per Oktober 2018.

Unsere dritte Analyse beginnt mit einer Betrachtung, wie der langfristige Rückgang der Zinsen dazu beigetragen hat, eine Weiterentwicklung der öffentlichen Aktienmärkte zu befeuern – von einem Ort, an dem in erster Linie Investitionskapital aufgenommen wurde, hin zu einem Ort, der zunehmend für die Ausschüttung liquider Mittel und das Bilanzmanagement genutzt wird. Gleichzeitig haben sich private Märkte in ihrem Umfang und ihrer Reichweite deutlich erweitert, so dass sie nun Entwicklungskapital für Unternehmen jeglicher Größenordnung bieten. Die heutigen umfangreichen und zugänglichen privaten Anlagemärkte bieten, sofern der Manager eine gründliche Überprüfung durchgeführt hat, potenziell überdurchschnittliche Erträge sind jedoch auch einem Illiquiditätsrisiko ausgesetzt. Auch wenn private Anlagen für Anleger Teil des Mainstreams geworden sind, kann das Illiquiditätsrisiko – bei sowohl privaten als auch bestimmten öffentlichen Märkten – für viele Anleger ein sekundärer Aspekt sein.

Häufig genutzte Kennzahlen wie Sharpe Ratios berücksichtigen die Liquidität kaum, insbesondere in Phasen erhöhter Marktbelastungen. Andere Instrumente, wie etwa der CVaR (bedingter Value at Risk) oder Sortino⁴ Ratios können in dieser Hinsicht jedoch sehr interessante Erkenntnisse liefern (Abbildung 5). Und während der späten Zyklusphasen ist es von zentraler Bedeutung, dass neben dem Marktrisiko auch das Illiquiditätsrisiko angemessen vergütet wird. Auf lange Sicht werden die Renditen öffentlich gehandelter Aktien aller Wahrscheinlichkeit nach von Dividendenerträgen dominiert. Damit bleibt den privaten Anlagemärkten die Aufgabe, eine Renditelücke für Anleger und eine Finanzierungslücke für Unternehmen zu schließen. Letzten Endes verlangt dies neue Instrumentarien für den Portfolioaufbau, damit das breitere Spektrum an Risiken berücksichtigt wird, die Anleger künftig zur Erzielung von Renditen eingehen müssen.

Kennzahlen, die die Verteilung von Risiken sowie das durchschnittliche Niveau von Risiken berücksichtigen, sind gegen Ende des Zyklus wertvoll

ABBILDUNG 5: RISIKO-ERTRAGS-KENNZAHLEN MIT FOKUS AUF LEFT-TAIL-RISIKO



Quelle: J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions; Daten per September 2018.

* Prozentuale Differenz zwischen Rendite-zu-CVaR auf Basis normaler Annahmen und Rendite-zu-CVaR auf Basis historischer Erfahrungen. Beide CVaR-Kennzahlen werden mit einem Konfidenzniveau von 95 % berechnet. Für nähere Einzelheiten, siehe Abschnitt über Volatilitätsannahmen.

Die praktischen Aspekte der Verwaltung eines Portfolios über den gesamten Zyklus hinweg stehen im Mittelpunkt unserer abschließenden Analyse. Ausgehend von bisherigen Erfahrungen lässt sich mit Fug und Recht sagen, dass die meisten von uns weder die Ursache noch den Zeitpunkt eines Abschwungs vorhersagen können. Wir können jedoch eine vernünftige Beurteilung der Ereignisse vornehmen, die die größten Schäden in unseren jeweiligen Portfolios anrichten würden. Ein Schock, der durch einen übermäßigen Anstieg der Zinssätze verursacht wird, könnte sich weniger gravierend auf ein an Versorgungsverpflichtungen ausgerichtetes Portfolio auswirken als auf einen reinen Investmentfonds für Anleihen während ein Rückgang des Vertrauens und der Erträge von Unternehmen US-amerikanische Privatanleger stärker treffen könnte als Investoren in Europa, die im Allgemeinen weniger Aktien besitzen und stärker im Heimatmarkt investieren. Wenn ein Management über die klassischen Mittelwerte hinaus für die Bewältigung der letzten Phase dieses Zyklus und die Absicherung der von uns erwarteten attraktiveren langfristigen Erträge von zentraler Bedeutung ist, dann ist eine Identifizierung der nichtlinearen Risiken individueller Portfolios möglicherweise der beste Ausgangspunkt.

Ein gemeinsames Thema, das sich durch unsere diesjährigen Analysen zieht, ist die Erwartung kurzfristiger Diskontinuität und die langfristige Berücksichtigung von Ungleichgewichten. Und doch bleiben wir im Grunde genommen recht optimistisch. Unsere Ertragserwartungen auf Gleichgewichtsniveau⁵ liegen knapp unter dem Durchschnitt der letzten 50 Jahre, sind aber nach Berücksichtigung der vorherrschenden zyklischen Belastungen immer noch ansehnlich. Anleger werden sich zweifellos nach Optionen umsehen müssen, um bestehende Anlagekonzepte zu ergänzen. Das Management jenseits von Mittelwerten impliziert nicht, dass durchschnittliche Renditeerwartungen und normalisierte Risiko-Ertrags-Profile ignoriert werden müssen. Sie baut vielmehr auf dem traditionellen Kennzahlen-Instrumentarium auf, um das Risiko von Extremereignissen und Faktoren wie etwa Illiquidität besser zu berücksichtigen. Portfoliomanagement jenseits klassischer Mittelwert-Analysen bedeutet auch nicht, dass wir Gleichgewichtsanker ignorieren müssen. Sie impliziert vielmehr, dass bestimmte Faktoren voraussichtlich über längere Zeiträume hinweg von ihrem Gleichgewichtsniveau abweichen können – insbesondere in Anbetracht der beispiellosen demographischen Entwicklung sowie der geldpolitischen Gegebenheiten und der Marktstrukturen, die das Anlageumfeld auf lange Sicht definieren dürften.

⁴ Bedingter Value-at-Risk (CVaR): Eine Kennzahl zur Risikobewertung, die die Höhe des Tail-Risikos in einem Portfolio qualifiziert, mit einem Fokus auf weniger rentable Ergebnisse; in unwahrscheinlichen Szenarien nützlich. Die Sortino Ratio verbessert die Sharpe Ratio, indem sie Abwärtsvolatilität gegenüber der Gesamtvolatilität isoliert. Hierfür wird die Überschussrendite durch die Abweichung nach unten geteilt.

⁵ Die Ertragserwartungen „auf Gleichgewichtsniveau“ stellen unsere Prognosen dar, unter der Annahme, dass Bewertungen, Margen, Kreditspreads und Zinssätze unseren Fair Value-Schätzungen und nicht den vorherrschenden Marktniveaus entsprechen.

Ausgewählte LTCMA-Renditen – Die zyklischen Risiken nehmen zu und dämpfen die Renditen und Risikoprämien für Aktien und riskantere Anleihensegmente

ABBILDUNG 6: AUSGEWÄHLTE LTCMA-RENDITEN (in %)

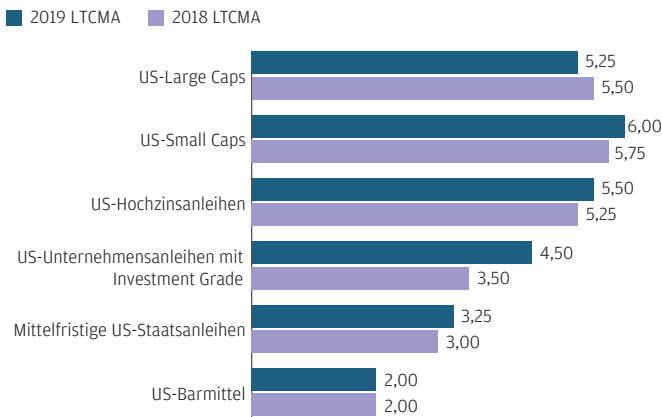
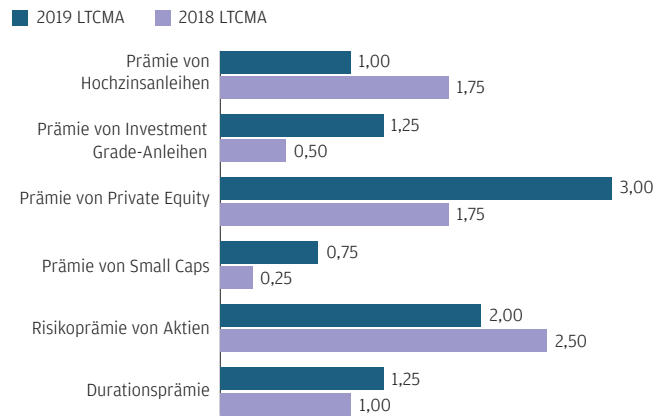


ABBILDUNG 7: AUSGEWÄHLTE LTCMA-RISIKOPRÄMIEN



Quelle: J.P. Morgan Asset Management; Schätzungen per 30. September 2017 und 2018.

ANNAHMEN FÜR WESENTLICHE ANLAGEKLASSEN

Unser langfristiger Wirtschaftsausblick für dieses Jahr führt zu einem recht stabilen Ausblick hinsichtlich der Erträge auf Gleichgewichtsniveau, wobei sich ein Großteil der Abweichungen in unseren Ertragsprognosen durch Marktbewegungen im Laufe des Jahres 2018 erklären lässt (Abbildungen 6 und 7). Auf global aggregierter Ebene haben sich die Erwartungen an die Aktienerträge gegenüber dem Vorjahr kaum verändert, während unsere Prognose für Renditen auf weltweite Staatsanleihen leicht gestiegen ist. Es gibt erhebliche regionale Unterschiede, die vor allem die 2018 zu beobachtende Führungsposition der USA unter den Aktienmärkten und den weiter fortgeschrittenen Stand der geldpolitischen Normalisierung der Zinsen in den USA widerspiegeln.

Die Ex-ante-Sharpe Ratios für US-Staatsanleihen liegen inzwischen über denen für US-Aktien, was einer Wirtschaft in einer späzyklischen Phase entspricht. Eine womöglich wichtige Nuance ist die Tatsache, dass die Sharpe Ratio für US-Staatsanleihen stärker von der geringen Zinsvolatilität als von erhöhten Erträgen profitiert. Dies könnte ein Überhang der lockeren Geldpolitik sein, die wir in diesem Zyklus erlebt haben. In den meisten übrigen Regionen hingegen liegen die Sharpe Ratios von Aktien immer noch über denen von Anleihen – vor allem aufgrund der Tatsache, dass in vielen Ländern noch keine geldpolitische Normalisierung eingeleitet wurde. Das Rätsel, mit dem Anleger bei der Beurteilung der langfristigen globalen Aussichten im Jahr 2019 konfrontiert sind, könnte darin bestehen, inwieweit die Muster auf dem US-Markt die weltweite Risikobereitschaft dominieren werden – und wie sehr die USA das Tempo für den gesamten Weltwirtschaftszyklus bestimmen werden.

ANLEIHEN – Flachere Kurven, niedrigere Renditen

Die geldpolitische Normalisierung in den USA hat sich langsam und stetig fortgesetzt. Zum jetzigen Zeitpunkt liegen der Geldmarktsatz und 10-Jahres-Renditen in den USA in der Nähe unserer Schätzungen des langfristigen Gleichgewichts. Wir gehen davon aus, dass der Geldmarktsatz in diesem Zyklus weiter steigen wird. Für die langfristigen Renditen sehen wir jedoch weniger Aufwärtsrisiko, was aller Wahrscheinlichkeit nach zu einer flachen oder invertierten Zinsstrukturkurve zum Ende dieses Zyklus führen sollte, wenn auch bei niedrigen absoluten Zinsniveaus. Aus unserer Sicht dürften niedrigere Zinsen und flachere Kurven eine langfristige Bedingung während der nächsten 10 bis 15 Jahre darstellen – eine Einschätzung, die unseren gemäßigten Inflationsausblick und unsere Erwartung längerer Anreizphasen widerspiegelt, während sich die Konjunkturzyklen künftig verlängern.

Da die Normalisierung der Zinsen in den USA bereits recht weit fortgeschritten ist, während sie in anderen Regionen noch nicht einmal eingeleitet wurde, besteht ein Risiko, dass dieser Konjunkturzyklus zu Ende geht, bevor der Zinsanhebungszyklus außerhalb der USA in Gang kommt. Dies erhöht die Wahrscheinlichkeit einer strukturellen geldpolitischen Divergenz rund um den Globus, die über den aktuellen Zyklus hinausgehen dürfte. Senkungen der Annahmen zum Gleichgewichtszins und eine Normalisierung⁶ in bestimmten Regionen haben zur Folge, dass unsere Renditeerwartungen für globale Staatsanleihen leicht über dem Vorjahresniveau liegen. Unternehmensanleihen und Anleihen der Schwellenländer bieten über unseren Prognosezeitraum hinweg auch weiterhin die besten Ertragschancen. Es muss jedoch beachtet werden, dass ihre auf den ersten Blick starken Sharpe Ratios und die darin enthaltenen Volatilitätsschätzungen wahrscheinlich nicht das Illiquiditätsrisiko erfassen, das auf unsicheren Märkten mit höherer Volatilität auftreten kann.

⁶ Die geldpolitische Normalisierung in den USA hat einen günstigeren Ausgangspunkt für US-Anleihen geschaffen; für Regionen, die noch nicht mit einer Normalisierung der Zinsen begonnen haben (z. B. Europa), werden die Anleiherenditen auch weiterhin durch einen erheblichen Normalisierungsabschlag gedämpft.

AKTIEN – Nahe am Wendepunkt, Ertragschancen weiterhin konstant

Unsere Prognosen für Aktienerträge im Jahr 2019 spiegeln im Wesentlichen die unterschiedlichen regionalen Gegebenheiten des vergangenen Jahres wider. Unsere Prognose für US-Aktien, die die Märkte 2018 angeführt haben, ist um 25 Basispunkte (Bp) auf 5,25 % gesunken, während die Risikoprämie von US-Aktien inzwischen unterhalb des langfristigen Durchschnitts liegt. Unsere Prognose für die 2018 zurückgefallenen Aktien aus Schwellenländern ist hingegen um 50 Bp auf 8,50 % gestiegen. Hierdurch steigt die Differenz zwischen den Aktienertragsprognosen für Industrie- und Schwellenländer in USD auf 2,75 % bzw. in Lokalwährung auf 3,00 %. Die zugrunde liegenden Renditetreiber für Aktien aus Industrie- und Schwellenländern laufen in unseren Prognosen für 2019 noch weiter auseinander: Bis zu vier Fünftel der bei Aktien aus Industrieländern erwarteten Erträge dürften auf Dividenden und Rückkäufe zurückzuführen sein, verglichen mit weniger als einem Drittel bei Titeln aus Schwellenländern.

Ein Faktor, der Aktien aus Industrie- und Schwellenländern vereint, ist die Tatsache, dass die Aktienmärkte allgemein als Instrument zum Risikoabbau fungieren, wenn der Konjunkturzyklus in seine nächste Phase eintritt. Somit müssen Anleger nun beurteilen, wie viel Risiko sie gegen Ende des Zyklus auf sich nehmen wollen und wie lange der Zyklus noch andauern könnte. Wir weisen jedoch einmal mehr darauf hin, dass die Gleichgewichts-Renditeannahmen für globale Aktien weiterhin stabil und relativ attraktiv sind. Ein sehr wichtiger Faktor: Die zyklischen Elemente, die die Erträge heute in einigen Märkten beschränken, haben zur Folge, dass die optimierten Portfolioallokationen bei den momentanen Renditeprognosen und bei unseren erwarteten Gleichgewichtsrenditen sehr unterschiedlich ausfallen (**Abbildung 8**). Was heute als zyklische Belastung gilt – hohe Bewertungen und breite Margen – wird in einen zyklischen Rückenwind umschlagen, sobald dieser Zyklus seinen Tiefststand überwunden hat. Eine äußerst wichtige Überlegung für jeden langfristig orientierten Anleger wird im Jahr 2019 sein, abzuwägen, inwiefern es sich in diesem Zyklus noch lohnt, zusätzlichen Renditen aus Risikoanlagen nachzujagen, und wie viel „Munition“ für den nächsten beiseite geschafft werden sollte.

ALTERNATIVE ANLAGEN – Alpha ist die halbe Miete

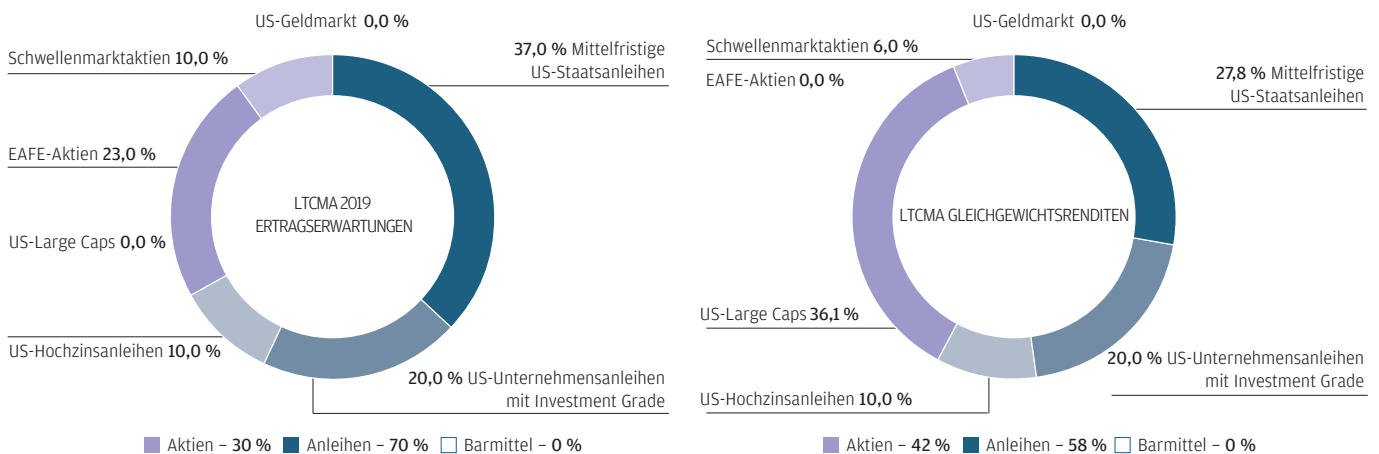
Alternative Anlagen sind aus relativer und in einigen Fällen auch aus absoluter Sicht ein Lichtblick in unseren Annahmen für 2019. Besser werdende Alpha-Erwartungen bei Private Equity führen zu einer Anhebung unseres Ausblicks für dieses Jahr. Die Ertragserwartungen für die meisten übrigen alternativen Anlageklassen haben sich gegenüber dem Vorjahr kaum verändert, da die positiven Impulse niedrigerer Gebühren die Belastung durch gesunkene Renditen an öffentlichen Märkten mehr oder weniger ausgleichen. Angesichts langfristig niedriger Ertragserwartungen in traditionellen Anlageklassen gehen wir davon aus, dass Kapital weiterhin in alternative Anlagen fließen wird, um eine höhere Rendite zu erzielen. Hierdurch dürften aber wahrscheinlich die Bewertungen in die Höhe getrieben werden, was die zukünftigen Erträge letztlich dämpfen sollte. Daher weisen wir einmal mehr darauf hin, dass eine gute Managerauswahl für die mit alternativen Anlagen erzielte Rendite entscheidend ist. Eine Vergütung für Illiquidität und eine moderate Anhebung unserer Annahmen zum Alpha könnten Anlegern schon einen Teil ihrer erhofften Renditen mit alternativen Anlagen beschern. Es gibt jedoch keinen wirklichen Ersatz für eine sorgfältige Managerprüfung – insbesondere in der aktuellen Phase des Konjunkturzyklus.

DEUISEN – Alle Wege führen zum Dollar

Unsere Prognosen für die wichtigsten Währungen haben sich in diesem Jahr kaum verändert. Unsere Fair-Value-Schätzung liegt für den EUR/USD-Kurs bei 1,32 und für den USD/JPY-Kurs bei 92, was die relative Stabilität unseres langfristigen wirtschaftlichen Ausblicks in diesem Jahr widerspiegelt. Der US-Dollar wird auch weiterhin oberhalb seines beizulegenden Zeitwerts gehandelt. Die Kursentwicklungen während der vergangenen zwölf Monate haben jedoch gezeigt, dass langfristige Bewertungsanker nur beschränkten Einfluss auf kurzfristige Handelsmuster von Währungen haben. Nichtsdestotrotz rechnen wir damit, dass sich der Dollar über unseren Prognosezeitraum hinweg gegenüber den meisten bedeutenden Währungen abschwächen wird. Dies sollte die Renditen aus einer internationalen Diversifizierung für USD-Anleger steigern. Für Anleger, deren Ausgangswährung nicht der

Ein optimiertes Portfolio liquider Vermögenswerte unter Verwendung unserer bestehenden 10- bis 15-jährigen Ertragsannahmen unterscheidet sich deutlich von einem Portfolio unter Verwendung von Gleichgewichts-Renditeschätzungen

ABBILDUNG 8: LIQUIDES PORTFOLIO (OHNE ALTERNATIVE ANLAGEN) MIT 2019 LTCMA-ERTRAGSANNAHMEN GGÜ. GLEICHWECHTRENDEITEN



Hinweis: Stilisiertes Portfolio liquider Vermögenswerte, für moderate Risikotoleranz auf Basis von Mittelwert-Varianz optimiert, unter Verwendung von 1. LTCMA 2019-Renditen und 2. Gleichgewichtsrenditen; max. Allokationsbeschränkungen von 20 % IG, 10 % HY, 55 % US-Aktien, 35 % EAFE-Aktien, (Europa, Australien, Asien, Fernost), 10 % Schwellenmarktaktien. Quelle: J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions; Schätzungen per 30. September 2018.

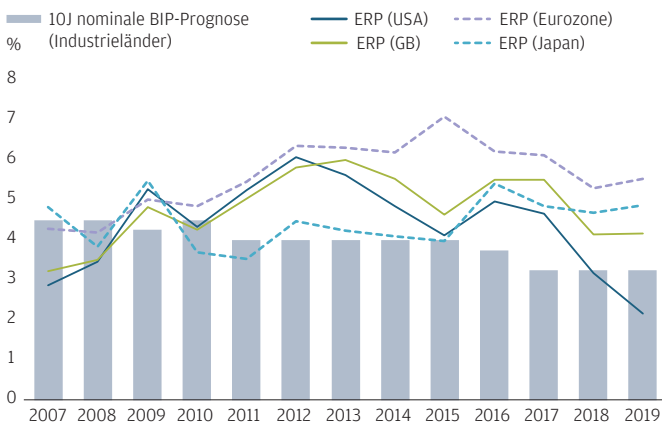
US-Dollar ist, dürften die Auswirkungen jedoch eher nuancierter ausfallen. Der chinesische Renminbi dürfte während des kommenden Jahrzehnts als internationale Reservewährung an Bedeutung gewinnen. Aber trotz der Sorgen über die Haushaltsdefizite und die Schuldendynamik in den USA, die im Laufe der Zeit nur noch zunehmen werden, glauben wir nicht, dass die Position des Dollars als Reservewährung der Welt über unseren Prognosehorizont hinweg gefährdet sein wird. Infolgedessen wird der Entwicklungspfad des Dollars auch weiterhin den Ton an den Devisenmärkten angeben.

AUSWIRKUNGEN FÜR ANLEGER

Vor einigen Jahren war ein anhaltender Rückgang unserer langfristigen Wachstumsprognosen zu beobachten, während gleichzeitig die Risikoprämien für Aktien stiegen. Heute sind unsere Wachstumsschätzungen stabil, die Risikoprämien für Aktien hingegen sind - insbesondere in den USA - gesunken (Abbildung 9). Dies hat zur Folge, dass sich die Efficient Frontier für Aktien und Anleihen in den USA zunehmend abflacht. Im vergangenen Jahr war dies in erster Linie auf niedrigere Erwartungen hinsichtlich der Aktienerträge zurückzuführen, in diesem Jahr hingegen vor allem auf gestiegene Anleiherenditen. In anderen Regionen, in denen noch keine geldpolitische Normalisierung eingesetzt hat, sind die Efficient Frontiers von Aktien und Anleihen steiler, auch wenn die Erträge eines Aktien-Anleihen-Portfolios mit einer Gewichtung von 60/40 absolut betrachtet niedriger sind.

Die Schätzungen für die Risikoprämien von Aktien sinken, insbesondere in den USA, auch wenn die BIP-Wachstumsprognosen stabil sind

ABBILDUNG 9: IMPLIZITE AKTIENRISIKOPRÄMIEN (EQUITY RISK PREMIA, ERP) DER LTCMA IN % PRO JAHR % P.A.

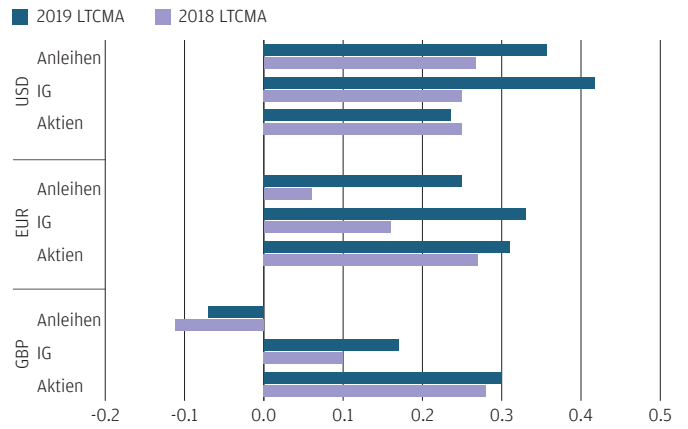


Quelle: J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions; Schätzungen per September 2018.

Dieses Muster lässt sich auch an regionalen Sharpe Ratios ablesen: Die Sharpe Ratios US-amerikanischer Anleihen liegen über denen US-amerikanischer Aktien. In Europa hingegen gilt genau das Gegenteil (Abbildung 10). Der relative Verlauf der Aktien-Anleihen-Grenzen und die Rangfolge der Sharpe Ratios in verschiedenen Währungen spiegeln die regionalen Unterschiede in der jeweiligen Phase des Konjunkturzyklus und der geldpolitischen Normalisierung relativ genau wider. Sie zeigen uns jedoch nicht, wann mit einem Abschwung zu rechnen ist, wo er beginnen wird, wie er sich ausbreiten wird und wie sich die Renditeverteilung in unsicheren Märkten mit höherer Volatilität gestalten wird.

Erstmals seit der Krise liegen die Sharpe Ratios von US-Anleihen oberhalb derjenigen von US-Aktien, während in Europa genau das Gegenteil der Fall ist

ABBILDUNG 10: AUSGEWÄHLTE SHARPE RATIOS FÜR G3-WÄHRUNGEN



Quelle: J.P. Morgan Asset Management; Schätzungen per 30. September 2017 und 2018.

Mit Blick auf die Zukunft ist eine Rezession während des kommenden Jahrzehnts praktisch unvermeidbar. Wahrscheinlich wird sie eher früher als später innerhalb unseres 10- bis 15-jährigen Horizonts auftreten. Viele Anleger konzentrieren sich fast ausschließlich auf die genauen Katalysatoren und die Form des nächsten Abschwungs - und insbesondere darauf, ihn zu vermeiden. Doch Markt-Timing ist bekanntlich äußerst schwierig. Unserer Ansicht nach ist es auf lange Sicht effektiver, sich darauf zu konzentrieren, auch während einer Kontraktionsphase am Ball zu bleiben und dabei die möglichen Konturen des nächsten Zyklus abzuschätzen.

Für jeden Anleger, auch für einen mit einem längeren Anlagehorizont, verlangt der Umgang mit spätzyklischen Phasen ein Verständnis dafür, was uns ein traditionelles, auf der Rückkehr zu Mittelwerten beruhendes Bezugssystem aussagen kann, und was nicht. Eine relativ flache Aktien-Anleihen-Grenze in den USA (Abbildungen 11A und 11B) zeigt uns, dass ein Abbau von Risiken attraktiver wird. Sie sagt uns jedoch nicht, ob sich die Leitzinsen außerhalb der USA normalisieren werden, bevor der Zyklus in seine nächste Phase eintritt. Relativ hohe Sharpe Ratios bei US-Hochzinsanleihen und Anleihen der Schwellenländer zeigen uns, dass Unternehmensanleihen über einen Zyklus hinweg insgesamt attraktiv sind. Sie sagen uns jedoch nicht, ob genügend Liquidität vorhanden sein wird, um Positionen in einem schwachen Markt zu verringern. Und durchschnittliche langfristige Ertragsprognosen für Aktien der Eurozone, die einen Dreiviertel-Prozentpunkt über denen US-amerikanischer Aktien liegen, enthalten keine Aussage über die tatsächliche Verteilung der Eintrittswahrscheinlichkeiten.

Portfoliomanagement jenseits langfristiger Mittelwert-Analysen verlangt in der spätzyklischen Phase nicht nur eine Optimierung im Hinblick auf die in unseren traditionellen Kennzahlen offensichtlichen Marktrisiken, sondern auch eine Anerkennung der hierdurch nicht abgebildeten Risiken. Und dabei muss insbesondere auch sichergestellt werden, dass diese Risiken angemessen vergütet werden.

Wenn wir uns dem langfristigen Anlageumfeld zuwenden, besteht eine wichtige Aufgabe unserer Ansicht nach darin, zu bestimmen, welche Elemente des aktuellen Zyklus sich zu strukturellen

Merkmale des nächsten entwickeln könnten. Insbesondere, wenn dadurch vermeintlich zyklische Verzerrungen dauerhaften Charakter annehmen oder akzeptierte Gleichgewichtspunkte sich verschieben könnten. Denn schließlich ist die Rückkehr zum langfristigen Mittelwert zwar eine starke Kraft - unfehlbar ist sie jedoch nicht. Eine Unterscheidung zwischen denjenigen Verzerrungen, die dauerhaften Charakter haben, und denjenigen, die lediglich hartnäckig sind, ist für ein gründliches Verständnis des langfristigen Wirtschafts- und Investmentumfelds von zentraler Bedeutung.

Wir könnten uns vorstellen, dass sich dauerhafte Verschiebungen am ehesten bei den Leitzinsen einstellen werden, da flachere Zyklen, die weniger stark auf Anreizmaßnahmen reagieren, die Leitzinsen über längere Zeiträume hinweg unter den Gleichgewichtspunkt drücken können. Dies wiederum könnte den Kursen von Vermögenswerten Auftrieb verleihen, was künftige Phasen der Vermögensinflation auslösen würde, ohne dass diese mit einer entsprechenden Preisinflation einhergeht. Die Auswirkungen technologischer Trends, die im Bericht letztes Jahr analysiert wurden⁷, tragen dazu bei, die Preis- und Lohninflation weiter einzudämmen, während sie gleichzeitig das reale Wachstum und die Produktivität steigern. In dem Maße, in dem ein solches Umfeld die wirtschaftliche Ungleichheit verstärkt, ist die Versuchung für Regierungen, Schulden zur Finanzierung

fiskalpolitischer Anreizmaßnahmen aufzunehmen, ein guter Grund zu der Annahme, dass die Staatsverschuldung in naher Zukunft wohl nicht zu ihrem Mittelwert zurückkehren dürfte. Unserer Ansicht nach stellen Leitzinsen, Staatsbilanzen, Marktstrukturmuster und Inflationstrends strukturelle Verlagerungen in der Investmentlandschaft dar, die von einem einfachen Bezugsrahmen, der auf einer Rückkehr zu traditionellen Mustern und Mittelwerten beruht, kaum zu erfassen sind.

Um mit diesen Herausforderungen umzugehen, sind Anleger gut beraten, sich auf aktiveres Management in Verbindung mit langfristigen Themen wie Technologie sowie auf das Wachstum bei alternativen Investments zu konzentrieren. Zudem sollten sie sicherstellen, dass sämtliche Elemente des Risikos - nicht nur das Marktrisiko - angemessen vergütet werden. Größeren, regulatorisch eingeschränkten oder risikoaverseren Anlegern sollte dabei zugutekommen, dass sie Risiken effizient abbauen können, da die erwarteten Anleiherenditen in bestimmten Märkten steigen. Damit gelingt es ihnen, in spätzyklischen Phasen am Ball zu bleiben und sich für den nächsten Zyklus zu positionieren. Und für Anleger mit weniger Druck, aktuelle Marktpreise zu berücksichtigen, bieten attraktive Sharpe Ratios bei weniger liquiden Anlagen Potenzial für eine langfristige Steigerung der Renditen, auch wenn sie hierfür eine gewisse kurzfristige Volatilität in Kauf nehmen müssen. Auf jeden Fall bedeutet eine Einstellung auf die Spätphase des Zyklus nicht, dass Risiken vermieden werden müssen - man muss sich jedoch darüber im Klaren sein, welche Risiken eingegangen werden.

⁷ „Die Auswirkungen von Technologie auf das langfristige potenzielle Wirtschaftswachstum“, *Long-Term Capital Market Assumptions 2018*, J.P. Morgan Asset Management, 2017.

Im Vergleich zum Vorjahr sind die Ertragserwartungen eines 60/40 US-Portfolios etwas besser, und gestiegene Anleiherenditen haben die Efficient Frontier für Aktien und Anleihen im Uhrzeigersinn gedreht. Die Ertragserwartungen und Grenzen in Europa bleiben unverändert, da Europa hinsichtlich der geldpolitischen Normalisierung hinter den USA zurückgeblieben ist.

ABBILDUNG 11 A: EFFICIENT FRONTIER FÜR AKTIEN UND ANLEIHEN EINES 60/40 PORTFOLIOS IN US-DOLLAR: LTCMA 2019 IM VERGLEICH ZU 2018 UND 2008 (RISIKO UND ERTRAGSERWARTUNGEN IN %)

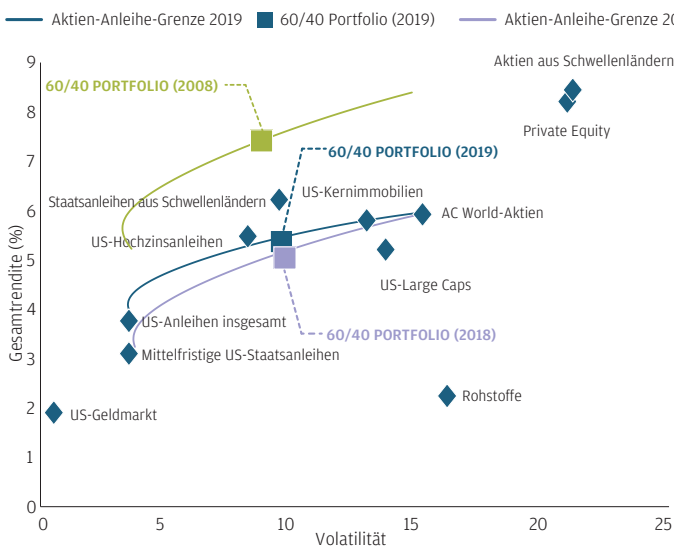
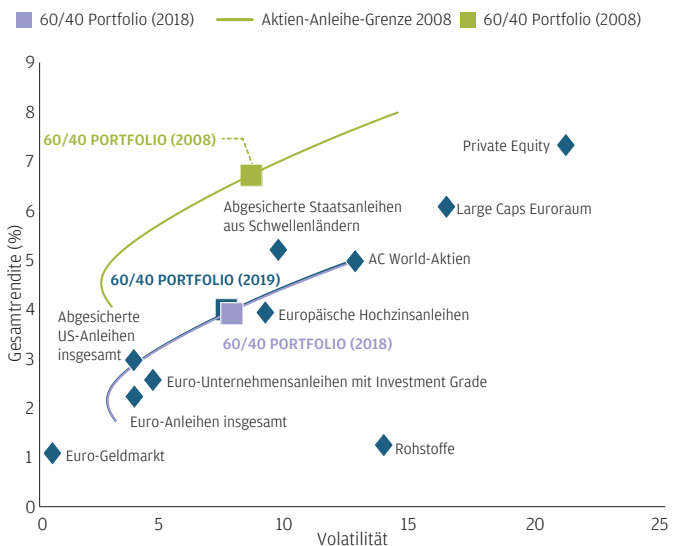


ABBILDUNG 11 B: EFFICIENT FRONTIER FÜR AKTIEN UND ANLEIHEN EINES 60/40 PORTFOLIOS IN EURO: LTCMA 2019 IM VERGLEICH ZU 2018 UND 2008 (RISIKO UND ERTRAGSERWARTUNGEN IN %)



Quelle: J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions; Schätzungen per 30. September 2018.

AUTOREN



John Bilton, CFA
*Leiter Global Multi-Asset Strategy,
Multi-Asset Solutions*



Michael Hood
*Global Strategist,
Multi-Asset Solutions*



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



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



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



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



Jonathon Griggs
*Leiter Applied Research,
Global Fixed Income, Currency &
Commodities*



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



Anthony Werley
*Chief Portfolio Strategist,
Endowments & Foundations Group*

DIE LONG-TERM CAPITAL MARKET ASSUMPTIONS VON J.P. MORGAN ASSET MANAGEMENT werden jedes Jahr von unserem Assumptions Committee entwickelt, einem Team leitender Investoren und Strategen aus allen Bereichen des Unternehmens mit Expertise in unterschiedlichen Anlageklassen. Das Committee stützt sich auf die Beiträge und die Expertise einer Vielzahl von Portfoliomanagern und Produktspezialisten, um sicherzustellen, dass die Analyse über alle Anlageklassen hinweg konsistent ist. Als letzten Schritt dieses Prozesses führt das Team zusammen mit der Führungsspitze von J.P. Morgan Asset Management eine strikte Überprüfung der aktuellen Annahmen und der zugrunde liegenden Überlegungen und Argumente durch.

Ein breites Spektrum von Anlegern nutzt diesen langfristigen Kapitalmarktausblick, um ihre Anlagepolitik und ihre Investmententscheidungen mit realen und beständigen Einschätzungen in Einklang zu bringen, die unter einer Vielzahl von Marktszenarien getestet werden können.



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 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: <http://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 2018 JPMorgan Chase & Co. Alle Rechte vorbehalten.

LV-JPM51230 | 10/18 | 0903c02a82402a41