

---

## Abwendung von traditionellen Verhaltensmustern

Mit seinen „Long-Term Capital Market Assumptions 2019“ stellt der Asset Manager Langfristbetrachtungen über Wachstums- und Ertragserwartungen an den Kapitalmärkten mit einem Anlagehorizont von 10 bis 15 Jahren an. Daraus folgend werden Annahmen für wesentliche Anlageklassen und langfristige Portfoliovorstellungen entwickelt.

Die errechneten Prognosewerte zeichnen Trendwachstum und Gleichgewichtszinsen oder -renditen auf, sie liefern aber kaum detaillierte Verläufe. Mit anderen Worten, sie ermöglichen Gedanken über die längerfristige Allokation, aber nicht über die nächste Rezession. Aber gerade der derzeitige Ausgangspunkt hat natürlich wesentlichen Einfluss auf das künftige Wertentwicklungsergebnis. Deshalb hat man bei J.P.Morgan neben den langfristigen Trenderwartungen auch Überlegungen zum kurzfristigen zyklischen Verlauf angestellt.

### Globales Wachstums- und Ertragsumfeld relativ stabil

Im längerfristigen Rückblick ist der Wachstumspfad zwar abgesunken und die Amplituden der realwirtschaftlichen Entwicklung sind flacher geworden. Die künftigen Wachstumserwartungen sind aber in den Industrieländern relativ stabil bei durchschnittlich 1 ½ Prozent (USA 1 ¾ Prozent). Nur in den Schwellenländern wird – gemessen an den Erwartungen im Vorjahr - mit einer leichten Ermäßigung des Wachstums auf 4 ¼ Prozent gerechnet. Auch die Inflationserwartungen bleiben in den Industrieländern im Schnitt bei 1 ¾ Prozent. In den USA ist sogar eine leichte Ermäßigung von 2 ¼ auf 2 Prozent in den Karten. Das verspricht eine gewisse Abflachung der zinspolitischen Schritte der Fed.

„Bonds are back“, so fasst das Expertenteam von J.P. Morgan schlagwortartig den langfristigen Zinsausblick zusammen. Das gilt zunächst hauptsächlich für die USA. Die Normalisierung der Zinsen drückt sich darin aus, dass die Sharpe Ratio von US-Treasuries die von Aktien überflügelt. Auch für die Eurozinsen wird ein – wenngleich zeitversetzter - Anstieg angenommen. Allerdings bleibt eine Zinskluft zwischen USA und Euroland erhalten: Entsprechend der Entwicklung des nominalen BSP dürften die Gleichgewichtsrenditen für 10-jährige Anleihen in Europa langfristig bei rund 2 ½ Prozent, in USA deutlich über 3 Prozent liegen.

Insgesamt bieten sich auch weiterhin gute Ertragspotentiale - nach der Einschätzung bei J.P.Morgan mit Aktien-Markterträgen von durchschnittlich 5 ½ Prozent in den Industrieländern und 8 ½ Prozent in den Schwellenländern. Allerdings fallen die Bewertungen auseinander. Ein Ausrufezeichen wird bei Private Equity gesetzt: Dort geht man von einer Verbesserung des Alpha Umfelds aus. Grund: Private Equity Investments sind international zunehmend breiter gestreut und befeuert durch Globalisierung und Digitalisierung. Auch für Immobilien- und Infrastrukturanlagen bestehen weiterhin gute Erwartungen.

Und bei den Wechselkursen schließlich wird eine graduelle Abschwächung des US-Dollar um rund 1 Prozent pro Jahr unterstellt - keine Dollarschwäche, wie betont wird, sondern eher eine Normalisierung.

### Stückweise Annäherung an das Trendwachstum – keine Rezession

---

Die Frage ist, wie sich Anleger angesichts steigender Volatilität und zyklischer Endzeit-Befürchtungen jetzt positionieren sollen.

Die Botschaft von J.P. Morgan an die institutionellen Manager lautet, „sich im Denken und Handeln von traditionellen Mustern abzuwenden“. Denn der jetzige Zyklus weiche doch relativ deutlich von früheren Mustern ab. Das gilt insbesondere mit Blick auf „einige Paradoxien, die diesen Zyklus prägen“: So die Tatsache, dass die Leitzinsen in Industrieländern zwar steigen, jedoch zeitversetzt, und weiterhin unterhalb der Tiefstände früherer Zyklen bleiben, gleichzeitig aber die Arbeitslosenquoten in den G7-Ländern den niedrigsten Stand seit 40 Jahren erreicht haben. Zudem sind die Zugewinne globaler Aktien, trotz ihres enormen Anstiegs, um etwa 6 Prozent unter dem Durchschnitt früherer Hausse-Phasen geblieben

Die Botschaft von J.P. Morgan an die institutionellen Manager lautet, „sich im Denken und Handeln von traditionellen Mustern abzuwenden“. Denn der jetzige Zyklus weiche doch relativ deutlich von früheren Mustern ab. Das gilt insbesondere mit Blick auf „einige Paradoxien, die diesen Zyklus prägen“: So die Tatsache, dass die Leitzinsen in Industrieländern zwar steigen, jedoch zeitversetzt, und weiterhin unterhalb der Tiefstände früherer Zyklen bleiben, gleichzeitig aber die Arbeitslosenquoten in den G7-Ländern den niedrigsten Stand seit 40 Jahren erreicht haben. Zudem sind die Zugewinne globaler Aktien, trotz ihres enormen Anstiegs, um etwa 6 Prozent unter dem Durchschnitt früherer Hausse-Phasen geblieben

„Derzeit ist auffallend“, bemerkte J.P. Morgans Marktstratege Tilman Galler, dass die synchrone Erholung aus dem Rhythmus gekommen ist“. 2019 könne daher das Jahr einer Rekonvergenz werden, in dem sich die Divergenz zwischen USA und Europa wieder schließt. Denn Europa sollte aus zyklischer Sicht mehr Wachstumsspielraum haben als die USA. Dabei setzt J.P.Morgan darauf, dass die schwelenden Wachstumsrisiken – Italien mit dem Schuldenstreit, Großbritannien mit dem Brexit – durch ein Einlenken in Grenzen gehalten werden. Ein Ende des Zyklus, so Galler, stehe zwar an, aber eher in Form einer stückweisen Annäherung an das Trendwachstum als einer Rezession. Dies wird untermauert durch anhaltend positive Wachstumsaussichten in Japan und relativ robuste Aussichten in den Schwellenländern.

Eine Konvergenz ist auch bei den Unternehmensgewinnen zu erwarten, wenngleich 2019 die US-Unternehmen immer noch das stärkste Gewinnwachstum aufweisen dürften. Strategisches Fazit von Galler daher: „Wir bleiben bei Aktien leicht übergewichtet, erhöhen jedoch Investments mit niedriger Korrelation zu Aktienrisiken“. Die Zeit für defensive Anlagen ist also (noch) nicht gekommen.