

Der Investment-Ausblick für 2018

Der letzte Vorhang fällt erst, wenn die Zentralbanken die Reißleine ziehen

Januar 2018



AUTOREN



Karen Ward
Managing Director,
Chief Market Strategist
für Großbritannien und
Europa



Tilmann Galler, CFA
Executive Director,
Global Market Strategist
Frankfurt

ZUSAMMENFASSUNG

- Das makroökonomische Umfeld des Jahres 2017 hat den meisten Anlagemärkten fruchtbaren Boden geboten. Die Erholung hat sich über Sektoren und geografische Regionen hinweg verstärkt. Die Deflationsrisiken sind zwar zurückgegangen, die Inflation hat sich jedoch nicht auf ein Maß beschleunigt, das das Bild getrübt hätte. Die Zentralbanken haben sich verpflichtet, auf absehbare Zeit an ihrer lockeren Geldpolitik festzuhalten, was sowohl von Aktien- als auch von Anleihenanlegern begrüßt wurde. Die Frage, die sich die meisten Anleger heute stellen, lautet: „Ist dies womöglich zu gut, um von Dauer zu sein?“
- Wir sehen nur wenig Anlass zu unmittelbarer Besorgnis. Die Erholung mag zwar inzwischen „in die Jahre gekommen“ sein, es besteht jedoch noch Spielraum für eine weitere Expansion – sowohl in Europa als auch in den Schwellenländern. Wenn überhaupt, dann klingen die makroökonomischen Risiken derzeit ab, und es besteht sogar Aufwärtspotenzial, wenn sich die Produktivität parallel zur Handels- und Investitionstätigkeit wieder belebt. Selbst in den USA, wo der Zyklus eine reifere Phase erreicht hat, sind die Frühindikatoren weiterhin stark und deuten auf robuste Unternehmensgewinne hin.
- Die US-Notenbank (Federal Reserve, Fed) wird ihre Leitzinsen zwar allmählich weiter anheben, die längerfristigen Zinsen dürften jedoch dank der anhaltend lockeren Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bank of Japan (BoJ) niedrig bleiben. Man darf die Auswirkungen der außerordentlichen Zusage der BoJ, die Rendite auf 10-jährige Staatsanleihen bei 0 % zu halten, nicht unterschätzen. Das Motto „Don't fight the Feds“ („Leg Dich nicht mit den Notenbanken an“) können wir getrost erst einmal zurückstellen. Bis auf weiteres ist es die BoJ, der wir unsere ungeteilte Aufmerksamkeit schenken.
- Alles in allem bereitet uns die Möglichkeit, dass sich diese „Goldlöckchen“-Expansion 2018 überhitzen könnte, die größeren Sorgen. Dass sie ins Stocken gerät, halten wir derzeit eher für unwahrscheinlich. Wir sehen kaum Gründe, die Positionierung des Portfolios, das seinen Schwerpunkt auf Risikoanlagen setzt, zu verändern. Angesichts der Tatsache, dass derzeit sämtliche Marktsegmente teuer erscheinen, bevorzugen wir Aktien auch weiterhin gegenüber Kreditwerten, denen wir wiederum den Vorzug gegenüber Staatsanleihen geben. Barmittel dürften im kommenden Jahr einmal mehr eine negative Realrendite liefern.
- Natürlich gibt es verschiedene Dinge, vor denen wir uns in Acht nehmen müssen. Insbesondere kann niemand mit Sicherheit sagen, ob die Inflation tatsächlich tot ist oder sich lediglich schlafend stellt. Zudem könnten sich die Zentralbanken zunehmend fragen, ob sie nicht gerade die Fehler der 2000er-Jahre wiederholen. Eine deutlichere Belegung der Inflation und/oder eine restriktivere Haltung der Zentralbanken würden erhebliche Marktbewegungen nach sich ziehen. Um sich gegenüber derartigen Verlagerungen abzusichern, sollten Anleger nicht nur über Diversifizierung nachdenken, sondern auch über die Liquidität ihres Portfolios. Es könnte sich zudem lohnen, Positionen bei Vermögenswerten einzurichten, die Inflation und höheren Erträgen gegenüber weniger anfällig sind, wie etwa Finanzwerte und substanzorientierte Sektoren gegenüber Wachstumswerten. Nach einer Phase außerordentlich niedriger Volatilität könnte in diesem Jahr durchaus ein flexiblerer Ansatz für die Vermögensverwaltung erforderlich sein.

DIE ERHOLUNG MAG ZWAR BEREITS IN DIE JAHRE GEKOMMEN SEIN, ES BESTEHT JEDOCH WEITERHIN LUFT NACH OBEN

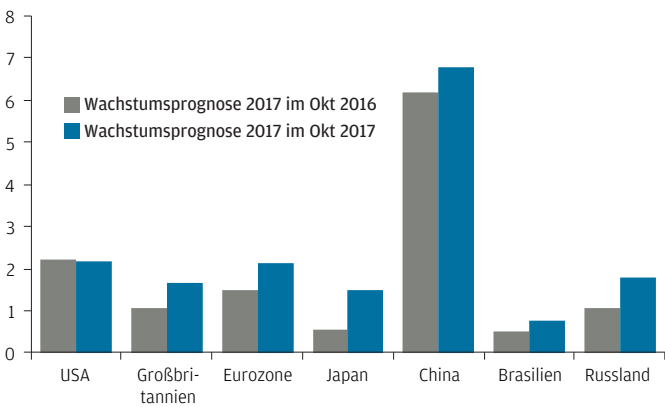
2018 steht der zehnte Jahrestag der globalen Expansion an. Selbst Anlegern, die sich gerne an die Expansionsphasen der 1990er- und 2000er-Jahre zurückerinnern, kommt dieser Aufschwung allmählich recht lang vor.

Wir sind jedoch der Ansicht, dass die Risiken einer globalen Rezession in Wirklichkeit zurückgehen, da sich das Wachstum auf immer mehr Sektoren und geografische Regionen ausbreitet. Die meisten großen Länder haben die Prognosen vom Beginn des Jahres übertroffen (Abbildung 1).

2017 hat das Wachstum in den meisten großen Wirtschaftsräumen die Erwartungen übertroffen

ABBILDUNG 1: BIP-WACHSTUMSERWARTUNGEN FÜR 2017

% Veränderung zum Vorjahr



Quelle: IWF World Economic Outlook, J.P. Morgan Asset Management. Daten zum 11. Dezember 2017.

In den Industrieländern erhalten die moderaten Verbraucherausgaben weiterhin Unterstützung durch die niedrige Arbeitslosigkeit, günstige und leicht erhältliche Kredite und die niedrige Inflation. Zudem sehen Unternehmen in mehreren Sektoren ihre Expansionschancen inzwischen mit größerer Zuversicht. Auf Basis der jüngsten IWF-Prognosen wurde 2017 nicht nur das höchste Wachstum geschäftlicher Investitionen in den Industrieländern verbucht, dieses Wachstum verlief zudem erstmalig seit der globalen Finanzkrise in allen G7-Staaten synchron.

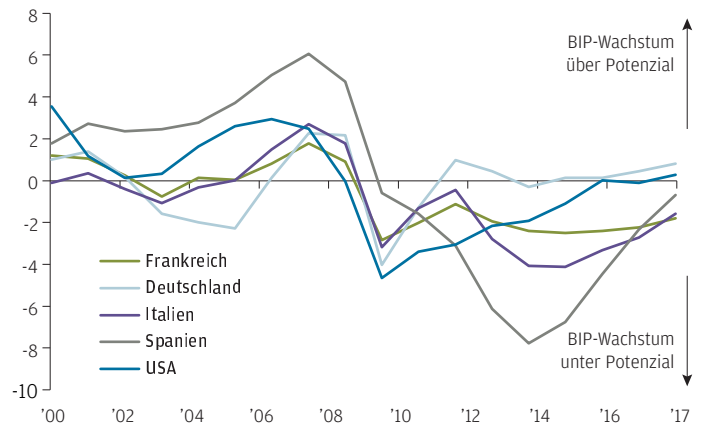
Da der populistische Druck in den Industrieländern anhält, fühlen die Regierungen sich dazu getrieben, ihre Ausgaben zu erhöhen, um auf diese Weise ihre Beliebtheit zu steigern. So hat die US-Regierung in den letzten Tagen erhebliche Fortschritte bei der Umsetzung ihrer ambitionierten Steuerreform erzielt. Diese sollte nicht nur die Gewinne der Unternehmen, sondern auch die Nettoeinkommen von Haushalten mit niedrigem und mittlerem Einkommen stützen. Ob diese Steuersenkungen schon 2018 greifen werden oder sich noch bis 2019 hinauszögern, bleibt abzuwarten.

Auch in Europa dürften wir allmählich eine zunehmend großzügigere politische Ausrichtung beobachten. So enthielt beispielsweise der jüngste Haushaltsplan in Großbritannien eine ganze Reihe zusätzlicher Ausgabenbereiche, während die Forderung nach einem ausgeglichenen Haushalt in der Liste der politischen Prioritäten nach unten gerutscht ist.

Die meisten europäischen Länder schöpfen ihr Potenzial noch nicht aus

ABBILDUNG 2: BIP-PRODUKTIONSLÜCKEN

Differenz zwischen tatsächlichem BIP und potenziellem BIP, als % des potenziellen BIP



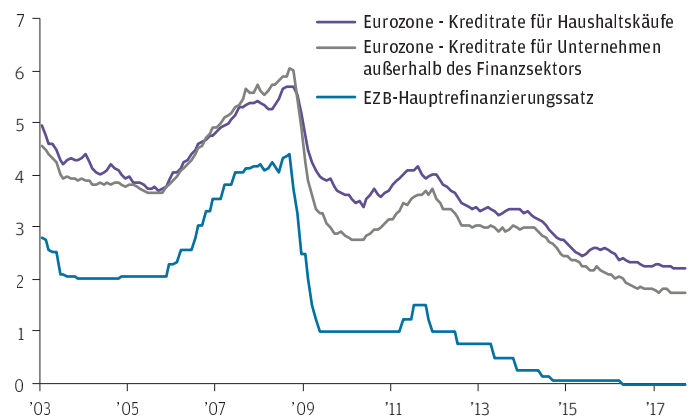
Quelle: IWF World Economic Outlook, J.P. Morgan Asset Management. Daten zum 11. Dezember 2017.

Alles in allem ist der Ausblick für die Industrieländer weiterhin robust. Einige Länder haben natürlich inzwischen eine spätere Phase des Zyklus erreicht als andere. Die Wirtschaft der Eurozone, die aufgrund der Staatsschuldenkrise des Jahres 2012 zweimal abgetaucht war, liegt mindestens zwei Jahre hinter dem US-Zyklus. Länder wie Frankreich, Italien und Spanien sind immer noch weit von ihrem Trend vor der Krise entfernt (Abbildung 2). Die extrem lockere Geldpolitik macht sich nach wie vor in den Kreditzinsen für Endverbraucher bemerkbar, was die Erholung der Wirtschaftstätigkeit unterstützen sollte (Abbildung 3).

Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB kommen erst jetzt bei den Kreditnehmern an

ABBILDUNG 3: KREDITBEDINGUNGEN IN DER EUROZONE

% Zinsen



Quelle: Europäische Zentralbank, Thomson Reuters Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Daten zum 11. Dezember 2017.

Nachdem Deutschland im Aufschwung des Jahres 2000 eine Anhäufung von Schulden vermieden hatte, erfreut sich das Land heute eines besonders rosigen Ausblicks. Die deutsche IFO-Konjunkturumfrage schwingt sich von Monat zu Monat auf neue Höchststände. Der Euro wurde zuletzt zwar aufgewertet, jedoch nicht in einem Maße, das in dieser Phase eine merkliche Belastung für das Wachstum oder die Unternehmensgewinne darstellen würde.

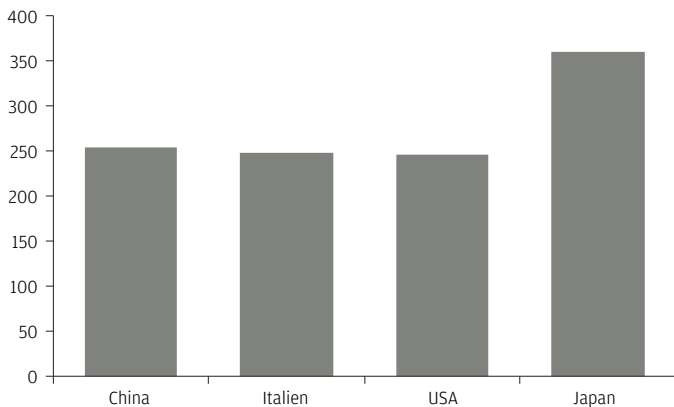
DIE SCHWELLENLÄNDER SIND WIEDER AUF DEM RICHTIGEN WEG

Die Märkte scheinen den Ausblick für China ebenfalls mit ein bisschen mehr Zuversicht zu sehen – zu Recht, wie wir finden. Während der letzten Jahre wurde viel über die Risiken gesprochen, die sich aus der Anhäufung von Schulden bei chinesischen Unternehmen ergeben. Einige haben sogar gewarnt, chinesische Schulden könnten uns die nächste Subprime-Krise bescheren. Allerdings ist zu bedenken, dass China nicht wie ein westliches Land analysiert werden kann. China hat eine Planwirtschaft, und die Unterscheidung zwischen Regierung, Banken und Unternehmen ist häufig weniger eindeutig. Wenn die chinesischen Behörden Aktivitäten ausweiten wollen, werden Projekte häufig über andere, verbundene Unternehmen umgesetzt. Die endgültige Haftung liegt jedoch immer noch bei der Zentralregierung. Wenn wir die Schuldenlage in China also mit der in anderen Ländern vergleichen, müssen wir die Gesamtverschuldung (**Abbildung 4**) berücksichtigen, um nicht Äpfel mit Birnen zu vergleichen.

China wird leichter aus seinen Schulden herauswachsen als der Westen

ABBILDUNG 4: GESAMTVERSCHULDUNG

Gesamtverschuldung als % des BIP



Quelle: BIS, Thomson Reuters Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Daten zum 11. Dezember 2017.

Bei Betrachtung der Gesamtverschuldung liegt die Verschuldung Chinas auf dem Niveau der USA und Italiens und unter dem Japans. Hierbei darf man nicht vergessen, dass sich China immer noch in einer sehr frühen Entwicklungsphase befindet. Nur 56 % der Bevölkerung des Landes leben in städtischen Gebieten, verglichen mit mehr als 80 % in den USA und Großbritannien. Die potenziellen Wachstumsraten dürften daher in dieser Phase wirtschaftlicher Konvergenz deutlich höher sein als in den Industrieländern.

Anders formuliert: Würden Sie eine Hypothek eher einem jungen Hochschulabsolventen gewähren, dem eine vielversprechende Karriere bevorsteht, oder jemandem, der sich dem Ende seiner beruflichen Laufbahn nähert? Zudem sei darauf hingewiesen, dass chinesische Kredite durch inländische Ersparnisse finanziert werden und dass die Kapitalbilanz noch weitgehend geschlossen ist. Es gibt keinen externen Kreditgeber, der den Stecker ziehen könnte, selbst wenn – wie im Fall der Subprime-Hypotheken – Zweifel bezüglich der Rückzahlung aufkommen sollten.

Anstatt zu implodieren, wie einige zu Beginn des Jahres noch gewarnt hatten, hat sich die Aktivität in China im Laufe des Jahres sogar so stark beschleunigt, dass die chinesischen Behörden ihre Politik zuletzt

gestraft haben. Dies dürfte das Wachstum 2018 leicht bremsen, ein Plus von mehr als 6 % sollte jedoch auch weiterhin zu erwarten sein.

Die größere Zuversicht bezüglich des Ausblicks für China bietet auch den Rohstoffpreisen Unterstützung. Das jüngste Verhalten Russlands und der OPEC hat den Ölpreisen ebenfalls Auftrieb verliehen, was den rohstoffexportierenden Schwellenländern zugutekommen dürfte. Die Erholung der weltweiten Unternehmensinvestitionen wird die Nachfrage bei den Technologie-Exporteuren Ostasiens ebenfalls stützen. Alles in allem erscheint der Ausblick für die Schwellenländer heute so stark wie seit Jahren nicht mehr. Dies wiederum sollte die europäischen Exporteure von Investitionsgütern stützen, allen voran Deutschland und die Niederlande.

ES BESTEHEN WEITERHIN AUFWÄRTSRISIKEN: DIE PRODUKTIVITÄT KÖNNTE ZUNEHMEN

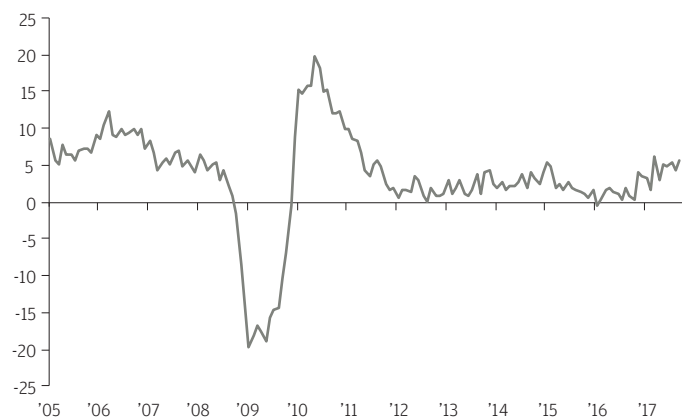
Während sich viele Analysten auf Indikatoren konzentrieren, die einen Übergang zur nächsten Zyklusphase signalisieren, gibt es ein positives Merkmal später Zyklusphasen, das wir im Zuge dieser Erholung noch nicht erlebt haben: eine neuerliche Steigerung der Produktivität. Die Tatsache, dass sich in den meisten Industrieländern keinerlei Produktivitätswachstum ausmachen lässt, hat für erhebliche Enttäuschung gesorgt. Da eine stärkere Produktivität Unternehmen letztlich in die Lage versetzt, mit weniger mehr zu produzieren, wird schnell klar, warum dies den bereits euphorischen Märkten zusätzlichen Treibstoff liefern würde. Nicht nur die Rentabilität der Unternehmen würde hierdurch gestützt, Zentralbanken würden zudem zuversichtlicher werden, dass sich das Angebot erhöht. Dies wiederum würde bedeuten, dass sie einem aufkommenden Inflationsdruck entspannt entgegenblicken könnten.

Warum ist in dieser Hinsicht Optimismus angebracht? Zum einen dauert es nach einer Finanzkrise, unter der die Angebotsseite der Wirtschaft besonders stark zu leiden hat, tendenziell recht lange, bis sich die Produktivität wieder erholt. Zum anderen war 2017, wie bereits erwähnt, eine Belebung sowohl der Unternehmensinvestitionen als auch des weltweiten Handels zu beobachten, was in der Regel mit einer erhöhten Produktivität einhergeht (**Abbildungen 5A und 5B**).

Die Erholung von Handel und Investitionen sollte mit einer erhöhten Produktivität einhergehen

ABBILDUNG 5 A: GLOBALES EXPORTWACHSTUM

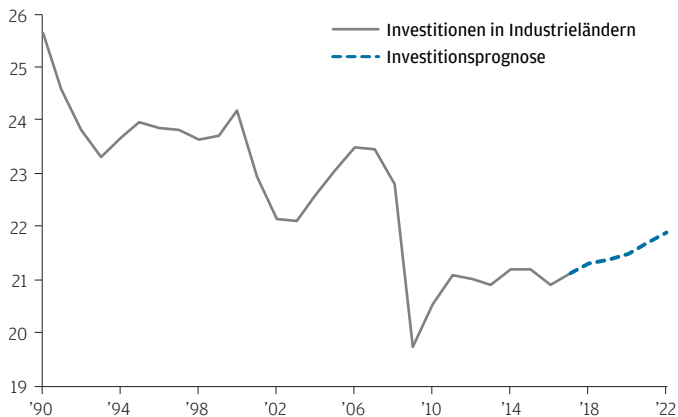
% Veränderung zum Vorjahr



Quelle: BIS, Thomson Reuters Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Daten zum 11. Dezember 2017.

ABBILDUNG 5B: INVESTITIONEN IN INDUSTRIELÄNDERN

% des BIP der Industrieländer



Quelle: IWF World Economic Outlook, J.P. Morgan Asset Management. Daten zum 11. Dezember 2017.

DIE POLITISCHEN RISIKEN SIND WENIGER BESORGNISERREGEND ALS IM VORJAHR

Letztes Jahr um diese Zeit drohte der Populismus, den politischen Status quo in einer Reihe von Ländern grundlegend zu verändern. Letztendlich erwiesen sich die Wahlergebnisse jedoch als weitaus weniger beunruhigend. Es liegen zwar noch Hürden vor uns, wir rechnen jedoch nicht damit, dass sie die Märkte so stark dominieren werden wie im Jahr 2017.

Zum Redaktionsschluss war es Bundeskanzlerin Merkel immer noch nicht gelungen, eine Koalitionsregierung zu bilden. Die einzige verbleibende gangbare Option ist eine große Koalition zwischen ihrer Partei, der Christlich Demokratischen Union (CDU), und den Sozialdemokraten (SPD). Die SPD dürfte als Bedingung für eine solche Partnerschaft eine Reform des Krankenversicherungssystems, eine Stärkung der Rechte von Teilzeitbeschäftigten und höhere öffentliche Ausgaben fordern. Der Markt würde eine solche haushaltspolitische Kursänderung aller Wahrscheinlichkeit nach begrüßen. Sollten die Gespräche jedoch scheitern und sich Merkel von den Herausforderungen einer Minderheitsregierung mit Unterstützung der Grünen abschrecken lassen, könnten für April 2018 Neuwahlen angesetzt werden. Hierdurch würde mindestens bis zum Sommer des kommenden Jahres ein Vakuum an der Spitze der Führung der Eurozone entstehen.

Die italienischen Wahlen, die bis Mai abgehalten werden müssen, könnten für weitere Volatilität sorgen, da die Anti-Establishment-Parteien weiterhin erhebliche Unterstützung genießen. Wir lassen uns jedoch eher von den Erfahrungen des Jahres 2017 leiten, als sich die Wähler an der Wahlurne schließlich doch von der wirtschaftlichen Erholung überzeugen ließen und sich an die Volksparteien hielten. Das größte Risiko für Italien wäre ein fragmentiertes Ergebnis, das die Chancen auf bedeutende Reformen verringern würde. Aber das ist für Italien bereits ein alter Hut, der den Märkten aller Wahrscheinlichkeit nach nicht allzu große Sorgen bereiten dürfte.

Darüber hinaus könnten die Brexit-Verhandlungen in eine kritischere Phase eintreten. Nachdem Artikel 50 im März 2017 ausgelöst wurde, sind inzwischen neun Monate der offiziellen Zwei-jahresfrist für den Abschluss des Ausstiegsprozesses abgelaufen. Der Druck, diesen Zeitplan einzuhalten, könnte jedoch zurückgehen, wenn sich beide Seiten auf eine Übergangsregelung einigen.

Dies scheint das wahrscheinlichste Szenario zu sein, vor allem angesichts des kürzlich erzielten Abschlusses der ersten Phase der Verhandlungen, in der das Ausstiegsgesetz, die Bürgerrechte und die Grenze Nordirlands geregelt wurden. Beide Seiten sind die Verhandlungen zuletzt konstruktiv angegangen. Die EU scheint angesichts der politischen Ergebnisse des Jahres 2017 an Zuversicht gewonnen zu haben, und parallel zur Erholung der Eurozone steigt auch die Unterstützung für den Euro. Möglicherweise ist der Staatenbund daher weniger geneigt, durch besonders harte Verhandlungen mit Großbritannien ein Exempel zu statuieren, und eher daran interessiert, die sich aus einem „No Deal“-Szenario ergebenden kurzfristigen Störungen der Lieferketten zu vermeiden.

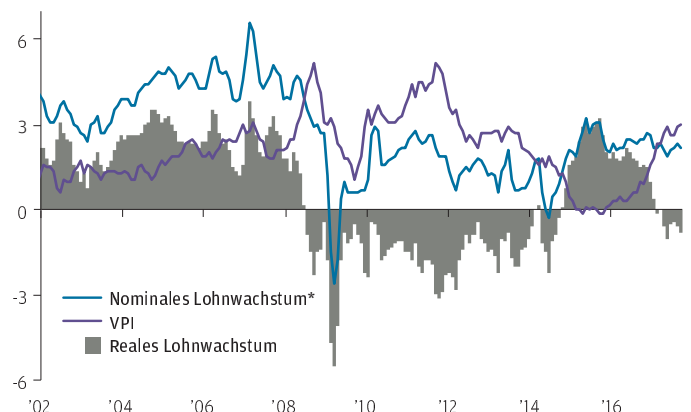
Das heißt natürlich nicht, dass die Gespräche nicht weiterhin angespannt bleiben werden. Aber die EU befindet sich seit nunmehr sechs Jahren in irgendeiner Art von Krise, und wir sollten nicht vergessen, was wir während dieser Zeit über ihre politische Strategie gelernt haben. Es gab politisches Getöse und waghalsige politische Manöver. In den Medien wurde ein ums andere Mal der bevorstehende Untergang herbeibeschworen. Aber am Ende des Tages erwiesen sich wirtschaftliche Faktoren als wichtiger als die Politik, so dass dann doch Lösungen gefunden wurden. Die Lösungen waren weder perfekt noch endgültig, und häufig wurden schwierige Entscheidungen dadurch nur auf einen späteren Zeitpunkt vertagt. Aber letzten Endes wurde ein Weg gefunden, sich irgendwie „durchzuwurschteln“.

Trotz all des Lärms könnten sich die Verhandlungen im Hintergrund noch eine ganze Weile lang einfach fortsetzen. In diesem Fall könnte unter Anlegern eine Brexit-Müdigkeit einsetzen, so dass sich ihr Augenmerk wieder vermehrt auf die tagesaktuellen Daten verlagert. Sollte das Pfund Sterling seine jüngste Aufwertung verteidigen können, könnte der Druck auf die Reallöhne, der den Konsum 2017 belastet hatte, deutlich zurückgehen (Abbildung 6). Sofern es nicht zu einer völligen Lähmung der Unternehmensinvestitionen kommt, erscheint neben einer weniger restriktiven Haushaltspolitik auch eine dauerhafte moderate Erholung durchaus möglich.

Wenn das Britische Pfund seine jüngsten Zugewinne verteidigen kann, wird der Druck auf die Reallöhne zurückgehen

ABBILDUNG 6: WACHSTUM BRITISCHER REALLÖHNE

% Veränderung zum Vorjahr



Quelle: Bloomberg, ONS, J.P. Morgan Asset Management. *Nominallöhne umfassen auch Bonuszahlungen. Daten zum 11. Dezember 2017.

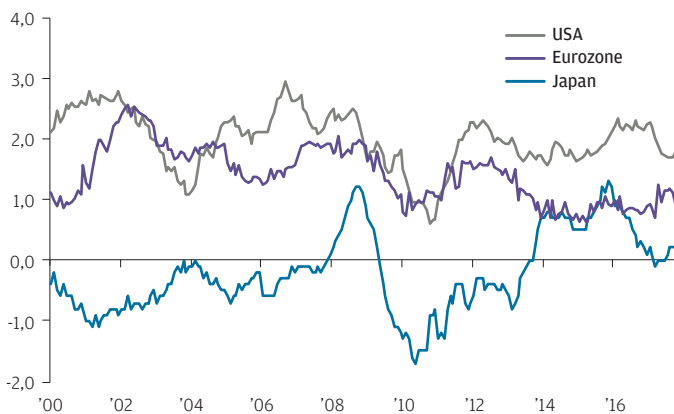
WO STECKT ALSO DIE INFLATION?

Während die wirtschaftliche Aktivität weiter voranschreitet, verschwinden die Spielräume innerhalb der Wirtschaft zunehmend. Die Arbeitslosigkeit hat in den USA den niedrigsten Stand seit 17 Jahren erreicht, und auch in Großbritannien, Deutschland und Japan ist sie so niedrig wie seit Jahrzehnten nicht mehr. Man hätte erwarten können, dass sich die Arbeitnehmer in diesen Ländern ausreichend ermutigt fühlen, mehr Lohn zu verlangen. Und dennoch ist an den Arbeits- und Gütermärkten keinerlei Inflation in Sicht (Abbildung 7).

Trotz starken Wachstums bleibt die Kerninflation gemäßigt

ABBILDUNG 7: KERNINFLATION

% Veränderung zum Vorjahr



Quelle: BLS, Eurostat, Japan Ministry of Internal Affairs & Communications, Thomson Reuters Dataream, J.P. Morgan Asset Management. Daten zum 11. Dezember 2017.

Die Tatsache, dass eine stärkere Nachfrage im Verhältnis zum Angebot die Preise steigen lässt, bildet den Kern aller Wirtschaftstheorie. Ohne dieses grundlegende Fundament stochern wir Wirtschaftswissenschaftler wirklich vollkommen im Dunkeln. Die Zentralbanken zerbrechen sich über verschiedenste Theorien den Kopf: Gibt es in der Wirtschaft womöglich versteckte, nicht ausgelastete Reservekapazitäten? Vielleicht sorgen die Globalisierung oder der technologische Wandel dafür, dass die Preise niedrig bleiben? Oder die Menschen haben nach einer so langen Rezession vergessen, jedes Jahr nach einer Gehaltserhöhung zu verlangen, so dass die Inflation steckengeblieben ist?

Die Wahrheit findet sich wahrscheinlich in einer Kombination all dieser Faktoren. Wir gehen in der Tat davon aus, dass die Globalisierung erhebliche strukturelle Auswirkungen gehabt hat. Outsourcing – ganz gleich, ob tatsächlich oder nur angedroht – hat die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer in den Industrieländern geschwächt. Als China 2001 der WTO beitrug, hatte dies eine effektive Verdoppelung des weltweiten Angebots an Arbeitskräften zur Folge. Die Kapazitäten Chinas wurden bislang noch nicht vollkommen absorbiert – von der möglichen Aufnahme bevölkerungsreicher Länder in Afrika und Ostasien wie Bangladesch und Nigeria ganz zu schweigen. Da sich die Wechselkurse nicht frei anpassen, um die Differenz zwischen den Lohnkosten auszugleichen, könnte die Globalisierung die Inflation in den Industrieländern noch auf längere Zeit nach unten drücken.

Gleichzeitig gibt es weitere vorübergehende Faktoren, die aller Wahrscheinlichkeit nach dazu beigetragen haben dürften, die Inflation in den USA zu senken, etwa die niedrigen Ölpreise oder auch die bis 2015 verzeichnete Stärke des US-Dollars. Die „versteckte Arbeitslosigkeit“ – d.h. Arbeitskräfte, die den Arbeitsmarkt in den Tiefen der Rezession verlassen haben – dürfte ebenfalls dazu beigetragen haben, die Beziehung zwischen Gesamtarbeitslosigkeit

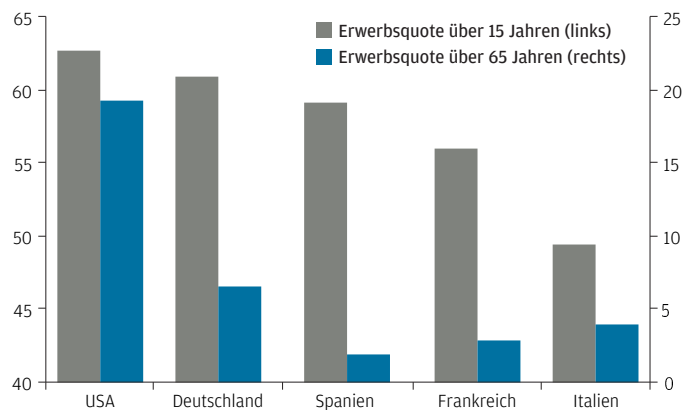
und Lohnwachstum zu verwischen. Da diese Einflussfaktoren allmählich abklingen, erscheint eine gewisse Belebung der US-Inflation im Laufe des kommenden Jahres wahrscheinlich.

In Europa hingegen dürfte die zugrunde liegende Inflation gedämpft bleiben. Dies dürfte die Unternehmensgewinne stützen und zumindest für die nächsten Jahre eine lockere Geldpolitik weiter begünstigen. Nicht nur, dass die gemessene Arbeitslosigkeit in den meisten Ländern weiterhin über dem vor der Krise verzeichneten Niveau liegt, diese Zahlen unterschätzen auch gleichzeitig die tatsächlich bestehenden ungenutzten Kapazitäten der Wirtschaft. Die Erwerbsquoten sind in den meisten europäischen Ländern weiterhin sehr niedrig (Abbildung 8). Während sich die Lage am Arbeitsmarkt strafft, dürfte es für immer mehr Menschen interessant werden, eine Beschäftigung aufzunehmen – insbesondere, wenn strukturelle Reformen die Großzügigkeit der sozialen Sicherheitsnetze und die Aussichten auf einen möglichen Vorruhestand verringern. Die von den meisten Menschen getroffene Annahme, dass die demografische Entwicklung die Aktivitäten in der Eurozone belasten wird, könnte sich somit als vollkommen falsch erweisen.

Der europäische Arbeitsmarkt weist erhebliche ungenutzte Kapazitäten auf, die bislang nicht im Fokus stand

ABBILDUNG 8: ERWERBSQUOTE

% der Bevölkerung



Quelle: OECD, J.P. Morgan Asset Management. Daten zum 11. Dezember 2017.

VERGESSEN SIE DIE FED – BEHALTEN SIE STATTDENNER DIE BOJ IM AUGE

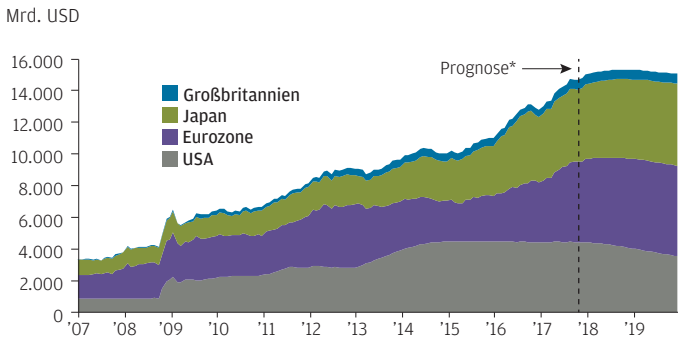
Während sich die Zentralbanken mit den verschiedenen möglichen Erklärungen für die niedrige Inflation herumschlagen, haben sie es alles andere als eilig, ihre Geldpolitik zu normalisieren.

Dies mag konträr erscheinen, da die US-Notenbank ihre Zinsen erhöht und 2018 erstmalig beginnen wird, ihre Bilanz zu reduzieren. Allerdings sieht der aktuelle Plan zur Rücknahme der bestehenden Anreizmaßnahmen ein äußerst umsichtiges und langsames Vorgehen vor. Bis Ende des Jahres werden die Leitzinsen der Fed voraussichtlich 100 Basispunkte über dem heutigen Niveau liegen – und damit immer noch etwa 400 Basispunkte unter dem Höchststand vor der Krise.

Darüber hinaus weisen wir nachdrücklich darauf hin, dass es wirklich wichtig ist, sich nicht allein auf die Fed zu konzentrieren. Stattdessen sollte das geldpolitische Verhalten der US-Notenbank, der EZB, der Bank of England und insbesondere auch der Bank of Japan auf aggregierter Ebene betrachtet werden (Abbildung 9A).

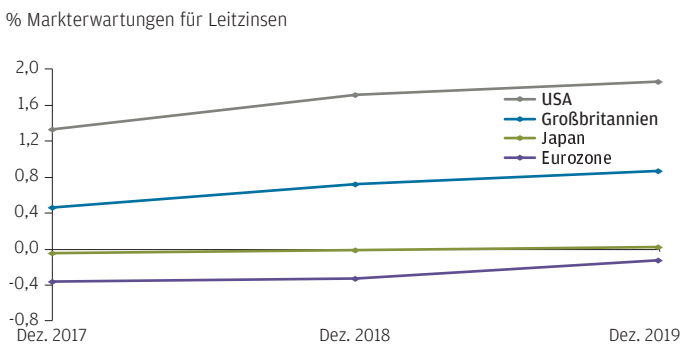
Zusammen werden die Bilanzen der vier großen Zentralbanken 2018 weiter wachsen

ABBILDUNG 9 A: ZENTRALBANKBILANZEN



Quelle: Bank of England (BoE), Bank of Japan (BoJ), Europäische Zentralbank (EZB), US Federal Reserve (Fed), Thomson Reuters Datastream, J.P. Morgan Asset Management. *Annahmen für die Bilanzprognosen: Die BoE wird bis Ende 2019 keine Nettokäufe vornehmen; die BoJ wird bis Ende 2017 ein annualisiertes Tempo von 60 Bio. JPY halten, danach die annualisierte monatliche Kaufrate bis Oktober 2018 jedes Quartal um 10 Bio. JPY verringern und danach eine annualisierte monatliche Rate von 20 Bio. JPY beibehalten; die EZB wird ihre monatlichen Käufe von November bis Dezember 2017 in Höhe von 60 Mrd. EUR fortsetzen und sie dann im Januar 2018 auf 30 Mrd. EUR und im Oktober 2018 auf 15 Mrd. EUR verringern und ab April 2019 keine weiteren Papiere mehr kaufen; die Prognose für die US-Notenbank beruht auf einer monatlichen Reduzierung um 10 Mrd. USD ab Oktober 2017 und dann einer Verstärkung des monatlichen Abbaus um weitere 10 Mrd. USD in jedem nachfolgenden Quartal, bis ein maximaler Abbau von 50 Mrd. USD pro Monat erreicht ist, jeweils in Abhängigkeit von der monatlichen Fälligkeitsstruktur der Bilanz. Daten zum 11. Dezember 2017.

ABBILDUNG 9 B: MARKTERWARTUNGEN FÜR LEITZINSEN



Quelle: Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. Erwartungen auf Basis von OIS-Forwards berechnet. Daten zum 11. Dezember 2017.

Die EZB mag zwar Pläne zur Verringerung ihrer Ankäufe angekündigt haben, sie beabsichtigt jedoch nach wie vor, ihre Bilanz 2018 weiter auszuweiten. Zudem hat sie versprochen, ihre Zinsen nicht vor der offiziellen Einstellung ihres Programms zur quantitativen Lockerung (QE) zu erhöhen. Auf Basis des aktuellen Zeitplans würde dies eine erste Zinsanhebung im Jahr 2019 nahelegen.

Der BoJ ist es im Nachgang der Rezession der frühen 1990er-Jahre niemals wirklich gelungen, sich deutlich von der Nullzinsmarke zu entfernen. Im Zuge ihrer jüngsten Anstrengungen zur Ankurbelung der Inflation hat sich die BoJ verpflichtet, die Rendite auf zehnjährige Staatsanleihen – ungeachtet der Kosten für ihre Bilanz – bei 0 % zu halten. Wenn die Erwartungen bezüglich des Nominalwachstums in Japan ansteigen und Anleger japanische Anleihen verkaufen wollen, werden sie durch die Ankäufe der BoJ gezwungen, sich an anderen Märkten nach Renditen umzusehen. Dies wiederum stützt die längerfristigen Kurse von Staatsanleihen weltweit und drückt die Renditen auf globale Anleihenwerte.

Kombiniert man die Verpflichtungen der großen Zentralbanken, so wird deutlich, dass auch weiterhin mit einer äußerst lockeren Geldpolitik zu rechnen ist (Abbildungen 9A und 9B). Unter der Annahme, dass sich die Zentralbanken an ihre eigenen Vorgaben

halten, sieht unser Basisszenario einen sehr allmählichen langfristigen Anstieg der Renditen vor. Aus historischer Sicht dürften sie jedoch weiterhin sehr niedrig bleiben.

HAT DIE ANLEIHEKURVE IHRE VORHERSAGEKRAFT VERLOREN?

Bevor wir uns näher damit befassen, was all dies für Portfolios bedeutet, lohnt es sich, auf ein weiteres Thema einzugehen, das mit der Kurve für Staatsanleihen zusammenhängt.

Da die längerfristigen Zinsen niedrig bleiben – und die Leitzinsen steigen – flacht sich die US-Kurve allmählich ab. Dies löst zunehmend Sorgen unter Anlegern aus, die bislang eine Abflachung und dann Invertierung der Anleihekurve als Signal für einen Abschwung der Aktienkurse gesehen haben.

In der Zeit vor der quantitativen Lockerung war dies eine äußerst logische Argumentationsgrundlage. Als die langfristigen Zinsen zu einem Satz verankert waren, der weitgehend einer neutralen Politik (zuzüglich eines Laufzeitaufschlags) entsprach, bedeutete eine Abflachung der Kurve, dass die Geldpolitik keine Anreizwirkung mehr hatte. Eine Invertierung der Kurve bedeutete, dass die Zentralbanken auf die Bremse getreten hatten und dass es an der Zeit war, eine Abkühlung, wenn nicht gar eine Rezession zu erwarten.

Wenn die langfristigen Zinsen jedoch durch quantitative Lockerung verankert oder gar durch die nominale Nachfrage in einer völlig anderen Region erheblich beeinflusst werden, könnte dieses Argument komplett wegfallen. Die Kurve könnte sich invertieren, während die Zinsen im Verhältnis zu den wirtschaftlichen Fundamentaldaten über sämtliche Laufzeiten hinweg weiterhin auf einem lockeren Niveau bleiben. Durch die quantitative Lockerung haben wir völliges Neuland betreten, und wir können nicht sicher sein, dass sich die Zinsstrukturkurve wie in der Vergangenheit als verlässlicher Indikator für eine Rezession erweisen wird.

Bestes Beispiel hierfür ist Japan. Die japanische Zinsstrukturkurve ist inzwischen fast vollkommen flach. Dies hat jedoch nicht zu einer Abschwächung der Kreditvergabe oder einer Belastung der Wirtschaftstätigkeit bzw. des Aktienmarktes geführt.

AUSWIRKUNGEN FÜR DIE MÄRKTE

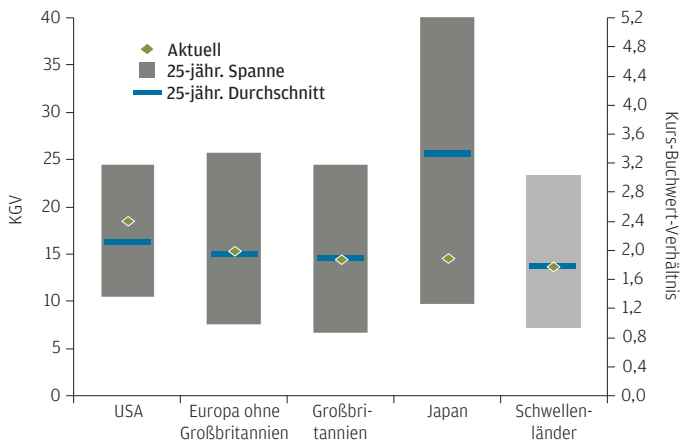
Werden all diese verschiedenen Aspekte zusammengeführt, so sehen wir keinen definitiven Grund, uns von Risikoanlagen abzuwenden – erst recht nicht zugunsten von Staatsanleihen oder Barmitteln, die im neunten Jahr in Folge eine negative Realrendite liefern dürften. Und wie ein Global Market Strategist unseres Asien-Teams es kürzlich formuliert hat: Wir dürfen nicht vergessen, dass wir uns in einem teuren Einkaufszentrum befinden. Schließlich haben wir nicht die Möglichkeit, auf eine andere Anlageklasse umzuschwenken, die offensichtlich günstig ist.

Diese Sichtweise wird vor allem durch die makroökonomischen Fundamentaldaten untermauert. Selbst in den USA, wo der Konjunkturzyklus eine spätere Phase erreicht hat, deuten die Frühindikatoren nicht auf einen bevorstehenden Konjunkturabschwung hin. Das Verbrauchervertrauen, die Arbeitsmarktlage und das Wirtschaftsklima sind nach wie vor robust. Und wenn sich die Produktivität weltweit zusammen mit dem Welthandel und dem Investitionsniveau allmählich erholt, würde dies die Einschätzung bekräftigen, dass die Wirtschaft auch ohne Konsequenzen für Inflation oder Geldpolitik weiter wachsen kann.

Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGVs) von Aktien sind aus historischer Sicht zwar gestiegen, deutlich überhöht erscheinen sie jedoch nicht, insbesondere in Europa (Abbildung 10A). Auch die Gewinnerwartungen der Analysten erscheinen uns in den USA und in Europa weder übermäßig optimistisch noch aus fundamentaler Sicht unangemessen.

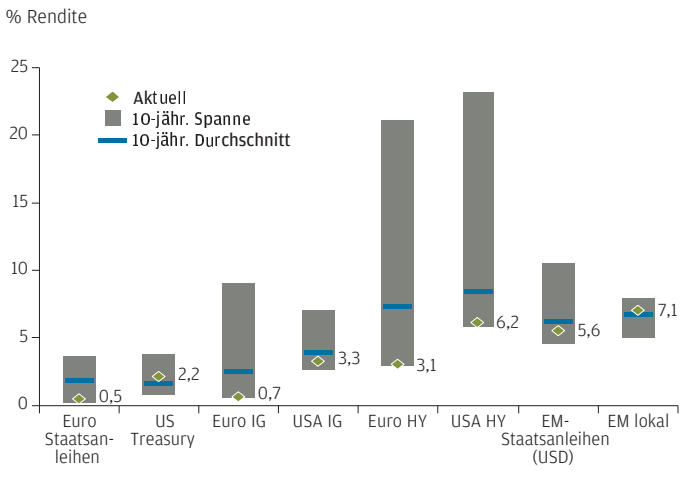
Aktienbewertungen sind nicht überhöht

ABBILDUNG 10 A: GLOBALE AKTIENBEWERTUNGEN



Quelle: MSCI, Standard & Poor's, Thomson Reuters Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Die Bewertungen beziehen sich für Europa ohne Großbritannien, die USA, Japan und Großbritannien auf das zukunftsgerichtete KGV und für die Schwellenländer auf das Kurs-Buchwert-Verhältnis. Die Bewertungs- und Gewinnindigramme verwenden für alle Regionen und Länder MSCI-Indizes, mit Ausnahme der USA, wo der S&P 500 angesetzt ist. Daten zum 11. Dezember 2017.

ABBILDUNG 10 B: ANLEIHENRENDITEN



Quelle: Bloomberg Barclays, BofA/Merrill Lynch, FactSet, J.P. Morgan Economic Research, J.P. Morgan Asset Management. Bei den Renditen handelt es sich um die Renditen bis zur Endfälligkeit. Euro Staatsanleihen: Bloomberg Barclays Euro Agg. Government; US-Treasury: Bloomberg Barclays US Agg. Gov. - Treasury; Euro IG: Bloomberg Barclays Euro Agg. - Credit - Corporate; US IG: Bloomberg Barclays US Agg. Corporate - Investment Grade; Euro HY: BofA/Merrill Lynch Euro Non-Financial; US HY: BofA/Merrill Lynch US High Yield Constrained; EM Staatsanleihen (USD): J.P. Morgan EMBI+ Index; EM lokal: J.P. Morgan GBI-EM Index. Daten zum 11. Dezember 2017.

Zudem sollte beachtet werden, dass selbst an den Aktienmärkten, die recht hoch bewertet erscheinen, dies nicht auf unterschiedslose Zugewinne in sämtlichen Bereichen zurückzuführen ist. Der Technologiesektor hat stark dazu beigetragen, dem Gesamtpreisindex Auftrieb zu verleihen.

Selbst wenn wir uns hinsichtlich der Fundamentaldaten irren, vergessen wir nicht, dass wir häufig mehr Zeit zur Verlagerung unserer Position haben als wir denken. Ein zu früher Abbau von Risiken könnte kostspieliger sein als wenn dieser Schritt ein bisschen zu spät erfolgt, wenn wir berücksichtigen, dass US-Aktien in den letzten zwölf Monaten früherer Hausse-Phasen durchschnittliche Renditen von 25 % geliefert haben, während die Verluste in den ersten sechs Monaten eines Abschwungs im Schnitt bei 14 % lagen.

RISIKEN, DIE IM AUGE BEHALTEN WERDEN MÜSSEN

All dies klingt zwar wunderbar vorteilhaft, wir sollten 2018 jedoch darauf vorbereitet sein, schnell und flexibel zu handeln. Wir müssen uns vor Augen halten, dass zum Ende des Jahres 2017 zwei immens wichtige Fragen weiterhin unbeantwortet sind: Ist die Inflation wirklich tot? Und werden die Zentralbanken ihre Meinung über das Tempo der Rücknahme ihrer Anreizmaßnahmen ändern?

Die Arbeitslosigkeit geht immer weiter zurück, und bei den Ölpreisen stand zum Redaktionsschluss für das laufende Jahr ein Plus von 15 % zu Buche. Dies könnte eine bedeutsamere Belegung der Inflation nach sich ziehen.

Wir dürfen nicht vergessen, dass Anleihenanleger nicht so wie in den Zeiten vor der Krise für Inflationsrisiken vergütet werden, da sich die Anleger in erster Linie über mögliche Verlustrisiken Sorgen machen: Schulden, Deflation und eine unkonventionelle Politik, die die Renditen zwangsweise nach unten drückt (Abbildung 11). Sollte sich dieses Gleichgewicht der Risiken ändern, könnten wir durch die Auswirkungen auf die längerfristigen globalen Renditen auf dem falschen Fuß erwischt werden.

Anleihenanleger werden nicht für Inflationsrisiken vergütet

ABBILDUNG 11: LAUFZEITAUFSCHLÄGE 10-JÄHRIGER US-STAATSANLEIHEN



Quelle: Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. Messung des Laufzeitaufschlags zehnjähriger US-Staatsanleihen durch Adrian Crump & Moench. Daten zum 11. Dezember 2017.

Wir sollten daher sämtliche Faktoren, die zum Inflationsdruck beitragen, genau im Auge behalten, einschließlich der Ölpreise, Löhne und Kerninflation. Auch das Nominalwachstum und die Tarifrunden in Japan sollte man auf dem Schirm haben, selbst wenn das eigene Portfolio keine direkten Positionen bei japanischen Vermögenswerten umfasst. Unserer Einschätzung nach übt die BOJ einen stärkeren Einfluss auf die globalen Anleihenrenditen aus als allgemein angenommen wird.

Zudem werden wir uns die Mitteilungen der Zentralbanken sehr genau ansehen. Die Politik der Zentralbanken hat im Hinblick auf die Inflation zwar noch keine Ergebnisse geliefert, sie hat jedoch zweifellos dazu beigetragen, die Preise von Vermögenswerten zu stützen. Renommiertere Institutionen wie etwa die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich warnen immer deutlicher vor den Risiken einer solchen lockeren Politik für die längerfristige finanzielle Stabilität. Man braucht nur einmal den Anstieg des Bitcoin-Preises um 1.700 % während des vergangenen Jahres zu betrachten, um sich zu fragen, ob da nicht vielleicht doch etwas dran sein könnte. Die Zentralbanken bewegen sich auf einem schmalen Grat: Einerseits müssen sie die Wirtschaftstätigkeit ankurbeln und ihre Inflationsziele erreichen, andererseits dürfen sie die während des Booms der 2000er-Jahre gemachten Fehler nicht wiederholen.

Dies sind die wesentlichen Risiken, die wir im Auge behalten werden. Hinzu kommen die bekannten Sorgen wie etwa die Möglichkeit eines Konflikts mit Nordkorea.

Die Eintrittswahrscheinlichkeit dieser Risiken ist zwar relativ gering, ihre Konsequenzen für die Märkte könnten jedoch erheblich sein. Somit sollten Anleger neben einer gut diversifizierten Strategie auch über die Liquidität ihrer Portfolios nachdenken: Wenn die Stimmung umschlägt, werden Sie Ihre Positionierung schnell anpassen wollen. Und es gibt bestimmte Positionen, die sich in einem Umfeld steigender Inflation und Anleiherenditen besser entwickeln. Die offensichtlichsten wären Finanztitel sowie Substanz- im Vergleich zu Wachstumswerten.

Im Zuge der Entwicklung hin zu einem solchen Portfolio kann man durchaus ein Engagement gegenüber dem weiterhin bestehenden Aufwärtspotenzial beibehalten, um von den guten Zeiten zu profitieren, gleichzeitig aber auch gut schlafen zu können, wenn sich die Lage dann einmal ändert.

Das Market Insights Team freut sich darauf, gemeinsam mit Ihnen auf ein erfolgreiches Jahr 2018 hinzuarbeiten.

GLOBAL MARKET INSIGHTS STRATEGY TEAM

Nord- und Südamerika

Dr. David P. Kelly, CFA
*Managing Director
 Chief Global Strategist
 New York*

Julio C. Callegari
*Executive Director
 Global Market Strategist
 São Paulo*

Samantha M. Azzarello
*Vice President
 Global Market Strategist
 New York*

David M. Lebovitz
*Vice President
 Global Market Strategist
 New York*

Gabriela D. Santos
*Vice President
 Global Market Strategist
 New York*

Alexander W. Dryden, CFA
*Associate
 Global Market Strategist
 New York*

John C. Manley
*Associate
 Market Analyst
 New York*

Abigail B. Yoder, CFA
*Associate
 Market Analyst
 New York*

Jordan K. Jackson
*Analyst
 Market Analyst
 New York*

Tyler J. Voigt
*Analyst
 Market Analyst
 New York*

Europa

Karen J. Ward
*Managing Director
 Chief Market Strategist, Großbritannien und
 Europa
 London*

Manuel Arroyo Ozores, CFA
*Executive Director
 Global Market Strategist
 Madrid*

Tilman Galler, CFA
*Executive Director
 Global Market Strategist
 Frankfurt*

Lucia Gutierrez Mellado
*Executive Director
 Global Market Strategist
 Madrid*

Vincent Juvyns
*Executive Director
 Global Market Strategist
 Luxemburg*

Maria Paola Toschi
*Executive Director
 Global Market Strategist
 Mailand*

Michael J. Bell, CFA
*Vice President
 Global Market Strategist
 London*

Nandini L. Ramakrishnan
*Associate
 Global Market Strategist
 London*

Jai Malhi
*Associate
 Market Analyst
 London*

Ambrose Crofton
*Market Analyst
 London*

Asien

Tai Hui
*Managing Director
 Chief Market Strategist, Asien
 Hongkong*

Kerry Craig, CFA
*Executive Director
 Global Market Strategist
 Melbourne*

Yoshinori Shigemi
*Executive Director
 Global Market Strategist
 Tokio*

Marcella Chow
*Vice President
 Global Market Strategist
 Hongkong*

Dr. Jasslyn Yeo, CFA
*Vice President
 Global Market Strategist
 Singapur*

Chaoping Zhu, CFA
*Vice President
 Global Market Strategist
 Shanghai*

Hannah J. Anderson
*Associate
 Global Market Strategist
 Hongkong*

Ian Hui
*Associate
 Global Market Strategist
 Hongkong*

Shogo Maekawa
*Associate
 Global Market Strategist
 Tokio*

Das "Market Insights" Programm bietet umfassende Informationen und Kommentare zu den globalen Märkten auf produktneutraler Basis. Das Programm analysiert die Auswirkungen der aktuellen Wirtschaftsdaten und veränderten Marktbedingungen, um Kunden einen besseren Einblick in die Märkte zu vermitteln und fundierte Anlageentscheidungen zu fördern.

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 zukünftige Wertentwicklung. Wechselkursschwankungen können sich positiv oder negativ auf den Wert von Anlagen auswirken. Kapitalanlagen in kleineren Unternehmen sind unter Umständen mit einem höheren Risiko verbunden, da sie für gewöhnlich empfindlicher auf Marktbewegungen reagieren. Kapitalanlagen in Schwellenländern können stärkeren Schwankungen unterliegen und gehen daher mit einem erhöhten Risiko für Ihr Kapital einher. Darüber hinaus kann die wirtschaftliche und politische Situation in Schwellenmärkten instabiler sein als in etablierten Volkswirtschaften, was sich unter Umständen ungünstig auf den Wert der getätigten Kapitalanlagen auswirken kann.

Es liegt in der alleinigen Verantwortung des Empfängers, seine Eignung zu prüfen und beim Erhalt dieses Dokuments und bei allen Anlageentscheidungen alle rechtlichen und regulatorischen Anforderungen zu erfüllen. Alle präsentierten Fallstudien dienen ausschließlich zur Veranschaulichung und stellen keine Beratung oder Empfehlung dar. Die dargestellten Ergebnisse sind nicht repräsentativ für die tatsächlichen Anlageresultate.

J.P. Morgan Asset Management ist der Markenname für das Vermögensverwaltungsgeschäft von JPMorgan Chase & Co. und seiner verbundenen Unternehmen weltweit. Diese Mitteilung wird herausgegeben: in Brasilien von der Banco J.P. Morgan S.A. (Brasilien), die von der brasilianischen Wertpapier- und Börsenaufsichtsbehörde Comissão de Valores Mobiliários (CVM) und der brasilianischen Zentralbank Banco Central do Brasil (BACEN) reguliert wird; in Großbritannien von JPMorgan Asset Management (UK) Limited, autorisiert und reguliert von der Financial Conduct Authority (FCA); in anderen EU-Ländern von JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l.; in Hongkong von JF Asset Management Limited, JPMorgan Funds (Asia) Limited oder JPMorgan Asset Management Real Assets (Asia) Limited, alle reguliert von der Securities and Futures Commission; in Singapur von JPMorgan Asset Management (Singapore) Limited (Co. Reg. No. 197601586K) oder JPMorgan Asset Management Real Assets (Singapore) Pte. Ltd. (Co. Reg. No. 201120355E), beide reguliert von der Monetary Authority of Singapore; in Taiwan von JPMorgan Asset Management (Taiwan) Limited, reguliert von der Financial Supervisory Commission; in Japan von JPMorgan Asset Management (Japan) Limited, Mitglied der Investment Trusts Association, Japan, der Japan Investment Advisers Association und der Japan Securities Dealers Association, und reguliert von der Financial Services Agency (Registrierungsnummer „Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firm) Nr. 330“); in Korea von JPMorgan Asset Management (Korea) Company Limited, reguliert von der Financial Services Commission (ohne Versicherung durch die Korea Deposit Insurance Corporation) und in Australien nur für Firmenkunden gemäß der Definition in Abschnitten 761A und 761G des Corporations Act 2001 (Cth) von JPMorgan Asset Management (Australia) Limited (ABN 55143832080) (AFSL 376919), reguliert von der australischen Securities and Investments Commission; in Kanada von JPMorgan Asset Management (Canada) Inc.; und in den Vereinigten Staaten von J.P. Morgan Investment Management Inc., oder J.P. Morgan Distribution Services, Inc., Mitglied von FINRA SIPC..

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/pages/privacy>.

**Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für vergleichbare zukünftige Ergebnisse.
Eine Diversifizierung garantiert keine Investitionserträge und eliminiert nicht das Verlustrisiko.**

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.