

# Eye on the Market – Ausblick 2020

J.P. MORGAN PRIVATE BANK



**Die Geister der vergangenen Weihnacht.** Nachdem das Jahr 2019 für Anleger sehr erfreulich verlief, rechnen wir 2020 mit geringeren positiven Erträgen an den Finanzmärkten, da einige *Geister der vergangenen Weihnacht* wieder erscheinen. Wir erwarten keine globale oder US-Rezession und prognostizieren eine leichte Erholung der Wachstumsraten und Gewinne, da die schlimmsten Szenarien im Welthandel nun möglicherweise vermieden werden. Allerdings werden die hohen Bewertungen, die geringere Effektivität der geldpolitischen Lockerung, die Neubewertung unrentabler Firmen und der steigende Kostendruck in den Unternehmen die Kursgewinne am Aktienmarkt wahrscheinlich einschränken. Zwei große Risiken könnten den Anlegern Probleme bereiten: (a) ein Anstieg der Inflation, der die Fed zu einer zinspolitischen Kehrtwende zwingt und (b) eine umfassende, progressive Restrukturierung der US-Wirtschaft nach der Präsidentschaftswahl 2020.

# Die Geister der vergangenen Weihnacht auf unserem Titelbild

Unser diesjähriges Titelbild zeigt die *Geister der vergangenen Weihnacht*, die alle zurückgekehrt sind, um bedeutende Trends für 2020 entweder zu feiern oder zu beklagen:



**Franklin D. Roosevelt**, der progressivste US-Präsident des 20. Jahrhunderts, der eine Einkommensteuer von 100 % propagierte und mit seinen Reformen die wirtschaftliche Macht von der Wall Street auf Washington übertrug, begrüßt die noch progressivere Agenda von Elizabeth Warren.



**Richard Nixon**, der den damaligen Vorsitzenden der Federal Reserve Arthur Burns Anfang der 1970er-Jahre mit einer Reihe „schmutziger Tricks“ und falscher Presseberichte dazu drängte, die Leitzinsen zu senken, ist erfreut, dass Donald Trump bei Fed-Chef Jerome Powell die gleiche Taktik verfolgt. Nach Abzug der Inflation sind die Leitzinsen wieder ungefähr gleich null, trotz der wachsenden Wirtschaft und Vollbeschäftigung.



**Heinrich VIII.**, der England mit dem *Act in Restraint of Appeals* von 1533 zu einer souveränen, unabhängigen Nation machte, die an keine von außen auferlegten Gesetze gebunden ist, findet Gefallen an einem möglichen Brexit. Mit ihm freut sich Premierministerin Margaret Thatcher. In unserer Reinkarnation lebt die Margaret Thatcher wieder auf, die ihre Besorgnis über einen europäischen Superstaat äußerte, der seine Dominanz von Brüssel heraus ausübt, und die ihrem Biographen Charles Moore in späteren Jahren anvertraute, dass Großbritannien aus der EU austreten sollte. Während Boris Johnsons Wahlsieg im Dezember die Ungewissheit über den Brexit und das Referendum einigermaßen beseitigt, beharren die Konservativen darauf, dass sie die Austrittsbedingungen nicht aufweichen und Ende 2020 keine weitere Verlängerung anstreben werden; ob die EU dem zustimmt, ist eine ganz andere Frage.



**Mao Zedong**, der das kommunistische China seit seiner Gründung 1949 bis zu seinem Tod im Jahr 1976 regierte, ist glücklich darüber, dass Xi Jinping zum „Präsident auf Lebenszeit“ ausgerufen wurde. Zuvor hatte China die Begrenzung auf zwei Amtszeiten abgeschafft, die seit den 1980ern galt. Präsident Xi beruft sich auf Maos „Langen Marsch“ gegen die Kuomintang als Vorläufer für Chinas derzeitigen strategischen Konflikt mit den USA, ein Indiz für die Grenzen der Kompromissbereitschaft in Bezug auf die merkantilistische Politik, die China im eigenen Interesse sieht.



**Herbert Hoover** sieht sein Ebenbild in Trump, der seinerseits Zölle auf Importwaren erhebt und Einwanderer ausweisen lässt. Nach dem jüngsten Phase-Eins-Abkommen liegen die Zölle weiterhin auf dem höchsten Stand seit 40 Jahren und könnten je nach Chinas Vertragstreue wieder steigen. In puncto Einwanderung lancierte Hoovers Regierung eine Kampagne namens „Amerikanische Jobs für echte Amerikaner“ und erstattete den Bundesstaaten und Kommunen die Kosten für Abschiebemaßnahmen. Hoovers Ausweisungspolitik ging mit einer Arbeitslosenquote von 15-20 % einher, die heute 3,5 % beträgt.



Das vereinigte Weströmische Reich unter **Karl dem Großen** erstreckte sich vom Ärmelkanal bis zur Balkanhalbinsel, fiel kurz nach seinem Tod im Jahr 814 aber durch mehrere Bürgerkriege wieder auseinander. Als treibende Kraft für ein vereintes Europa ist Karl der Große nicht begeistert, dass das Projekt der Eurozone erneut ins Taumeln gerät, mit einem schwachen Wachstum, negativ rentierenden Staatsanleihen in Billionenhöhe, politischer Zersplitterung und begrenzten Fortschritten des Föderalismus.



Die **Handpuppe** in Anspielung auf **Pets.com** ist zur Metapher für die Dot-Com-Ära geworden: 1999 erzielte Pets.com einen Umsatz von 620.000 USD und schrieb operative Verluste von 20 Mio. USD, weil es seine Waren für etwa ein Drittel des Einkaufspreises verkaufte. Die Puppe wedelt mit dem Schwanz, denn obwohl wir noch nicht die Auswüchse der späten 1990er-Jahre erreicht haben, ist der Anteil junger, unrentabler Firmen an der US-Marktkapitalisierung und den Unternehmensausgaben auf dem höchsten Stand seit dieser Zeit. Um das Thema Pets.com abzurunden, hat Softbank nun seine Investition in die Gassi-Geh-App „Wag“ aufgegeben, die es zuvor mit über 600 Mio. USD bewertet hatte.

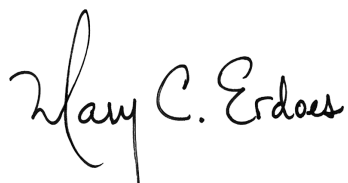
**MARY CALLAHAN ERDOES**  
Chief Executive Officer  
J.P. Morgan Asset & Wealth Management

Da wir bald ein neues Jahr und zugleich ein neues Jahrzehnt einläuten, möchte ich mich für das anhaltende Vertrauen bedanken, das Sie in uns setzen. Es ist uns eine große Ehre, Ihnen als vertrauensvoller Ratgeber zur Seite stehen zu dürfen.

In den vergangenen 17 Jahren hat mein Anlagepartner Michael Cembalest stets tief sinnige Markteinblicke für das kommende Jahr mit uns geteilt. Die Lektüre ist immer wieder erhellend und unterhaltsam, so auch in diesem Jahr. In „Die Geister der vergangenen Weihnacht“ erläutern Michael Cembalest und sein Team ihre Erwartungen an ein weiteres Jahr der globalen Expansion. Sie schauen aber auch genauer hin, wie die Geldpolitik der Fed und eine mögliche progressive Neuausrichtung der US-Wirtschaft das weltweite Wachstum und die Anlageportfolios beeinflussen könnten.

Seit jeher ist es unsere oberste Priorität, Ihre Portfolios besser für die Zukunft zu positionieren. Wir hoffen, dass Sie Freude an diesem Beitrag haben werden und wünschen Ihnen gute Gesundheit, Glück und Erfolg im neuen Jahr.

Mit freundlichen Grüßen

Handwritten signature of Mary C. Erdoes in black ink.



## Geister der vergangenen Weihnacht

1. Januar 2020

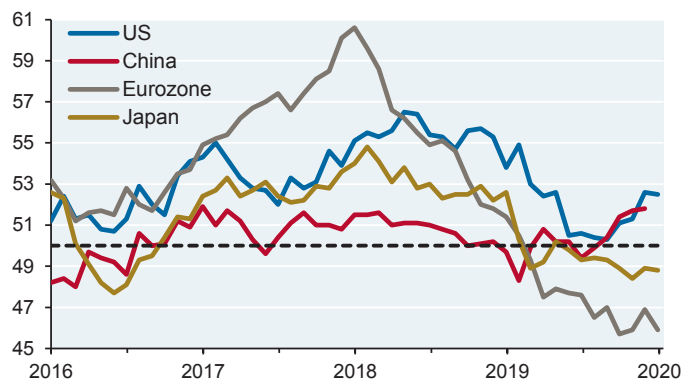
### Zusammenfassung

Da es nun so *aussieht*, als seien die schlimmsten Szenarien im Handelsstreit abgewendet<sup>1</sup>, schätzen wir den globalen Wirtschaftsausblick für 2020 etwas besser ein. Wir gehen davon aus, dass die Zölle und andere Handelsanktionen das potenzielle Gewinnwachstum im S&P 500 Index 2019 um 7–8% reduziert haben. Sie dürften auch maßgeblich dafür verantwortlich sein, dass das globale Wachstum nach einem Höchststand von 4,1% Anfang 2018 bis zum 3. Quartal 2019 auf 2,9% einbrach. Die folgenden Diagramme zeigen, dass der Handelsstreit nicht nur den Welthandel selbst, sondern auch das globale verarbeitende Gewerbe, die Unternehmensgewinne und die Investitionsausgaben beeinträchtigt hat.

Das Interessante am Handelsstreit zwischen den USA und China ist die Tatsache, dass Europa und Japan am meisten darunter gelitten haben (siehe erste Grafik), da sie stärker auf Exporte angewiesen sind und von vornherein prekäre Wachstumstrends verzeichneten. Während das *BIP-Wachstum* im vergangenen Jahr von einer Rezession verschont blieb, sind die *Gewinne* in den USA, Europa und Japan gesunken. Wir rechnen 2020 mit einer Erholung der Gewinne, die an den meisten Aktienmärkten aber bereits eingepreist ist.

#### Umfragen zum verarbeitenden Gewerbe regional

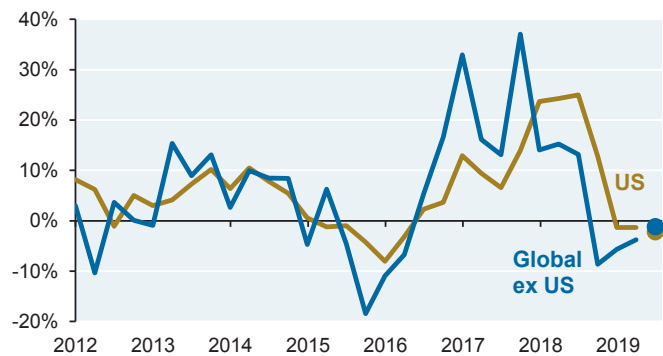
50+ = Expansion



Quelle: EMI von Markit. Dezember 2019.

#### Unternehmensgewinne in den USA und weltweit

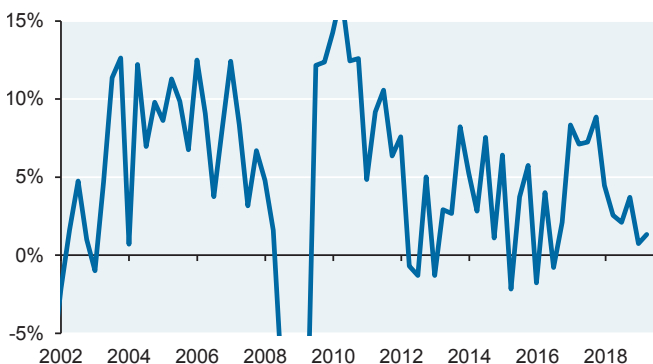
Vorjahresvergleich in %, vierteljährliches Gewinnwachstum ohne Rückkäufe



Quelle: FactSet, Morgan Stanley. MSCI ACWI ex US und S&P 500. 16. Dezember 2019.

#### Globale Investitionen im Leerlauf

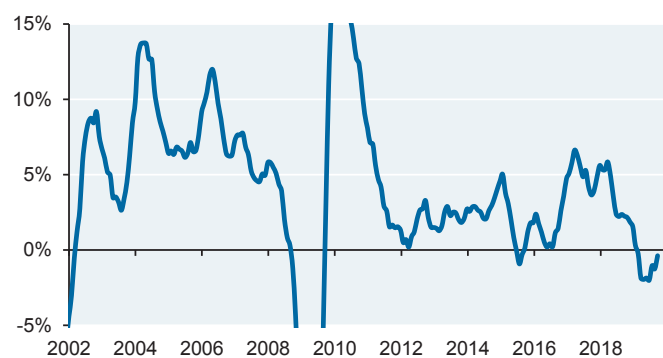
Quartalsvergleich in %, saisonbereinigte, annualisierte Rate



Quelle: J.P. Morgan Global Economic Research. Q2 2019.

#### Handel stagniert nach 50 Jahren Globalisierung

Halbjahresvergleich in %, saisonbereinigte, annualisierte Rate



Quelle: Niederländisches Büro für wirtschaftspolitische Analyse. Okt. 2019.

<sup>1</sup> Noch herrscht große **Ungewissheit** darüber, was genau vereinbart wurde und ob sich beide Seiten auf Durchsetzungsbestimmungen einigen werden. Daher besteht die Gefahr, dass der Handelskrieg 2020 in die nächste Runde geht. Siehe Fußnote auf Seite 10.



**Wir erwarten 2020 einen leichten Anstieg der Wachstumsraten und Gewinne (außer in Japan<sup>2</sup>).** Dieser dürfte sich zum Teil einer koordinierten Lockerung der Geldpolitik verdanken, die in der Regel 7–9 Monate später zu einer Belebung im verarbeitenden Gewerbe führt. Die Zentralbanken der Schwellenländer spielen dabei eine wichtige Rolle. Die Inflation hat in den Schwellenländern ein Rekordtief von 3,5–4,0% erreicht (ggü. 10% in den späten 1990ern und 6% im letzten Jahrzehnt), ein Indiz dafür, dass die Zentralbanken der Schwellenländer notfalls über einen größeren Lockerungsspielraum verfügen. Eine leichte Zunahme der globalen Auftragseingänge in Verbindung mit dem Abbau des Lagerüberhangs lässt für 2020 höhere Zuwächse erwarten. Wie auf der vorigen Seite dargestellt, ziehen die Indikatoren für das verarbeitende Gewerbe in den USA und China schon wieder an.

In den USA rechnen wir 2020 mit einem Gewinnwachstum von 5–7%; dieser Wert würde ansonsten höher ausfallen, wird jedoch durch den Energiesektor und die Probleme bei Boeing geschmälert. In Europa prognostizieren wir ungefähr das gleiche Gewinnwachstum, obwohl wir keine substantielle Annäherung in der Performance beider Regionen erwarten (siehe Seite 17 zur bemerkenswerten Outperformance von US-Aktien gegenüber den Industriestaaten).

### Zinssenkungen der Zentralbanken als Frühindikator für globale Fertigung



Quelle: Zentralbanken der Länder, EMI von Markit, Bloomberg. November 2019.

### Steigende Auftragseingänge und sinkender Lagerüberhang deuten 2020 auf eine Erholung hin

Geschäftsklimaindikatoren, 50+ = Expansion



Quelle: EMI von Markit, November 2019.

### Globale Halbleiterumsätze erholen sich

3-Monats-Durchschnitt, Mrd. USD



Quelle: Semiconductor Industry Association. Oktober 2019.

2 Die positive Tendenz der Frühindikatoren schließt **Japan** nicht mit ein, da die Rezessionsrisiken hier zunehmen. Japans Wirtschaft könnte im 4. Quartal 2019 um 2,5% schrumpfen, und im Oktober fielen die Einzelhandelsumsätze nach der Mehrwertsteuererhöhung um 7,1% gegenüber dem Vorjahr. Der Tankan-Bericht für das verarbeitende Gewerbe sank auf seinen niedrigsten Stand seit sechseinhalb Jahren, wobei nun auch die Umfragewerte im Dienstleistungssektor rückläufig sind.

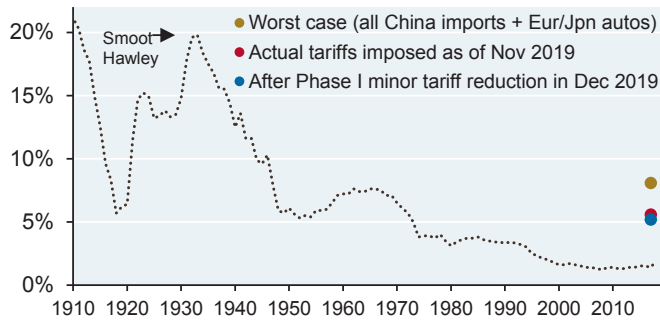


## Allerdings gibt es auch nach dem Phase-Eins-Abkommen zwischen den USA und China noch Handels- und Investitionshemmnisse:

- Das US-Handelsministerium veröffentlicht in Kürze seine **Beschränkungsliste für Unternehmen** und seine Vorschriften für Warenexporte, die Einschränkungen für den Export von „entstehenden und grundlegenden Technologien“ beinhalten. Diese Regelungen werden u. a. die Technologiebranche, die Industrie und die Agrarwirtschaft betreffen und das Spektrum der zulässigen Handelsbeziehungen bzw. Investitionen entsprechend eingrenzen. Fazit: Während sich der *Handel* zwischen den USA und China normalisieren könnte, gilt dies für die bilateralen ausländischen *Direktinvestitionen* unter Umständen nicht.
- China verschärft seine Sicherheitsrichtlinien für Hardware, Software und Daten. Zudem erhöht China den erforderlichen inländischen Wertschöpfungsanteil und hat ein **Kryptographiegesetz** erlassen, das offenbar virtuelle private Netzwerke untersagt (der gesamte E-Mail- und Datentransfer von Unternehmen muss über chinesische Kommunikationssysteme erfolgen, die Chinas Behörde für Cybersicherheit uneingeschränkt zugänglich sind).

### Historie und Prognosen der US-Zölle bei konstanter US-Importnachfrage nach betroffenen ausländischen Exporteuren

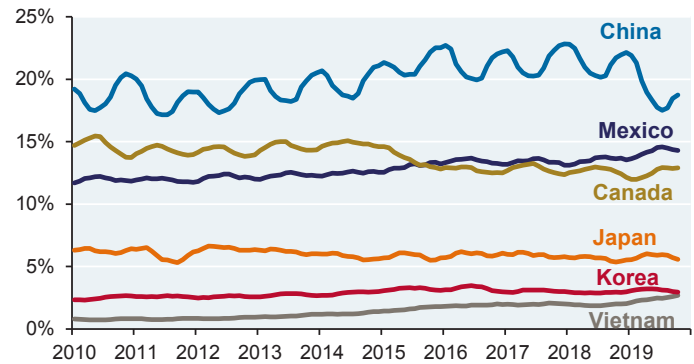
Effektiver Zollsatz (erhobene Zölle in % aller importierten Waren)



Quelle: Esteban Ortiz-Ospina und Max Roser „International Trade“, US International Trade Commission, USITC, US Census, JPMAM. Nov. 2019.

### Auswirkung des Handelsstreits auf Gegenparteien der US-Importe

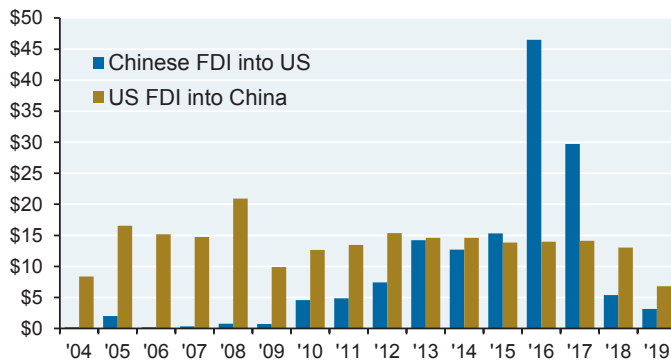
Anteil an den US-Importen, 6-Monats-Durchschnitt



Quelle: US Census Bureau. Oktober 2019.

### Rückgang der bilateralen ausländischen Direktinvestitionen könnte von Dauer sein

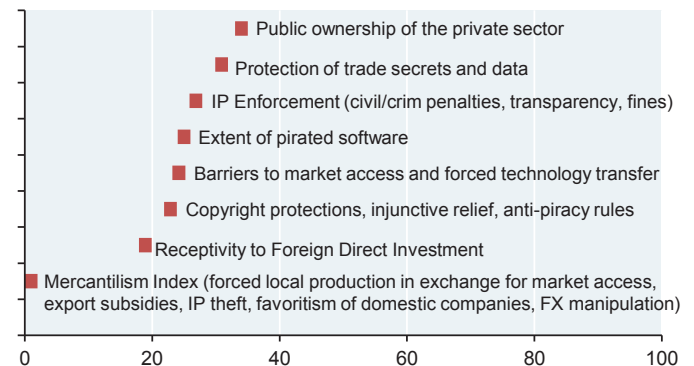
Mrd. USD



Quelle: Rhodium Group. Daten für 2019 von Jahresbeginn bis zum 2. Quartal.

### Streitpunkte im US-chinesischen Handelskrieg

Chinas Position im Vergleich zum Rest der Welt, 100 = am besten, 0 = am schlechtesten



Quelle: OECD, BSA, GIPC, ITIF, Fraser Institute, JPMAM. 2019.

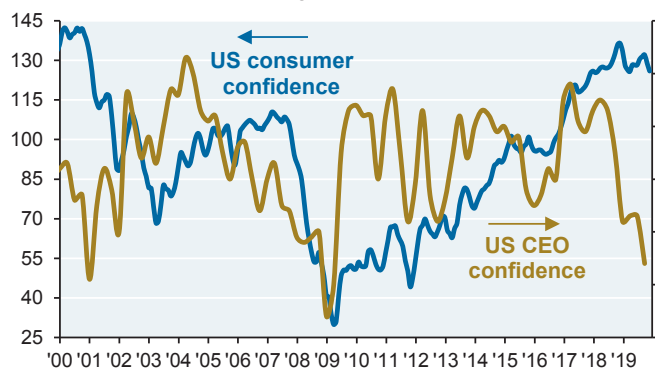


- Der US-Senat legte im November einen Bericht über Chinas „Tausend-Talente-Plan“ vor. Darin wurden die Ressourcen für chinesische Forscher dargelegt, die in den USA studieren (auf Kosten der US-Steuerzahler) und rechtswidrig geistiges Eigentum nach China transferieren<sup>3</sup>. Derartige Enthüllungen könnten künftige Verhandlungen erschweren, die schon jetzt von einem wachsenden Bewusstsein für Chinas extremen Merkantilismus geprägt sind (letzte Grafik - Seite 5)
- Trump könnte nach wie vor Strafzölle auf den US-Import von Autos und Autoteilen aus Europa und Japan im Wert von 110 Mrd. USD verhängen (auch wenn die Frist laut Section 232 abgelaufen ist); die USA ermitteln gemäß Section 301 wegen der Digitalsteuer gegen Frankreich und könnten deshalb auch Ermittlungen gegen Italien, die Türkei und Österreich aufnehmen (siehe Seite 30); und die Europäer könnten sich für die US-Zölle auf importierte europäische Waren revanchieren (die von der WTO als Kompensation für die Airbus-Subventionen anerkannt wurden).

**Unser Optimismus für 2020 beruht zum Teil auf dem weiterhin robusten US-Konsum.** Der US-Konsum nähert sich seinem höchsten Anteil am globalen BIP seit 2008 und die Verbraucher sind weiterhin zuversichtlich, im Gegensatz zu den US-amerikanischen CEOs. Ein Grund dafür: Während das verarbeitende Gewerbe auf der Stelle tritt, stehen die Dienstleistungssektoren, die einen größeren Teil der Wirtschaft ausmachen, besser da. Wie auf Seite 13–14 zu sehen ist, machen die meisten US-Kennzahlen in Bezug auf Löhne, Arbeitsmärkte, Privatverschuldung, Zahlungsrückstände von Verbrauchern und Wohnimmobilien einen recht guten Eindruck.

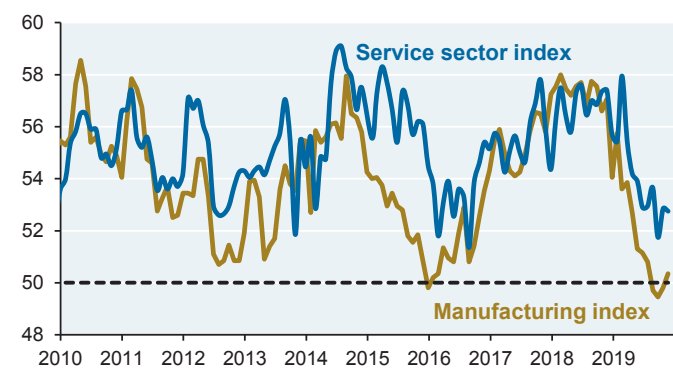
#### Verbraucher optimistisch, CEOs auf dem Rückzug

Index, 1985 = 100, 3-mon. gleit. Durchschnitt



#### Dienstleistungen behaupten sich besser als die Fertigung

50+ = Expansion



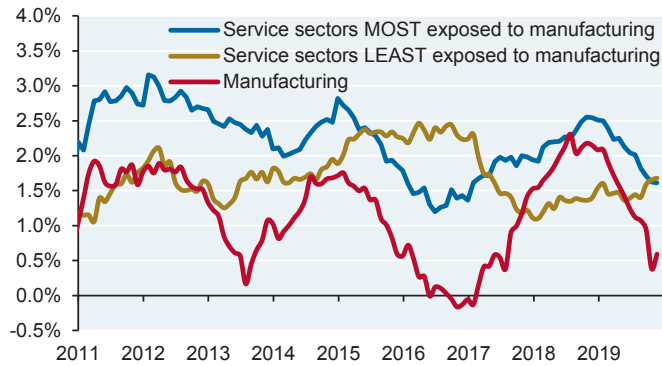
**Die Datenlage erklärt, warum Trump nach einem Ausweg aus dem Handelskrieg sucht.** Der Beschäftigungszuwachs im verarbeitenden US-Gewerbe hat sich seit Beginn der Handelskonflikte abgeschwächt. Inzwischen brechen auch die Beschäftigungszahlen der Dienstleistungsbereiche ein, die am meisten auf den Fertigungssektor angewiesen sind. Während das US-Wachstum vorübergehend von unhaltbaren fiskalischen Anreizen profitiert (das höchste jemals gemessene Haushaltsdefizit bei gleichzeitiger Vollbeschäftigung), untergräbt der Handelskrieg der Administration ihre eigene Wachstumsstrategie aus Steuersenkungen und Deregulierung.

<sup>3</sup> „Threats to the U.S. Research Enterprise: China’s Talent Recruitment Plans“, Unterausschuss des US-Senats, November 2019. Zu den genannten Beispielen gehört ein vom US-Energieministerium finanzierter Forscher, der 30.000 elektronische Dateien aus einem nationalen Labor entwendete, bevor er nach China aufbrach. Andere sammelten geistige Eigentums- und Patentinformationen, um ähnliche Patente in China anzumelden.



### Privates Beschäftigungswachstum nach Abhängigkeit vom Fertigungssektor

Vorjahresvergleich in %



Quelle: J.P. Morgan Economic Research. November 2019.

### Beschäftigung im Güterfrachtverkehr sinkt: wirtschaftliche und evtl. auch politische Konsequenzen

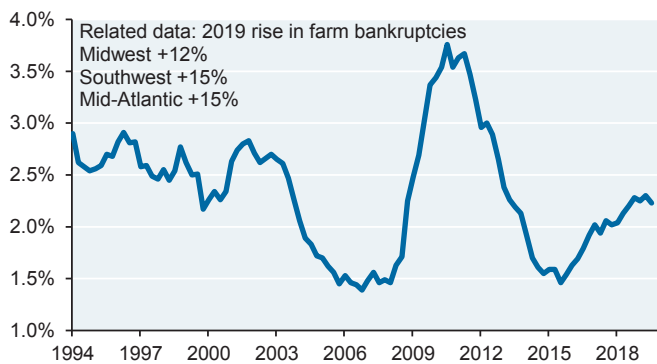
6-monatige Veränderung in %



Quelle: Bureau of Labor Statistics. November 2019.

### Steigende Ausfallquoten von Agrarkrediten: geringe wirtschaftliche, evtl. größere politische Konsequenzen

Vorjahresvergleich

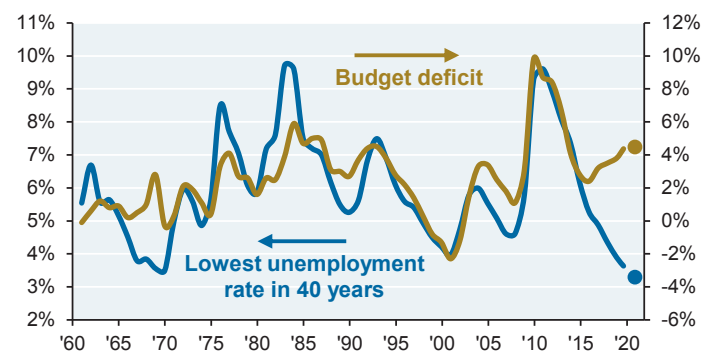


Quelle: Federal Reserve, US Farm Bureau. Q3 2019.

### USA: Arbeitslosenquote und Haushaltsdefizit entkoppelt

In %

In % des BIP



Quelle: Bureau of Labor Statistics, US-Finanzministerium, J.P. Morgan Global Economic Research. Q3 2019. Punkte sind Schätzungen.

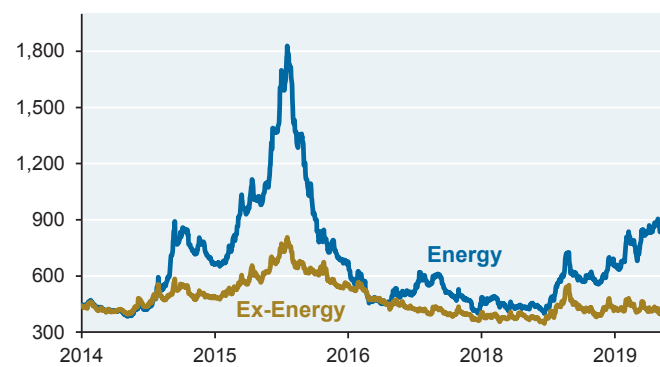




## Ein weiteres Problem für 2020: Die Bewertungen sind hoch, und es zeigen sich erste Risse bei riskanten und unzureichend gedeckten Investments.

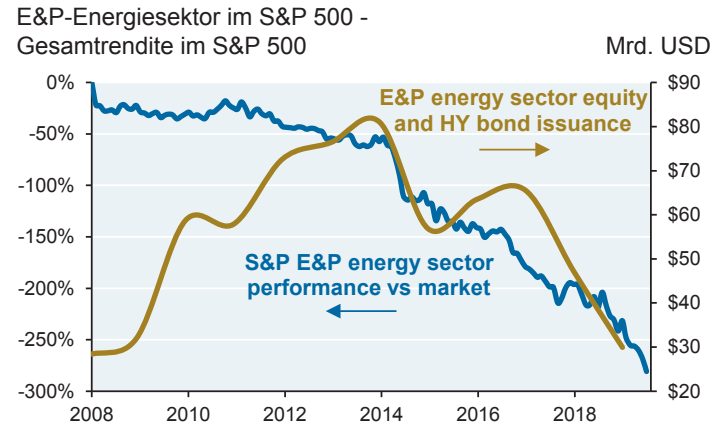
Die Bewertungen sind aufgrund der lockeren Geldpolitik der Zentralbanken schon seit geraumer Zeit relativ hoch, aber es gibt Anzeichen dafür, dass die Investoren bei den grundlegenden Risiko- und Cashflow-Daten allmählich genauer hinsehen. Erstes Beispiel: Energie. Die Kreditspreads der Energieunternehmen weiten sich aus, obwohl dies auf Hochzinspapiere insgesamt nicht zutrifft. Hinzu kommt, dass die Emission von Aktien und Anleihen im Energiesektor nach einem Jahrzehnt der Underperformance gegenüber dem Gesamtmarkt massiv eingebrochen ist.

### Spreads von US-Hochzinsanleihen



Quelle: Bloomberg, JPM HY Strategy Team. 11. Dezember 2019.

### Relative Performance und Emissionen im E&P-Sektor



Quelle: Bloomberg. November 2019. Emissionsdaten für 2019 wurden annualisiert.

Außerdem ist die Zahl der „Wackelkandidaten“ deutlich gestiegen. Gemeint sind Unternehmen mit einem Rating von B- oder schlechter und einem negativen Ausblick (siehe folgende Grafik links). Wie die meisten Anleger wissen, verliefen einige Börsengänge im Technologiesektor 2019 eher enttäuschend. Auf Seite 31 erläutern wir jedoch, dass dies in erster Linie Unternehmen betraf, die nur *vorgeben*, Technologiefirmen zu sein, weil ihnen dafür einige entscheidende Attribute fehlen.

### Zunahme der „Wackelkandidaten“

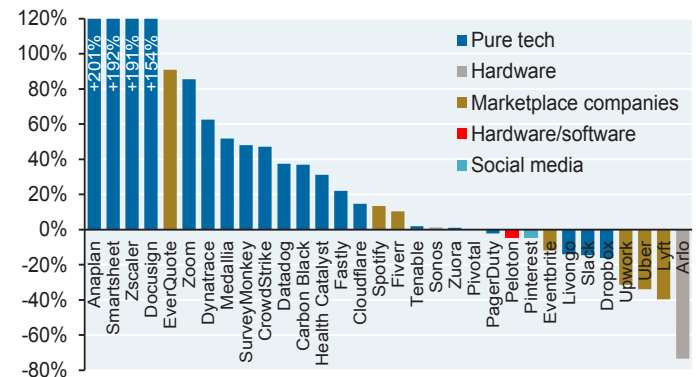
Anzahl der Emittenten mit B- oder niedriger und einem negativen Ausblick oder Ratings auf CreditWatch mit negativen Auswirkungen



Quelle: S&P Global Ratings Research. 18. Nov. 2019.

### IPOs echter Technologiefirmen verlaufen einwandfrei

Performance in Relation zum IPO-Preis



Quelle: J.P. Morgan Asset Management, Bloomberg. 30. Dezember 2019.

**Hohe US-Aktienbewertungen im historischen Vergleich.** Wie aus der Tabelle auf der folgenden Seite hervorgeht, liegen die meisten Kennzahlen ungefähr im 90. Perzentil der historischen Bewertungsverhältnisse. Diese Daten sind im Jahresverlauf gestiegen, da die zweistellige Aktienrally von 2019 **fast ausschließlich auf**

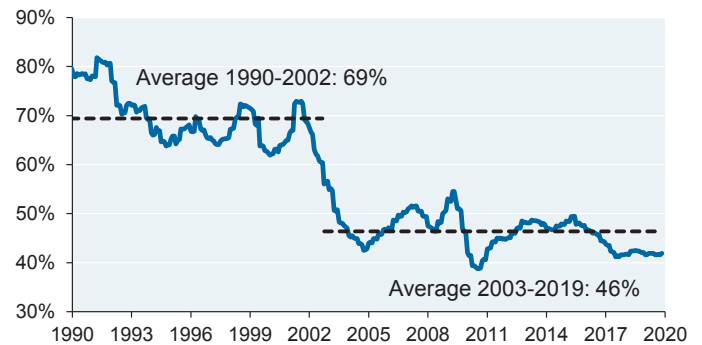
einem Anstieg der Bewertungskennzahlen beruhte. Von 2009–2018 dagegen resultierten die Kursgewinne am US-Aktienmarkt vor allem aus dem Gewinnwachstum. Obwohl wir 2020 etwas höhere Gewinne erwarten, könnten sich diese Zuwächse in Grenzen halten. Grund sind die steigenden Lohn-, Zins-, Abschreibungs- und Vertriebsgemeinkosten, die in Relation zum Umsatz alle nach oben tendieren.

Einige Analysen fokussieren sich auf die FCF-Renditen, aber diese vermeintlich günstige Bewertungskennzahl hängt mit dem **deutlichen Rückgang der Investitionsintensität** in den US-Unternehmen seit 2008 zusammen. Betrachtet man nur die Rendite auf den freien Cashflow seit 2009, erscheint sie genauso teuer wie die anderen Kennzahlen.

| S&P 500 valuation metric     | Current | Historical percentile |
|------------------------------|---------|-----------------------|
| US market cap / GDP          | 199%    | 99th                  |
| Enterprise value / Sales     | 2.5x    | 99th                  |
| Enterprise value / EBITDA    | 12.7x   | 93rd                  |
| Price / Book                 | 3.6x    | 90th                  |
| Cyclically adjusted P/E      | 27.8x   | 89th                  |
| Forward P/E                  | 18.4x   | 88th                  |
| Cash flow yield              | 7.2%    | 85th                  |
| Free cash flow yield         | 4.1%    | 53rd                  |
| S&P earnings yield - 10Y UST | 362 bps | 28th                  |
| Median metric                |         | <b>89th</b>           |

Quelle: Goldman Sachs Investment Research. EBITDA = Gewinne vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen auf Sachanlagen und immaterielle Vermögenswerte. 16. Dezember 2019.

USA: Investitionsausgaben in % des operativen Cashflow S&P 500 ohne Finanzdienstleister



Quelle: Goldman Sachs Investment Research. November 2019.

Es gibt noch eine Kennzahl, die man im Auge behalten sollte und die wir auf Seite 32 näher erläutern. Immer mehr Firmen gehören zu einer Kategorie, die wir als „YUCs“ bezeichnen: **Young Unprofitable Companies (junge unrentable Unternehmen)**. Sie verzeichnen ein negatives Nettoergebnis, ein schnelles Umsatzwachstum und sind weniger als fünf Jahre alt. Ich glaube nicht, dass wir den Irrsinn der späten 1990er-Jahre<sup>4</sup> jemals wieder erleben werden, aber wie die folgende Grafik zeigt, sind einige Kennzahlen auf dem besten Wege. Der Anteil der US-Marktkapitalisierung, der auf YUCs entfällt, beträgt etwa ein Drittel des Spitzenwerts aus dem Jahr 2000. Der YUC-Anteil an den Gesamtausgaben für Vertriebsgemeinkosten, Investitionen, Forschung und Entwicklung ist sogar noch höher. Falls die Investoren das Interesse an der Finanzierung der YUCs verlieren, könnte dies erhebliche Konsequenzen für das Wachstum und die Gewinne im hoch kapitalisierten Technologiesektor haben.

Dennoch **dürfte das träge Nettoangebot am US-Aktienmarkt sowohl die Dauer als auch das Abwärtspotenzial des nächsten Ausverkaufs mildern**, ob nun mit oder ohne US-Rezession. Zur Erinnerung: Nach dem 20-prozentigen Kursrutsch im Dezember 2018 gelang dem S&P 500 in den darauffolgenden 100 Tagen die schnellste Erholung von einem Bärenmarkt überhaupt. Wie wir im November dargelegt haben, müsste der nächste Ausverkauf eine Größenordnung von 35–45% erreichen, um die pessimistischen Vorhersagen der **Armageddonisten** zu rechtfertigen.

4 Ende der 1990er wurden die beiden CEOs von TheGlobe.Com eingeladen, auf der internen Sitzung der Geschäftsführer von J.P. Morgan zu sprechen, die erste, an der ich teilnehmen konnte. Ich sah in meinem Bloomberg-Terminal nach, was das Unternehmen machte. Dort hieß es: „**TheGlobe.Com hat zurzeit kein öffentlich bekanntes Geschäftsmodell.**“ Ich hörte mich um, und auch sonst wusste niemand, worin die Geschäftstätigkeit bestand. Die Aktie stürzte in den darauffolgenden Monaten ab.

### Junge, unrentable Unternehmen

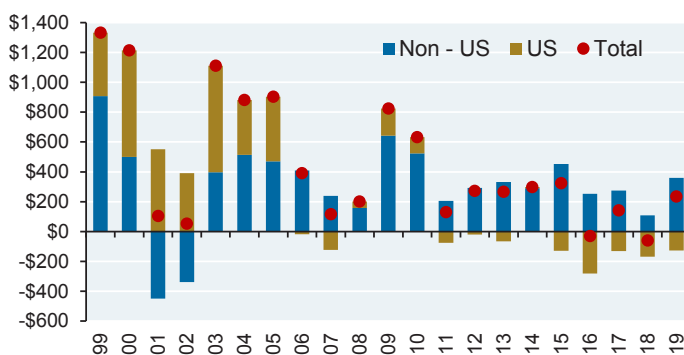
In % der gesamten Marktkapitalisierung und Unternehmensausgaben



Quelle: FactSet, J.P. Morgan Asset Management. Q3 2019.

### Beispiellos niedriges Nettoangebot am US-Aktienmarkt

Mrd. USD, auf Basis des MSCI All Country World Equity Index



Quelle: JPM Global Markets Strategy Flows & Liquidity Report. Nov. 2019.

**Die großen Risiken für 2020<sup>5</sup>.** Auf Basis unserer bisherigen Argumentation glauben wir, dass 2020 den Investoren ein weiteres Jahr der globalen Expansion und Erträge von 7–10% an den Aktienmärkten bieten dürfte. Allerdings sehen sich die Anleger 2020 mit zwei erheblichen Risiken konfrontiert, wie Odysseus bei seiner Durchquerung der Straße von Messina. In Homers *Odyssee* musste Odysseus sowohl ein Meeresungeheuer (Skylla) als auch einen gigantischen Wasserstrudel (Charybdis) überstehen:



Eine Gefahr droht den Investoren 2020 in Form einer steigenden Lohn- oder Preisinflation in den USA, die darauf hindeuten würde, dass die Fed einen gravierenden Fehler gemacht hat, als sie die Realzinsen (erneut) auf null senkte. Die Haltung der Fed hinsichtlich der Leitzinsen hat sich seit 2007 massiv verschoben, wobei die aktuellen Schätzungen zum natürlichen Realzins derzeit weniger als 1% betragen (die tatsächlichen realen Leitzinsen liegen sogar noch darunter). Die andere Gefahr: eine progressive Neuausrichtung der US-Wirtschaft nach der Präsidentschaftswahl (Verbot von Aktienrückkäufen, höhere Steuersätze für

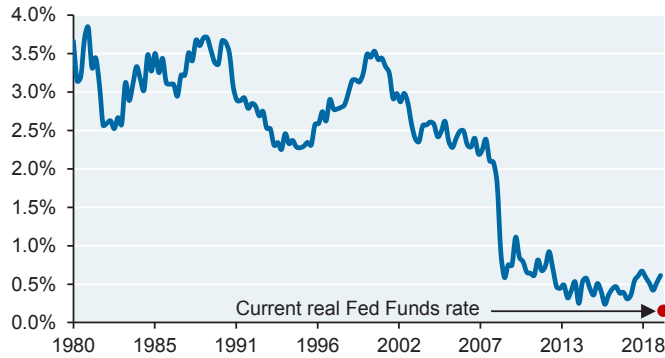
<sup>5</sup> **Ein drittes großes Risiko besteht natürlich darin, dass sich der Handelsstreit wieder entzündet.** Der US-Handelsbeauftragte Robert Lighthizer und Vizepremier Liu He werden das Phase-Eins-Abkommen voraussichtlich Anfang Januar unterzeichnen. Danach erwarten wir keine weiteren Zölle gegen China und auch keine **erheblichen** Einfuhrabgaben oder Sanktionen für den US-Import von Autos/Autoteilen aus Europa und Japan. Einige Beobachter bezweifeln jedoch, dass Chinas Agrarimporte aus den USA die von Trump genannte Schwelle von 50 Mrd. USD erreichen werden (doppelt so viel wie 2017). Zudem wurde die Einigung zwar von chinesischen Regierungsvertretern auf einer Pressekonferenz im Dezember bestätigt; sie machten aber keine detaillierten Zusagen über den Kauf von Agrargütern, eine Marktöffnung oder Strukturreformen. Vielmehr wurde betont, dass der Text noch juristisch geprüft und ins Chinesische übersetzt werden müsse. Der vorläufige Charakter des Phase-Eins-Abkommens wird noch dadurch unterstrichen, dass Trumps anschließende Senkung der Einfuhrzölle so gering ausfiel (siehe Diagramm auf Seite 5).



Unternehmen, Tarifverhandlungen auf Sektorebene usw.; siehe Seite 27–30). Die zweite der folgenden Grafiken veranschaulicht den Umfang der progressiven Agenda im Jahr 2020: Die von Senatorin Warren geplanten Steuererhöhungen entsprechen ungefähr dem 2,5-Fachen der Steuererhöhungen von Franklin D. Roosevelt, die während der Großen Depression vorgenommen wurden. Damals erreichte die Arbeitslosigkeit in den USA ein Niveau von 22%.

**Radikales Umdenken bei der Fed hinsichtlich der realen Leitzinsen**

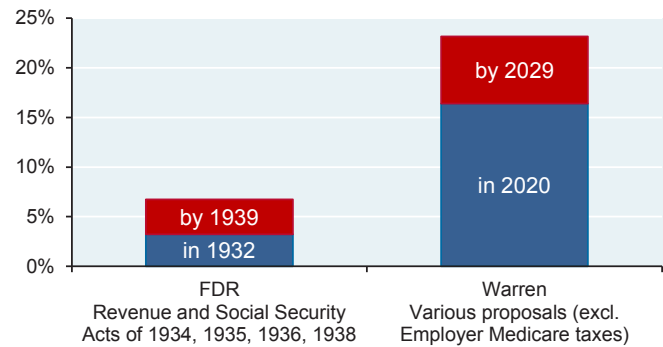
Geschätzter natürlicher Realzins (R-star)



Quelle: Laubach-Williams, Federal Reserve Bank of NY. Q3 2019.

**Progressive Steuererhöhungen**

Jährliche Steuereinnahmen auf Bundesebene, in % des BIP

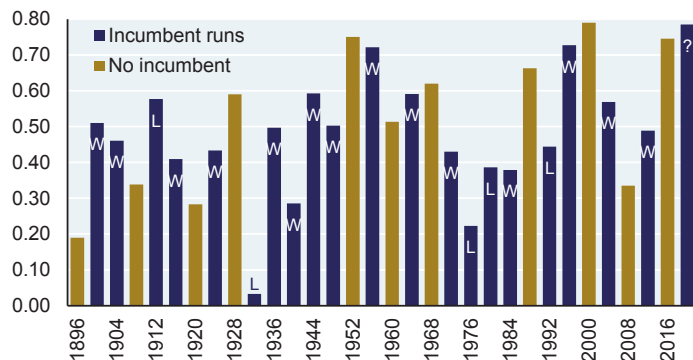


Quelle: JPMAM, FRB (St Louis), NTU, CRFB, CBO. 2019.

**Beurteilung der großen Risiken.** Eine unerwartete US-Inflation halten wir aus den auf Seite 21–22 genannten Gründen für unwahrscheinlich. Die progressive Neuausrichtung der US-Wirtschaft wird vom Wahlausgang und davon abhängen, ob das unorthodoxe Vorgehen und die Missetaten des Präsidenten (die an anderer Stelle ausführlich festgehalten sind) stärker ins Gewicht fallen als eine ziemlich robuste US-Wirtschaft. Die erste der folgenden Grafiken zeigt, dass die Bedingungen<sup>6</sup> im historischen Vergleich für Trump als Amtsinhaber derzeit günstig sind. Dies hat den Republikanern bei den Halbzeitwahlen 2018 jedoch nicht sonderlich geholfen, als die GOP 40 Sitze verlor; das ist sehr viel, wenn man bedenkt, wie gut die Markt- und Wirtschaftslage zu jener Zeit war. Es sind ganz offensichtlich andere Faktoren, die zurzeit die Wählerschaft mobilisieren.

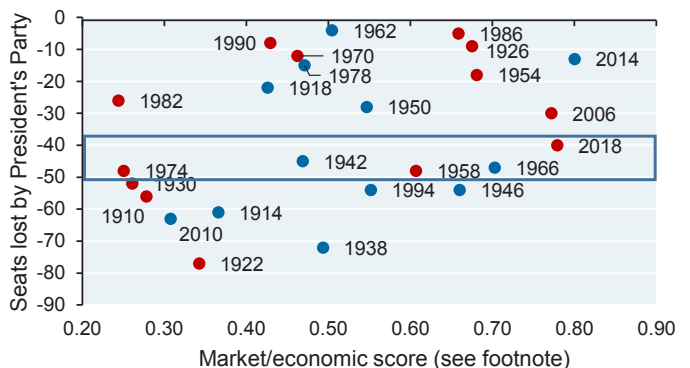
**2020: stärkster Rückenwind bei Wahlen seit 1896**

Bewertung der Markt-/Wirtschaftslage (siehe Fußnote)



Quelle: J.P. Morgan Asset Management. 2019.

**Republikaner verloren bei den Zwischenwahlen 2018 trotz guter Markt- und Wirtschaftslage viele Sitze im Repräsentantenhaus**



Quelle: J.P. Morgan Asset Management. 2019. Rot = Rep., Blau = Dem.

<sup>6</sup> Unsere Auswertung der Markt- und Konjunkturbedingungen in den USA umfasst: Verbraucherpreisinflation, Erzeugerpreisinflation, Arbeitslosenquote, Veränderung der Arbeitslosenquote, Pro-Kopf-BIP der USA im Vergleich zu den G10, Aktienmarkterträge/-volatilität und Preissteigerung von Wohneigentum. Die Auswahl erfolgte anhand der Datenverfügbarkeit seit dem späten 19. Jahrhundert.



**In unserem restlichen Ausblick beantworten wir zehn Fragen, die unsere Kunden mit Blick auf 2020 gestellt haben.**

1. [Warum bin ich der Meinung, dass es 2020 keine US-Rezession geben wird?](#)
2. [Was sind die größten Risiken für Anleger an den Kreditmärkten, wenn die nächste Rezession einsetzt?](#)
3. [Warum schneiden die US-Aktienmärkte kontinuierlich besser ab als Europa und Japan?](#)
4. [Wie geht es China im derzeitigen Handelskonflikt, und was bedeutet das für Investoren in den Schwellenländern?](#)
5. [Warum ist die US-Inflation nicht existent?](#)
6. [Wie wirken sich die negativen Zinsen auf die europäischen Banken aus?](#)
7. [Wird die Underperformance von Substanzaktien gegenüber Wachstumswerten jemals aufhören?](#)
8. [Was sind die größten Risiken für die Märkte, wenn es zu einer progressiven Neuausrichtung der US-Wirtschaft kommen sollte?](#)
9. [Was geht an den IPO-Märkten der USA vor sich?](#)
10. [Was ist der interessanteste Durchbruch, von dem ich 2019 erfahren habe?](#)

Michael Cembalest  
J.P. Morgan Asset Management

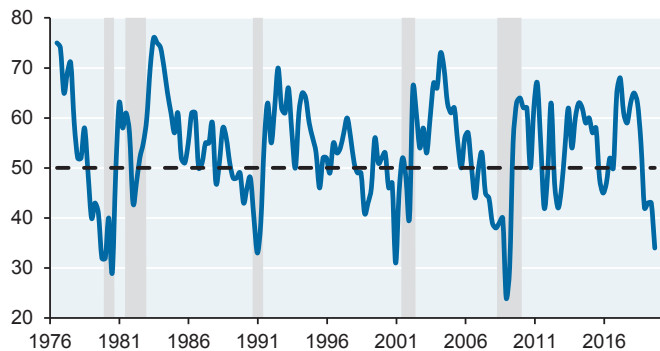


### [1] Warum bin ich der Meinung, dass es 2020 keine US-Rezession geben wird?

Die meisten Rezessionen entstehen, weil die Fed mit einer restriktiveren Geldpolitik auf eine steigende Lohn- oder Preisinflation reagiert, oder wegen einer Störung der finanziellen Bedingungen (Schulden-/Bankenkrise, Ölschock, globaler Handelskrieg usw.). Im Hinblick auf die Inflation werden die unter Frage 5 erläuterten Bedingungen wahrscheinlich dazu führen, dass die Fed noch ein weiteres Jahr auf eine Straffung verzichtet. Um die strukturellen Veränderungen in der US-Wirtschaft widerzuspiegeln, erfassen die aktuellen Rezessionsmodelle nun Geschäftsklimaindikatoren wie den EMI/ISM, die Kerninflation, den Verlauf der Renditekurve bis zu 18 Monaten, die Kreditspreads und die finanziellen Verhältnisse im Privatsektor. **Nach diesem Ansatz liegt die Wahrscheinlichkeit einer US-Rezession in 12–24 Monaten bei ca. 25%.**

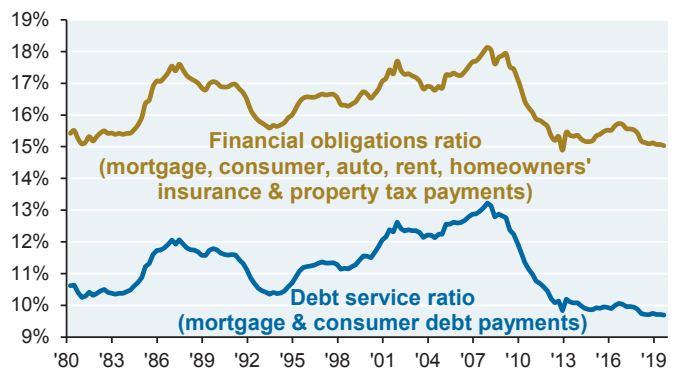
Was systemische Schocks betrifft, so hat der Handelsstreit das CEO-Vertrauen beeinträchtigt. Im September 2019 glaubten 67% der Befragten des Duke CFO Survey, dass die USA bis Ende 2020 in einer Rezession sein werden. Die solide finanzielle Situation der US-Verbraucher (niedrigste Schuldendienstverpflichtungen seit 40 Jahren) und die US-Arbeitsmärkte (niedrigste Arbeitslosenquote seit 50 Jahren) bilden jedoch ein gewisses Gegengewicht zu der Flaute im Fertigungssektor. Obwohl die Arbeitsmarktbedingungen zu den Spätindikatoren gehören, deutet die sehr robuste Entwicklung auf eine ausreichende Widerstandskraft hin, um eine Rezession infolge des Handelskriegs zu umgehen. Bislang haben die US-Konsumenten die Hauptlast der Zölle getragen; allerdings wurde ein Teil dieser Mehrkosten durch die Verlagerung auf inländisch produzierte US-Güter, niedrigere Gewinne der US-Importeure, niedrigere Gewinne chinesischer Exporteure und einen sinkenden chinesischen Wechselkurs absorbiert. Der Produktionsstopp der Boeing **737 Max** könnte das US-Wachstum im ersten Quartal 2020 um 0,3–0,4% reduzieren; eine Erholung würde das Wachstum natürlich im selben Maße erhöhen, aber es ist nicht klar, wann oder ob das der Fall sein wird.

**Geschäftsvertrauen der CEOs bricht ein**  
50+ = positiver Ausblick



Quelle: The Conference Board. Q3 2019. Graue Balken markieren Rezession.

**Niedrigste private Schuldendienstquote seit 40 Jahren**  
In % des verfügbaren Einkommens



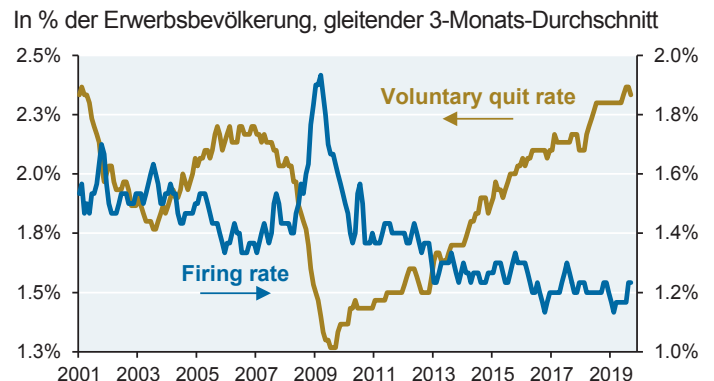
Quelle: US Federal Reserve. Q3 2019.

**Niedrigste Arbeitslosenquote seit 50 Jahren**



Quelle: BLS. November 2019. „Verfügbar“ bezieht sich auf Personen, die weder arbeiten noch Arbeit suchen, aber in den letzten 12 Monaten nach einer Stelle gesucht haben.

**Anzeichen eines robusten US-Arbeitsmarktes**



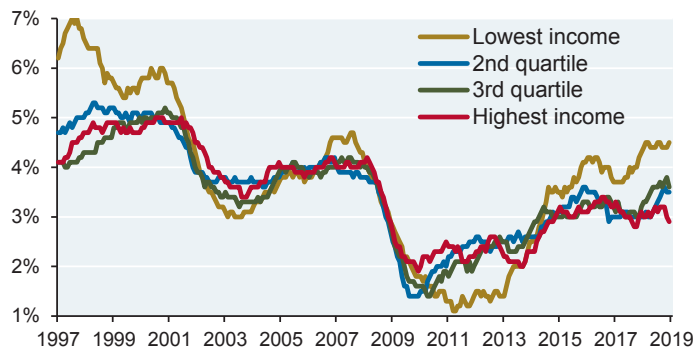
Quelle: Bureau of Labor Statistics. Oktober 2019.



**Bleiben wir zunächst bei den starken US-Verbrauchern**, die zurzeit von einem Lohnwachstum in allen Einkommensquartilen und einem geringen privaten Schuldendienst profitieren. Die beständigen Verbraucherausgaben und die Stabilität der Sparquote überraschen uns daher nicht. Die Zahlungsrückstände sind ebenfalls stabil, obwohl wir erste Anzeichen einer Schwäche bei Kreditkarten und Kfz-Finanzierungen im Subprime-Segment erkennen. Bei Wohnimmobilien sehen die meisten Daten gut aus, z. B. das 20-Jahres-Hoch im NAHB Homebuilder Index im November.

**Löhne steigen in allen Einkommensgruppen**

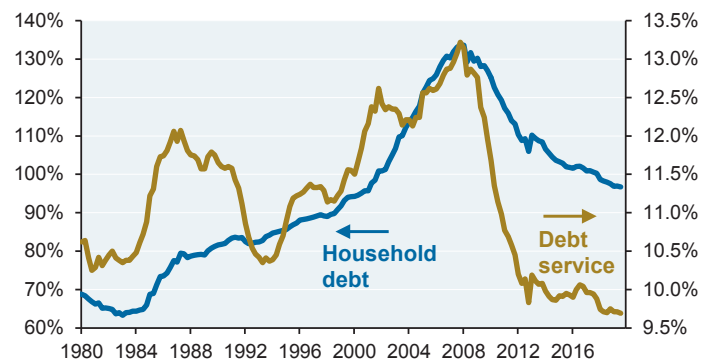
Gleitender 12-Monats-Durchschnitt des mittleren monatlichen Lohnwachstums, %



Quelle: Federal Reserve Bank of Atlanta. November 2019.

**Privatverschuldung**

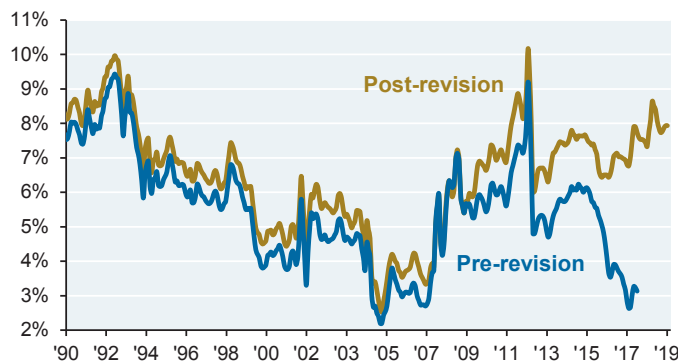
In % des verfügbaren Einkommens (beide Achsen)



Quelle: Federal Reserve. Q3 2019.

**Deutliche Aufwärtskorrektur der US-Sparquote**

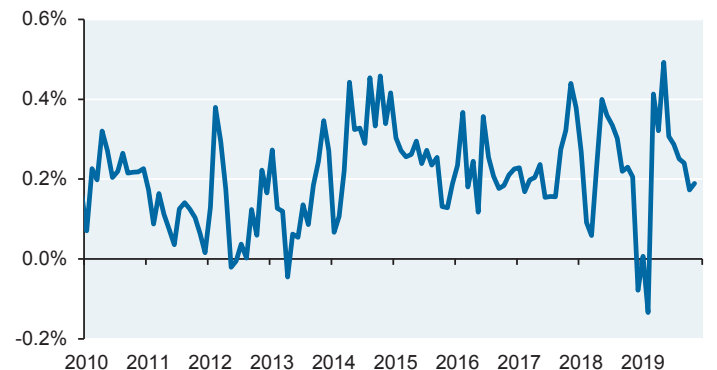
Private Sparquote in % des verfügbaren Einkommens, gleitender 3-Monats-Durchschnitt



Quelle: BEA. November 2019. Daten vor der Korrektur beziehen sich auf die Korrektur von Mai 2018.

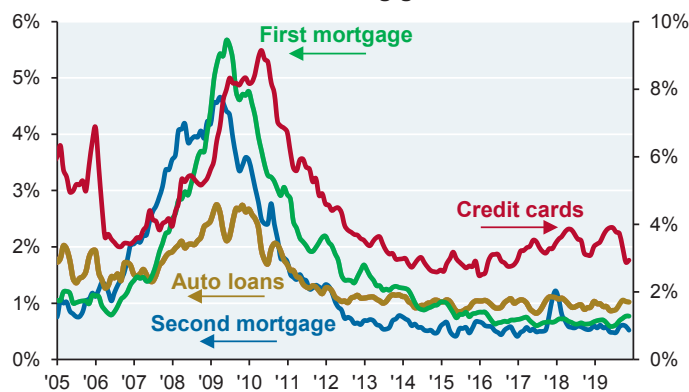
**Reale Konsumausgaben**

Durchschnittliche monatliche Veränderung über 3 Monate in %, in USD 2012



Quelle: Bureau of Economic Analysis. November 2019.

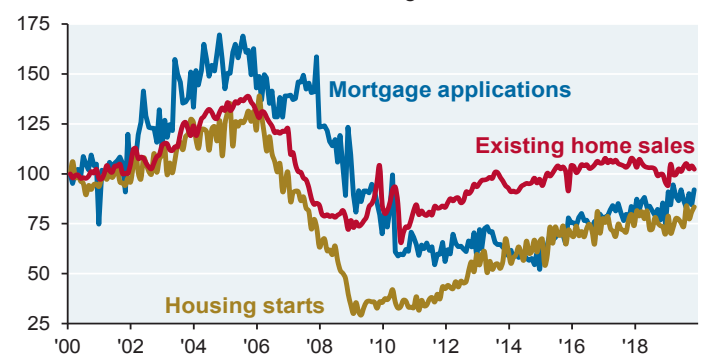
**US-Kredite mit mindestens 90-tägigen Rückständen**



Quelle: S&P Dow Jones Indices, Experian. November 2019.

**Baubeginne, Hypothekenanträge und Verkäufe bestehender Wohnimmobilien**

Index Jan. 2000 = 100, saisonbereinigt



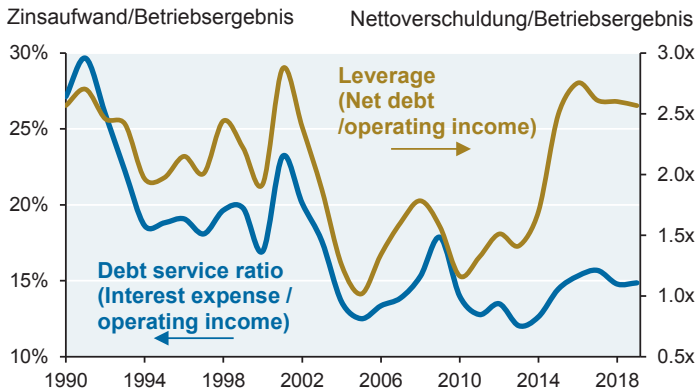
Quelle: US Census Bureau, Mortgage Bankers Association, National Association of Realtors. November 2019.



## [2] Was sind die größten Risiken für Anleiheninvestoren, wenn die nächste US-Rezession einsetzt?

Auf den ersten Blick scheinen die Kreditmärkte kein allzu großes Risiko für die US-Wirtschaft darzustellen. Obwohl die Schuldenlast der Unternehmen hoch ist, gilt das nicht für ihren Schuldendienst (erste Grafik). Das liegt an den niedrigen Zinsen, den niedrigen Kreditspreads und der Tatsache, dass die Unternehmen ihr Fälligkeitsprofil verlängert haben (z. B. durch geringe kurzfristige Verbindlichkeiten in Prozent des Cashflow).

### Mittlere Schuldendienstquote und Verschuldung der Unternehmen im S&P 500



Quelle: JPMAM, Bloomberg. 30. Dezember 2019.

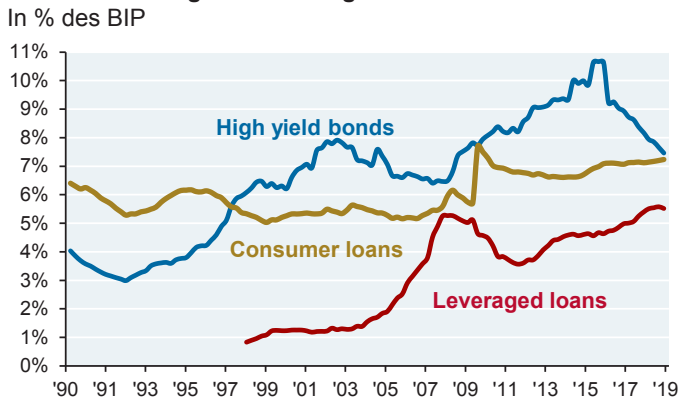
### Verbindlichkeiten mit Fälligkeit von unter einem Jahr, nach Abzug liquider Mittel In % des EBITDA



Quelle: Bridgewater. Mai 2019.

Ich bin jedoch der Meinung, dass Leveraged Loans in der nächsten Rezession unter Druck geraten werden: Das ist der Bereich, den die Anleger angesichts niedriger Zinsen verstärkt ins Visier genommen haben. Wie die folgende Grafik aus unserer [Sonderausgabe des Eye on the Market](#) von Juli 2019 zeigt, haben sich die Schutzklauseln der Leveraged Loans drastisch verschlechtert<sup>7</sup>.

### Investoren drängen in Leveraged Loans



Quelle: J.P. Morgan Global Research, BEA, FRB. Q3 2019.

### Kreditinvestoren kapitulieren: Qualitative Bewertung der Kreditaufgaben durch Moody's

5,0 = schwächste Covenant-Qualität



Quelle: Moody's. Q2 2019.

**Es gibt noch andere problematische Anzeichen, wenn man nicht nur das Mittelfeld, sondern auch die schwächsten Unternehmen betrachtet.** Wie oben auf der nächsten Seite zu sehen ist, sind etwa 40% der

7 Unser Beitrag vom Juli 2019 analysierte die **zunehmende Aufweichung des Gläubigerschutzes**. Dies betrifft die Kontrolle von Verschuldungsgrad und Zinsdeckung, obligatorische Vorfalligkeit durch Vermögensverkäufe, negative Covenant-Beschränkungen, Klauseln für eingeschränkte Zahlungen und diverse Auflagen, um die Entnahme von Vermögenswerten aus der Deckungsmasse zu begrenzen, Investitionen in oder Übertragungen auf unbeschränkte Tochter- und verbundene Unternehmen, die Fähigkeit zur Hinzunahme von Pari-passu- oder vorrangigen Anleihen und die Verwässerung der Pfandrechte durch nicht bürgende Tochtergesellschaften. Wir erklärten außerdem, dass die Kennzahlen für die Zinsdeckung und den Verschuldungsgrad durch den vermehrten Einsatz von „**EBITDA-Rückführungen**“ künstlich erhöht werden. Dabei rechnen die Unternehmen einmalige Ausgaben und angenommene Fusionssynergien bzw. Kosteneinsparungen den Gewinnen an, sodass jede aus dem EBITDA abgeleitete Kennzahl künstlich verbessert wird. Schließlich beleuchteten wir drei aktuelle Beispiele für das sogenannte **Collateral Stripping**, die durch schwächere Schutzklauseln ermöglicht wurden.



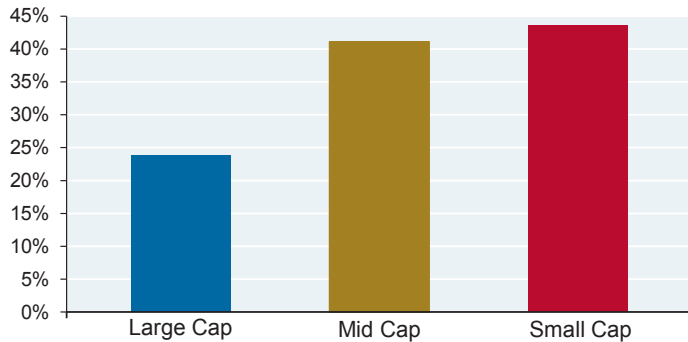


Mid- und Small-Cap-Unternehmen trotz niedriger Zinsen mit erheblichen Umschuldungsrisiken behaftet, und S&P meldet inzwischen eine deutliche Zunahme der „Wackelkandidaten“. Niedrige Zinsen können eine Rezession vorübergehend verhindern und erleichtern den Unternehmen natürlich ihren Schuldendienst. Wenn jedoch eine Rezession einsetzt, werden die Kreditzinsen und Anleihenkurse eher von den Unternehmen beeinflusst, die ihren Refinanzierungsbedarf nicht decken können als von denen, die ihren Zinsaufwand nicht bestreiten können. Deshalb könnte die nächste Rezession mit unerwartet hohen Verlusten bei Leveraged Loans und Hochzinsanleihen einhergehen, die nicht refinanziert werden können.

KREDITMÄRKTE

**Prozentsatz der Nichtfinanzunternehmen mit hohem Umschuldungsrisiko**

In % der jeweiligen Marktkapitalisierung



Quelle: Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. Q3 2019. Hohes Umschuldungsrisiko: Verhältnis von EBIT zu Zinsaufwand < 3.

**Zunahme der „Wackelkandidaten“**

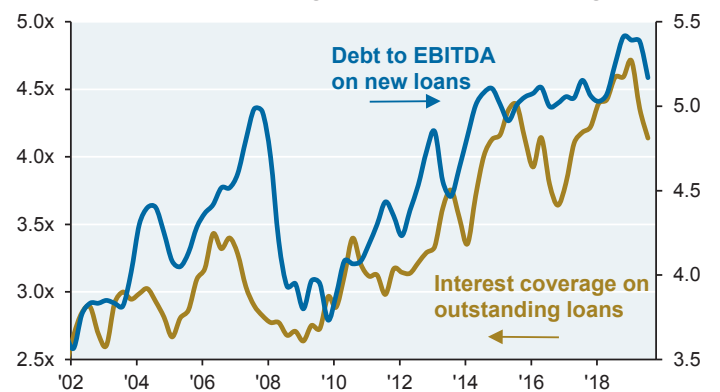
Anzahl der Emittenten mit B- oder niedriger und einem negativen Ausblick oder Ratings auf CreditWatch mit negativen Auswirkungen



Quelle: S&P Global Ratings Research. 18. November 2019.

Die nächste Rezessionsphase könnte auch **Unternehmensanleihen mit Investment Grade** zusetzen, da der BBB-Anteil des Marktes seit 2007 gewachsen ist. Was die Lage noch verschärfen könnte: die Auswirkungen der Volcker Rule, die in den USA einen Rückgang des Market Making und des Eigenhandels bewirkt hat, obwohl das Anleihenangebot deutlich gestiegen ist. Dies könnte zu Bewertungsengpässen führen, wenn/falls sich die Anleger zurückziehen.

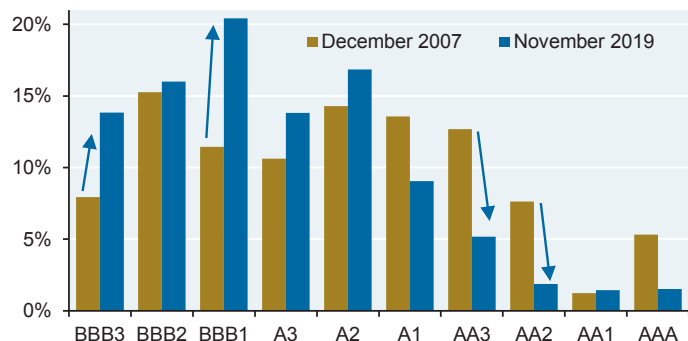
**Kredite: hohe Zinsdeckung und hohe Verschuldung**



Quelle: S&P Global Market Intelligence LCD. Q3 2019.

**Anleihen mit BBB-Rating nach der Krise im Aufwind**

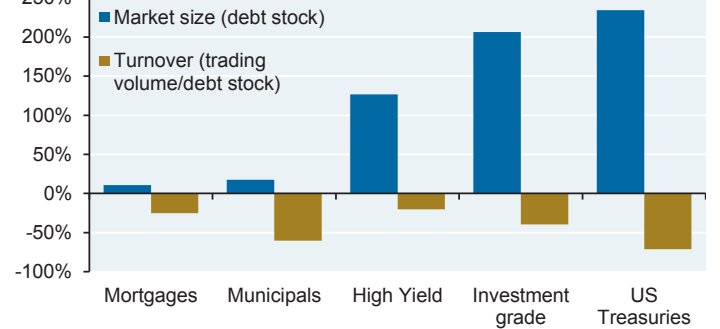
In % des US-Index für Unternehmensanleihen mit Investment Grade



Quelle: ICE/BAML, JPMAM. November 2019.

**Anleihenangebot steigt, während die Liquidität schrumpft**

Veränderung von Markt- und Umschlagsvolumen, 2006-2017



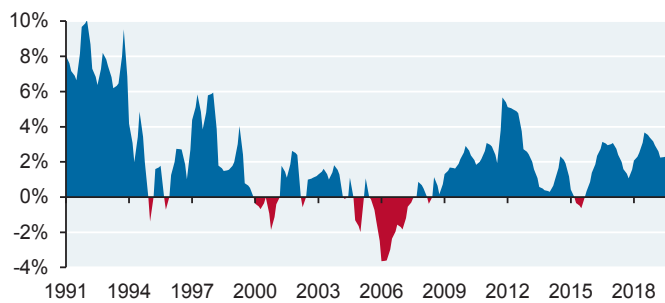
Quelle: SIFMA, Finra Factbook, Bloomberg, JPMAM. 2017.

### [3] Warum schneidet der US-Aktienmarkt kontinuierlich besser ab als Europa und Japan?

Wenn Sie von jemandem die konträre Empfehlung erhalten, Europa oder Japan gegenüber den USA überzugewichten, sollten Sie unbedingt nachfragen, wie oft diese Empfehlung schon ausgesprochen wurde. Warum? **Weil es wahrscheinlich kein guter Ratschlag war, und zwar bei weitem.** Wie wir mehrfach erläutert haben, war die Übergewichtung der USA und der Schwellenländer gegenüber Europa und Japan bislang eine der dauerhaft erfolgreichsten Allokationsstrategien, die ich kenne, und 2019 hat sie *wieder* funktioniert. Seit Januar 2010 erzielten US-Aktien Gesamterträge von 252% im Vergleich zu 94% für Japan und 75% für Europa.

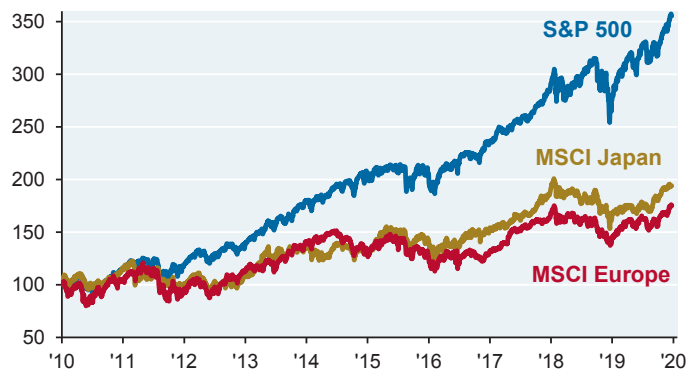
**Warum hat sich der US-Markt konstant besser entwickelt als Europa und Japan?** Die plausibelsten Gründe haben eher mit Mikro- als mit Makrofaktoren zu tun<sup>8</sup>. Überlegen Sie, wo in einem wachstumsschwachen Umfeld oft die größten Aktienmarktgewinne zu finden sind: im **Technologiesektor**, nicht in Bereichen mit einem geringeren und volatileren Gewinnwachstum (Grundstoffe, Energie, Industrie). In den USA ist der Technologiesektor viel stärker gewichtet als die anderen drei Segmente, während in Europa und Japan das Gegenteil der Fall ist (dritte Grafik). Zweitens fällt *innerhalb* der einzelnen Sektoren auf, dass US-Unternehmen generell eine höhere Rentabilität aufweisen als europäische und japanische Firmen (siehe Tabelle). Daher müsste schon etwas sehr ungewöhnliches geschehen, damit der US-Markt eine dauerhafte Underperformance verzeichnet.

**Übergewichtung von USA & Schwellenländern, Untergewichtung von Europa & Japan**  
3-jähr. gleitende Out-/Underperformance ggü. MSCI All World Index



Quelle: Bloomberg, JPMAM. Q3 2019. Reines Aktienportfolio, vierteljährlich neu gewichtet. 10% ÜGW der USA, 10% UGW von Europa, 5% ÜGW der Schwellenländer, 5% UGW von Japan. Keine Währungsabsicherung berücksichtigt.

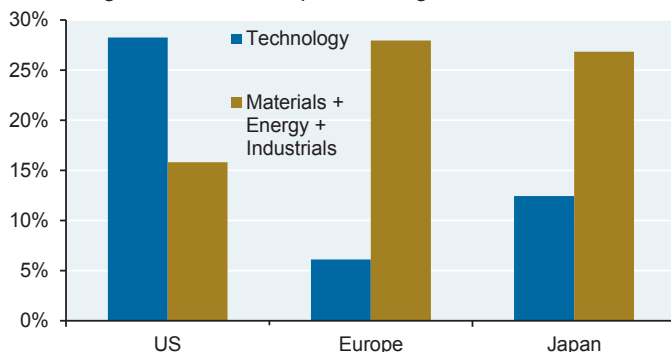
**US-Outperformance ggü. Europa und Japan**  
Gesamtertrag in USD, Jan. 2010 = 100



Quelle: Bloomberg. 30. Dezember 2019.

### Wachstumsstarke Tech-Werte bestimmen US-Märkte, Nachzügler bestimmen Europa und Japan

In % der gesamten Marktkapitalisierung im Index



Quelle: Bloomberg. 30. Dezember 2019. Technologie umfasst: GICS 1 Informationstechnologie u. GICS 3 Interaktive Medien & Dienstleistungen.

| Return on Assets |                  |                        |            |            |                        |            |
|------------------|------------------|------------------------|------------|------------|------------------------|------------|
| Country          | Consumer Staples | Consumer Discretionary | Technology | Healthcare | Communication Services | Financials |
| US               | 5.9              | 6.1                    | 9.8        | 5.6        | 5.6                    | 1.2        |
| Europe           | 6.3              | 4.2                    | 5.3        | 5.5        | 1.6                    | 0.4        |
| Japan            | 3.5              | 3.6                    | 4.3        | 4.2        | 4.1                    | 0.3        |
| Return on Equity |                  |                        |            |            |                        |            |
| Country          | Consumer Staples | Consumer Discretionary | Technology | Healthcare | Communication Services | Financials |
| US               | 27.0             | 30.5                   | 29.6       | 18.4       | 14.5                   | 10.4       |
| Europe           | 16.4             | 13.2                   | 11.2       | 19.0       | 8.7                    | 7.9        |
| Japan            | 11.7             | 9.9                    | 9.1        | 8.7        | 14.2                   | 6.6        |

Quelle: Bloomberg. 30. Dezember 2019.

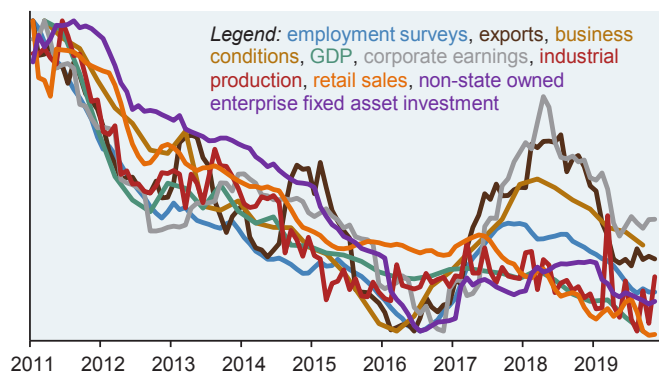
<sup>8</sup> Hier ist eine makroökonomische Erklärung: Seit 2014 wächst die **primäre Erwerbsbevölkerung** (die Altersgruppe von 30–49) in den USA schneller als in Europa. Laut Daten der Vereinten Nationen wird diese Diskrepanz von 2020–2025 voraussichtlich noch zunehmen, da die primäre Erwerbsbevölkerung der USA um 5% wächst, während die **primäre Erwerbsbevölkerung in Europa um 3% sinkt**.

## [4] Wie geht es China im derzeitigen Handelskonflikt, und was bedeutet das für Investoren in den Schwellenländern?

China entscheidet mitunter selektiv, welche Informationen es freigibt; manche Regierungsbehörden haben die Veröffentlichung wichtiger Daten sogar ganz eingestellt<sup>9</sup>. Daher verfolgen wir unterschiedliche Ansätze, um die Lage zu sondieren, wobei wir häufig erscheinende Daten verwenden, die weniger von Informationssperren oder Manipulation betroffen sind. Die beiden folgenden Diagramme führen zum selben Ergebnis: **Nach dem anreizbedingten Aufschwung von 2017 und Anfang 2018 hat sich Chinas Wirtschaft allmählich wieder abgekühlt.** Zu den Details gehören das langsamste Wachstum der Anlageinvestitionen seit 1996, das schwächste Kreditwachstum seit Dezember 2017, die niedrigste Verbraucherpreisinflation (ohne Nahrungsmittel) seit April 2016 und der stärkste Rückgang der industriellen Gewinne seit 2011. Wie gesagt, es handelt sich hier um **Präsenzindikatoren** für die gegenwärtige Aktivität.

Zum Teil ist der Schwächetrend in China eine Folge des Handelskriegs; ein anderer Teil hängt mit der bewussten Drosselung des Wachstums zusammen, um das Schattenbankensystem einzudämmen; und ein weiterer Teil ist ein struktureller Einbruch, der seit Jahren absehbar war, je mehr China seine außerordentlichen Investitionsausgaben zurückfährt. 2014 prognostizierte das Conference Board einen Rückgang des chinesischen BIP-Wachstums auf 5,5% bis 2019 und 4% bis 2025, eine Einschätzung, die sich gerade in Echtzeit bewahrheitet. Was den Handelskrieg betrifft, so erwirtschafteten die chinesischen Unternehmen nur 10–20% ihrer Umsätze außerhalb Chinas. Nach Angaben von MSCI entfallen lediglich 2,8% der chinesischen Umsatzerlöse auf die USA. **Die größeren Probleme betreffen das Inland**, darunter ein Kapitalbedarf von 350 Mrd. USD für angeschlagene Regionalbanken.

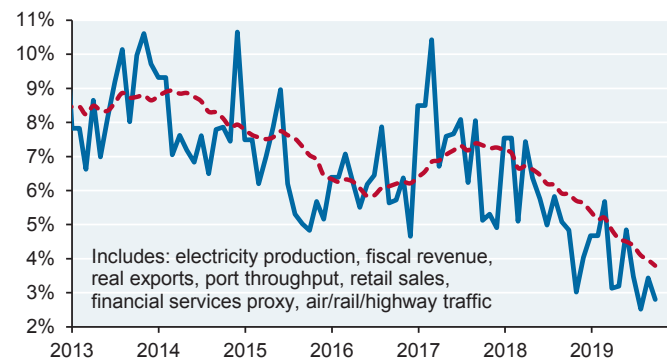
### Unser Wirtschaftsmonitor China



Quelle: CFLP, Markit, CC, PBOC, CNBS, MSCI, JPMAM. November 2019.

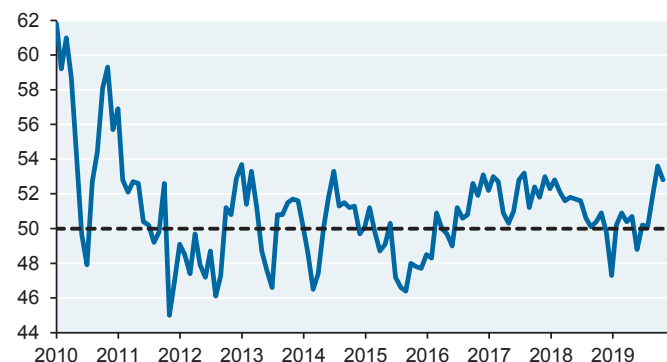
Trotz der schwachen Präsenzindikatoren zeichnet sich für 2020 eine Belebung ab, etwa durch die steigenden Auftragseingänge im verarbeitenden Gewerbe. Das sind jedoch nur vorläufige Signale, die in hohem Maße von staatlichen Anreizen abhängen.

### Koinzidenter Tracker der Aktivität in China Vorjahresvergleich in %



Quelle: Bank of America Merrill Lynch. Oktober 2019.

### Chinas Auftragseingänge erholen sich 50+ = Expansion



Quelle: EMI von Markit. November 2019.

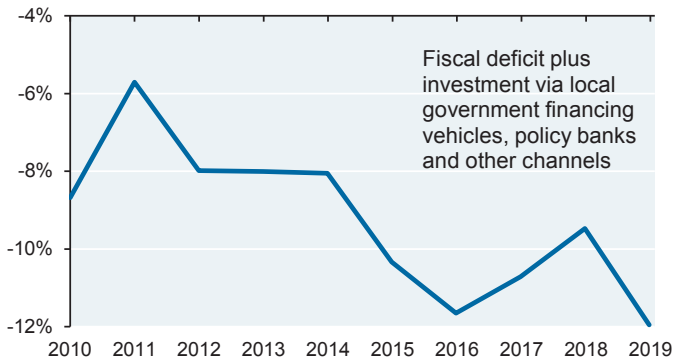
<sup>9</sup> Näheres hierzu siehe „The Case of the Mysterious Vanishing Statistics“, Gavekal Dragonomics, 17. Oktober 2019.



China hat seine Fiskalausgaben und andere Beihilfen<sup>10</sup> 2019 nochmals erhöht, aber bislang haben die Kreditkennzahlen im Privatsektor<sup>11</sup> nur sehr wenig davon profitiert. Zwar ist die Unternehmens- und Privatverschuldung in Relation zum BIP 2019 leicht gestiegen, was aber eher ein Signal für das rückläufige BIP-Wachstum als für eine höhere Kreditnachfrage ist.

**Chinas Haushaltsdefizit bei „voller Belastung“**

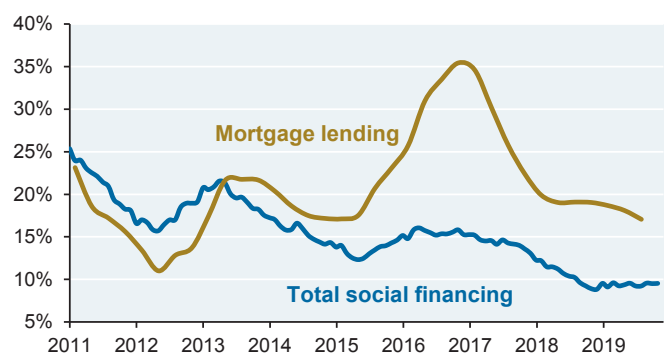
Erweitertes Defizit, in % des BIP



Quelle: CEIC, J.P. Morgan Asset Management. 2019.

**Privatsektor reagiert bislang kaum auf Anreize**

Vorjahresvergleich in %



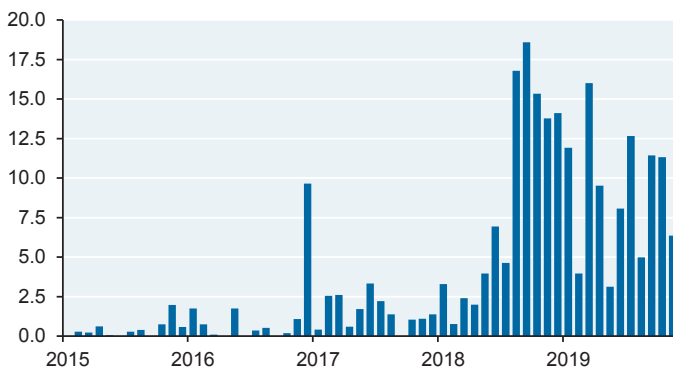
Quelle: J.P. Morgan Asia Pacific Equity Research, PBOC. Nov. 2019.

**Ein weiterer Negativfaktor in China:** die steigenden Ausfälle von Unternehmensanleihen im Privatsektor. Sie sind eine Folge der Konjunkturabkühlung und der Liquiditätsengpässe, die sich durch die strengere Regulierung von Krediten in Sektoren mit Überkapazitäten ergeben. Die Fremdkapitalmärkte sind für private chinesische Firmen weniger zugänglich, während staatseigene Unternehmen weiterhin Anleihen begeben. Das ist vermutlich nicht die Richtung, in die China sich entwickeln möchte, da das Land ausdrücklich angekündigt hat, Kapital in die innovativeren Wirtschaftszweige umzuleiten. Die mangelnde Liquidität privater Unternehmen geht auch mit starken Investitionskürzungen einher, die wir in unserem China-Monitor erfassen.

CHINA

**Anleiheausfälle bei chinesischen Privatunternehmen**

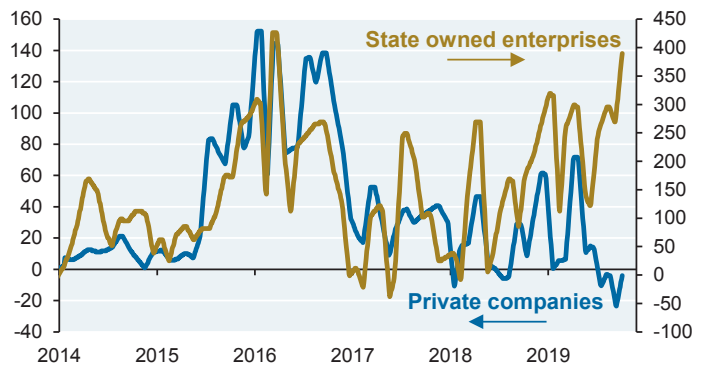
Mrd. RMB



Quelle: Gavekal, Wind. November 2019.

**Privatunternehmen verlieren den Zugang zu den Anleihenmärkten**

Nettoemission, Mrd. RMB



Quelle: Gavekal, Wind. November 2019.

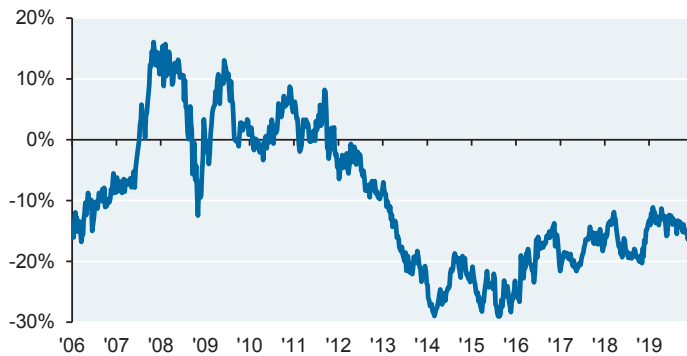
10 China hat die Kommunen für 2020 aufgefordert, die **Emission von Infrastrukturanleihen zu beschleunigen**. Zudem wurden die Kapitalanforderungen für Anlageprojekte im Infrastrukturbereich gesenkt, sodass nun ein höherer Verschuldungsgrad erlaubt ist. Die Mindestkapitalquoten für Hafen- und Schiffsprojekte werden von 25% auf 20% reduziert.

11 **Total Social Financing** bezieht sich auf Finanzierungen für Chinas Realwirtschaft, die von Banken (Kredite in RMB und Fremdwährung, Entrusted Loans, Treuhandkredite, Unternehmensanleihen, Beteiligungen von Finanzinstituten am Eigenkapital von Nichtfinanzunternehmen, Rückzahlungen von Versicherungsgesellschaften, industrielle Fondsinvestitionen und Anlageimmobilien) und direkten Finanzierungskanälen (Annahme von Wechseln, Eigenkapitalaufnahme, Unternehmensanleihen, lokale Staatsanleihen) zur Verfügung gestellt werden.

**Welche Aktienmärkte könnten am meisten profitieren, wenn China nach dem Handelsabkommen einen Aufschwung erlebt?** Ein höheres Engagement in europäischen Aktien wird oft damit begründet, dass sie von einer Erholung des chinesischen Wachstums profitieren würden. In der Tat bestätigt unsere Analyse der letzten 15 Jahre, dass es europäischen Aktien generell zugutekommt, wenn die Frühindikatoren in China anziehen. Allerdings haben Aktien der Schwellenländer in der Regel noch etwas stärker zugelegt. Zudem notieren Schwellenländeraktien mit einem Abschlag gegenüber Europa, obwohl dieser nicht mehr so hoch ist wie früher, da sich die Gewinne in den Schwellenländern schwächer entwickelt haben. In den letzten zehn Jahren sind die Aktienmärkte der Schwellenländer hinter Europa zurückgeblieben, was zum Teil mit dem allmählichen Rückgang des chinesischen Wachstums zusammenhing.

#### Schwellenländer: KGV-Abschlag ggü. Europa

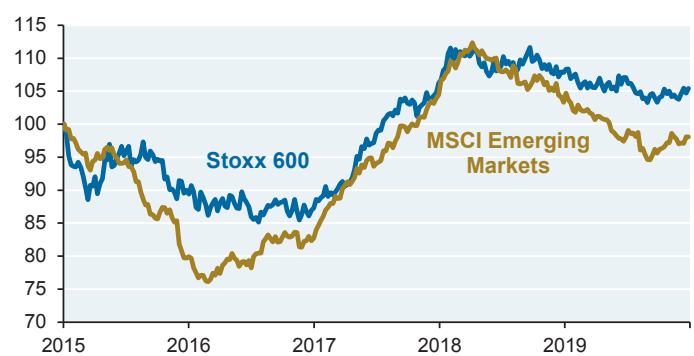
Abschlag/Aufschlag beim KGV des MSCI EM ggü. Stoxx 600 auf Basis der Gewinnprognosen



Quelle: Datastream, IBES, J.P. Morgan Asset Management.  
27. Dez. 2019.

#### Europa ggü. Schwellenländern: Gewinne für die nächsten 12 Monate

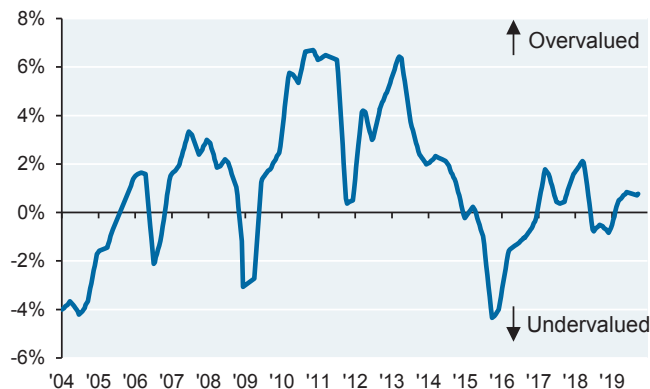
Index, 1. Januar 2015 = 100



Quelle: Datastream, IBES, J.P. Morgan Asset Management.  
27. Dez. 2019.

**Einer der wichtigsten Aspekte bei Anlagen in den Schwellenmärkten ist die Über- bzw. Unterbewertung der Schwellenländerwährungen.** Die schwache Aktienperformance in den Schwellenländern von 2014–2016 war zum Teil eine Folge ihrer überbewerteten Wechselkurse von 2013. Die im Folgenden dargestellte Multifaktoranalyse der Schwellenländerwährungen zeigt, dass sie annähernd fair bewertet sind, wenn man die nominalen Wechselkurse und die bilateralen Unterschiede in Bezug auf Handel, Inflation, Produktivität und Leistungsbilanzdefizite berücksichtigt.

#### Realer handelsgewichteter Währungskorb der Schwellenländer



Quelle: Goldman Sachs Economic Research. Oktober 2019.

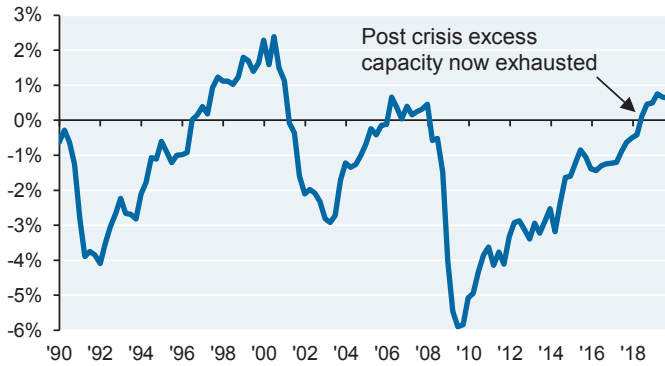


## [5] Warum ist die US-Kerninflation nicht existent?

Zunächst einmal ist sie nicht ganz tot. Die US-Wirtschaft weist kaum noch Überkapazitäten auf und die Kerninflation ist nicht nur stabil, sondern liegt auch nahe am Richtwert der Fed von 2%. Die Fed tut allerdings so, als sei sie tot, indem sie die Zinsen erneut auf oder unter die Inflationsrate senkt. Welche Daten liegen der Fed also vor, mit Ausnahme stabiler Inflationserwartungen, dass ihre Mitglieder die künftigen Inflationsrisiken für so harmlos befinden?

### „Produktionslücke“ in den USA: ein Maßstab für ungenutzte Kapazitäten

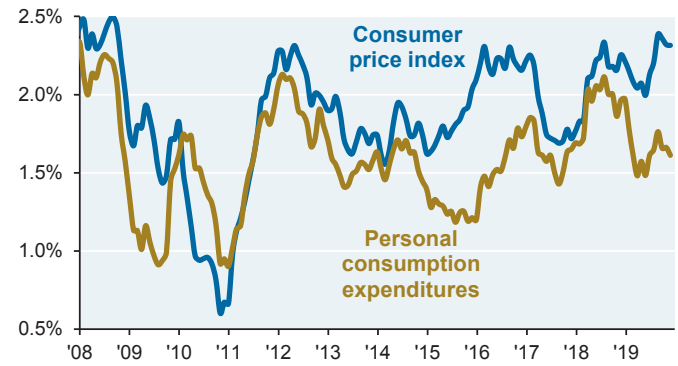
In %, tatsächliches BIP in Relation zum potenziellen BIP



Quelle: Congressional Budget Office. Q3 2019.

### Kern-VPI und PCE in den USA

Vorjahresvergleich in %

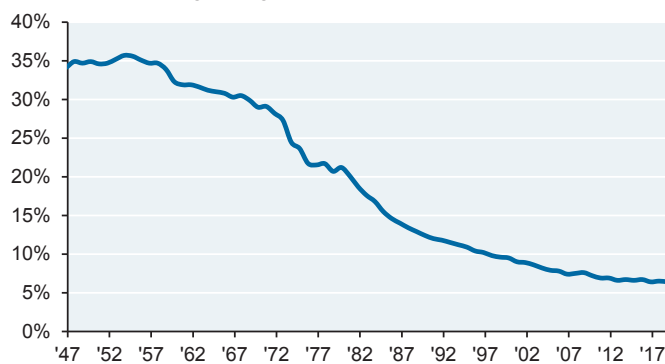


Quelle: BLS, BEA. November 2019.

Wir haben die folgenden Diagramme schon an anderer Stelle gezeigt. Sie liefern der Fed die Argumente dafür, dass die Inflation niedrig genug bleiben wird, um eine weiterhin lockere Geldpolitik zu rechtfertigen. Die Grafiken veranschaulichen die sinkende Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer, die schnelleren Preisanpassungen im Einzelhandel, die Auswirkungen der Globalisierung auf die Löhne, die geringere Bereitschaft der Unternehmen, höhere Personalkosten mit Preiserhöhungen auszugleichen, die Deflation durch den Technologiesektor und die Zunahme der Industrieroboter<sup>12</sup>. All diese Faktoren haben zu der geringen, stabilen US-Inflation beigetragen und auch dazu geführt, dass der Prozentsatz der Länder mit einer geringen und stabilen Inflation inzwischen ein Rekordhoch erreicht hat.

### Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer sinkt

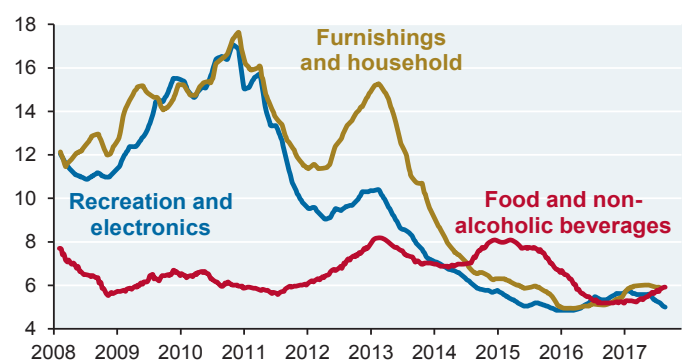
Gewerkschaftszugehörigkeit im Privatsektor



Quelle: Vor 1983 Hirsch, nach 1983 BLS. 2018.

### Online-Handel erhöht die Preistransparenz

Wie lange die Preise nach einer Veränderung konstant bleiben (Monate)



Quelle: A. Cavallo, NBER WP. 2018. Reguläre Preise ohne Verkaufsfaktionen.

<sup>12</sup> Während die **Roboterlieferungen** in die USA von 2013 bis 2018 um 60% gestiegen sind, setzt China weltweit die meisten Roboter ein. 2018 gab es vier Mal so viele Installationen wie in den USA. Warum dies für die US-Inflation und die Fed von Bedeutung ist: Ein stärkerer chinesischer Einsatz von Robotern könnte den Effekt steigender Löhne in China verwässern, da sein Angebot an Arbeitskräften schrumpft, und die deflationäre Wirkung chinesischer Warenimporte in den USA aufrechterhalten. Wie wir auf Seite 5 gezeigt haben, sind die US-Importe aus China durch den Handelsstreit und die höheren Zölle zwar gesunken; China ist aber weiterhin der größte Importpartner für die USA.

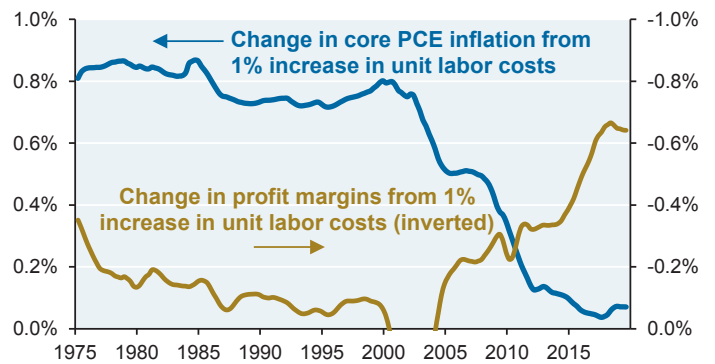


### Globalisierung und Vergütung von US-Angestellten In % des BIP



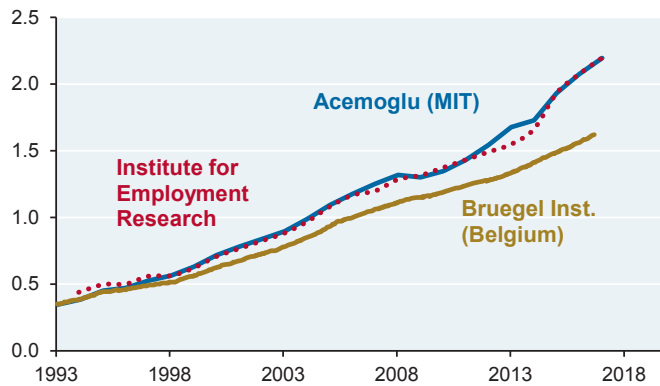
Quelle: Weltbank, Bureau of Economic Analysis. Q3 2019.

### Unternehmen reagieren auf veränderte Personalkosten nicht mehr über die Preise, sondern über die Margen



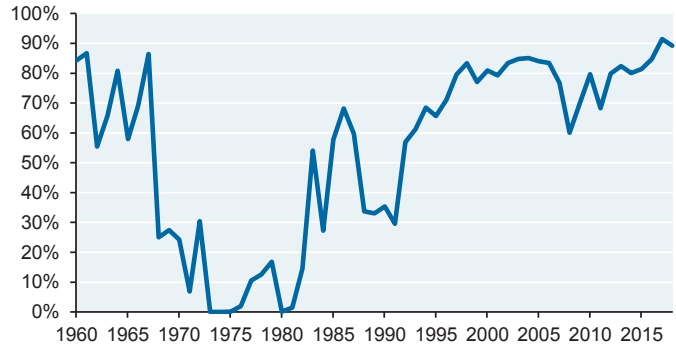
Quelle: J.P. Morgan Economic Research. Q3 2019.

### USA: Industrieroboter pro tausend Arbeitnehmer



Quelle: MIT, IAB, Bruegel Institute. 2018.

### Prozentsatz des weltweiten BIP mit einer niedrigen, positiven Gesamtinflation (0-4%)



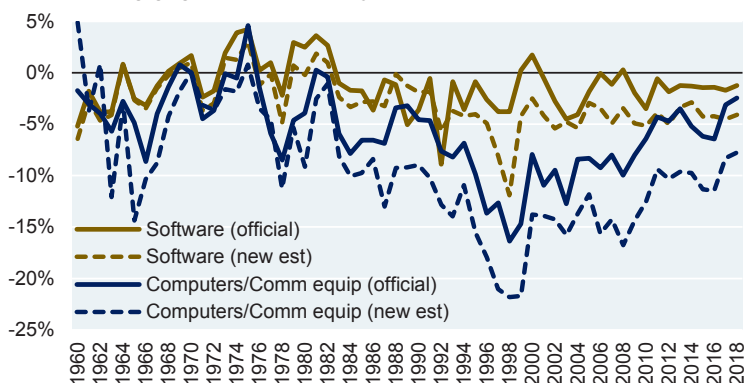
Quelle: Weltbank, J.P. Morgan Asset Management. 2018.

US-INFLATION

*Die deflationäre Wirkung des Technologiesektors.* Einige Analytiker der Fed haben genauer untersucht, ob die US-Produktivität falsch gemessen wird, da der Produktivitätszuwachs im IKT-Sektor (Information, Kommunikation und Technologie) schwer zu erfassen ist. Sie nehmen nun an, dass die Preise im IKT-Sektor in Wirklichkeit *viel* schneller gesunken sind, als aus den offiziellen Inflationsdaten hervorgeht. Da der IKT-Sektor einen Multiplikatoreffekt auf die übrige Wirtschaft hat, **könnte dies erklären, warum die Fed in den letzten zehn Jahren eine derart lockere Geldpolitik verfolgen konnte, ohne die Lohn- oder Preisinflation anzuheizen.**

### Neue Analyse der Fed zeigt eine höhere IKT-Deflation als die offiziellen Daten

Veränderung gegenüber dem Vorjahr



Quelle: Byrne und Corrado, „ICT Prices and ICT Services: What do they tell us about Productivity and Technology?“, 2017, 2019 aktualisiert.

Begründung der nach unten korrigierten Inflations-schätzungen im IKT-Sektor:

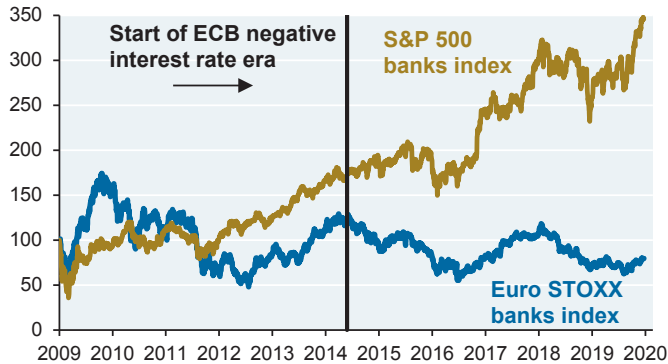
- Bessere Schätzungen der Effizienzsteigerungen durch schwer quantifizierbare Fortschritte bei Betriebssystemen, Open-Source-Software, Cloud-Computing, Speicher- und Rechenkapazitäten
- Einbeziehung weiterer Teilbereiche wie Cloud-Computing und Systemgestaltung (14 im alternativen Maßstab ggü. 7 in den offiziellen Daten)
- Neuer Software-Preisindex, der nicht nur Anwendungssoftware, sondern auch Systeme/OS-Software für Desktops, tragbare Geräte, Netzwerke und Unternehmen einschließt
- Genauere und umfassendere Branchenpreisdaten



### [6] Wie wirken sich die negativen Zinsen auf die europäischen Banken aus?

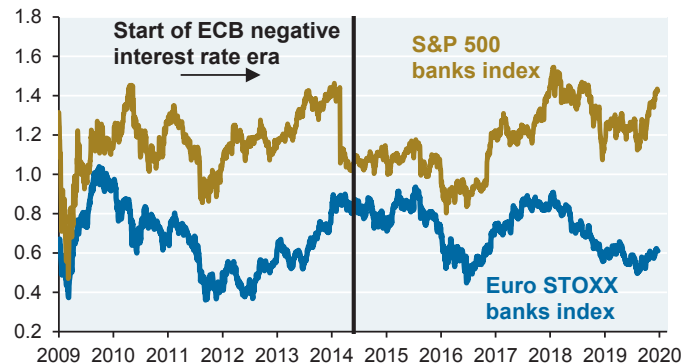
Nicht gut, zumindest aus der Perspektive der Anleger. Die Aktienerträge und -bewertungen europäischer Banken sind seit Beginn der Negativzinspolitik 2014 hinter den USA zurückgeblieben. Wir wissen nicht, wie die Entwicklung unter anderen Vorzeichen verlaufen wäre. Vielleicht würde die EZB argumentieren, dass die Region ohne negative Zinsen noch schlechter dastünde und die Banken umso mehr unter den zunehmenden Zahlungsausfällen der Unternehmen leiden würden. Wie dem auch sei, die negativen Zinsen haben den Bankinvestoren in Europa zuletzt einiges Kopfzerbrechen bereitet, und nach einem baldigen Ende sieht es nicht aus.

**USA und Europa im Vergleich: Gesamttrendite der Banken, Index, Jan. 2009 = 100**



Quelle: Bloomberg. 30. Dezember 2019.

**USA und Europa im Vergleich: Kurs-Buchwert-Verhältnis der Banken, Verhältnis**

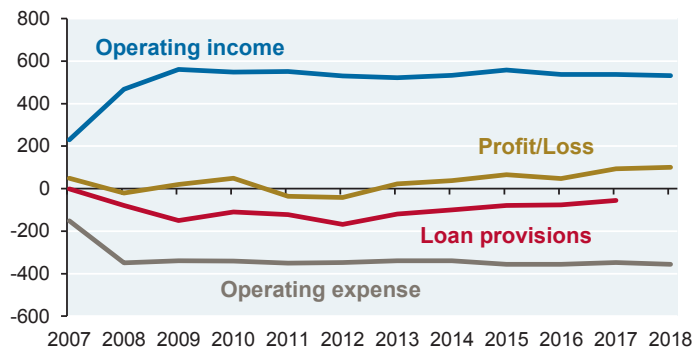


Quelle: Bloomberg. 30. Dezember 2019.

Stattdessen **zieht die EZB sogar eine weitere Senkung der Zinsen in Betracht**. Der Leitzins der EZB liegt gegenwärtig bei -0,5% und könnte erstaunlicherweise auf -1,0% sinken. Deutsche Banken verzeichnen zurzeit Nettozinsmargen von 0,9%. Sollten sie die Belastung zur Hälfte auf ihre Einlagenkunden abwälzen<sup>13</sup>, könnten ihre Nettozinsmargen um 25% sinken. Wenn sie die Auswirkungen dagegen *gar nicht* weitergeben, könnten sich ihre (ohnehin dürftigen) Nettozinsmargen halbieren. Ein letzter Punkt: Wer den leichten Anstieg der europäischen Bankgewinne in den letzten Jahren beobachtet, sollte bedenken, dass er fast ausschließlich mit den geringeren Rückstellungen für Kreditverluste zusammenhängt. Er ist keine Folge eines steigenden Betriebsgewinns oder eines sinkenden Betriebsaufwands. Es handelt sich also nicht um einen organischen Anstieg der Bankgewinne.

#### Rentabilität der Banken ergibt sich durch sinkende Kreditrückstellungen

Mrd. EUR



Quelle: EZB, Barclays European Research. 2018.

#### Prozentsatz des J.P. Morgan GBI Broad Index, der mit negativen Renditen notiert

| Country      | Total      | 1-3 Years  | 3-5 Years  | 5-7 Years  | 7-10 Years | 10+ Years |
|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------|
| Denmark      | 100%       | 100%       | 100%       | 100%       | 100%       | 100%      |
| Germany      | 87%        | 100%       | 100%       | 100%       | 100%       | 55%       |
| Finland      | 78%        | 100%       | 100%       | 100%       | 100%       | 0%        |
| Sweden       | 73%        | 100%       | 100%       | 100%       | 50%        | 0%        |
| Netherlands  | 72%        | 100%       | 100%       | 100%       | 100%       | 17%       |
| Austria      | 68%        | 100%       | 100%       | 100%       | 100%       | 0%        |
| France       | 65%        | 100%       | 100%       | 100%       | 100%       | 0%        |
| Ireland      | 62%        | 100%       | 100%       | 100%       | 100%       | 0%        |
| Belgium      | 56%        | 100%       | 100%       | 100%       | 100%       | 0%        |
| Japan        | 51%        | 100%       | 100%       | 100%       | 100%       | 0%        |
| Spain        | 35%        | 100%       | 100%       | 15%        | 0%         | 0%        |
| Portugal     | 35%        | 100%       | 100%       | 0%         | 0%         | 0%        |
| Italy        | 14%        | 60%        | 0%         | 0%         | 0%         | 0%        |
| <b>Total</b> | <b>52%</b> | <b>93%</b> | <b>85%</b> | <b>69%</b> | <b>74%</b> | <b>5%</b> |

Quelle: J.P. Morgan Global Index Research, J.P. Morgan Asset Management. 11. Dezember 2019.

<sup>13</sup> Einige kleinere deutsche Banken teilten mit, dass künftig **negative Einlagenzinsen für Neukunden** gelten.





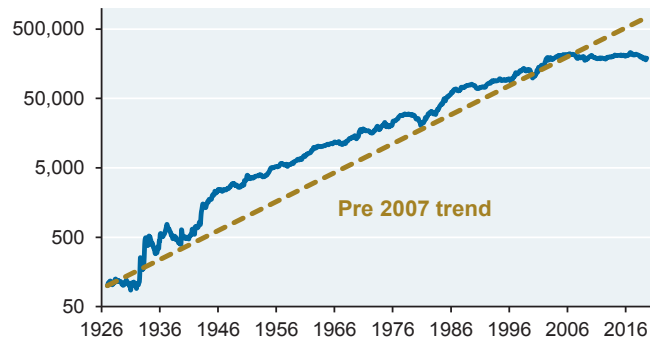
**Ob negative Zinsen nun ein Symptom, eine Krankheit oder ein Heilmittel sind – ich hoffe, dass sie nie auf andere Teile der Welt übergreifen.** Der Princeton-Ökonom [Markus Brunnermeier](#) glaubt an einen „Umkehrzins“: Sobald dieser Wendepunkt überschritten ist, wiegen die wirtschaftlichen Vorteile der Zinssenkungen den Schaden für die Banken nicht mehr auf, sodass eine weitere **Lockerung nicht stimulierend, sondern kontraktiv wirkt.** Wenn die Rentabilität der Banken leidet, sind sie weniger in der Lage, neues Kapital zu generieren, was wiederum ihre Fähigkeit zur Vergabe neuer Kredite beeinträchtigt.



## [7] Wird die Underperformance von Substanzaktien gegenüber Wachstumswerten jemals aufhören?

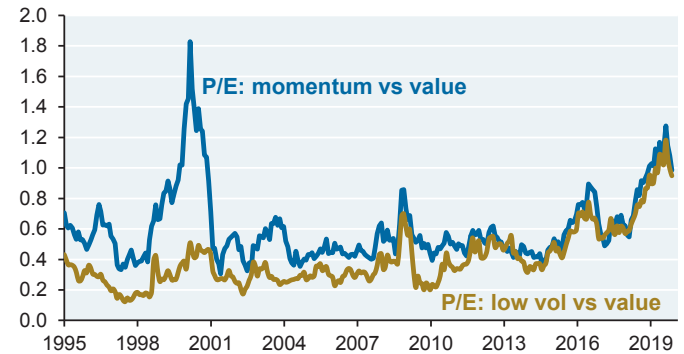
Seit 2010 hat die Underperformance von Substanzaktien gegenüber Wachstumswerten ein Ausmaß angenommen, das in den letzten 70 Jahren selten zu beobachten war. Damals konnte man mit einer wertorientierten Strategie noch bedeutende Dividenden für Investoren und aktive Manager erzielen. In den letzten Jahren haben sich die Anleger jedoch auf Wachstumstitel, Momentum-Aktien und Bond-Proxies gestürzt, weil sie es entweder auf das knappe Gewinnwachstum abgesehen hatten oder dringend Dividenden brauchten. Die Underperformance von Value-Strategien macht aktiven Aktienmanagern seit 2010 erheblich zu schaffen. Wir haben das Thema dieses Jahr in einer Sonderausgabe des *Eye on the Market* ausführlich erläutert<sup>14</sup>.

**Kumulierte Überschussrendite der günstigsten ggü. den teuersten Substanzaktien**  
Index, Jan. 1926 = 100 log. Skala



Quelle: French Data Library, J.P. Morgan Asset Management.  
Universum = NYSE, AMEX, Nasdaq, Oktober 2019.

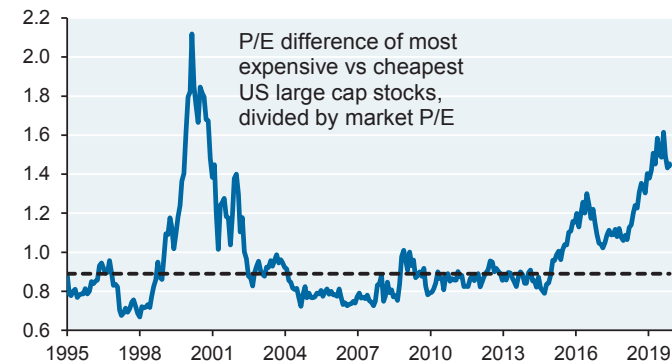
**Gezahlte Prämie für Momentum und geringe Volatilität auf historischen Höchstständen ggü. Substanzwerten**  
KGV-Differenz dividiert durch Markt-KGV



Quelle: J.P. Morgan Asset Management, November 2019.

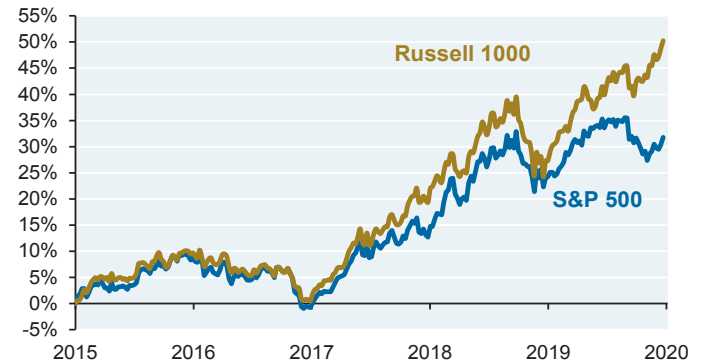
Abgesehen von den technischen Faktoren, die extreme KGV-Abschläge für Substanzwerte ausweisen, stellt sich die Frage: Gibt es *fundamentale* Gründe, um anzunehmen, dass sie ihre Underperformance teilweise aufholen könnten? Gegen Jahresende 2019 waren bei Substanzaktien die ersten Lebenszeichen gegenüber Wachstumstiteln zu beobachten, obwohl sie sich bislang auf Large-Cap-Werte beschränkten. Die Probleme am IPO-Markt und im Pre-IPO-Handel ließen zunehmend eine Häufung von Börsengängen befürchten, die wenig bis gar kein Gewinnwachstum erzielen (siehe Seite 31–32). Die Besorgnis galt auch überteuerten Wachstumsaktien,

**Zweithöchstes Rekordniveau für Wachstumsaktien**  
Verhältnis



Quelle: J.P. Morgan Asset Management, November 2019.

**Kumulierte Performance von Wachstums- ggü. Substanzaktien im S&P 500 und R1000**  
Kumulierte Erträge (Wachstumsaktien - Substanzaktien)



Quelle: Bloomberg, 27. Dezember 2019.

14 **Branchenanalyse des aktiven Aktienmanagements.** Wir untersuchten die Wertentwicklung von 6.700 aktiven Aktienmanagern in 23 Stilkkategorien seit 1996. Wie man erwarten würde, gab es signifikante Probleme bei der Performance von Core-Strategien für US-Large-Caps, Value- und Wachstumsstrategien. Wir stellten aber auch fest, dass über 50% der Manager seit 2014 eine Outperformance in mehreren anderen Kategorien in und außerhalb der USA erzielten, trotz der Marktverzerrungen durch die Federal Reserve. Ich werte dies als positives Zeichen für die langfristige Tragfähigkeit des aktiven Aktienmanagements.

denen eine neue Welle kartellrechtlicher Ermittlungen droht, wie im folgenden Abschnitt erläutert wird. Weitere Impulse könnten durch die Erholung von Energieaktien entstehen, da sich der Sektor wieder auf seine Kapitaldisziplin besonnen hat, und letztendlich durch die Normalisierung der US-Geldpolitik.

Für Value-Investoren könnte sich die Zeit der Verzweiflung dem Ende zuneigen. Wir sind nicht allein in der Überzeugung, dass uns möglicherweise die letzten Tage der extremen Underperformance von Value-Anlagen bevorstehen.

- Cliff Asness von AQR, der im Allgemeinen vor „Faktor-Timing“ warnt, hat sein Engagement im Value-Faktor unlängst erhöht<sup>15</sup>. Laut AQR war die Underperformance von Substanzaktien in den ersten acht Jahren nach der Finanzkrise „rational“, denn teure Unternehmen konnten ihren Bewertungsaufschlag durch entsprechende Gewinne, Umsätze, Margen usw. rechtfertigen. In den letzten zwei Jahren hatte die Underperformance jedoch weniger mit den Fundamentaldaten zu tun, sondern wurde vor allem durch den „irrationalen“ Stimmungswandel der Anleger verursacht (also durch den Anstieg der Bewertungskennzahlen)
- Um diese Aussage zu untermauern, verwendet Asness das folgende Diagramm. Es zeigt die relative Bewertung der günstigsten im Vergleich zu den teuersten Large- und Mid-Cap-Werten der USA auf Basis der Kurs-Buchwert-, Kurs-Gewinn- (vor- und nachlaufend) und Kurs-Umsatz-Verhältnisse. Die Differenz zwischen den günstigsten und teuersten Aktien ist auf dem höchsten Stand seit 2002, auch wenn sie von den Spitzenwerten von 1999–2000 noch weit entfernt ist.

#### Wie günstig sind Value-Anlagen? Sehr.

Gesamtaufschlag für Wachstums- ggü. Substanzaktien nach Kurs/Buchwert, Kurs/nachlaufende Gewinne, Kurs/vorlaufende Gewinne und Kurs/Umsatz, Index, 100 = Durchschnitt



Quelle: Cliff Asness, „It’s Time for a Venial Value-Timing Sin“, August 2019.

Eine letzte Anmerkung über die Möglichkeit einer nachhaltigen Erholung von US-Substanzwerten. Wenn Substanzaktien in den USA eine Outperformance gegenüber Wachstumswerten erzielten, ging dies in der Regel mit einer *Underperformance* der USA gegenüber Europa einher. Einige dieser Phasen fielen 2005/2006 mit dem untragbaren Wachstums- und Kreditboom in Südeuropa zusammen, der sich aus meiner Sicht nicht wiederholen wird. Dennoch könnte sich eine Aufwärtsbewegung von US-Substanzaktien zur selben Zeit ergeben wie eine Bewertungskorrektur von teuren US-Wachstumsaktien. In diesem Fall könnte Europa eine bessere Wertentwicklung erzielen als die USA, zumindest vorübergehend.

<sup>15</sup> Cliff Asness, „It’s Time for a Venial Value-Timing Sin“. 7. November 2019.



## [8] Was sind die größten Risiken für die Märkte, wenn es zu einer progressiven Neuausrichtung der US-Wirtschaft kommen sollte?

Die folgende Tabelle zeigt die progressiven Vorschläge in Bezug auf Besteuerung, Unternehmenssektor, Arbeit, Energie, Gesundheitswesen, Investitionen, Handel und Studentenkredite. Sie wurden überwiegend von Senatorin Warren ins Gespräch gebracht. Um diese Pläne weitgehend umzusetzen, müssten die Demokraten nicht nur das Weiße Haus, sondern auch die Mehrheit im US-Senat übernehmen; der neue Mehrheitsführer im Senat müsste bereit sein, diese Punkte auf die Agenda zu setzen; *darüber hinaus* müssten die Demokraten eventuell das taktische Instrument der Marathonreden (Filibuster) zur Verschleppung von Gesetzesvorhaben abschaffen. Angesichts der jüngsten Präzedenzfälle (Trumps Alleingänge in der Umwelt-, Handels- und Grenzpolitik) könnten einige progressive Maßnahmen aber auch per Dekret oder durch Regulierungen anstelle der Gesetzgebung eingeführt werden.

### Eine progressive Agenda

| Taxation  | Corporate   | Labor   |
|---|---|---|
| Double capital gains tax rate on earners over \$1mm   | Curb or prohibition on stock buybacks   | Ban on state 'right to work' laws, 'fair share' fees to allow unions to collect fees from non-members |
| Eliminate step-up in basis on death   | Break up big banks, reverse Trump dereg. on capital/liquidity, impose financial transaction taxes         | Eliminate secret ballots in worker union elections  |
| Tax unrealized capital gains every year   | Break up big tech, reinstate Net Neutrality   | Worker election of 40%+ of board members (co-determination)   |
| Treat cap gains and dividends as ordinary income for tax purposes   | Federal charter required by public companies with revenues >\$1bn, must produce "material public benefit" | Industry-level sectoral bargaining  |
| Wealth tax of 2% over \$50mm  | ...and "material positive impact on society" to obtain charter from Dep't of Commerce                     | Reduced classification of independent contract workers  |
| Repeal indiv. tax cuts, means-test SocSec/Medicare, top estate tax rate of 77%  | "Office of US Corporations" and State Attorney Generals can sue to revoke charters                        | Penalties for Federal contractors with gender pay disparities   |
| New payroll tax of 14.8% > \$250k in income, possibly to include net inv income   | Political expenditures subject to 75% approval by all shareholders  | NLRB penalties on companies and executives for violating worker rights and wrongful termination       |
| Eliminate corporate tax cuts, surtax on corporate profits over \$100mm  | Private equity firms must guarantee repayment of debt and pensions of acquired companies                  | Increased protections for striking workers  |
| Healthcare  | Energy  | Student debt  |
| Medicare for All with no deductibles or copays  | Ban hydraulic fracturing on private land and fracturing/drilling on federal land                          | Reduce student debt for 95% of Americans with student debt (45 million people)                        |
| Ban private health insurance  | Ban fossil fuel exports, no new nuclear power plants  | Wipe out student debt entirely for 75% of students with debt  |
| Drug price caps, gouging penalties, and reimportation allowances  | Repeal traditional energy friendly tax provisions   | Universal free public college education   |
| Allow HHS to manufacture/sub-contract generic drugs   | \$3 trillion over 10 years to subsidize transition to 100% clean energy                                   | Estimated cost = \$955 billion  |
| Trade: a 9 point eligibility test for trade counterparties  |   |   |
| Enforce core labor rights of International Labour Organization such as collective bargaining and elimination of child labor |   |   |
| Adhere to Trafficking Victims Protection Act  |   |   |
| Ratify Convention on Combating Bribery of Foreign Public Officials  |   |   |
| Uphold internationally recognized human rights  |   |   |
| Join Paris Climate Agreement and have a national plan to reduce long-term emissions   |   |   |
| Comply with tax treaties with the US and participate in the OECD Base Erosion and Profit Shifting project                   |   |   |
| Recognize and enforce religious freedom   |   |   |
| Eliminate all domestic fossil fuel subsidies  |   |   |
| No inclusion on Department of Treasury monitoring list for currency practices   |   |   |

Quelle: Cornerstone Macro Research, Urban Institute, Medium, CNBC, warren.senate.gov. 2019.

## Potenzielle Aktienmarktrisiken durch eine progressive Agenda<sup>16</sup>

- **Auswirkungen auf den Aktienmarkt.** Die größten Bewertungsrisiken könnten in folgenden Segmenten bestehen: Banken, Biotechnologie, Chemikalien, Energie (E&P), Gesundheitsträger/-dienstleister im Managed-Care-Bereich, unabhängige Stromerzeuger, integrierte Öl- und Gasunternehmen, medizinische Geräte, Megacaps im Internet, Zahlungsabwickler, Markenhersteller von Spezialpharmaka sowie Sonder-/Verbraucherfinanzierungen. Im Hinblick auf das **Gesundheitswesen** ist eine negative Stimmung zwar schon weitgehend eingepreist; viele Vorschläge basieren jedoch auf der Eliminierung eines rentablen Privatsektors im Gesundheitssystem, daher könnte ich mir weitere Abwärtsrisiken vorstellen, die von den Details abhängen.
- Zwar deutet wenig darauf hin, dass die Unternehmen Aktienrückkäufe vornehmen, *anstatt* Personal einzustellen und zu investieren. Trotzdem scheint das progressive Lager die **Einschränkung oder ein komplettes Verbot von Aktienrückkäufen** zu befürworten. In diesen Sektoren sind die Erträge der Anleger am stärksten auf Rückkäufe angewiesen: Informationstechnologie, Finanzen und Nichtbasiskonsumgüter. **Die Aktiennachfrage der Unternehmen in Relation zur Anlegernachfrage ist bemerkenswert.** Seit 2011 waren Rückkäufe jedes Jahr die mit Abstand größte Quelle der US-Aktiennachfrage, mit einem jährlichen Durchschnittsvolumen von 450 Mrd. USD. Im Vergleich dazu betrug die durchschnittliche jährliche Nachfrage durch Privathaushalte, Investmentfonds, Pensionsfonds und ausländische Investoren jeweils weniger als 10 Mrd. USD.
- 2016 hatten die USA den höchsten effektiven Grenzsteuersatz für Unternehmen innerhalb der G7-Staaten und der 34 Länder der OECD. Mit der Steuerreform von 2017 wurden die US-Körperschaftsteuersätze auf das Niveau anderer Länder abgesenkt. Folglich **würde eine Aufhebung der Reform die effektiven Steuersätze für US-Unternehmen wieder erhöhen**, und zwar auf ihr vorheriges Niveau. Die Senkung der Unternehmenssteuer machte sich 2018 mit einem einmaligen Gewinnzuwachs von 8–10% im S&P bemerkbar. Legt man ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 17,5 zugrunde, könnte allein die Aufhebung der Unternehmenssteuerreform den fairen Wert des S&P 500 im gleichen Maße verringern. Dies beinhaltet eine vollständige Abschaffung der Steuervergünstigungen für Unternehmen, jedoch nicht die *zusätzlichen* Vorschläge von Senatorin Warren, die einen Steuerzuschlag von 7% auf Gewinne über 100 Mio. USD einführen möchte, um die Energiewende zu finanzieren. Folgende Sektoren haben durch geringere effektive Steuersätze am meisten von den Steuersenkungen profitiert: Kommunikationsdienstleister, Nichtbasiskonsumgüter und Finanzunternehmen.
- **Fracking** macht inzwischen 60–80% der US-Förderung von Öl, Erdgas und Erdgaskondensaten (NGL) aus. Deshalb kommt das heimisch produzierte Öl und Gas aus hydraulischem Fracking auch für 40% des gesamten primären US-Energieverbrauchs auf. Obwohl die US-Stromerzeugung aus erneuerbaren Energien wächst, geschieht dies sehr wahrscheinlich nicht schnell genug, um sofort auf das gefrackte Erdgas und Öl zu verzichten, zumal die USA veraltete Kohle- und Kernkraftwerke stilllegen *und* ihre Abhängigkeit von ausländischem Öl verringern wollen. Da es weder ein gekoppeltes, landesweites Stromnetz noch günstige Energiespeicher gibt, bildet Erdgas eine unverzichtbare Ergänzung der fluktuierenden erneuerbaren Energien. Näheres hierzu finden Sie in unserem Beitrag [Cold Turkey](#) von September 2019.

<sup>16</sup> Ich glaube nicht, dass **Umverteilung** für die Wirtschaft grundsätzlich positiv oder negativ ist; das hängt von vielen Faktoren ab, zum Beispiel den Auswirkungen höherer Steuersätze auf die Investitionsneigung und den Konsum einzelner Einkommensgruppen, der Effizienz, mit der die US-Regierung ihre Steuereinnahmen auf produktive/unproduktive Programme verteilt, dem Effekt der Umverteilung auf das Konsum- und Anlageklima und in welchem Maße das US-weit angestrebte Steueraufkommen durch ein verändertes Verhalten von Unternehmen und Privatpersonen geschmälert bzw. unterlaufen wird. Dennoch: Je weitreichender die Umverteilungspläne, desto größer ist aus meiner Sicht die Wahrscheinlichkeit, dass sie den Privatsektor auf unvorhergesehene Weise beeinträchtigen. Zudem wird auf Seite 11 deutlich, dass **Warren die Steuern zweieinhalb Mal so stark erhöhen will wie FDR in den 1930ern**.

Im Juni 2019 stellten wir in unserer [Analyse der nordischen Länder](#) fest, dass diese Länder in mancherlei Hinsicht sogar *noch* unternehmensfreundlicher sind als die USA; dass ihre Steuersysteme primär auf die Besteuerung von Konsum (Mwst.) und Beschäftigung setzen, um Transferleistungen zu finanzieren; und dass ihre Gesundheitssysteme generell sowohl Zuzahlungen als auch Eigenanteile vorsehen, um die Kosten im Griff zu behalten. Mit anderen Worten: **Selbst die progressivsten Länder brauchen einen dynamischen Privatsektor und Anreize für Bürgerinnen und Bürger, in neue Unternehmen und Kapitalprojekte zu investieren, um sich die Umverteilung überhaupt leisten zu können.**

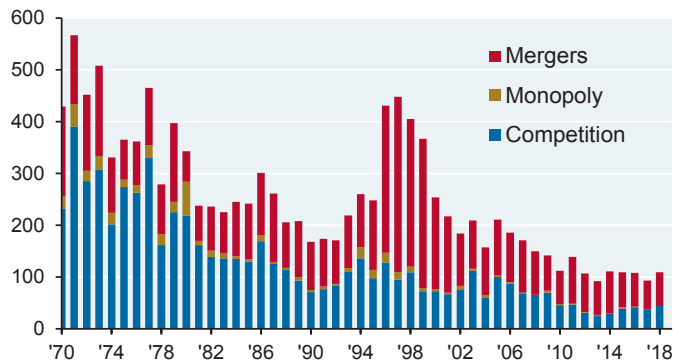


- Im Technologiesektor** wird darüber diskutiert, ob die Technologiegiganten einen negativen Einfluss auf die Konsumenten und/oder ihre Konkurrenten ausüben. Wir werden das hier nicht erörtern; die folgende Tabelle der Regulierungen zeigt, dass viele Politiker nach einem 50-jährigen Rückgang der kartellrechtlichen Ermittlungen (vor allem im Technologiesektor) der Ansicht sind, dass man eine oder beide dieser Fragen mit „ja“ beantworten kann. Sollte der Technologiesektor erneut ins Visier der Kartellbehörden geraten, könnte sich dies negativ auf die Märkte auswirken, denn (a) weist der Technologiesektor den höchsten Grad der Konzentration und Konsolidierung großer Unternehmen auf, (b) hat der Technologiesektor seit 2010 mehr als doppelt so hohe Erträge erzielt wie der restliche Aktienmarkt und (c) haben sich die größten Technologieunternehmen aktiv um den Zukauf von Umsatzerlösen und geistigem Kapital bemüht.

| Technology sector anti-trust and other proposals (below dotted line = already implemented) |  |
|--|--|
| Companies affected   | Action   |
| Facebook, Google   | New York/Texas launch antitrust investigations; 48 states sign onto Google investigation   |
| Amazon, Apple, Facebook, Google  | House Judiciary Committee requests tech executives' emails in antitrust probe  |
| Amazon   | FTC launches antitrust investigation over anti-competitive behavior  |
| Amazon, Facebook, Google   | Broad Department of Justice antitrust investigation  |
| FAANG  | Warren proposes to break up tech companies, designate tech platforms as utilities separate from other businesses, and reverse anti-competitive mergers |
| California tech  | "Digital data dividend" paid by tech companies to users whose data is monetized  |
| Amazon, Uber, Lyft   | California passes bill to reclassify gig-economy contract workers as employees   |
| Facebook   | Federal Trade Commission fines Facebook \$5 billion for privacy practices  |
| Qualcomm   | Ruling that Qualcomm violated antitrust law  |
| Amazon, eBay, Airbnb   | Require online platforms to collect local taxes  |

Quelle: Bloomberg, Bridgewater, LA Times, The Hill, FTC, WSJ, NYT. 2019.

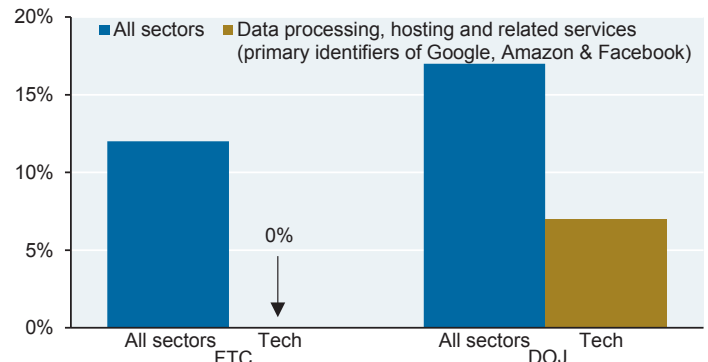
### Anzahl der kartellrechtlichen Untersuchungen durch das US-Justizministerium



Quelle: US-Justizministerium (DOJ). 2018.

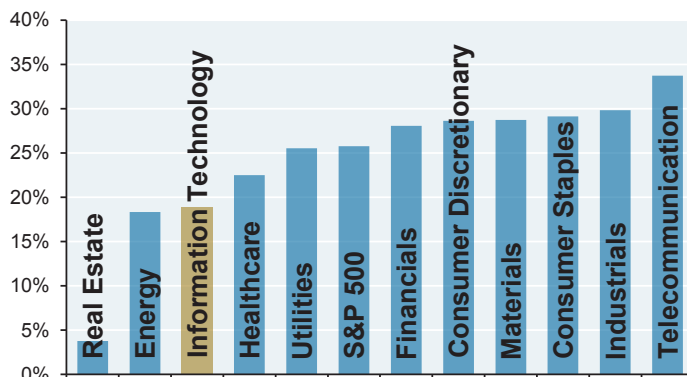
### Geringere Durchsetzung des Kartellrechts durch FTC/DOJ im Technologiesektor

Quote der behördlichen Verfahren



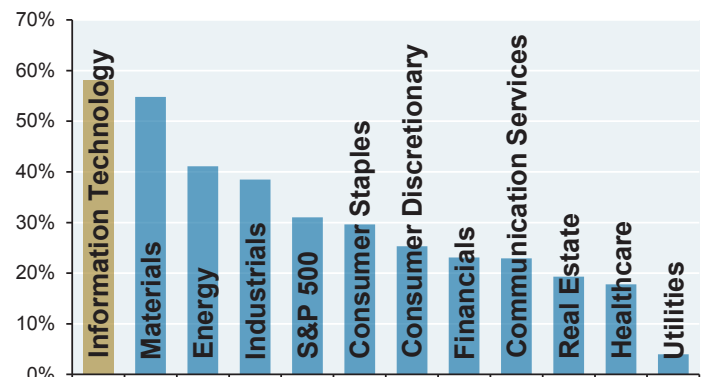
Quelle: Dr. Diana Moss, American Antitrust Institute. 2019.

### S&P: effektiver Steuersatz nach Sektor



Quelle: S&P Global Market Intelligence. 2016.

### S&P: umsatzgewichtete Abhängigkeit von Auslandseinnahmen nach Sektor



Quelle: S&P Global Market Intelligence. Q3 2019.

### **Im Fokus: maßgeschneiderte europäische Digitalsteuern für US-Technologieriesen**

Der US-Technologiesektor gerät zunehmend ins Visier einer **digitalen Dienstleistungssteuer** (DST) auf Einnahmen, die von europäischen Werbekunden gezahlt werden. Frankreich, Italien, Österreich und die Türkei haben bereits ihre eigene DST eingeführt, da sie nicht auf die Umsetzung des Säule-Eins-Modells (Pillar I) der OECD warten wollten. Die verquere Logik basiert auf dem Konzept der so genannten „Wertschöpfung durch den Nutzer“: Da die Nutzer von Dienstleistungen wie Facebook zum Markenwert beitragen, weil das Unternehmen mit ihren Daten Werbeeinnahmen erwirtschaften kann, übernehmen diese Nutzer im Wesentlichen eine „Angebotsfunktion“, die das Unternehmen normalerweise selbst erfüllen würde. Zudem kann die Gerichtsbarkeit, in der die Nutzer ansässig sind, diese Wertschöpfung besteuern, wobei die lokal generierten Werbeeinnahmen als Wertmaßstab dienen. Das Technologieunternehmen zahlt diese Digitalsteuern zusätzlich zu den jeweiligen Einkommen- oder Verbrauchssteuern, die ohnehin anfallen.

**Wenn Ihnen das nicht einleuchtet, sind Sie in guter Gesellschaft.** Ein Beitrag des IWF von 2019 beschrieb die theoretische Grundlage der DST als äußerst problematisch, und das Petersen Institute bezeichnete diese Steuern als faktische Zölle, deren Diskriminierung von US-Firmen offensichtlicher nicht sein könnte. Die europäischen Regierungen reden einfach um den heißen Brei herum: Sie **besteuern den Konsum von US-Dienstleistungsexporten** und verhängen damit faktisch Zölle, die sehr wahrscheinlich gegen bestehende bilaterale Steuerabkommen verstoßen.

Der französische Finanzminister betont, die DST gelte nicht allein für US-Unternehmen, was zeigt, wie unaufrichtig inzwischen argumentiert wird:

- Aufgrund der hohen weltweiten Umsatzschwellen für die Besteuerung von digitaler Werbung und der damit erzielten Einnahmen **sind die US-Technologieriesen praktisch die einzigen Unternehmen, die davon betroffen sind**. Die steuerpflichtigen Einkünfte aus digitalen Dienstleistungen umfassen digitale Werbung (Google, Facebook), digitale Marktplätze für den Verkauf von Gütern und Dienstleistungen (Amazon, eBay, Uber, Airbnb) und die Übermittlung von Nutzerdaten an andere Nutzer (Facebook, Twitter). Abo-Gebühren und In-App-Käufe, die europäische Firmen hätten betreffen können, sind ausgenommen.
- An anderer Stelle hieß es von französischer Seite, die DST solle ausdrücklich die Innovation im E-Commerce und die Digitalisierung von Frankreichs eigenen Unternehmen vorantreiben. Der französische Finanzminister selbst hat die DST als „**GAF**A“-Steuer (Google, Amazon, Facebook, Apple) bezeichnet.
- Die französische DST wird **nicht auf den Nettoertrag, sondern auf den Bruttoumsatz** erhoben und führt außerdem zu einer doppelten (oder dreifachen) Besteuerung. Beides widerspricht der Architektur des internationalen Steuersystems in den Industrieländern. Einige DST-Vorschläge sehen zunächst den Abzug der Mehrwertsteuer vor, was ebenfalls direkt auf US-Firmen abzielt, die in ihrer eigenen Gerichtsbarkeit nicht mehrwertsteuerpflichtig sind.
- Vor nicht allzu langer Zeit **warnte die OECD noch vor neuen Steuervorschriften für die Digitalwirtschaft**, z. B. in einem Bericht von 2015, der Beiträge und Empfehlungen eines EU-Gremiums von Steuerexperten enthielt. In diesem Bericht schrieb die OECD, es sei „schwierig, wenn nicht gar unmöglich, die Digitalwirtschaft steuerlich von der restlichen Wirtschaft zu isolieren“. Anscheinend hat sich diese Ansicht geändert.

Im Dezember 2019 teilte US-Finanzminister Mnuchin der OECD schriftlich mit, dass die USA das DST-Konzept ablehnen und verwies auf die „Abweichungen vom Fremdvergleichsgrundsatz für Verrechnungspreise und den steuerlichen Nexus, langjährige Säulen des internationalen Steuersystems, auf die sich die US-Steuerzahler verlassen“. **Wie die USA, die OECD und die WTO dieses Problem lösen werden, ist unklar. Unsere internationalen Kontakte in Steuerfragen glauben jedoch, dass einige Länder Digitalsteuern einführen werden und sich daher mit US-Gegenmaßnahmen konfrontiert sehen könnten.** Die Ergebnisse sind bedeutsam, da der US-Technologiesektor einen niedrigen effektiven Steuersatz und einen hohen Grad an Auslandsumsätzen aufweist (siehe vorherige Seite).



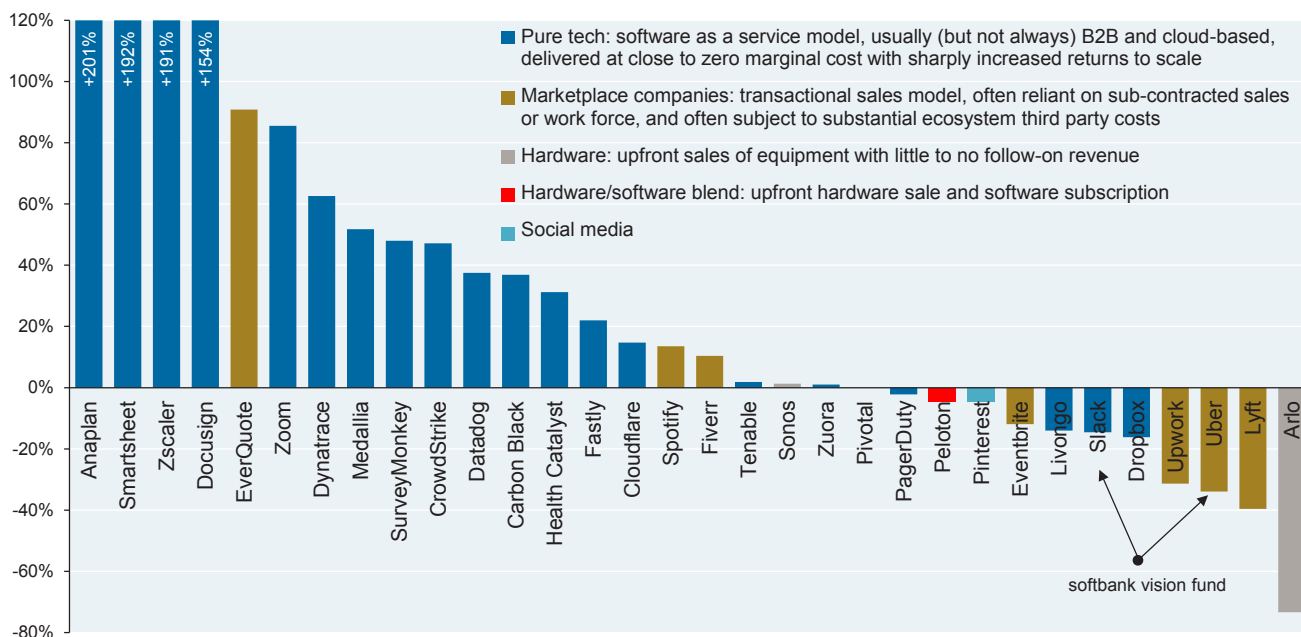
## [9] Der IPO-Markt: „Propheten gegen Profite“

Die Probleme einiger Technologiefirmen am IPO-Markt und im Pre-IPO-Handel haben in letzter Zeit viele Schlagzeilen gemacht. **Was dabei oft untergeht: Die Börsengänge echter Technologiewerte verlaufen zumeist einwandfrei.** Betroffen sind vor allem „tangential“ Tech-Werte, die zur breiten Technologiebranche gehören, aber keine reinen Technologieunternehmen sind. Viele dieser „tangentialen“ Firmen verzeichnen ein Umsatzwachstum von unter 50% (oberhalb dieser Marke fielen die Erträge nach dem IPO in der Regel höher aus), und im Fall von Uber erfüllt das Unternehmen auch nicht die „40-Prozent-Regel“ (Umsatzwachstum plus FCF-Marge). Aufgrund der hohen Vertriebsgemeinkosten wies praktisch jedes dieser IPO-Unternehmen in seinem jüngsten Geschäftsbericht eine negative operative Marge aus. Die Anleger gehen davon aus, dass sich dies früher oder später ändern wird.

### Was gibt es an der Performance von Tech-IPOs 2018/2019 auszusetzen?

**Nicht viel, solange man ein echtes Technologieunternehmen kauft**

Performance in Relation zum IPO-Preis (oder Direktnotierung)



Quellen: Bloomberg, Finanzdaten der Unternehmen, Stratechery.com, JPMAM. 30. Dezember 2019. Die oben genannten Unternehmen dienen nur zur Veranschaulichung. Ihre Auflistung sollte nicht als Kauf- oder Verkaufsempfehlung interpretiert werden. Die Nennung der obigen Unternehmen stellt in keiner Weise eine Empfehlung der Anlageverwaltungsdienste von J.P. Morgan Asset Management dar.

### Dieses uneinheitliche Bild ist Teil eines größeren Trends: Diversifizierte, sektorübergreifende Investitionen in IPOs haben sich für Anleger seit 2010 kaum rentiert.

Die jüngste Studie,<sup>17</sup> die wir gesehen haben, verfolgt zwei Ansätze. Der erste ist ein Portfolio, das seit 2010 in 200 IPOs investierte, wobei der Kauf jedes neuen Börsengangs durch die Veräußerung der schlechtesten Titel finanziert wird. Seit Auflegung notiert die relative Wertentwicklung mit dem Markt gleichauf. Der zweite Ansatz betrachtete die relative Performance von IPOs seit 2010 in der Annahme einer 2-jährigen Haltedauer: Hier blieben die IPO-Erträge im Median 20% hinter dem Markt zurück. Die durchschnittlichen Erträge fielen besser aus, da sie von den 2% der IPOs mit Renditen von über 200% profitierten; sie entsprachen aber auch nur den Marktergebnissen. Die Underperformance der Börsengänge lässt sich zum großen Teil dem Gesundheitswesen zuschreiben, dem Sektor mit dem größten Emissionsvolumen und der schlechtesten Wertentwicklung am US-amerikanischen IPO-Markt seit 2010.

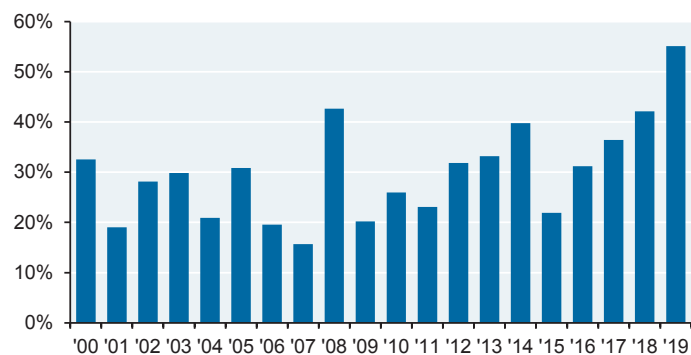
17 „What Matters for IPOs“, Goldman Sachs Global Strategy Paper, 4. September 2019.





Die **Propheten** des Venture-Capital-Ökosystems (die CEOs von Start-ups und die Venture-Fonds, die sie finanzieren) haben im Hinblick auf private Unternehmen **ohne Gewinne** neue Zyklus-Hochs erreicht. Auch IPO-Investoren wenden im Technologiebereich derzeit die höchsten Kurs-Umsatz-Verhältnisse seit den späten 1990er-Jahren an (die Bewertungen liegen weiterhin deutlich darunter, aber ich weiß nicht, ob das so tröstlich ist).

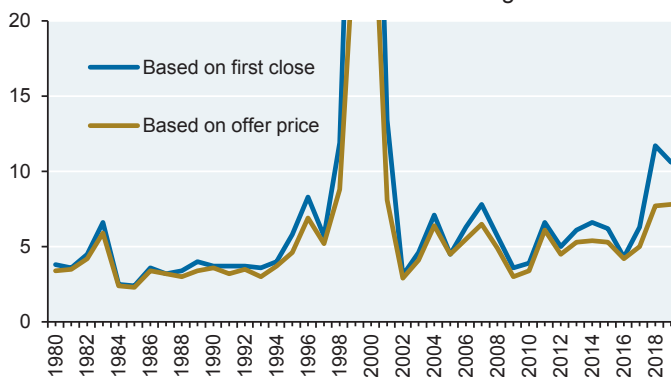
**Anteil des Private-Equity-Kapitals für Unternehmen, die nicht als rentabel eingestuft werden**



Quelle: Empirical Research Partners. Daten für 2019 bis September 2019.

**Die höchsten Kurs-Umsatz-Verhältnisse für Tech-IPOs seit Ende der 1990er**

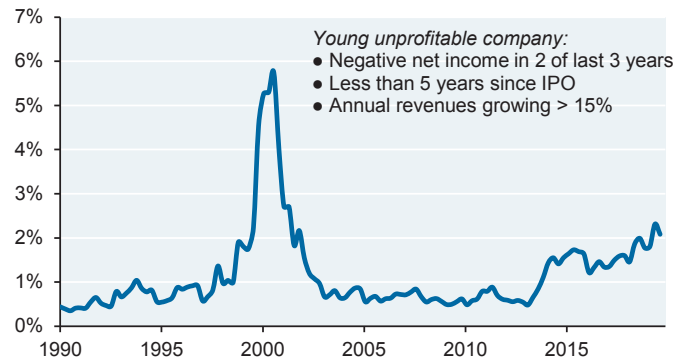
Kurs-Umsatz-Verhältnis von IPOs im Technologiesektor



Quelle: Jay Ritter, University of Florida. Aktualisierte IPO-Statistik 2019.

Wir beobachten noch eine ähnliche Kennzahl. Immer mehr Firmen gehören zu einer Kategorie, die wir als **„YUCs“** bezeichnen: **Young Unprofitable Companies (junge unrentable Unternehmen)**. Sie verzeichnen ein negatives Nettoergebnis, ein schnelles Umsatzwachstum und sind weniger als fünf Jahre alt. Ich glaube nicht, dass wir den Irrsinn der späten 1990er-Jahre jemals wieder erleben werden, aber wie die folgende Grafik zeigt, sind einige Kennzahlen auf dem besten Wege. Der Anteil der US-Marktkapitalisierung, der auf YUCs entfällt, beträgt etwa ein Drittel des Spitzenwerts aus dem Jahr 2000. Der YUC-Anteil an den Gesamtausgaben für Vertriebsgemeinkosten, Investitionen, Forschung und Entwicklung ist sogar noch höher. Weitere erstaunliche Statistiken: Die Aufwendungen der YUCs machten in den letzten Jahren 0,15–0,30% des BIP-Wachstums der USA aus, und ihre Nachfrage nach Cloud-Dienstleistungen und digitaler Werbung generierte bei Google, Facebook und Amazon 10% der Umsätze. Mit anderen Worten: **Wenn die Investoren das Interesse an der Finanzierung von YUCs verlieren, könnte dies beträchtliche Verwerfungen für große und mittlere Technologiedienstleister und die US-Wirtschaft insgesamt zur Folge haben.**

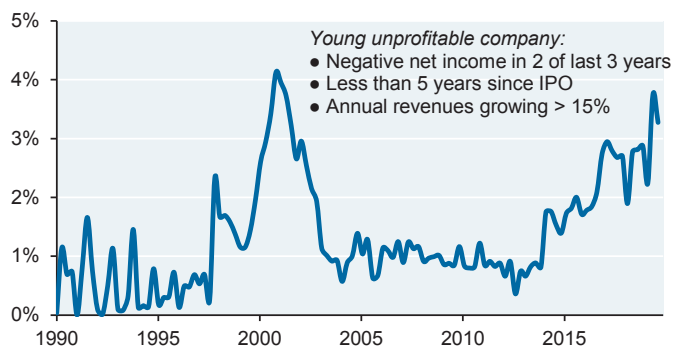
**Marktkapitalisierung junger unrentabler Unternehmen**  
In % der gesamten Marktkapitalisierung



Quelle: FactSet, J.P. Morgan Asset Management. Q3 2019.

**Ausgaben junger unrentabler Unternehmen**

In % der gesamten Unternehmensausgaben für Vertriebsgemeinkosten, Investitionen, Forschung und Entwicklung



Quelle: FactSet, J.P. Morgan Asset Management. Q3 2019.



## [10] Was ist der interessanteste Durchbruch, von dem ich 2019 erfahren habe?

Jedes Jahr spreche ich mit den Unternehmern über die Projekte, an denen sie arbeiten. Der interessanteste Durchbruch, von dem ich 2019 erfahren habe, betrifft die neusten Errungenschaften in der Stammzellforschung. Tiefengeothermie durch Plasmabohrer kam gleich an zweiter Stelle<sup>18</sup>, ist aber noch zu weit von einer Umsetzung entfernt.

Wir verbrachten im Oktober einen Tag am Forschungsinstitut der New York Stem Cell Foundation<sup>19</sup>. Stellen Sie sich Folgendes vor: Sie gehen in eine Klinik und lassen dort ein Röhrchen Blut oder ein Stück Haut von der Größe eines Apfelnkerns entnehmen. Dann geschieht das Erstaunliche: **Wissenschaftler verwenden Ihre Probe, um „unbeschriebene“ Stammzellen zu extrahieren, die Ihr eigenes Erbgut in sich tragen und anschließend in jede beliebige von über 200 spezialisierten Zellarten umgewandelt werden können, z. B. Herz, Leber, Bauchspeicheldrüse, Gehirn usw.** Die folgenden Szenarien sind heute wissenschaftlich machbar, und zwar nicht nur im Reich der Fantasie:

- Sie leiden an einer chronischen genetischen Erkrankung wie amyotrophe Lateralsklerose (ALS), Diabetes, multiple Sklerose oder Parkinson. Die Ärzte möchten verschiedene Ansätze ausprobieren, da Sie auf die Standardtherapien nicht gut ansprechen. Anstatt Sie in Ihrem geschwächten Zustand mit diesen Behandlungen zu bombardieren, kann man sie in einer Petrischale an Ihren eigenen Zellen erproben, da diese die gleiche genetische Veranlagung aufweisen wie Sie. Bei Bedarf können die Forscher hunderte verschiedener Wirkstoffkombinationen austesten, was bei einem einzelnen Patienten im praktischen Sinn in der Regel nicht möglich wäre.
- Sie leiden an einer Erkrankung wie Makuladegeneration, die bislang nicht heilbar ist. Wissenschaftler transformieren Ihre undifferenzierten Stammzellen zu neuen Netzhautzellen, um die absterbenden Zellen in Ihrem Körper zu ersetzen. Ebenso können Ihre Stammzellen in Hüftknochenzellen umgewandelt werden, sodass für Patienten, die an Knochenschwund leiden, kein anorganisches Material mehr benötigt wird.
- Sie sind ein Wissenschaftler mit Schwerpunkt auf Krankheiten wie Alzheimer und mussten sich bislang auf Experimente an Mäusen und anderen Versuchstieren beschränken. Allerdings entwickeln diese Tiere in der Natur keine Alzheimer-Krankheit, daher ist der gesamte Forschungsprozess von Ungewissheiten und Sackgassen geprägt. Auch Diabetesheilmittel für Mäuse wirken nicht bei Menschen. Stattdessen können Sie mithilfe von Stammzellen verschiedene Therapien ausprobieren, wobei Ihnen eine unerschöpfliche Quelle menschlicher Zellen zur Verfügung steht, die diese Erkrankung in sich tragen. Zudem können Sie diese Behandlungen auf eine vielfältige Population von Zellspendern anwenden, ein wichtiger Aspekt, denn nicht jeder Patient mit einer bestimmten Erkrankung reagiert genau gleich auf eine Therapie. Ein angenehmer Nebeneffekt: Indem sie ihre Tests nicht an Tieren, sondern an menschlichen Zellen vornehmen, könnte es den Wissenschaftlern gelingen, den Zeitplan einer Arzneimittelzulassung um 3–4 Jahre zu verkürzen und die Erfolgswahrscheinlichkeit um mehr als das Achtfache zu erhöhen.

<sup>18</sup> **Ultratiefe geothermische Energie.** Bei der Gewinnung von Erdwärme im Kraftwerksmaßstab wird normalerweise Dampf oder heißes Wasser mit einer Temperatur von 150–200° C erschlossen. An der Oberfläche wird die Wärme zur Stromerzeugung mittels einer Dampfturbine genutzt. Die Bohrtiefe beträgt in der Regel 150–200 Meter. Allerdings befinden sich in einer Tiefe von 5–7 Kilometern unter der Erde geothermische Lagerstätten von 400° bis 500° C bei einem atmosphärischen Druck von 200 bar, wo das Wasser die Form eines „überkritischen Fluids“ annimmt. Diese Fluids könnten theoretisch die zehnfache Leistung traditioneller Geothermiebohrungen erzeugen und sind mit der Kapazität von Kernkraftwerken vergleichbar. Wir haben ein Unternehmen kennengelernt, das plasmabasierte Bohrer entwickelt, die Temperaturen von 6.000° C erreichen sollen, um in solche Tiefen vorzudringen. Jedoch steckt die Erforschung noch in den Kinderschuhen, und die geschätzten Kosten der Plasmabohrungen, die mit zunehmender Tiefe linear steigen (im Gegensatz zum geometrischen Anstieg bei konventionellen Bohrtechniken) sind mit Vorsicht zu genießen, solange sie nur in Feldversuchen nachgewiesen werden. Sehr viel versprechend als potenziell erneuerbare Grundlastversorgung, aber noch lange nicht ausgereift.

<sup>19</sup> Die **NYSCF** ist ein multidisziplinäres Forschungslabor mit 225 Wissenschaftlern. Es unterhält Partnerschaften mit den führenden Universitäten und Lehrkrankenhäusern der Welt. Warum ist die NYSCF etwas Besonderes? Viele akademische Forschungseinrichtungen sind in hohem Maße auf Publikationen angewiesen, ein Nachteil für die Erforschung von risikoreichen/nicht traditionellen experimentellen Behandlungen. Die NYSCF hingegen kann sich diesen Therapien widmen, da sie ein unabhängiges, gemeinnütziges Forschungsinstitut ist, das durch private Spenden finanziert wird. Außerdem erfordern die Arten der Experimente, die von der NYSCF durchgeführt werden, eine Kombination verschiedener Fachrichtungen: Biologen, Ingenieure, Computerwissenschaftler, Immunologen und Neurologen. Durch diesen multidisziplinären Ansatz kann das Institut im großen Maßstab hochwertige Stammzellen reproduzieren und leidet daher weniger unter den Engpässen, welche die Stammzellforschung bislang behindert haben.



Was ist die Grundlage dieser Entdeckungen? Die Bildung **induzierter pluripotenter Stammzellen aus den Haut- und Blutzellen von Erwachsenen**<sup>20</sup>, die einen Großteil des Stammzellenbedarfs aus der embryonalen In-Vitro-Fertilisation (IVF) ersetzen. Bislang findet die Stammzellforschung für chronische Krankheiten überwiegend in multidisziplinären Laboren statt, wie das von uns besuchte Institut. Die erreichten Meilensteine sind aber sehr viel versprechend:

- Wirkstoffkombinationen, die das Fortschreiten von ALS verlangsamen und Krebszellen bei AML (Leukämie) zerstören sollen, wurden mithilfe des genannten Verfahrens entdeckt und gehen in die klinischen Studien.
- Patienten erhalten in einer frühen Testphase derzeit Stammzellbehandlungen gegen Makuladegeneration.
- Stammzelltherapien werden für Parkinson-Patienten entwickelt, um verlorene Nervenzellen zu ersetzen und neu aufzubauen.
- Forscher arbeiten an Stammzellbehandlungen zur Erzeugung neuer Blutzellen, um Sichelzell- und andere Immun-/Stoffwechselkrankheiten zu bekämpfen.
- Zellproben von Patiententumoren dienen zur Bildung von „Organoiden“. Dabei handelt es sich im Wesentlichen um lebendes Krebsgewebe, das unbegrenzt überleben und zur Erforschung von Krebstherapien verwendet werden kann.

Sehr frühe Projekte beinhalten Studien über sensorische Neuronen, die aus Stammzellen erzeugt werden, um bessere, nicht süchtig machende Mittel gegen chronische Schmerzen zu entwickeln.

Für die Betroffenen der untersuchten chronischen Krankheiten ist es noch ein weiter Weg, denn es braucht Zeit, bis neue Therapien zugelassen und im Gesundheitssystem angekommen sind, bis geklärt ist, ob diese Therapien zu den Leistungen der verschiedenen Versicherungstarife gehören und die Fragen nach den pluripotenten Stammzellen selbst beantwortet sind, da in einigen Experimenten über die Bildung von Tumoren berichtet wurde, die aus den Stammzellen hervorgingen. Bei aller Ungewissheit könnten die derzeit durchgeführten klinischen Stammzellstudien rückblickend als eine neue Dimension der Medizin betrachtet werden, die nicht nur Sterblichkeit und Körperbehinderungen, sondern auch die wirtschaftlichen Kosten einiger chronischer Erkrankungen reduziert.

---

20 **Die Bedeutung FDA-genehmigter Studien und Therapien im Gegensatz zum „Stammzelltourismus“.** Es gibt Berichte über adipöse und andere Stammzellbehandlungen, die von FDA-genehmigten Stammzellstudien klar zu unterscheiden sind. Der Generalstaatsanwalt von New York und andere Aufsichtsbehörden haben wegen der Risiken für die Patienten entsprechende Ermittlungen aufgenommen. Eine Studie im New England Journal of Medicine zeigte 2017 die erheblichen negativen Folgen einiger unregulierter Therapien gegen Makuladegeneration auf, darunter vollständige Erblindung.

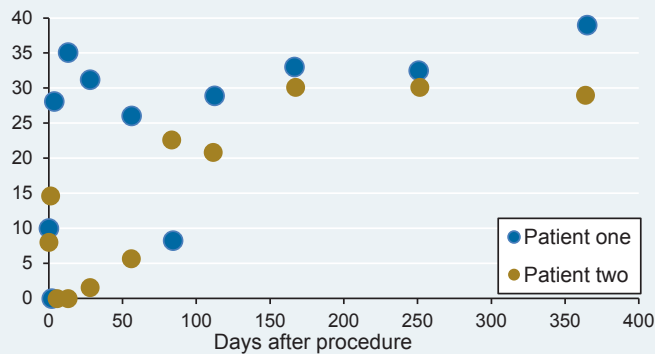


### Die aktuelle Erforschung von Stammzelltransplantationen zur Behandlung von altersbedingter Makuladegeneration (AMD)

Zwei Patienten mit akuter feuchter AMD und einem zuletzt rapiden Sehverlust erhielten in einem Auge ein Zellstück, das aus verbliebenen IVF-Embryos generiert wurde. Der Eingriff erfolgte im Rahmen einer offenen Sicherheits- und Machbarkeitsstudie der Phase 1. Die Ergebnisse wurden anhand der Sehschärfe (also ob die Patienten eine normale LogMAR-Sehtafel mit fünf Blockbuchstaben pro Zeile lesen konnten) und anhand der Lesefähigkeit in Worten pro Minute gemessen. Bei beiden Patienten verbesserte sich im ersten Jahr sowohl die Sehschärfe als auch die Lesefähigkeit, obwohl beide nach dem Eingriff ins Krankenhaus mussten, um eine Netzhautablösung und unerwünschte Nebenwirkungen der Immunsuppression zu behandeln (da die verwendeten IVF-Zellen nicht von den Patienten stammten). Künftige Stammzellstudien werden stattdessen die eigenen pluripotenten Zellen eines Patienten beinhalten, sodass die Immunreaktion nicht mehr unterdrückt werden muss.

#### Verbesserungen der Sehschärfe

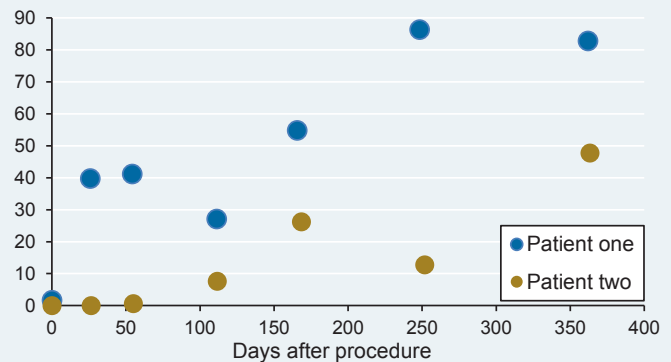
Anzahl der entzifferten Buchstaben auf einer normalen LogMAR-Sehtafel



Quelle: *Nature Biotechnology*, Cruz/Coffey et al, 2018.

#### Lesegeschwindigkeit

Gelesene Worte pro Minute



Quelle: *Nature Biotechnology*, Cruz/Coffey et al, 2018.



## Abkürzungen

**ACWI** All Country World Index; **AMEX** American Stock Exchange; **BEA** Bureau of Economic Analysis (US-Amt für Wirtschaftsanalyse); **BLS** Bureau of Labor Statistics (US-Amt für Arbeitsmarktstatistik); **CBO** Congressional Budget Office (Haushaltsbüro im US-Kongress); **CC** China Customs (chinesische Zollbehörde); **CFLP** China Federation of Logistics and Purchasing (chinesischer Verband für Logistik und Einkauf); **CFO** Chief Financial Officer; **CRFB** Committee for a Responsible Federal Budget (US-Ausschuss für einen verantwortlichen Bundeshaushalt); **CNBS** China National Bureau of Statistics (nationale Statistikbehörde Chinas); **E&P** Exploration und Produktion; **EBITDA** Earnings before interest, tax, depreciation, and amortization (Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen auf Sachanlagen und immaterielle Vermögenswerte); **ECB** European Central Bank (Europäische Zentralbank, EZB); **EM** Emerging Markets (Schwellenländer); **FAANG** Facebook, Apple, Amazon, Netflix und Google; **FDA** Food and Drug Administration (US-Arzneimittelbehörde); **FRB** Federal Reserve Board; **FTC** Federal Trade Commission (US-Kartellbehörde); **GBI** Government Bond Index (Index für Staatsanleihen); **GICS** Global Industry Classification Standard (globaler Klassifizierungsstandard für Wirtschaftssektoren); **GIPC** Global Innovation Policy Center (Organ der US-Handelskammer zum Schutz des geistigen Eigentums); **HHS** United States Dep't of Health and Human Services (US-Ministerium für Gesundheitspflege und Soziale Dienste); **IBES** Institutional Brokers' Estimate System; **IPO** Initial Public Offering (Börsengang); **ITIF** Information Technology and Innovation Foundation; **JPMAM** J.P. Morgan Asset Management; **MSCI** Morgan Stanley Capital International; **NAHB** National Association of Homebuilders; **NBER WP** National Bureau of Economic Research Working Papers (Arbeitspapiere des National Bureau of Economic Research); **NLRB** National Labor Relations Board (Bundesbehörde für Arbeitsbeziehungen); **NTU** National Taxpayer Union (US-Steuerzahlerbund); **NYSE** New York Stock Exchange; **OECD** Organisation for Economic Co-operation and Development (Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung); **P/E** Price to Earnings (Kurs-Gewinn-Verhältnis, KGV); **PBOC** People's Bank of China (chinesische Zentralbank); **PCE** Personal Consumption Expenditure (Index der privaten Konsumausgaben); **PMI** Purchasing Managers' Index (Einkaufsmanagerindex, EMI); **R&D** Research and Development (Forschung und Entwicklung, F&E); **RMB** Renminbi; **SG&A** Selling, General and Administrative Expenses (Vertriebsgemeinkosten); **SIFMA** Securities Industry and Financial Markets Association (Verband der Wertpapierindustrie und Finanzmärkte); **USITC** United States International Trade Commission (Internationale Handelskommission der USA); **WTO** World Trade Organization (Welthandelsorganisation)



**MICHAEL CEMBALEST** ist Leiter der Markt- und Anlagestrategie bei J.P. Morgan Asset & Wealth Management, einem international führenden Unternehmen für Anlageverwaltung und Private Banking mit einem verwalteten Kundenvermögen von 2,2 Bio. USD weltweit (Stand: 30.09.2019). Er ist für die Entwicklung der strategischen Markt- und Investmentanalysen in den Geschäftsbereichen Institutional, Funds und Private Banking verantwortlich.

Michael Cembalest ist Mitglied im J.P. Morgan Asset Management Investment Committee und gehört darüber hinaus auch dem Anlageausschuss an, der den Vorsorgeplan für die 256.000 Mitarbeitenden von J.P. Morgan betreut.

Zuletzt war Michael Cembalest acht Jahre lang als Chief Investment Officer für die Global Private Bank des Unternehmens tätig. Zuvor leitete er im Investment Management einen der Bereiche für festverzinsliche Anlagen, wo er für bonitätsstarke Anleihen, Hochzinsanleihen, Schwellenmarktanleihen und Kommunalanleihen verantwortlich war.

Vor seinem Wechsel in die Vermögensverwaltung arbeitete Michael Cembalest als leitender Strategie für Schwellenmarktanleihen bei J.P. Morgan Securities. Er begann seine Tätigkeit bei J.P. Morgan 1987 im Bereich Unternehmensfinanzierung.

Michael Cembalest besitzt einen M.A. der Columbia School of International and Public Affairs (1986) und einen B.A. von der Tufts University (1984).

Wir halten die hierin enthaltenen Informationen für verlässlich, bieten jedoch keinerlei Gewähr für ihre Richtigkeit und Vollständigkeit. Die in diesem Dokument zum Ausdruck gebrachten Ansichten, Schätzungen, Anlagestrategien und Anlagemeinungen basieren auf den aktuellen Marktbedingungen. Sie stellen unsere persönliche Einschätzung dar und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

## RISIKOASPEKTE

- Die Wertentwicklung in der Vergangenheit stellt keinen Hinweis auf die künftige Entwicklung dar. Sie können nicht direkt in einen Index investieren.
- Die Preise und Erträge sind beispielhafter Natur, da sie sich je nach Marktbedingungen ändern können.
- Für alle Strategien existieren weitere Risikoaspekte.
- Die Angaben in diesem Dokument stellen weder eine Empfehlung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageprodukten oder -dienstleistungen dar.
- Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich von denen anderer Abteilungen von J.P. Morgan unterscheiden. Die vorliegenden Unterlagen dürfen nicht als Anlageanalyse oder Anlage-Researchbericht von J.P. Morgan verstanden werden.
- Bei Fremdwährungen kann die Rendite infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen.

## WICHTIGE HINWEISE

### WICHTIGE RISIKEN

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Ihrer Information über ausgewählte Produkte und Dienstleistungen, die vom Bereich Wealth Management von J.P. Morgan, welcher ein Teil von JPMorgan Chase & Co. („J.P. Morgan“) ist, angeboten werden. **Bitte lesen Sie diese wichtigen Hinweise sorgfältig durch.**

### ALLGEMEINE RISIKEN & ÜBERLEGUNGEN

Die hierin beschriebenen Einschätzungen, Strategien und Produkte eignen sich möglicherweise nicht für alle Anleger und können mit Risiken verbunden sein. **Die Anleger erhalten unter Umständen weniger als ihren ursprünglichen Anlagebetrag zurück, und die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Ergebnisse.** Die Anlageallokation ist keine Garantie für einen Gewinn oder eine Absicherung gegen Verluste. Der Inhalt dieses Dokuments sollte nicht als alleinige Grundlage für Anlageentscheidungen verwendet werden. Wir raten Ihnen dringend, sorgfältig abzuwägen, ob sich die erörterten Dienste, Produkte, Anlageklassen (z. B. Aktien, Anleihen, alternative Anlagen, Rohstoffe etc.) und Strategien für Ihre individuellen Erfordernisse eignen. Sie sollten die mit einer Anlagedienstleistung, einem Anlageprodukt oder einer Anlagestrategie verbundenen Ziele, Risiken, Gebühren und Kosten prüfen, bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen. Kontaktieren Sie Ihren Kundenberater bei J.P. Morgan für diese und weitere Informationen, und um Ihre Ziele/Situation zu besprechen.

### HAFTUNGSAUSSCHLUSS

J.P. Morgan hält die in diesen Unterlagen enthaltenen Informationen für verlässlich, leistet jedoch keinerlei Zusicherungen oder Garantien bezüglich deren Richtigkeit, Verlässlichkeit oder Vollständigkeit und übernimmt keine Verantwortung für direkte oder indirekte Verluste oder Schäden, die durch die vollständige oder auszugsweise Verwendung dieser Unterlagen entstehen. Es werden keine Zusicherungen oder Garantien hinsichtlich der in diesen Unterlagen enthaltenen Berechnungen, Grafiken, Tabellen, Diagramme oder Kommentare gegeben, die lediglich Veranschaulichungs-/Referenzzwecken dienen. J.P. Morgan übernimmt keine Verpflichtung, die in diesen Unterlagen enthaltenen Informationen im Falle einer Änderung zu aktualisieren. Etwaige prognostizierte Ergebnisse und Risiken basieren ausschließlich auf den genannten hypothetischen Beispielen. Tatsächliche Ergebnisse und Risiken können je nach den konkreten Umständen abweichen. Zukunftsbezogene Aussagen sind nicht als Garantie oder Vorhersage zukünftiger Ergebnisse zu verstehen.

Der Inhalt dieses Dokuments darf nicht dahingehend ausgelegt werden, dass sich daraus eine Sorgfaltspflicht Ihnen oder Dritten gegenüber bzw. eine Beratungsbeziehung zu Ihnen oder Dritten ergibt. Unabhängig davon, ob diese Informationen auf Ihren Wunsch hin erteilt wurden oder nicht, ist der Inhalt dieses Dokuments nicht als Angebot, Aufforderung, Empfehlung oder Ratschlag (ob finanzieller, buchhalterischer, rechtlicher, steuerlicher oder sonstiger Art) seitens J.P. Morgan und/oder seiner Führungskräfte oder Mitarbeiter aufzufassen. J.P. Morgan sowie seine verbundenen Unternehmen und Angestellten bieten keine Beratung in steuerlichen, rechtlichen oder buchhalterischen Fragen. Sie sollten vor jeder Finanztransaktion Ihre eigenen Steuer- oder Rechtsberater sowie Buchhaltungsexperten zu Rate ziehen.

### WICHTIGE INFORMATIONEN ZU IHREN ANLAGEN UND MÖGLICHEN INTERESSENKONFLIKTEN

Interessenkonflikte entstehen, wenn JPMorgan Chase Bank, N.A. oder eines ihrer verbundenen Unternehmen (zusammengefasst „J.P. Morgan“) bei der Verwaltung der Portfolios unserer Kunden einen tatsächlichen oder mutmaßlichen wirtschaftlichen oder sonstigen Anreiz haben, in einer Weise zu handeln, die dem Vorteil von J.P. Morgan dient. Konflikte entstehen z. B. (insoweit die nachfolgenden Handlungen für Ihr Konto zulässig sind), wenn: (1) J.P. Morgan in ein Anlageprodukt (wie z. B. einen Investmentfonds, ein strukturiertes Produkt, ein Separately Managed Account oder einen Hedgefonds) investiert, das von JPMorgan Chase Bank, N.A. oder einem verbundenen Unternehmen wie J.P. Morgan Investment Management Inc. ausgegeben oder verwaltet wird; (2) ein Unternehmen von J.P. Morgan von einem verbundenen Unternehmen Leistungen (wie z. B. die Ausführung und Abrechnung einer Transaktion) erhält; (3) J.P. Morgan für den Kauf eines Anlageproduktes für Rechnung eines Kunden Zahlungen erhält; oder (4) J.P. Morgan für erbrachte Leistungen (z. B. Anteilsinhaberbetreuung, Führung von Unterlagen oder Depotdienste) in Bezug auf Anlageprodukte, die für ein Kundenportfolio gekauft wurden, Zahlungen erhält. Weitere Konflikte entstehen dadurch, dass J.P. Morgan zu anderen Kunden Beziehungen unterhält oder auf eigene Rechnung handelt.

Die Anlagestrategien werden sowohl bei J.P. Morgan als auch bei externen Vermögensverwaltern ausgewählt und unterliegen einer ständigen Kontrolle durch unsere Manager-Research-Teams. Unsere Teams für den Portfolioaufbau wählen aus diesen Anlagestrategien diejenigen aus, die wir auf Basis unserer Vermögensallokationsziele und unseres Anlageausblicks für geeignet halten, um das Anlageziel des Portfolios zu erreichen.

Wir bevorzugen grundsätzlich Anlagestrategien, die von J.P. Morgan verwaltet werden. Wir gehen davon aus, dass der Anteil der von J.P. Morgan verwalteten Anlagestrategien bei Strategien wie z. B. Baranlagen und erstklassigen festverzinslichen Anlagen (vorbehaltlich anwendbaren Rechts und mandatspezifischer Erwägungen) hoch ausfallen wird (und zwar bis zu 100 Prozent).

Während unsere intern verwalteten Strategien in der Regel mit unserer vorausschauenden Anlagepolitik in Einklang stehen und wir sowohl mit den Anlageverfahren als auch mit der Risiko- und Compliancepolitik des Unternehmens vertraut sind, weisen wir darauf hin, dass J.P. Morgan bei einer Einbindung von intern verwalteten Anlagestrategien insgesamt mehr Gebühren erhält. Wir bieten die Möglichkeit, von J.P. Morgan verwaltete Anlagestrategien in bestimmten Portfolios auszuschließen (mit Ausnahme der Geldmarkt- und Liquiditätsprodukte).

Die Six Circles Funds sind in den USA eingetragene Indexfonds, die von J.P. Morgan verwaltet werden. Als Sub-Advisor fungieren Dritte. Obwohl sie als intern verwaltete Strategien eingestuft werden, erhebt JPMC keine Gebühren für die Fondsverwaltung oder andere Fondsdienstleistungen.

## **RECHTSTRÄGER, MARKEN- & REGULATORISCHE INFORMATIONEN**

In den **Vereinigten Staaten von Amerika** werden Bankkonten und verbundene Dienstleistungen, wie z. B. Girokonten, Spareinlagen und Bankkredite, von **JPMorgan Chase Bank, N.A., die Mitglied der FDIC ist**, angeboten.

**JPMorgan Chase Bank, N.A.** und seine verbundenen Unternehmen (zusammen „**JPMCB**“) offerieren Bankprodukte, die im Rahmen der Trust- und Treuhanddienste unter Umständen bankgeführte Giro- und Depotkonten umfassen. Sonstige Anlageprodukte und -dienste, wie z. B. Brokerage- und Beratungskonten, werden von **J.P. Morgan Securities LLC („JPMS“)**, Mitglied der FINRA und SIPC, angeboten. Bei **JPMCB** und **JPMS** handelt es sich um verbundene Unternehmen unter gemeinsamer Beherrschung von J.P. Morgan. Die Produkte sind nicht in allen Bundesstaaten verfügbar.

In **Luxemburg** werden diese Unterlagen von J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. mit Geschäftssitz im European Bank and Business Centre, 6 route de Trèves, L-2633, Senningerberg, Luxembourg, ausgegeben. R.C.S Luxembourg B10.958. Diese ist zugelassen und reguliert von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) und von der Europäischen Zentralbank (EZB) und der CSSF gemeinsam beaufsichtigt. J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. ist gemäß dem Gesetz vom 5. April 1993 als Kreditinstitut zugelassen. In **Großbritannien** erfolgt die Veröffentlichung dieser Unterlagen durch J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. – London Branch. Vor dem Brexit (der Austritt Großbritanniens aus der Europäischen Union gemäß Artikel 50 des Vertrags über die Europäische Union bzw. bei Verlust des Bankenpasses zwischen Großbritannien und dem Rest des EWR) ist J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. – London Branch von der Financial Conduct Authority reguliert und in eingeschränktem Maß von der Prudential Regulatory Authority reguliert. Einzelheiten zum Ausmaß unserer Regulierung durch die Financial Conduct Authority und die Prudential Regulation Authority sind auf Anfrage verfügbar. Im Falle des Brexit ist die J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. – London Branch in Großbritannien von der Prudential Regulation Authority zugelassen, von der Financial Conduct Authority reguliert und in eingeschränktem Maß von der Prudential Regulatory Authority reguliert. Einzelheiten zu dem Ausmaß unserer Regulierung durch die Prudential Regulation Authority sind auf Anfrage verfügbar. In **Spanien** werden diese Unterlagen von J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Sucursal en España, Geschäftssitz Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Spanien, ausgegeben. J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Sucursal en España ist unter der Nummer 1516 bei der Bank von Spanien registriert und wird von der CNMV (spanische Börsenaufsichtsbehörde) beaufsichtigt. In **Deutschland** werden diese Unterlagen von J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Frankfurt Branch, Geschäftssitz Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Frankfurt, ausgegeben, die gemeinsam von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) und der Europäischen Zentralbank (EZB) und in bestimmten Bereichen auch von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) beaufsichtigt wird. In Italien werden diese Unterlagen von J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Succursale di Milano mit Geschäftssitz Via Adalberto Catena 4, 20121 Milano, Italien, ausgegeben. Die Niederlassung wird von der Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) reguliert. Die Unterlagen dürfen darüber hinaus von **JPMorgan Chase Bank, N.A., Paris Branch**, verbreitet werden, die von den französischen Banken- und Marktaufsichtsbehörden Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution bzw. Autorité des Marchés Financiers reguliert wird, oder von **J.P. Morgan (Suisse) SA**, eine in der Schweiz durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) regulierte Gesellschaft.

Bezugnahmen auf „J.P. Morgan“ bedeuten JPMorgan Chase & Co. sowie deren weltweite Tochtergesellschaften und verbundenen Unternehmen. „Private Bank von J.P. Morgan“ ist die Marketing-Bezeichnung für das Private-Banking-Geschäft von J.P. Morgan.

Dieses Dokument ist für Ihren persönlichen Gebrauch vorgesehen und darf ohne unsere Genehmigung nicht an andere Personen weitergegeben oder für andere Zwecke als den persönlichen Gebrauch vervielfältigt werden. Wenn Sie Fragen haben oder diese Informationen künftig nicht mehr erhalten möchten, wenden Sie sich bitte an Ihren Kundenberater bei J.P. Morgan.

© 2020 JPMorgan Chase & Co. Alle Rechte vorbehalten.



**AMERIKA**

Brasilien  
Chile  
Kolumbien  
Mexiko  
Peru  
USA

**ASIEN**

Hong Kong  
Singapur

**EUROPA**

Deutschland  
Frankreich  
Großbritannien  
Italien  
Luxemburg  
Schweiz  
Spanien

**NAHOST**

Dubai

*J.P. Morgan*