

Nicht zur Weitergabe an Endanleger!



Kapitalmarktausblick

Christian Preussner, CFA – Client Portfolio Manager Equities

J.P.Morgan
Asset Management

Szenario-Analyse

Szenario 1

Wachstum

- **USA:** Deleveraging bei Banken und privaten Haushalten beschränkt die Möglichkeit einer Erholung in 2010, allerdings Rückkehr zum Trendwachstum in 2012
- **Europa:** zurückhaltendere Geldpolitik; Wachstum auf Trendniveau in 2012
- **Japan:** Erholung wird durch langsame Geld-/Fiskalpolitik zurückgehalten. Wachstum auf Trendniveau in 2012

Unternehmensgewinne

- **USA:** Rückgang ähnlich wie in den vergangenen Rezessionen (30%-35%), Erholung in 2010/11
- **Europa/Japan:** stärkerer Rückgang als in den USA (40%-50%)

Basisszenario

Inflation

- **USA:** Preise fallen in 2009, insbesondere durch niedrigere Ölpreise. Leichter Anstieg in 2010/11, aber schwache Arbeitsmärkte halten Inflation unter Kontrolle
- **Europa:** Euro-Schwäche bedingt leicht höhere Inflation als in den USA, allerdings könnte auch hier die Arbeitslosigkeit zu einem stärkeren Rückgang führen
- **Japan:** Deflationsszenario

Geldpolitik

- **USA:** Fed hebt langsam die Zinsen an; Leitzins geht auf 3% bis 2013 zurück. Negative Realzinsen bis 2012
- **Europa:** EZB hebt die Zinsen bis auf 3% bis 2013 an; reale Zinsen übersteigen nicht 1%
- **Japan:** Zinsen steigen langsam an; positive Realzinsen

Quelle: JPMAM Global Multi Asset Group

Szenario 2

Wachstum

- **USA:** deutlicher Wirtschaftsabschwung bedingt Rezession über zwei Jahre und verhaltene Erholung
- **Europa:** ähnliches Szenario wie in den USA, allerdings geht das Wachstum noch stärker zurück durch langsame Geld-/Fiskalpolitik
- **Japan:** Mangel an Flexibilität bedeutet eine Rezession über drei Jahre

Inflation

- **USA:** deflationäres Umfeld für 2-3 Jahre
- **Europa:** höhere Deflation als in den USA
- **Japan:** höhere Deflation als in den USA und Europa

Vorsichtiges Szenario

Unternehmensgewinne

- **Starker Rückgang** (50%-60%) der Gewinne in 2009/2010 mit nur geringer Erholung danach
- **USA:** 50%-60% Rückgang in 2009
- **Europa/Japan:** schlimmer als in den USA

Geldpolitik

- **USA:** Fed belässt Zinsen niedrig, reale Zinsen zwischen 0-1/2%
- **Europa:** EZB verfolgt Inflationsziel – nominale Zinsen gegen 2% in 2013, aber reale Zinsen brauchen länger um Richtung 0% zu gehen als in den USA
- **Japan:** niedrige Zinsen weiterhin von der Bank of Japan

Quelle: JPMAM Global Multi Asset Group

Szenario 3

Wachstum

- **USA:** Die Unterstützung aus Geld-/Fiskalpolitik führt zu Wachstum oberhalb Trend in 2011
- **Europa:** analog zu den USA, allerdings leicht unter Trend Wachstum
- **Japan:** wächst schwächer als die USA, outperformed aber Europa

Inflation

- **USA:** Preisveränderungen sind leicht negativ bis neutral in 2009. Inflation steigt in 2011/13
- **Europa:** Inflation steigt im Jahr 2012/13, allerdings nicht über 2%
- **Japan:** 2009 – Deflation; danach bleibt die Inflation bei/leicht unter 1%

Best case Szenario

Unternehmensgewinne

- Gewinne gehen in 2009 stark zurück, erholen sich aber deutlich in 2010/11. Dies reflektiert die Kosteneinsparungen und einen späteren Aufschwung im Wirtschaftszyklus
- Märkte kommen langsam zu den langfristigen Durchschnittswerten zurück

Geldpolitik

- **USA:** Fed hebt die Zinsen zwischen 2010 und 2013 auf 4% an
- **Europa:** höhere Realzinsen bedeuten einen Refinanzierungszins von 3½% bis 2012
- **Japan:** verfolgt eine striktere Geldpolitik und erhöht die Zinsen auf 2¼% bis 2013

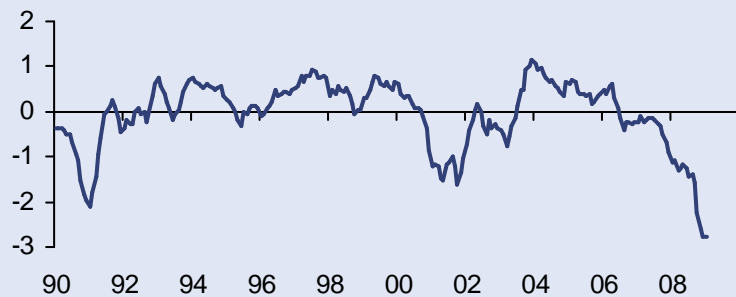
Quelle: JPMAM Global Multi Asset Group

Wirtschaftliches Umfeld

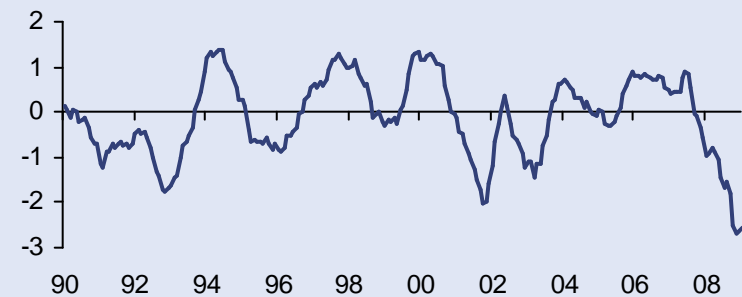
Konjunkturindikatoren deuten auf tiefe globale Rezession

Unsere Frühindikatoren zeigen eine globale Rezession, die gravierender ausfallen wird als die letzten Rezessionen Anfang der 90er Jahre und zu Beginn des neuen Jahrtausends

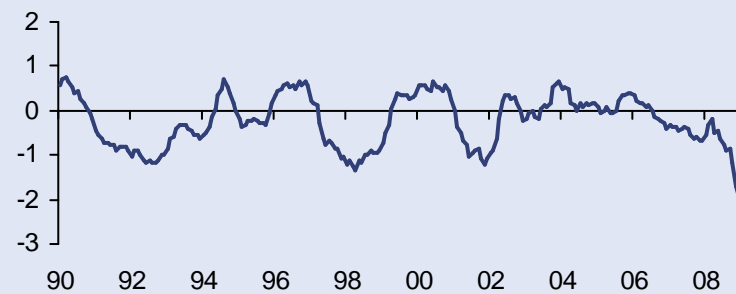
USA



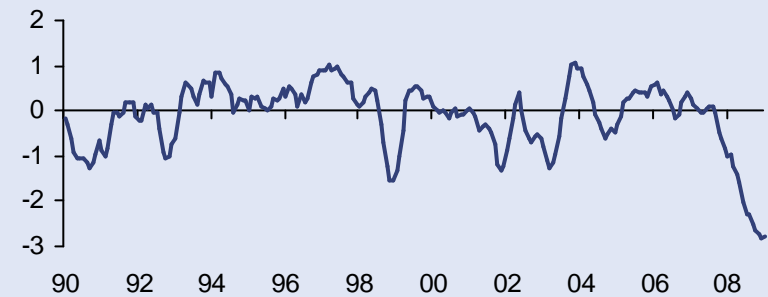
Eurozone



Japan



GB

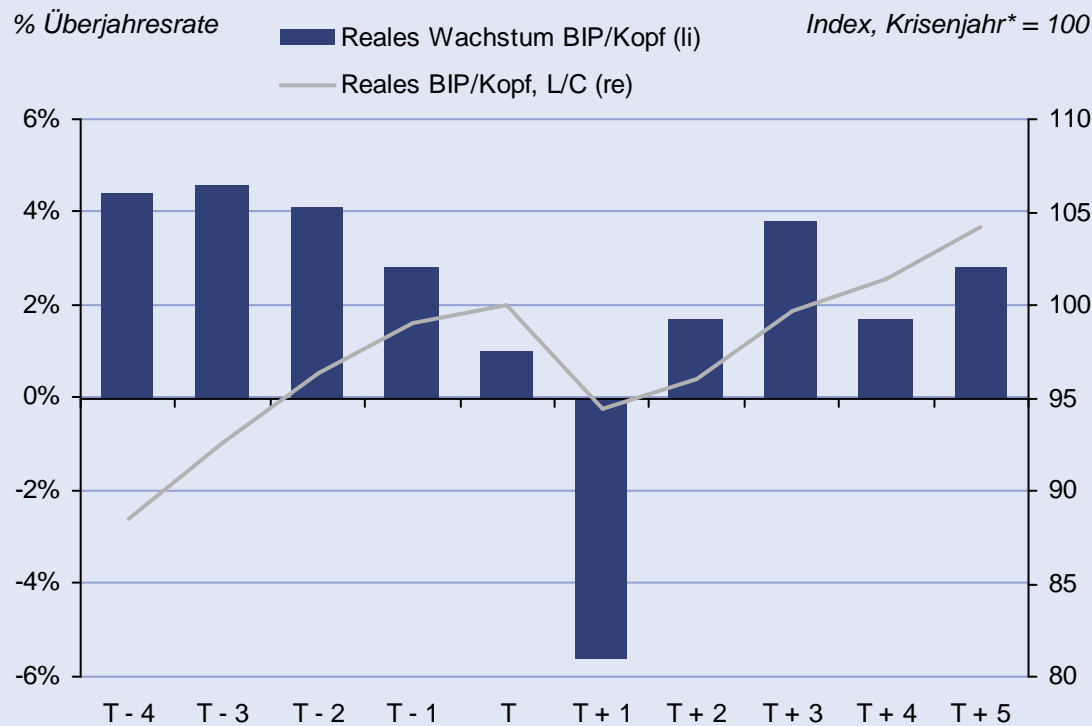


Quelle: JPMAM Global Currency Team

*Anmerkung: Indizes vergleichen veröffentlichte Daten mit vorherigen Prognosen dieser Daten. Ein positiver Wert zeigt an, dass veröffentlichte Daten per Saldo die Konsensprognose übertroffen haben.

Volkswirtschaftliche Kosten der Bankenkrise

In der Historie zeigten Volkswirtschaften mit einer Bankenkrise im Durchschnitt 4 Jahre unter-Trend Wachstum. Es dauert ca. 4 Jahre bis das BIP/Kopf wieder auf das Niveau vor der Krise ansteigt



Bankenkrise – # verlorene Jahre

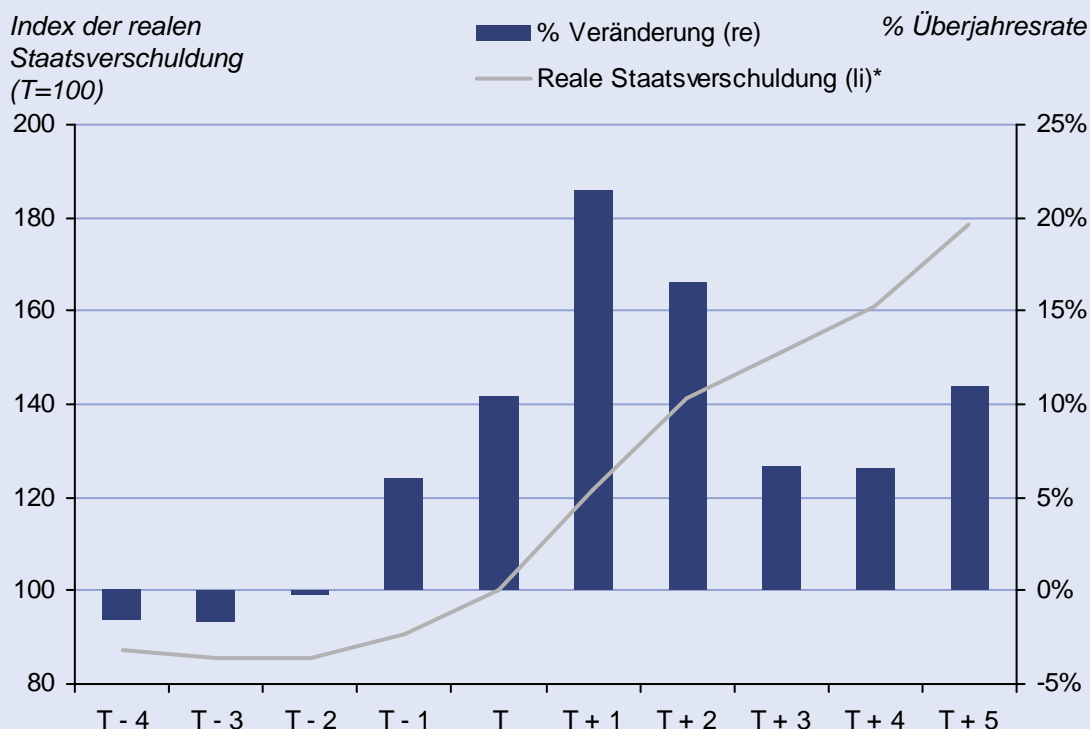
Land	Krisen-jahr	# verlorene Jahre*
Spanien	1977	5
Norwegen	1987	2
Finnland	1991	4
Schweden	1991	4
Japan	1992	2
Mexiko	1994	4
Hong Kong	1997	3
Indonesien	1997	8
Malaysia	1997	5
Philippinen	1997	3
Südkorea	1997	2
Thailand	1997	5

Quelle: MacData, JPMAM Schätzungen, basierend auf der Studie von Reinhart & Rogoff (2008), *Banking Crises: An Equal Opportunity Menace*, NBER Working Paper No: 14587

*Hinweis: (1) Das Jahr T in der Grafik stellt das erste Jahr der Bankenkrise dar. Die BIP Daten wurden auf 100 im Jahr des Krisenausbruchs skaliert. Die Daten stellen einen gleichgewichteten Durchschnitt der Länder in der Tabelle dar. (2) Anzahl der verlorenen Jahre beschreibt die Zeitperiode bis das reale BIP/Kopf wieder auf Vorkrisenniveau zurückgegangen ist.

Staatskosten der Bankenkrise

Die Staatsverschuldung nimmt während einer Bankenkrise normalerweise zu, einerseits durch Hilfszahlungen, andererseits durch Steuerausfälle. Im Durchschnitt stieg die reale Verschuldung um 79% in den fünf Jahren nach Ausbruch der Krise



Bankenkrise – Staatskosten

Land (Krisenjahr)	Reale Neuverschuldung bis zum 5. Jahr	Credit Rating Downgrade
Spanien (1977)	101%	n/a
Norwegen (1987)	11%	No
Finnland (1991)	168%	Yes
Schweden (1991)	54%	Yes
Japan (1992)	60%	Yes
Durchschnitt	79%	n/a

Quelle: MacData, JPMAM Schätzungen, basierend auf der Studie von Reinhart & Rogoff (2008), *Banking Crises: An Equal Opportunity Menace*, NBER Working Paper No: 14587

*Hinweis: In der Grafik wird die Staatsverschuldung der fünf großen Länder dargestellt (siehe rechte Tabelle). Reale Staatsverschuldung wird gemessen durch brutto Staatsverschuldung, adjustiert durch den BIP Deflator. Gleichgewichtung der fünf Länder. Auf 100 skaliert im Jahr der Krise.

Produzenten und Konsumenten – derzeit kein Aufschwung in Sicht

Asiatische Lagerbestände sind stark angestiegen
– dies läßt auf weitere Produktionskürzungen
schließen

Konsumentenzufriedenheit bleibt weiterhin niedrig

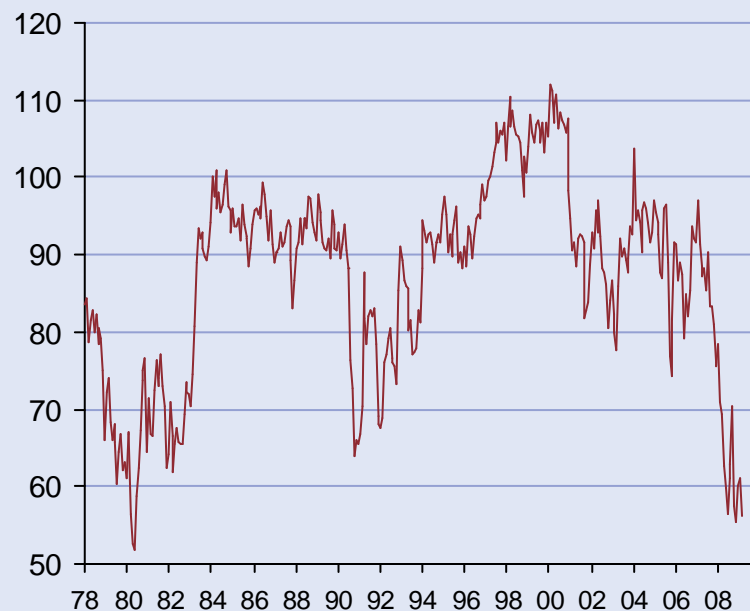
Lagerbestand/Auslieferungsverhältnis*, 2005=100



Quelle: MacData, JPMAM Global Multi Asset Group

*Hinweis: Das asiatische Lagerbestands/Auslieferungsverhältnis ist BIP-gewichtet aus Japan, Korea und Taiwan. Daten bis Januar 2009

University of Michigan Konsumentenzufriedenheit



Quelle: University of Michigan, Thomson Datastream, JPMAM

*Hinweis: Daten per Februar 2009

Marktindikatoren – sind die Deflationssorgen bereits vorbei?

Finanzwerte zeigen weiterhin eine Underperformance in 2009 – Stabilität wird gebraucht

Finanzwerte relativ zum breiten Markt, 01 Jan 2006 = 100

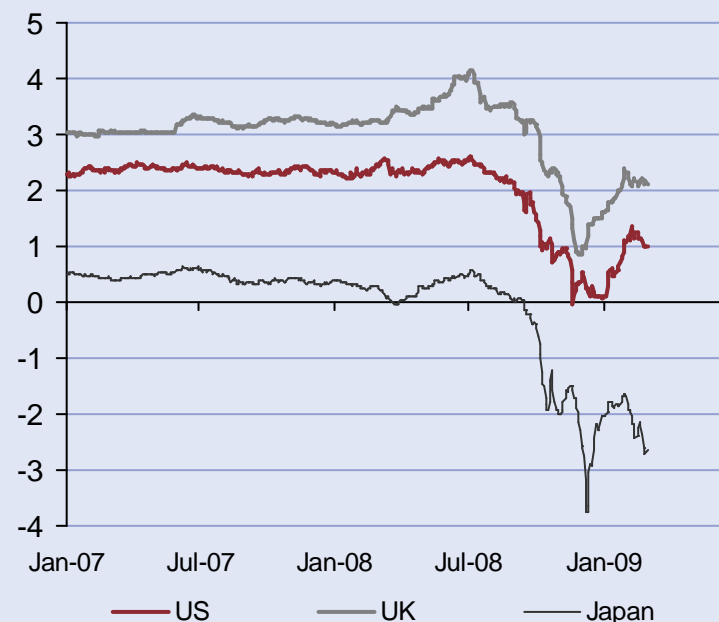


Quelle: Thomson Datastream, JPMAM

*Hinweis: Daten per 27. Februar 2009

Die Anleihenmärkte preisen keine Deflation in den USA und GB mehr ein – allerdings weiterhin in Japan

10 J. Break-Even Inflation*, % p.a.



Quelle: Bloomberg, JPMAM

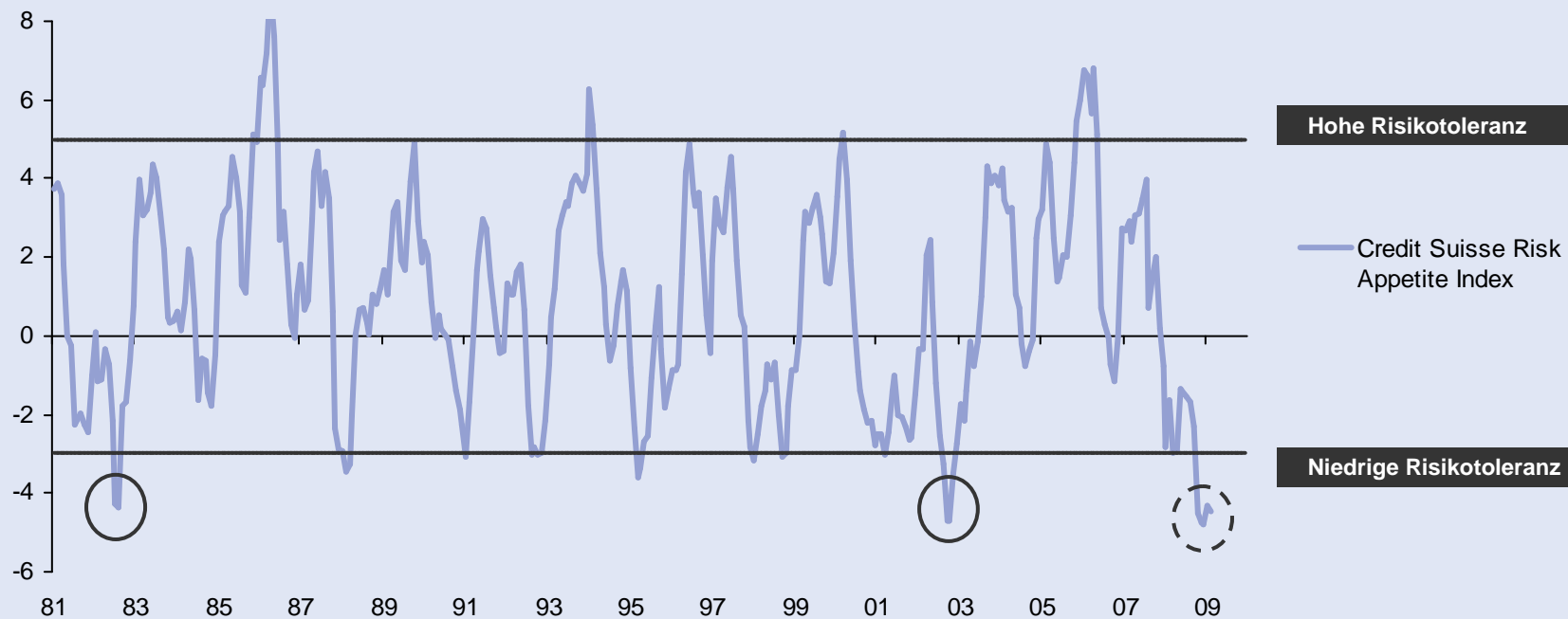
*Hinweis: 10-J. Breakeven Inflation ist die Differenz zwischen nominellen Staatsanleihen und inflationsgeschützten Anleihen (TIPS). Sie ist ein Maß für die erwartete Inflation über die nächsten 10 Jahre. Daten per 2. März 2009

Welche Themen bestimmen die Kapitalmärkte?

Risikotoleranz der Anleger – auf historischem Tief

Risikotoleranz ist auf ein Niveau abgefallen, das erst zweimal in den vergangenen 28 Jahren erreicht wurde

Risikotoleranzindex*



Quelle: Credit Suisse

Anmerkung: Der Credit Suisse Risk Appetite Index vergleicht risikoadjustierte Renditen in 64 Märkte (Aktien und Anleihen). Der Index kumuliert 6-Monats Überrenditen über Geldmarkt und vergleicht diese mit der 12-Monats Volatilität. Daten bis 27. Februar 2009.

USA: Hausmarkt und Kreditzinsen

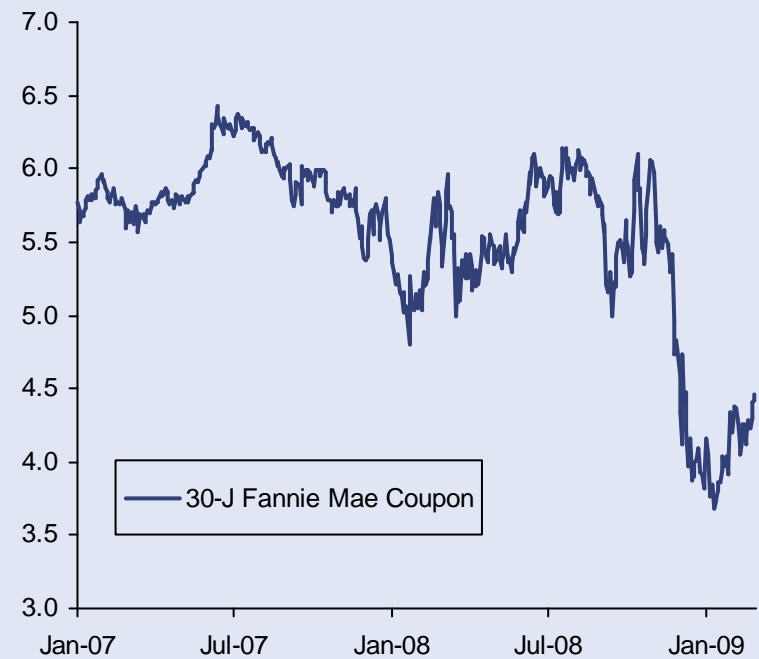
Preise am US-Hausmarkt sind seit dem Höchststand um über 20% gefallen. Das Angebot ist jedoch immer noch auf einem extremen Niveau. Kreditzinsen fallen hingegen nur verhalten

Case Shiller Hauspreisindex, % Überjahresrate



Quelle: Bloomberg (SPCS20Y%), letzte Veröffentlichung: 31.12.2008

Kreditzins, %



Quelle: Bloomberg (MTGEFNCL), Daten per 28. Februar 2009

US Kreditvergabe – erste Zeichen einer Erholung?

Die Geldmenge M2 hat sich seit September um USD 600 Mrd. Ausgeweitet – die Kreditvergabestandards haben sich leicht verbessert

Geldmengenmultiplikator



Quelle: Thomson Datastream, JPMAM

*Hinweis: Daten per 13. Februar 2009

Netto % der Banken mit strikteren Kreditvergabebedingungen



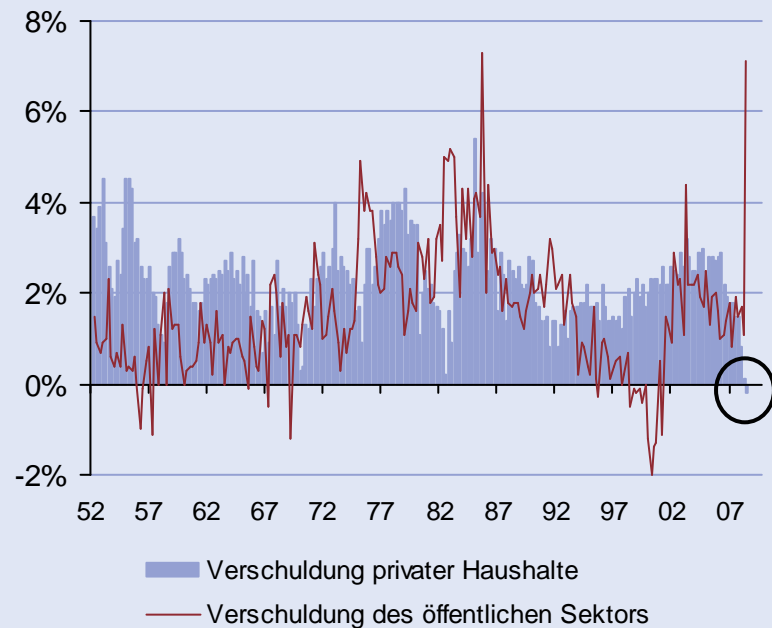
Quelle: FRB Loan Officer Survey, ECB Bank Lending Survey, MacData

*Hinweis: Daten per Februar 2009

Kreditwachstum – Kosten und deren Verteilung

Verschuldung der Haushalte geht zurück –
allerdings steigt die Staatsverschuldung

Quartalsveränderung der Verschuldung, %

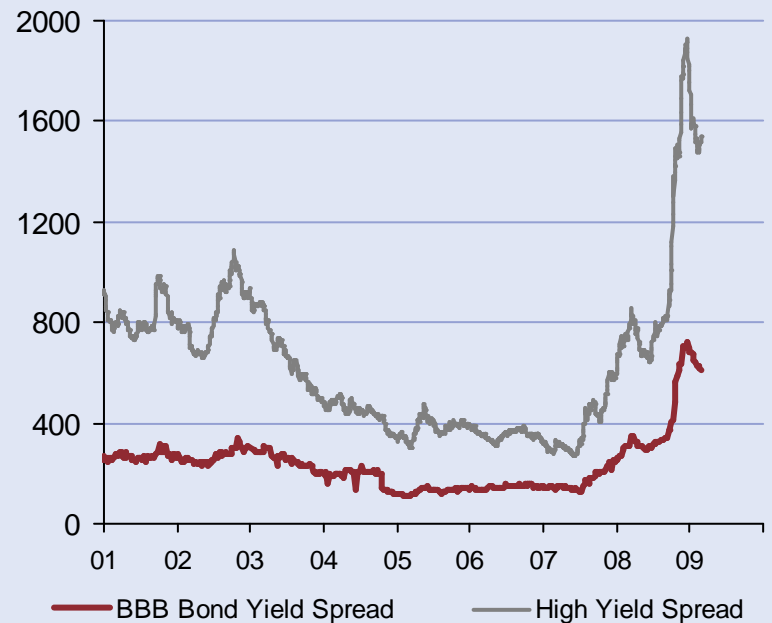


Quelle: FRB Loan Officer Survey, ECB Bank Lending Survey, MacData

*Hinweis: Daten per drittes Quartal 2008

Credit Spreads werden langsam enger – aber
immer noch ein frühes Stadium

Spread über den 10-jährigen US Treasury Renditen, Basispunkte



Quelle: MacData, Standard & Poor's, JPMAM

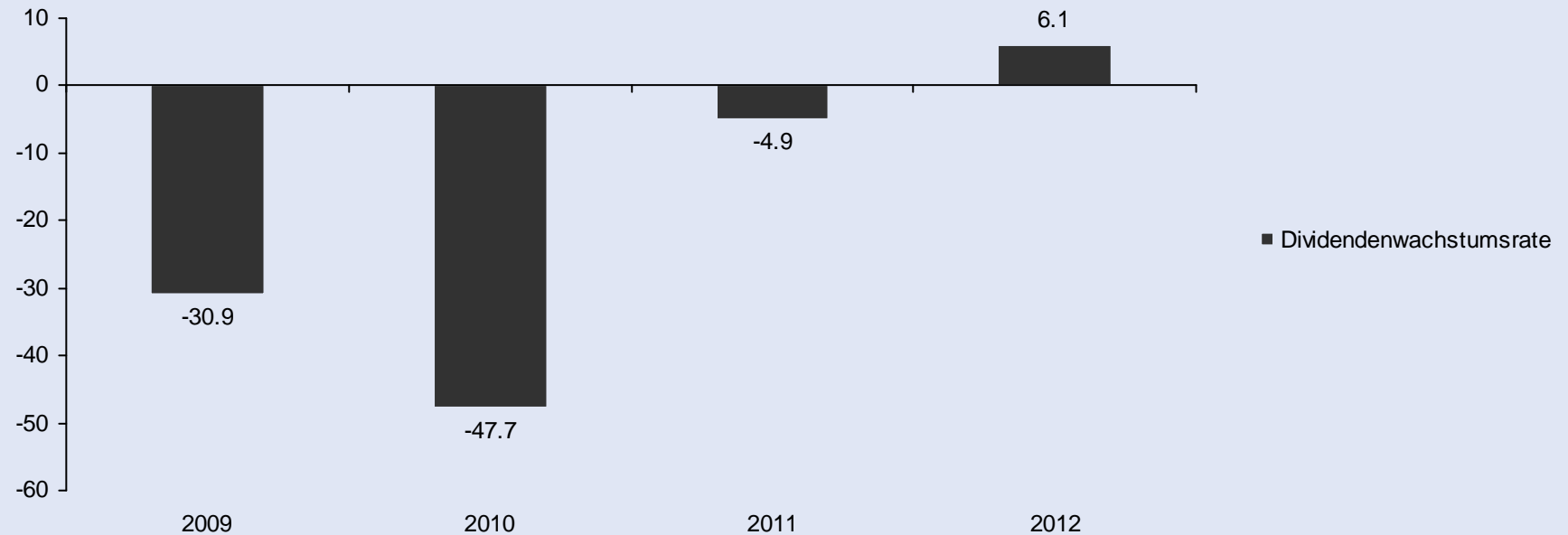
*Hinweis: Daten per 27. Februar 2009

Die Terminmärkte zeigen einen deutlichen Rückgang der Dividenden

Der Swap Markt zeigt einen deutlichen Rückgang der Dividenden über die nächsten drei Jahre, gefolgt von einer gemäßigten Erholung ab 2012

Dividendenwachstumsrate im Terminmarkt

%, p.a.



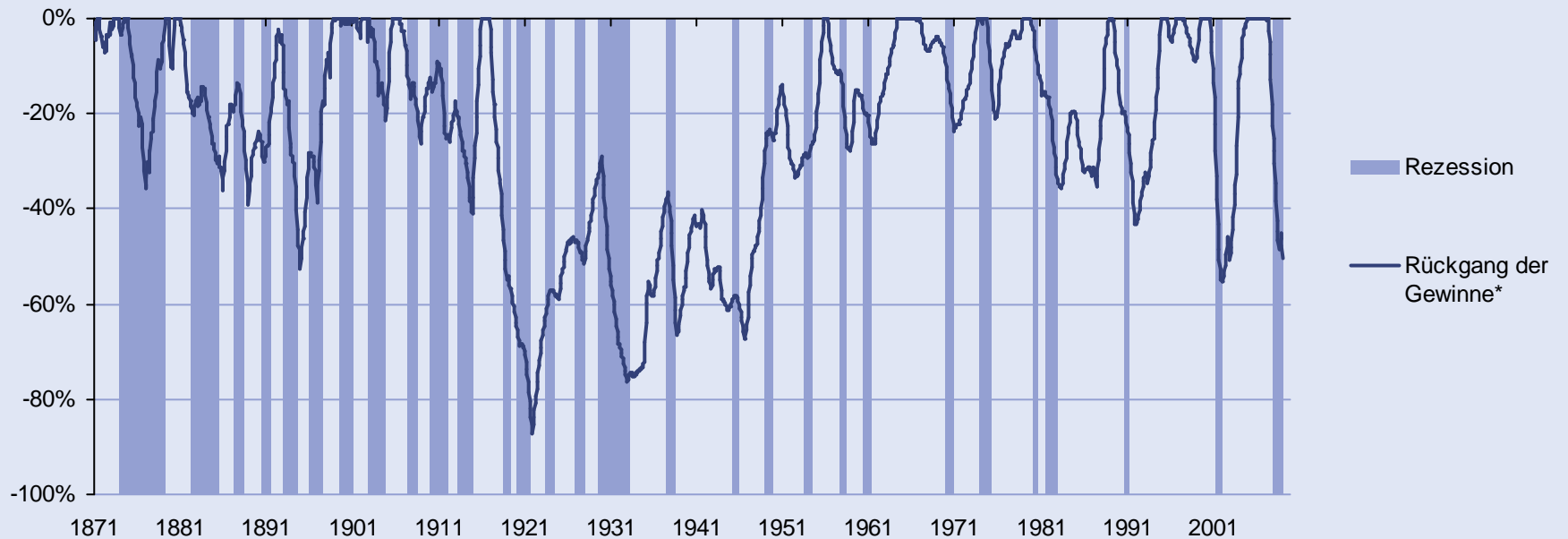
Quelle: Bloomberg, Goldman Sachs, JPMAM. Daten per 27. Februar 2009

Aktienbewertungen

Abschwung der Unternehmensgewinne in den USA

Die Gewinnzyklen wurden volatiler in den vergangenen 35 Jahren. Die letzten beiden Rezessionen brachten einen 40-50% Abschwung, aber 1920 zeigt dass ein 80% Rückgang auch möglich ist

Rückgang vom Hochpunkt der Unternehmensgewinne, %



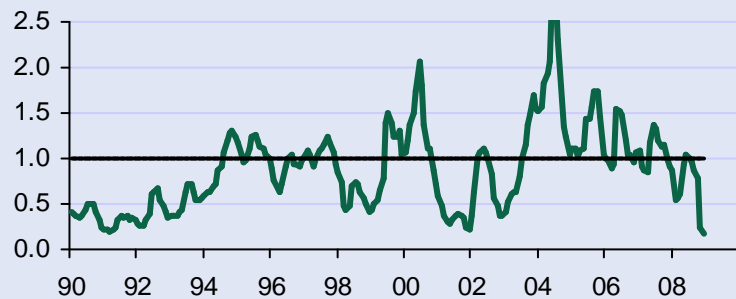
Quelle: Professor Robert Shiller, Standard & Poor's, NBER, JPMAM Global Multi Asset Group

*Hinweis: Die farblich hinterlegten Balken zeigen die offiziellen Rezessionszeiträume, die durch das National Bureau of Economic Research bestätigt wurden. Daten per Februar 2009

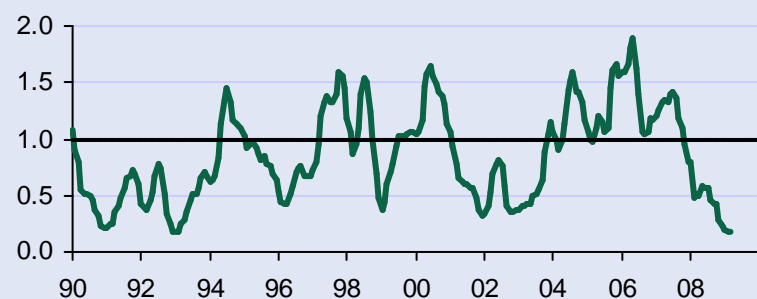
Gewinnmomentum neigt weiterhin zur Schwäche

Gewinnmomentum nimmt weltweit ab, nur Schwellenländer könnten die Ausnahme bilden. Allerdings halten wir die Gewinnschätzungen des Marktes für 2009 weiterhin für zu optimistisch

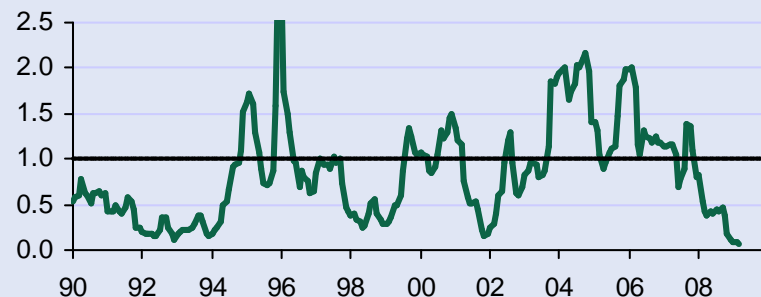
USA



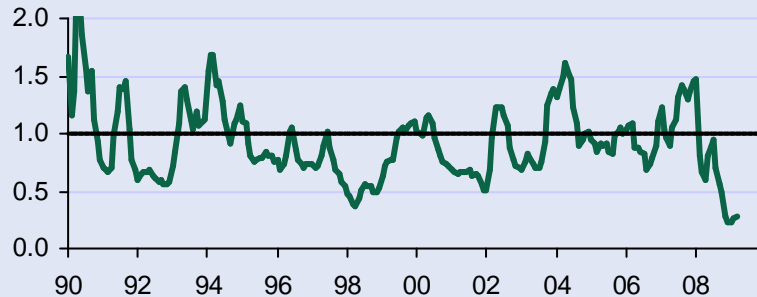
Eurozone



Japan



Emerging Markets



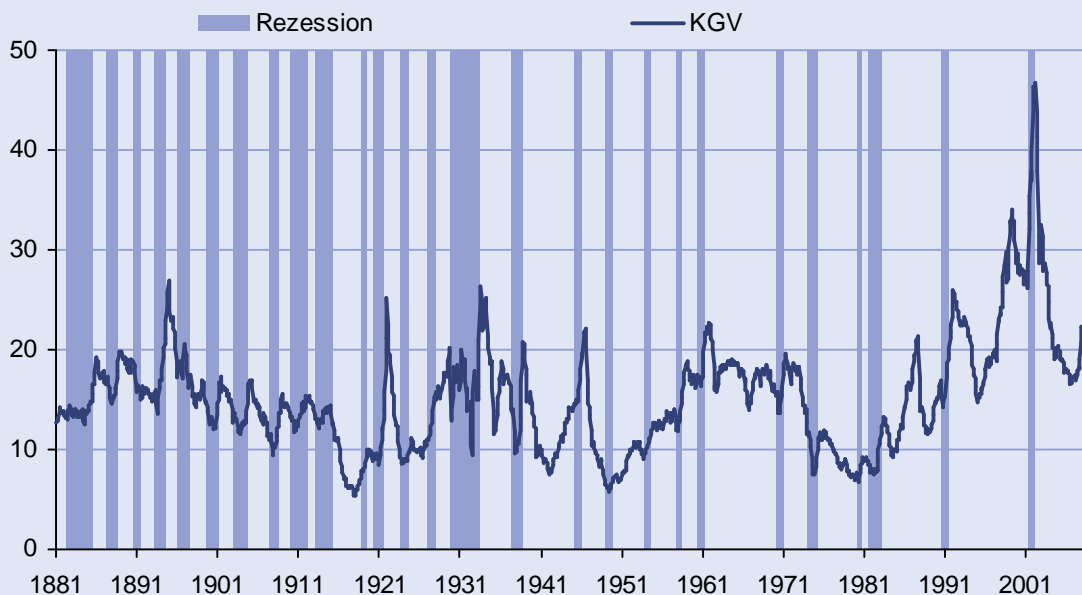
Quelle: Thomson Datastream, JPMAM

*Hinweis: Momentum ist als Verhältnis von Analysten-Up/Downgrades über einen Zeitraum von 3 Monaten definiert. Daten per Februar 2009.

Bewertungen – die Geschichte zeigt eine Ausweitung der Multiples während einer Rezession

Rezessionen vor dem zweiten Weltkrieg waren länger und deutlich häufiger. Allerdings ist der Rückgang der Gewinne dieses Mal deutlich höher – und das in nur 14 Monaten

US-KGV



	1881-1945	1945-2008
Durchsch. Länge der US- Rezessionen, Monate	18.4	10.4
Jährliche Veränderung in den Gewinnen während Rezessionen	-8.6%	-11.6%
Jährliche Veränderung in KGVs während Rezessionen	4.4%	15.5%

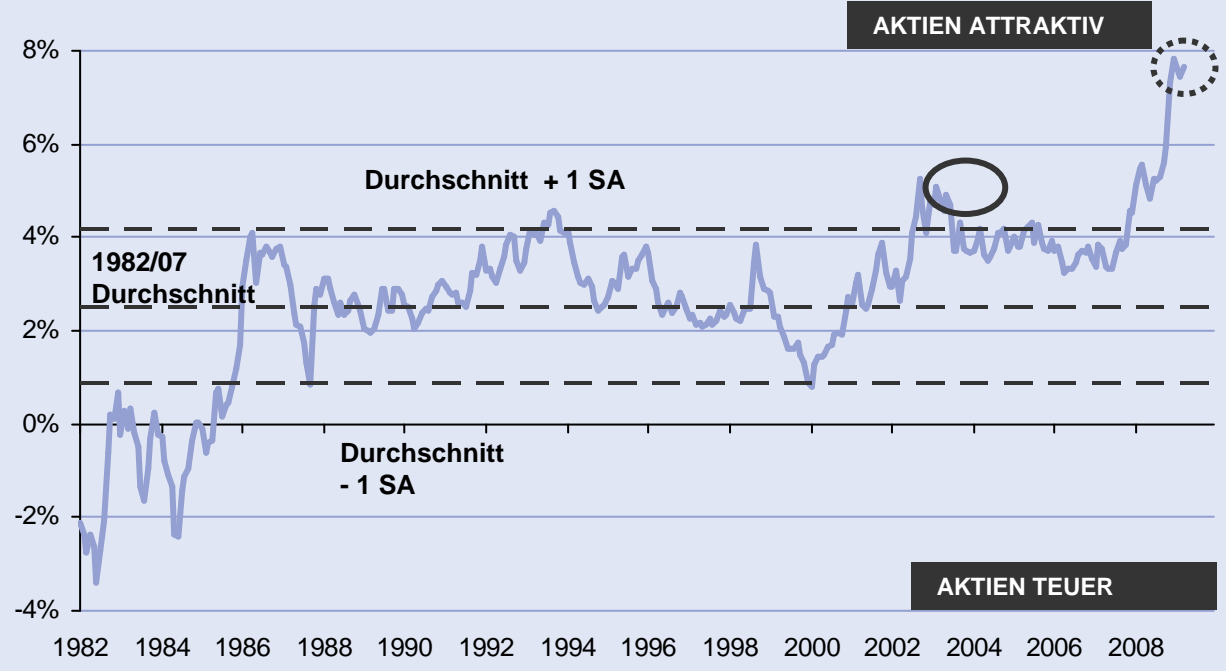
Quelle: Professor Robert Shiller, Standard & Poor's, JPMAM

Daten per 26. Februar 2009

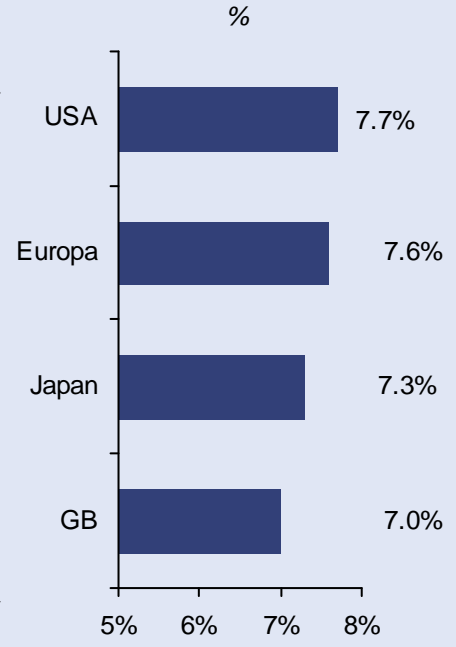
Bewertung von US-Aktien: Aktienrisikoprämien

Die US-Aktienrisikoprämien sind auf Allzeithochs, was Aktien gegenüber Anleihen unterstützen sollte. Auch die anderen Märkte weisen deutliche Unterbewertungen auf

S&P 500 Dividend Discount Rate abzgl. 10-J. US Treasury Anleihen (%)*



Aktienrisikoprämie*

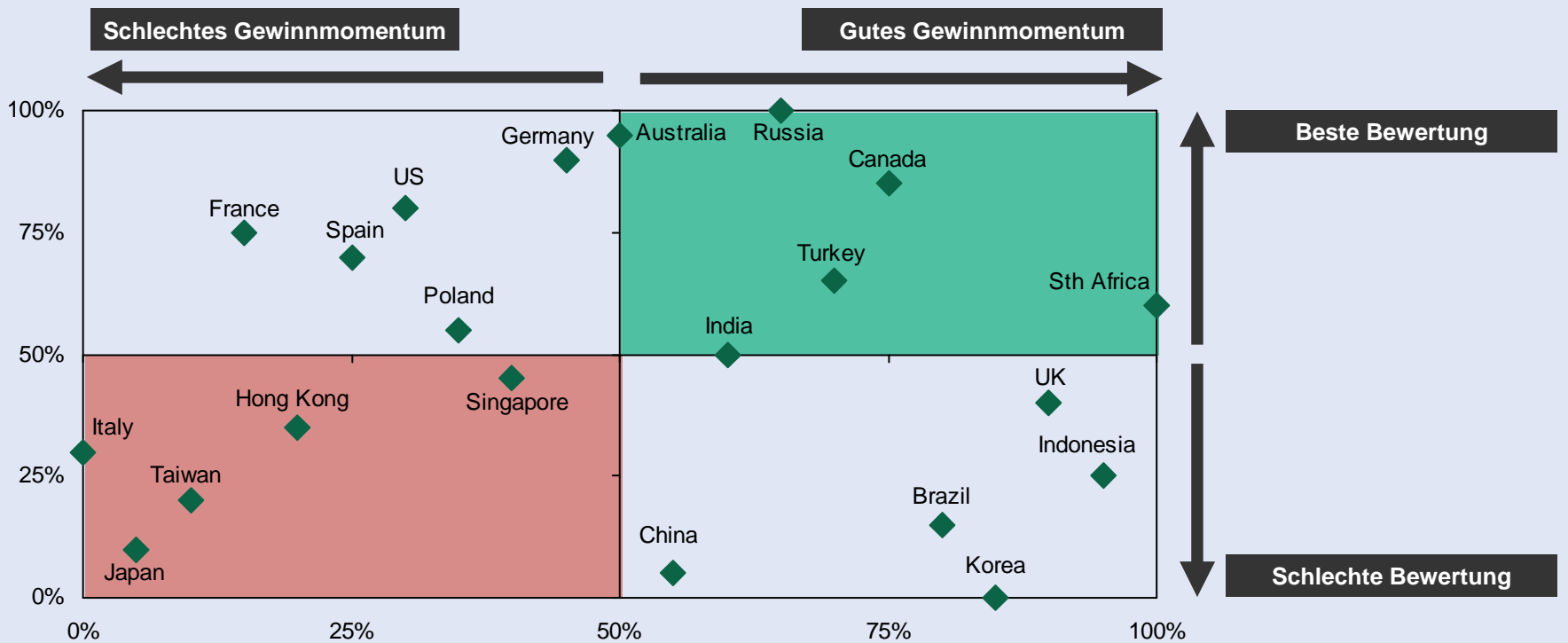


Quelle: JPMorgan Asset Management. Stand: 31. Dezember 2008

Notiz: Die langfristigen Bewertungen von JPMorgan Asset Management sind bottom-up, sektorneutrale und marktkapitalisierungsgewichtete Durchschnitte der internen Zinssätze von Large Cap Aktien, geschätzt von den JPMorgan Asset Management Aktien Research Analysten.

Gewinnmomentum vs. Bewertungen

Viele Schwellenländer tauchen im attraktivsten Quadranten auf. Aus Bewertungssicht sind einige europäische Länder und die USA favorisiert. Japan bildet das Schlusslicht



Quelle: Thomson Datastream, JPMAM Global Multi Asset Group

*Hinweis: Jeder Markt wurde vom besten (100%) zum schlechtesten (0%) auf Basis von Gewinnmomentum und Bewertung (Composite Bewertungsindikator) gerankt. Daten per Februar 2009

Asset Allokation innerhalb von weltweiten Portfolien

Geldmarktfonds – Liquidität wartet auf höhere Risikotoleranz

Kassebestände haben Rekordniveaus erreicht. Eine Erhöhung der Risikotoleranz könnte sich direkt auf eine Rally von Aktien auswirken

US-Geldmarktfonds als Anteil an der Aktienmarktkapitalisierung, %



Quelle: Thomson Datastream, JPMAM. Daten per Januar 2009

Bankenkrise und Aktien – Timing einer Markterholung

Die Geschichte zeigt, dass sich die Aktienmärkte vor den Immobilienmärkten erholen. Nach einem Rückgang von ca. 40% folgt eine Erholung von ca. 70%-80% schon im zweiten Jahr

Aktienindex in USD, (Januar des Krisenjahrs = 100)



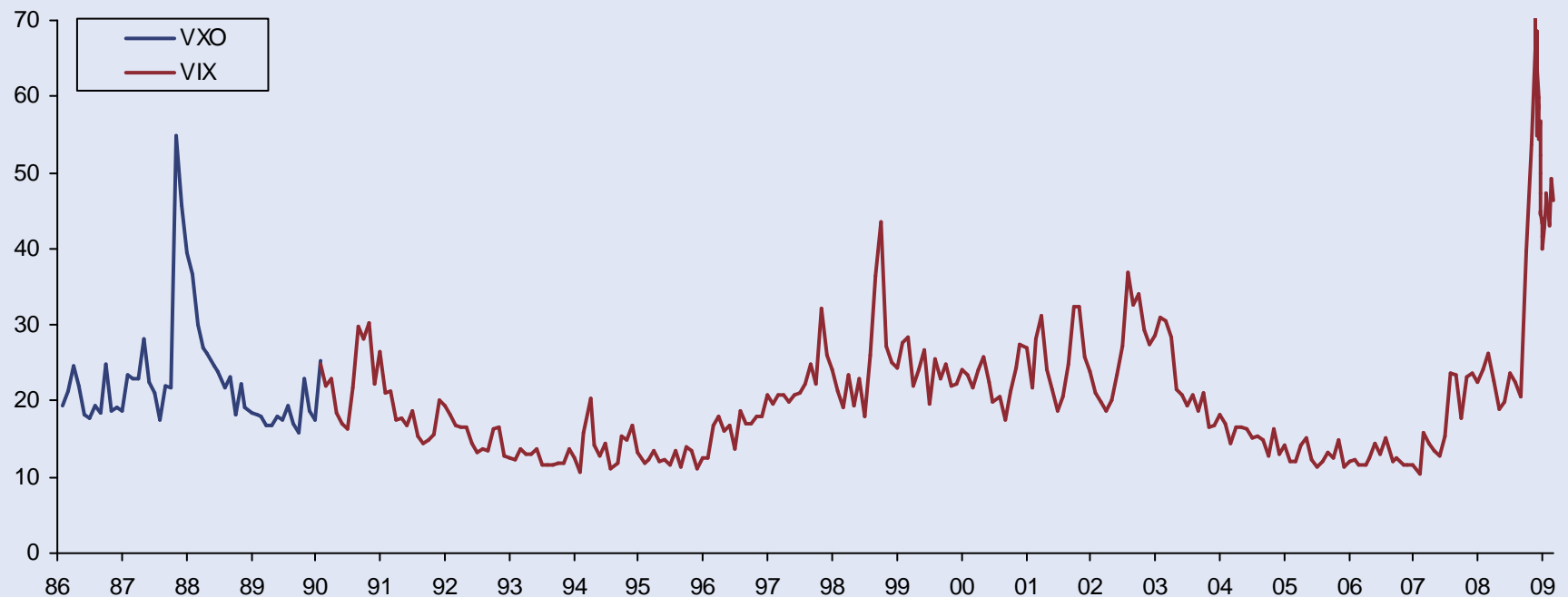
Quelle: Bloomberg, JPMAM estimates, basierend auf der Studie von Reinhart & Rogoff (2008), *Banking Crises: An Equal Opportunity Menace*, NBER Working Paper No: 14587

*Hinweis: Aktienmärkte in USD bewertet und skaliert auf 100 im Januar des Krisenjahrs. Märkte: Spanien, Norwegen, Finnland, Schweden, Japan, Mexiko, Hong Kong, Indonesien, Malaysia, Philippinen, Südkorea und Thailand

Volatilität in den USA: hat die Risikoaversion den Gipfel erreicht?

Volatilitätskennzahlen wie der VXO and VIX haben kürzlich Rekordstände erreicht – sogar höher als beim Aktiencrash 1987 – sind jetzt aber rückläufig

US-Aktienvolatilität, % (VXO bis Feb 1990, danach VIX) *



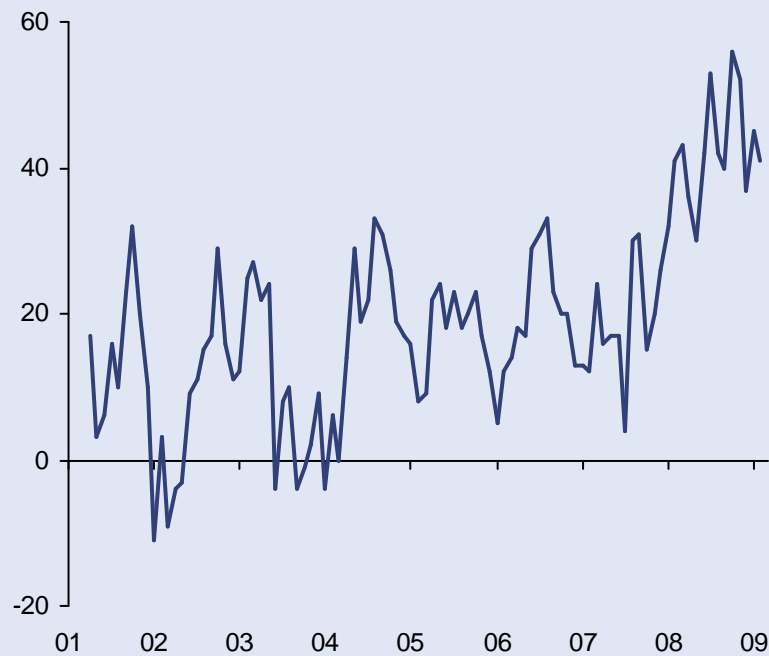
Quelle: Thomson Datastream, JPMAM

*Anmerkung: Der VIX wird vom Chicago Board Options Exchange berechnet und veröffentlicht. Es ist eine gewichtete Berechnung verschiedener Optionen auf den S&P 500 Index. Ziel ist es, die implizite Volatilität des S&P 500 Index über die nächsten 30 Tage zu schätzen. Die CBOE berechnet und veröffentlicht weiterhin den VXO. Dies ist ein seit 1993 bestehender Volatilitätsindex, der auf S&P 100 (OEX) Optionen basiert. Dieser Index hat eine Preishistorie die bis 1986 zurückdatiert und daher eine längere Historie besitzt. Daten bis 28. Februar 2009

Starke Präferenz für Geldmarktpapiere: Aktien untergewichtet

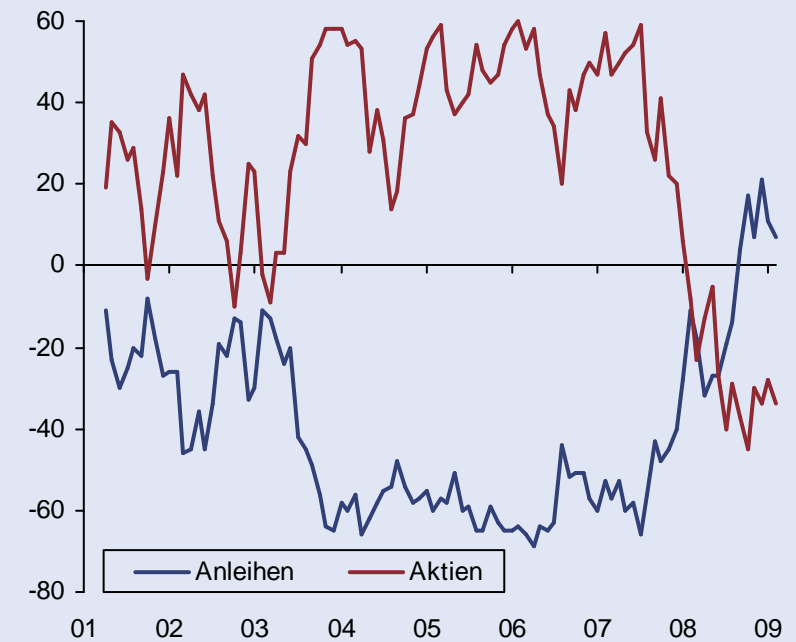
Positionierung erreicht Extremniveaus: Kasse und Anleihen werden übergewichtet, während Aktien drastisch reduziert wurden.

Netto %-Anteil der Fondsmanager mit Kasse-Übergewicht



Quelle: Merrill Lynch Fund Managers Survey (Februar 2009)

Netto %-Anteil der Fondsmanager mit Anleihen/Aktien-Übergewicht

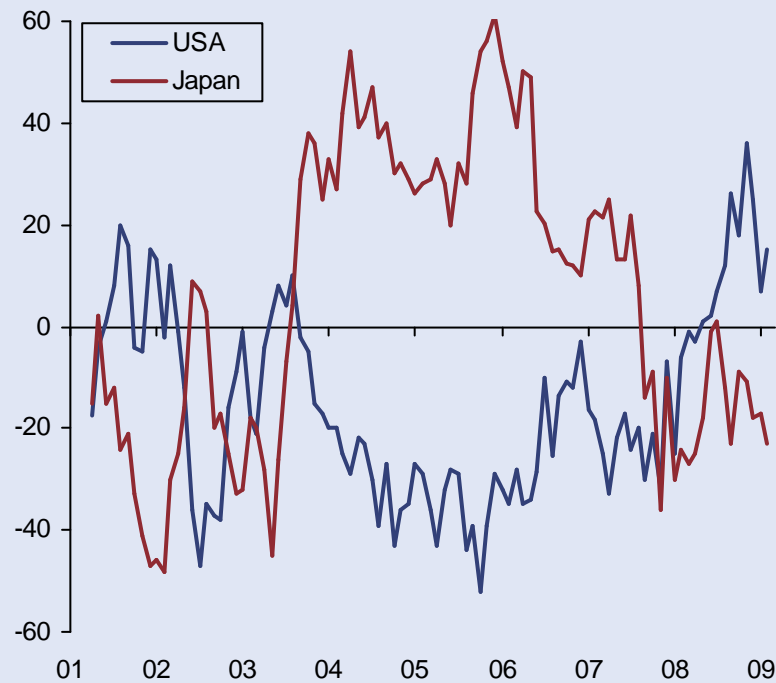


Quelle: Merrill Lynch Fund Managers Survey (Februar 2009)

Klare Aktienmarktpräferenz: US-Aktien

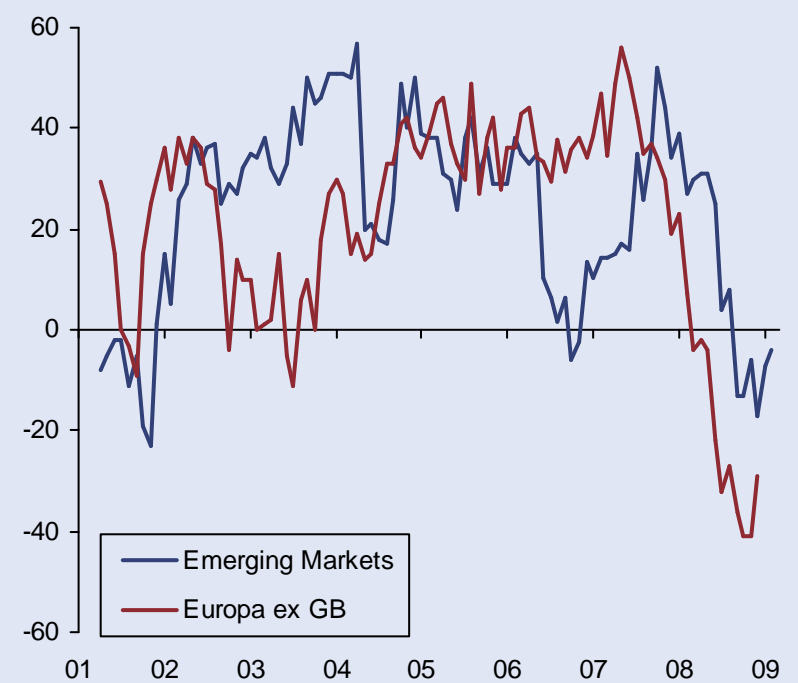
Europa und Schwellenländer wurden von Anlegern massiv verkauft, während US-Aktien wieder deutlich aufgestockt wurden

% der Fondsmanager, die ein Übergewicht in Aktien halten



Quelle: Merrill Lynch Global Fund Manager Survey (Februar 2009)

% der Fondsmanager, die ein Übergewicht in Aktien halten



Quelle: Merrill Lynch Global Fund Manager Survey (Dezember 2008)

Taktische Asset Allokation


	Untergewichtet	Neutral	Übergewichtet
Aktien (übergewichtet)	Europa ohne GB Japan US Small Cap	Emerging Markets Kanada	US Large Cap GB Pazifik ohne Japan
Anleihen (Long Duration)	Emerging Markets	USA Europa ohne GB GB High Yield	Japan

Quelle: JPMAM Global Multi Asset Group. Positionen per 27. Februar 2009

JPMorgan Asset Management

Kontakt:

Christian Preussner, CFA – Client Portfolio Manager

 +49 (69) 7124 2103

 christian.preussner@jpmorgan.com

Nicht an Endanleger aushändigen. Nur für professionelle Anleger

Die Einschätzungen, die in diesem Dokument vertreten werden, basieren auf Informationen von JPMorgan Asset Management per 31.01.2009. Die Einschätzungen sollen dabei nicht als Anlageempfehlung verstanden werden und können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Alle Informationen basieren auf Quellen, die JPMorgan Asset Management als verlässlich betrachtet. JPMorgan Asset Management kann allerdings keine Garantie für die Richtigkeit übernehmen.

Der Wert und die Rendite einer Investmentanlage können sowohl steigen als auch fallen. Eine positive Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für eine zukünftige positive Wertentwicklung, und Anleger erhalten u.U. nicht den investierten Betrag zurück. Anlagen in Fremdwährung können Währungsschwankungen unterliegen und dadurch die Rendite positiv wie negativ beeinflussen. Die Fonds können Investmentstrategien und Techniken nutzen, die substantielle Fluktuationen des Aktienennwertes zur Folge haben können. Alle Angaben beziehen sich auf die Anteilklasse A unserer Luxemburger Umbrellafonds.

JPMorgan Asset Management veröffentlicht ausschließlich produktbezogene Informationen. Dies ist keine auf die individuellen Verhältnisse des Lesers abgestimmte Handlungsempfehlung. Informieren Sie sich stets vollständig im aktuellen Verkaufsprospekt. Zeichnungen und Anträge auf Rücknahme können nur auf Basis des aktuellen ausführlichen Verkaufsprospekts und des letzten Jahres- bzw. Halbjahresberichtes getätigt werden. Diese sind kostenlos erhältlich beim Herausgeber, JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l., Frankfurt Branch, Junghofstraße 14, D-60311 Frankfurt sowie bei der deutschen Zahl- u. Informationsstelle, J.P. Morgan AG, Junghofstraße 14, D-60311 Frankfurt.