

AUSBLICK ZUR JAHRESMITTE 2026

Eine Welt im Wandel

Was könnte schiefgehen
und was könnte gelingen?



Die hier geäußerten Ansichten basieren auf den aktuellen Gegebenheiten und können sich ändern. Andere verbundene Unternehmen und Angestellte von JPMorgan Chase & Co. gelangen unter Umständen zu anderen Ansichten. Die Einschätzungen und Strategien sind unter Umständen nicht für alle Investoren geeignet. Investoren sollten ihre finanziellen Ansprechpartner konsultieren, bevor sie in ein Anlageprodukt oder eine Anlagestrategie investieren. Das vorliegende Material darf nicht als Analyse oder Researchbericht von J.P. Morgan verstanden werden. **Ausblicke und die Wertentwicklung der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.** Bitte lesen Sie die zusätzlichen Angaben bezüglich Regulierungsstatus, Offenlegungen, Haftungsausschlüssen, Risiken und andere wichtige Informationen am Ende dieses Dokuments.

ANLAGEPRODUKTE: • NICHT DURCH DIE FDIC VERSICHERT • KEINE BANKGARANTIE • WERTVERLUST MÖGLICH

Vorwort

Heute sehen sich Anleger mit einem unruhigen Umfeld konfrontiert. Die Märkte befinden sich im Wandel, werden von widersprüchlichen Schlagzeilen hin- und hergerissen und stehen unter dem Einfluss disruptiver Technologien und geopolitischer Entwicklungen. Hinter diesen Veränderungen steht eine Welt, die sich strukturell grundlegend von der vor einem Jahrzehnt unterscheidet – mit bedeutenden Implikationen für die Portfolioausrichtung. In dieser volatilen Phase setzen wir nicht auf eine einzige Zukunftsvision.

Stattdessen zeichnet der *Ausblick zur Jahresmitte 2026* einen Weg durch viele mögliche Szenarien.

Die zentralen Themen, die unser *Ausblick 2026* vor sechs Monaten hervorgehoben hat – globale Fragmentierung, Inflation und Künstliche Intelligenz – haben sich rasant weiterentwickelt und sind noch entscheidender geworden. Für jedes dieser Themen analysieren wir sowohl Chancen- als auch Risikoszenarien und identifizieren die Anlageklassen und Strategien, die darauf ausgelegt sind, sich zu bewähren – unabhängig davon, ob Portfolios auf Wachstum oder Stabilität ausgerichtet sind.

Wir gehen in die zweite Jahreshälfte selektiv, aber konstruktiv. Unser Ziel ist es nicht, Schocks vorherzusagen. Unser Anspruch ist es, Portfolios zu gestalten, die Ihnen ermöglichen, mit Überzeugung investiert zu bleiben – ganz gleich, was als Nächstes kommt. Märkte, die unter Druck stehen, können disziplinierten Anlegern attraktive Einstiegsgemeinschaften bieten.

Im Folgenden finden Sie überzeugende Wege für Anleger und tragfähige Ideen für eine Welt im Wandel. Man könnte sagen: Auch wenn die Märkte stärker unter Druck stehen, gibt es weiterhin vielversprechende Perspektiven.

Globale Fragmentierung und das Ende der Friedensdividende haben die Kosten für Stabilität erhöht und die Chancen in ausgewählten Schwellenländern, bei Gold, im Verteidigungssektor und bei Unternehmen, die die heimische Widerstandsfähigkeit stärken, neu definiert. Vor dem Hintergrund der Inflation ist eine Verankerung in Realwerten und ein erweitertes Verständnis von Diversifikation – einschließlich alternativer Strategien – gefragt. Und da sich die Künstliche Intelligenz weiterentwickelt, sind wir überzeugt, dass diese Transformation noch lange nicht abgeschlossen ist.

Wir sind stolz darauf, Ihr Finanzpartner zu sein, und bleiben fest entschlossen, Sie auch in bewegten Märkten bei der Verfolgung Ihrer Ziele zu unterstützen.

Vielen Dank für Ihr fortwährendes Vertrauen und Ihre Zuversicht in J.P. Morgan.



David Frame
CEO, Global Private Bank



Adam Tejpaul
CEO, International Private Bank



Martin Marron
CEO, Wealth Management Solutions

Wichtigste Erkenntnisse

◇ **Investieren in Zeiten globaler Fragmentierung und geopolitischer Spannungen**

Schauen Sie über Worst-Case-Szenarien hinaus - erwägen Sie eine Beimischung von US-amerikanischen Titeln und ausgewählten Schwellenländer-Werten sowie von Unternehmen, die von steigenden Sicherheitsausgaben profitieren.

◇ **Bereiten Sie sich auf eine hartnäckigere Inflation vor**

Energieschocks sind die jüngste Ursache für höhere und volatilere Inflation.

Planen Sie mit Weitblick und diversifizieren Sie gezielt über traditionelle Aktien und Anleihen hinaus - beispielsweise mit Sachwerten und ausgewählten Hedgefonds-Strategien

◇ **Positionierung für einen anhaltenden KI-Superzyklus**

Die rekordhohe KI-Adoption sorgt für spürbare Produktivitätsfortschritte.

Ziehen Sie Investments in Profiteure der Rechenzentrumsnachfrage in Betracht, prüfen Sie Privatmärkte und meiden Sie gefährdete Legacy-Software.

◇ **Stellen Sie die entscheidenden Fragen**

Die Welt ist strukturell anders als vor einem Jahrzehnt.

- Erodieren Ihre Liquiditätsbestände Ihr Vermögen?
- Wurde Ihr Portfolio einem Stresstest unterzogen?
- Sind Aktien und Anleihen ausreichend für den nächsten Investitionszyklus?

Inhalt

Teil 1

Fragmentierung: Investieren in unsicheren Zeiten

Was könnte schiefgehen?

- ◇ Engpässe bei Energie und Halbleitern verschärfen sich
- ◇ Der Energieschock verdeutlicht Europas Herausforderungen
- ◇ Das Verhältnis zwischen USA und China prägt die Industriepolitik

Was könnte gelingen?

- ◇ Schwellenländer könnten profitieren
- ◇ Industrieländer könnten Globalisierung und wirtschaftliche Souveränität in Einklang bringen
- ◇ Ein säkularer Bullenmarkt für chinesische Vermögenswerte

Teil 2

Inflation: Eine dauerhafte Bedrohung der Kaufkraft

Was könnte schiefgehen?

- ◇ Die 2020er könnten eine Neuauflage der 1970er werden
- ◇ Ein Energieschock könnte auf eine hartnäckige Inflation treffen

Was könnte gelingen?

- ◇ Arbeitsmarktreserven wirken Preisanstiegen entgegen
- ◇ Zölle und Energieschocks könnten sich als temporär erweisen;
- ◇ die Immobilien-Desinflation ist nachhaltig
- ◇ Globaler Wettbewerb könnte die Inflation begrenzen

Teil 3

Künstliche Intelligenz: Unterschätzen Sie nicht den Superzyklus und sein disinflationäres Potenzial

Was könnte schiefgehen?

- ◇ KI könnte den Arbeitsmarkt erschüttern
- ◇ KI könnte bestehende Geschäftsmodelle schneller verdrängen, als erwartet
- ◇ IPOs könnten den Höhepunkt des Zyklus markieren

Was könnte gelingen?

- ◇ Der KI-Investitionszyklus könnte die Expansion weiter antreiben
- ◇ KI könnte Produktivitätsgewinne und Margenausweitungen ermöglichen - und damit Bewertungen stützen
- ◇ KI könnte die Produktivität steigern und damit niedrigere Zinsen sowie eine sinkende Staatsschuldenquote ermöglichen

Fazit

- ◇ Schocks und Marktvolatilität schaffen Einstiegschancen für geduldige Investoren

Einführung

In diesem Mid-Year Update unseres Ausblicks für 2026 aktualisieren wir unsere Analyse der globalen Märkte und der wirtschaftlichen Entwicklung und bauen dabei auf unseren Einschätzungen vom Jahresbeginn auf. Damals vertraten wir die Ansicht, dass drei mächtige und miteinander verflochtene Kräfte – Künstliche Intelligenz (KI), Fragmentierung und Inflation – eine neue Marktlandschaft prägen. Bislang hat sich diese Einschätzung bestätigt.

In dieser Ausgabe beleuchten wir, was bei diesen zentralen Themen schiefgehen, und was gelingen könnte, und leiten daraus konkrete Implikationen für heutige Portfolios ab.

Das Verständnis dieser Faktoren bleibt entscheidend, um Ihr Vermögen in den kommenden Monaten und Jahren zu schützen und zu mehren.

Fragmentierung

Die globale Fragmentierung, einschließlich der Konflikte im Nahen Osten und in Osteuropa, hat eine Neubewertung von Risikoanlagen erzwungen. Die Rohölpreise haben sich seit Jahresbeginn nahezu verdoppelt und diesen Anstieg wieder korrigiert. Die wichtigsten Aktienmärkte verzeichneten Rückgänge von rund 10 %, und Aktien aus Schwellenländern waren noch größeren Schwankungen ausgesetzt. Die Terminzinsmärkte preisen erneute Zinserhöhungszyklen einiger Zentralbanken ein - und die Rezessionswahrscheinlichkeiten schwanken.

Selbst bei einer Lösung des Konflikts werden die anfänglichen Schäden an der physischen Energieinfrastruktur und die Risikoaufschläge bei Rohstoffen weiterhin wirtschaftliche Reibungen verursachen.

Wir sind der Überzeugung, dass langfristig orientierte Investoren solche Phasen als Gelegenheiten betrachten sollten, um ihre Aktienquote mit langfristigem Horizont auszubauen.

Inflation

Inflation wird häufig durch geopolitische Konflikte befeuert – ein bekanntes Muster. Doch die Probleme begannen bereits vor dem Energieschock im März. Die Kern- und Gesamtinflation in den USA bewegte sich bereits nahe 3%. Die reale Verzinsung kurzfristiger Geldanlagen bot nur ein dünnes Polster. Inzwischen hat sich der Abstand zwischen Geldmarktrenditen und Preisinflation weiter verengt – und dürfte noch schmaler werden.

Eine traditionelle 60/40-Allokation (60% Aktien, 40% Anleihen) kann durch volatilere Inflation unter Druck geraten – beide Anlageklassen könnten weiter fallen, falls die Inflation hartnäckiger bleibt als erwartet.

Mit einem weiteren einmaligen wirtschaftlichen Schock in der Post-COVID-Ära halten wir weiterhin daran fest, dass das Inflationsniveau höher bleibt als vor der Pandemie und dass die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen strukturell gestiegen sein könnte. Rollierende Schocks könnten die neue Realität sein. Wir suchen weiterhin nach Portfolio-Exposures, die eine geringere Volatilität als Aktienmärkte aufweisen, aber zugleich positiv mit Inflation korrelieren – um reale Renditen zu erzielen und Rückschläge durch inflationsbedingte Schocks abzufedern.

Künstliche Intelligenz

Künstliche Intelligenz könnte sich mittelfristig als bedeutende disinflationäre Kraft erweisen. Doch ein entscheidendes Szenario fehlt bislang in der von Widersprüchen geprägten Debatte, eines in dem KI-getriebene Produktivitätsgewinne die Verschuldung senken und der KI-Superzyklus globale Expansion sowie Unternehmensprofitabilität vorantreibt. Während die Nachfrage privater Marktteilnehmer nach Beteiligungen an KI-Führern weiterhin hoch ist, werden die Unternehmen, die Rechenzentren bauen, an den öffentlichen Märkten abgestraft, da Investoren nicht überzeugt sind, dass sich diese Ausgaben auszahlen werden.

Einflussreiche Stimmen warnen vor „technologischer Arbeitslosigkeit“ durch die breite Einführung und Nutzung von KI. Dennoch werden viele Halbleiteraktien zu Kurs-Gewinn-Verhältnissen gehandelt, die darauf hindeuten, dass der Investitionszyklus für Rechenzentren bereits seinen Höhepunkt überschritten haben könnte. Die Softwarebranche könnte Stellen abbauen, um die Effizienz zu steigern – doch historisch betrachtet haben technologische Umbrüche meist mehr Arbeitsplätze geschaffen als vernichtet.

Diese Widersprüche eröffnen Chancen – insbesondere für langfristige orientierte Investoren. Während der Konflikt im Nahen Osten im ersten Halbjahr im Mittelpunkt des Marktgeschehens stand, sind wir überzeugt, dass KI der nachhaltigere Renditetreiber ist. Die Evidenz spricht dafür, dass KI Produktivität steigert, Umsätze generiert und Margen erweitert – und selbst wenn einzelne Branchen disruptiert werden, könnte sie netto dennoch Arbeitsplätze schaffen.

Da die Märkte einen zunehmenden Druck über alle drei unserer Kernthemen hinweg widerspiegeln, empfehlen wir Investoren, sich einige entscheidende Fragen zu stellen:

- ◇ **Erodieren Ihre Liquiditätsbestände Ihr Vermögen?**
- ◇ **Wurde Ihr Portfolio einem Stresstest unterzogen?**
- ◇ **Sind Aktien und Anleihen ausreichend für den nächsten Investitionszyklus?**

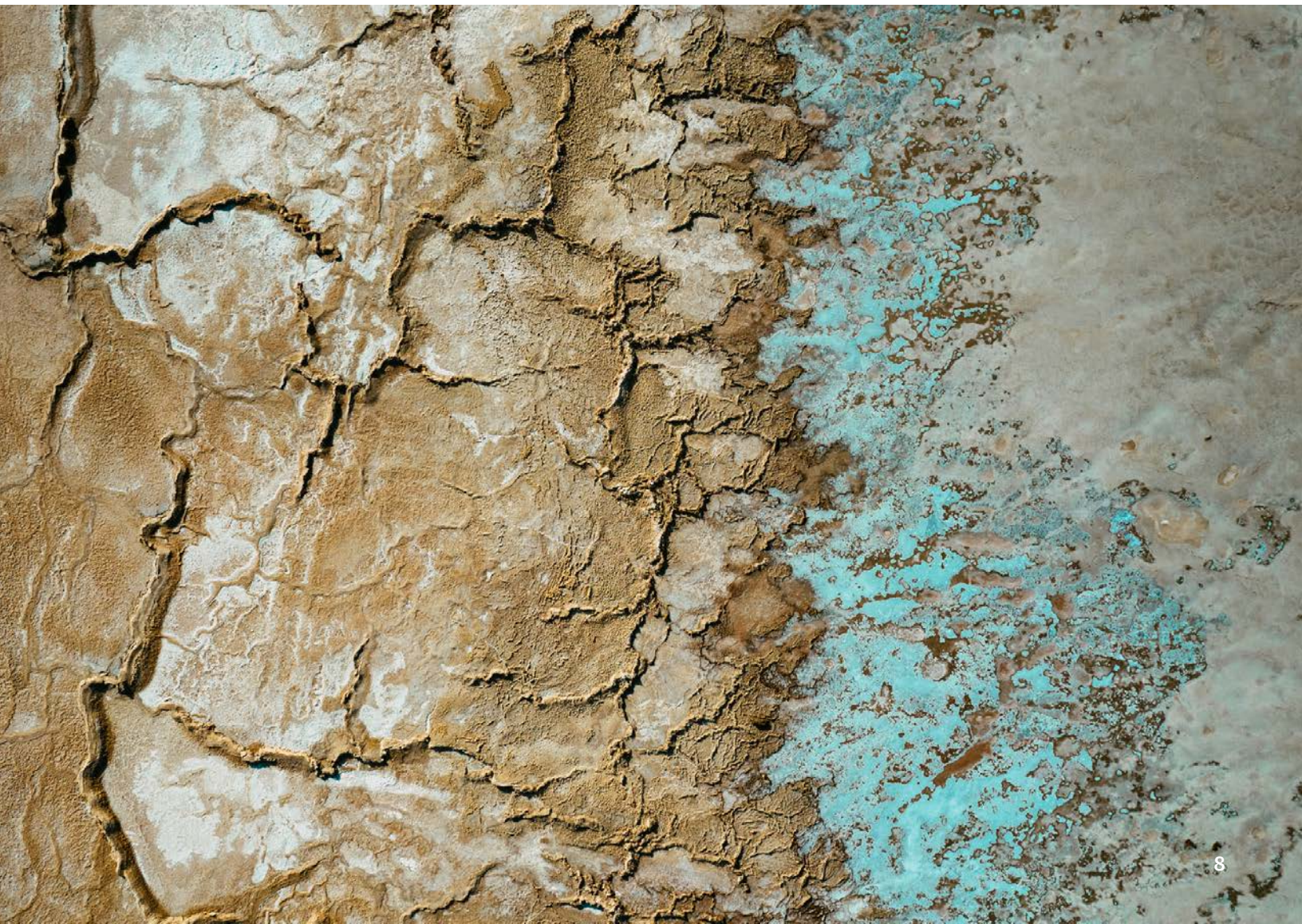
UNSERE ANTWORTEN:

Liquidität wird voraussichtlich ein Renditehemmnis sein, insbesondere nach Inflation. Wir sind überzeugt, dass alternative Anlagen für diese neue Marktlandschaft strategisch unverzichtbar sind. Und der KI-Superzyklus steht möglicherweise erst am Anfang.

Unser *Ausblick zur Jahresmitte 2026* untersucht, was dieser Druck für Investoren bedeuten könnte – und welche positiven Szenarien Chancen für Portfolios versprechen.

Teil 1

Fragmentierung: Investieren in unsicheren Zeiten





Eine der offensichtlichsten Folgen der globalen Fragmentierung war die Schließung der Straße von Hormus. Ausgelöst durch einen gemeinsamen US-israelischen Angriff auf Iran, führte dies zum größten Ölversorgungsschock seit dem Zweiten Weltkrieg.¹

Die Bärenmärkte von 1990 und 2022 waren ebenfalls mit Energieschocks verbunden, die durch Konflikte ausgelöst wurden (der erste Golfkrieg und Russlands Invasion in der Ukraine). Investoren müssen sich heute mit einem Weißen Haus auseinandersetzen, das möglicherweise Fehlkalkulationen vornimmt - mit potenziellen Folgen für die Weltwirtschaft. Selbst wenn der Konflikt auf dem Weg zur Deeskalation scheint, sind wir der Ansicht, dass der Konflikt lange genug angehalten hat, um weltweit höhere Inflation und ein geringeres Wachstum zu verursachen.

Statt Konflikte im Nahen Osten als isolierte Schocks zu betrachten, sollte man sie besser als Fortsetzung von Trends einordnen, die Investoren seit der COVID-19-Pandemie beobachten. Die Welt ist fragmentierter und potenziell gefährlicher geworden, und die Reaktionen der politischen Entscheidungsträger treiben Märkte und Wirtschaft.

Die US-Handelspolitik wurde neu ausgerichtet, um Lieferketten zurück ins Land zu holen. Europäische Entscheidungsträger haben zugestimmt, die Verteidigungs- und Infrastruktur-Ausgaben als Anteil am BIP zu verdoppeln oder zu verdreifachen. China hat die Sicherung von Rohstoff- und Energieunabhängigkeit zu einem seiner Hauptziele erklärt, während es seinen globalen Exportanteil hält und seinen Einfluss im Globalen Süden ausbaut.

¹ Internationale Energieagentur, „Oil Market Report“, 14. April 2026.

FRAGMENTIERUNG: INVESTIEREN IN UNSICHEREN ZEITEN

Diese politischen Entscheidungen bestimmen die Marktentwicklung. Europäische Verteidigungswerte haben sich 2025 verdoppelt, und globale Aktien mit Bezug zu Rohstoffen stiegen im gleichen Zeitraum um fast 30 %. Aktien aus Schwellenländern übertrafen entwickelte Märkte im letzten Jahr um 11 %. Gold, das seit jeher als Diversifikator gegen geopolitische Risiken und staatliche Defizite gilt, hat in den letzten drei Jahren um rund 130 % zugelegt.

Bislang haben die Aktienmärkte diese globale Neuorientierung gemeistert, und bestimmte thematische Exposures haben überdurchschnittlich performt. Das Risiko besteht jedoch darin, dass geopolitische Turbulenzen weiterhin zwei entscheidende Inputs - Öl und Halbleiter - durcheinanderbringen könnten, die für die Weltwirtschaft, Finanzmärkte und Kapitalflüsse von zentraler Bedeutung sind. (Seltene Erden stellen in diesem Zusammenhang eine weitere kritische Schwachstelle dar.)

Der strategische Wettstreit zwischen den Vereinigten Staaten und China sowie die strukturellen Gegenwinde in Europa sind ebenfalls entscheidende Dynamiken, die Investoren verstehen und interpretieren sollten.

Gleichzeitig wurden langfristig orientierte Anleger in der Vergangenheit dafür belohnt, auch in Zeiten geopolitischer Unsicherheit investiert zu bleiben. Es erscheint uns plausibel, dass diese Phase der Umwälzung möglicherweise zu einem neuen Gleichgewicht führen könnte - mit niedrigeren Risikoaufschlägen für Schwellenländer, einem geeinteren Europa und einem aktionärsfreundlicheren China.

Ob dieser Prozess der geopolitischen Fragmentierung letztlich zu einer friedlicheren Weltordnung oder zu mehr Chaos führt, wissen wir nicht. Aber wir glauben, zu wissen, welche Vermögenswerte, Regionen und Unternehmen potenziell profitieren könnten - unabhängig vom Ausgang.

Entscheidend ist, dass die kurzfristigen Bedingungen eine überzeugende Gelegenheit für langfristige Investoren bieten, ihre Aktienmarktpositionen auszubauen.



Was könnte schiefgehen?

1. Engpässe bei Energie und Halbleitern verschärfen sich

Einer der greifbarsten Risiken für die Weltwirtschaft ist ihre Abhängigkeit von kritischen Materialien, die durch enge physische Korridore transportiert werden. Diese Abhängigkeit zeigt sich besonders an zwei Orten: Taiwan und dem Nahen Osten. Da diese Regionen enge Verbindungen zu den Halbleiter- und Energiesektoren haben, stellen sie potenzielle Schwachstellen in einer fragmentierten Weltwirtschaft dar. Die Konflikte im Nahen Osten sind ein klarer Risikofaktor für die globale Wirtschaft. Die Straße von Hormus ist für den weltweiten Energieexport von zentraler Bedeutung.

Täglich werden etwa 20 Millionen Barrel Öl durch diesen schmalen Korridor transportiert – das entspricht etwa einem Fünftel des globalen Erdölverbrauchs und fast einem Viertel des seegestützten Ölhandels. Rund 20% der weltweiten Lieferungen von Flüssigerdgas (LNG) nehmen denselben Weg.²

In den Tagen nach den ersten US-amerikanischen und israelischen Angriffen verdoppelten sich die Rohölpreise nahezu, und der Preis für Flüssigerdgas (LNG) in Europa schnellte innerhalb von zwei Tagen um fast 100% in die Höhe. Der CEO von Qatar Energy erklärte, dass über 15% der LNG-Kapazität Katars bis zu fünf Jahre lang offline sein könnten, was auf eine langanhaltende Wirkung selbst bei einer Deeskalation der Feindseligkeiten hindeutet. Jede Exportblockade hat Auswirkungen auf nachgelagerte Produkte wie Dünger, Kunststoffe und sogar Halbleiter. Katar liefert etwa 30% des weltweiten Heliums,³ ein Gas, das für den Produktionsprozess in Foundries unerlässlich ist.

Infolgedessen haben südkoreanische Behörden vor möglichen Produktionsausfällen in der Chipindustrie gewarnt. Beamte von Südasien bis Dänemark riefen ihre Bürger dazu auf, weniger zu fahren, indische staatliche Ölunternehmen müssen die Preise stabil halten, und die Benzinpreise in den USA stiegen auf über 4 Dollar pro Gallone.⁴

Ein dauerhafter geopolitischer Risikoaufschlag dürfte auf absehbare Zeit in den Energiepreisen eingepreist sein. Obwohl das globale Wachstum in den letzten 50 Jahren deutlich weniger ölintensiv geworden ist, bleibt die Weltwirtschaft weiterhin anfällig für steigende Ölpreise.⁵

Die gravierenden makroökonomischen Kosten von Energieschocks schaffen Anreize für politische Entscheidungsträger, in diversifizierte (Gas, Kernenergie, Solar), sichere und flexible Systeme zur Energieerzeugung, -übertragung und -speicherung zu investieren. Dies könnte dazu beitragen, das Risiko eines Single-Point-of-Failure zu reduzieren, das die Schließung von Hormus offengelegt hat.

Halbleiterstörungen könnten noch katastrophaler sein

Die wirtschaftlichen Auswirkungen einer Sperrung der Straße von Hormus könnten im Vergleich zu den Folgen einer Beeinträchtigung Taiwans gering erscheinen. Denn TSMC fertigt dort mehr als 90% der weltweit fortschrittlichsten Halbleiter. Hinzu kommt, dass Taiwan rund 90% seiner Primärenergie und 60% seiner Lebensmittel importiert – was die Wirtschaft der Insel strukturell anfällig für eine Blockade macht.⁶

² U.S. Energy Information Administration, 31. März 2025.

³ U.S. Geological Survey, 2025.

⁴ Oxford Economics, „Asia Pacific: Energy availability is the key macro risk“, 26. März 2026.

⁵ Michael Cembalest, „Eye on the Market Energy Paper: Fighting Words“, J.P. Morgan Asset & Wealth Management, März 2026.

⁶ Michael Cembalest, „Eye on the Market Outlook 2026: Smothering Heights“, J.P. Morgan Asset & Wealth Management, Januar 2026.

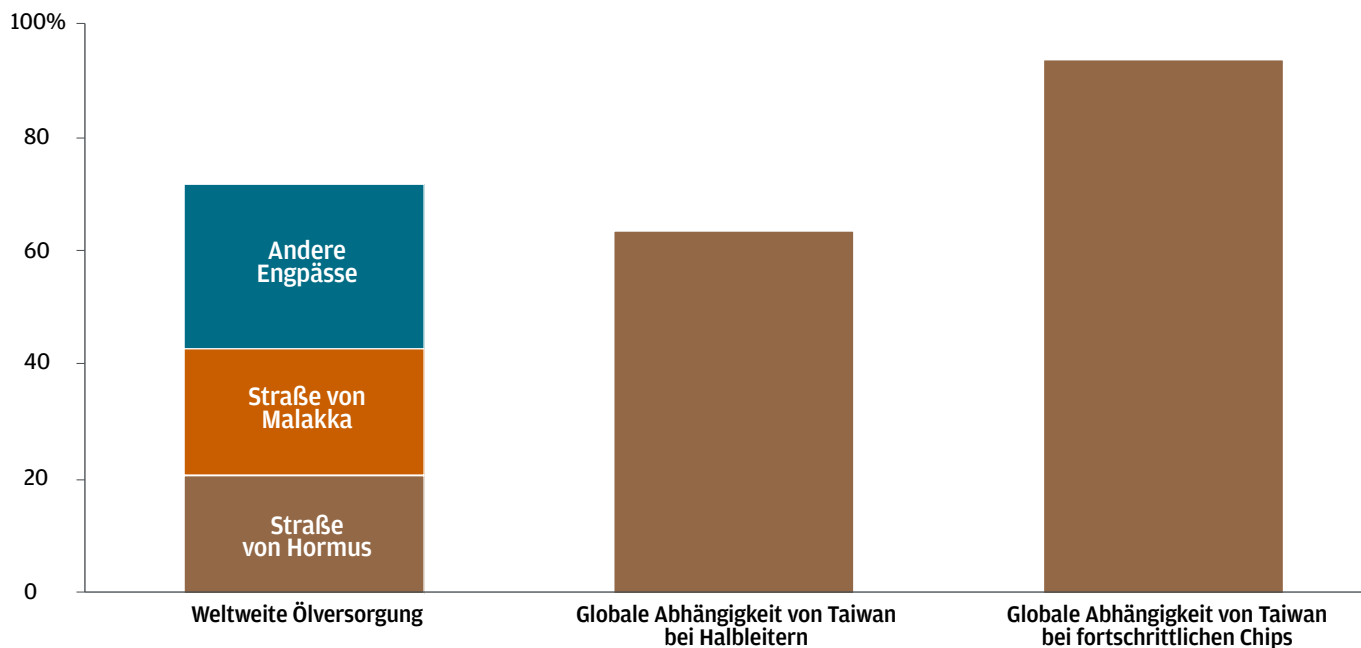
Obwohl Chinas Präsident Xi Jinping Berichten zufolge das Militär angewiesen hat, bis 2027 in der Lage zu sein, Taiwan einzunehmen, preisen die Märkte keine unmittelbare Eskalation ein.⁷

Prognosemärkte beziffern die Wahrscheinlichkeit eines militärischen Konflikts vor 2027 auf rund 11% – und die Volksbefreiungsarmee verfügt seit über 40 Jahren über keine aktive Kampferfahrung. Ungeachtet dessen sind die Risiken enorm.

Eine Blockade der Taiwanstraße würde das globale Technologie-Ökosystem und die Märkte für Konsumgüter erschüttern und vermutlich TSMC lahmlegen. Ökonomen schätzen, dass eine Blockade Taiwans einen Schock von -5% auf das globale BIP-Wachstum auslösen würde. US-Unternehmen könnten nur wenige Monate mit ihren Lagerbeständen auskommen. Eine anhaltende Störung wäre für die Weltwirtschaft wahrscheinlich katastrophal. Eine Schätzung der Kosten einer Taiwan-Blockade geht davon aus, dass das US-BIP um 6,7% sinken könnte – etwa vergleichbar mit der globalen Finanzkrise (GFC) – während Chinas BIP um 17% schrumpfen könnte.⁸

DER HANDEL MIT ÖL UND HALBLEITERN IST AUF ENGPÄSSE ANGEWIESEN

Regionale Abhängigkeit, %



Quellen: U.S. Energy Information Administration (EIA), Short-Term Energy Outlook, Februar 2026, und EIA-Analyse basierend auf Vortexa-Tanker-Tracking und Daten der Panama Canal Authority, unter Verwendung von EIA-Umrechnungsfaktoren und Berechnungen. BP Statistical Review, ROC Taiwan, Global Guardian. Öldaten Stand 1. Halbjahr 2025, Halbleiterdaten Stand 2024. Hinweise: Der weltweite Seehandel mit Öl schließt innerstaatliche Volumina aus, außer jene, die globale Engpässe und das Kap der Guten Hoffnung passieren. Die Dänischen Meerengen beinhalten keine Durchfahrten durch den Nord-Ostsee-Kanal. Daten für den Panamakanal beziehen sich auf das Geschäftsjahr (1. Oktober bis 30. September).

⁷ Congressional Research Service, „Taiwan: Defense and Military Issues“, 9. Februar 2026.

⁸ „The \$10 Trillion Fight: Modeling a US-China War Over Taiwan“, Bloomberg Economics, 8. Januar 2024.

Was könnte schiefgehen?

2. Der Energieschock verdeutlicht Europas Herausforderungen

Die Energieabhängigkeit bleibt eine zentrale Herausforderung für Europa. Die Wirtschaft hat sich zwar von der Abhängigkeit von russischem Erdgas gelöst, diese jedoch auf Norwegen, die USA und die Golfstaaten verlagert.⁹ Während die Region zwar bemüht ist, Lieferungen aus Kanada und von nordafrikanischen Produzenten zu beziehen, bedeutet eine Diversifizierung der Bezugsquellen noch lange keine Selbstversorgung. Die europäischen Strompreise liegen zwei- bis viermal so hoch wie in den USA, und Energieschocks verschärfen diese Begrenzung der Wettbewerbsfähigkeit Europas.¹⁰

Auch die aktuelle Krise hat einen starken Einfluss auf die europäische Geldpolitik. Der Energieschock hat die Inflation nach oben getrieben, und sowohl die Europäische Zentralbank (EZB) als auch die Bank of England (BoE) haben eine mögliche Zinserhöhung signalisiert, selbst ohne eine überhitzte Inlandskonjunktur.

Da sich beide Zentralbanken ausschließlich der Preisstabilität verpflichtet sehen, verfügen sie nicht über dieselbe Flexibilität wie die US-Notenbank, deren Doppelmandat sowohl Inflation als auch Vollbeschäftigung umfasst. Und während externe Schocks die Wirtschaft belasten, bestehen die strukturellen Gegenwinde für Wachstum und Innovation fort. Die staatlichen Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur müssen mit den Sorgen um hohe Defizite in Einklang gebracht werden. Von den zehn Ländern mit den höchsten Staatsverschuldungsquoten (Schulden/BIP) sind sechs europäisch.¹¹

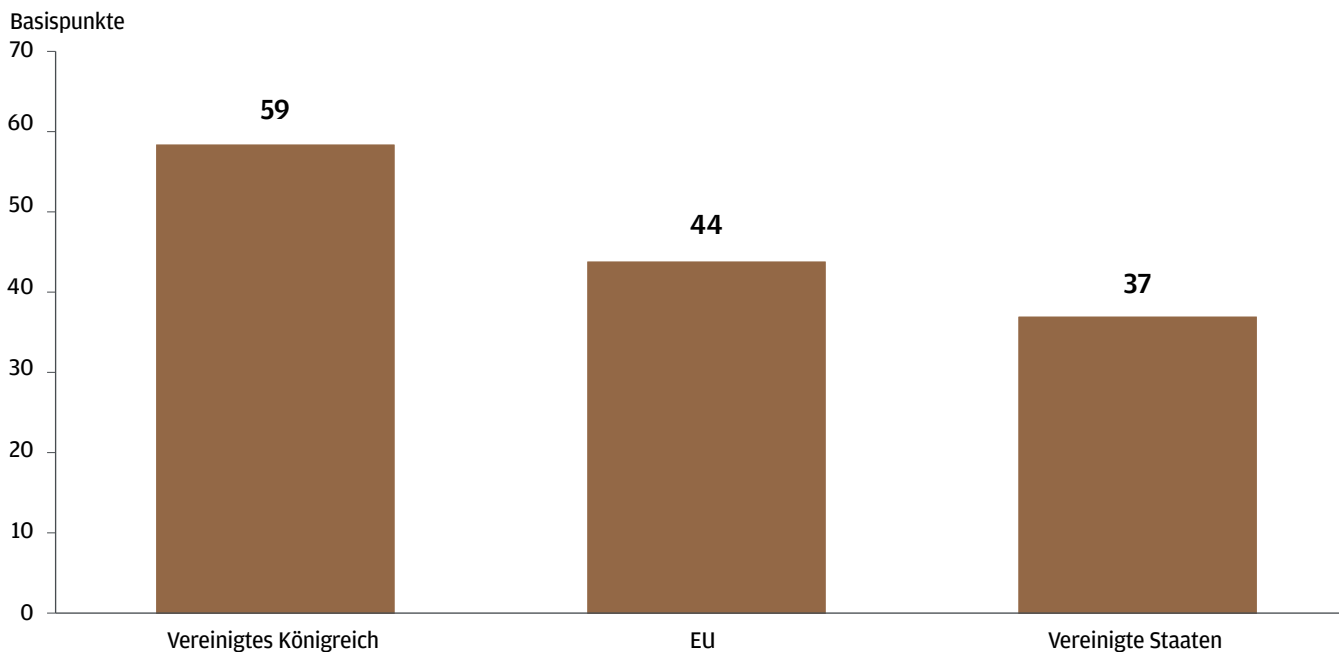
⁹ Die Vereinigten Staaten machen etwa 27% der Gasimporte der EU aus, gegenüber 5% im Jahr 2021. Neue Verträge könnten diesen Anteil bis 2030 auf bis zu 40% erhöhen, was etwa 80% der gesamten LNG-Importe entspricht, laut Institute for Energy Economics and Financial Analysis.

¹⁰ Tom Fairless und Max Colchester, „Europe's Green Energy Rush Slashed Emissions—and Crippled the Economy“, Wall Street Journal, 1. Dezember 2025.

¹¹ Dazu zählen das Vereinigte Königreich und fünf EU-Mitgliedstaaten: Griechenland, Italien, Frankreich, Belgien und Spanien. IWF, 2024.

EUROPA MUSSTE DEUTLICH STÄRKER NEUPREISEN ALS DIE USA

Veränderung der impliziten Übernachtzinsen für Dezember 2027, Basispunkte



Quelle: Bloomberg Finance L.P. Datenstand 20. April 2026. Veränderung gemessen gegenüber der Preisbildung am 27. Februar 2026.

FRAGMENTIERUNG: INVESTIEREN IN UNSICHEREN ZEITEN

Auch das Verabschieden von Haushalten ist politisch zunehmend umstritten. Frankreichs wiederholte Haushaltskrisen sind ein Beispiel dafür. Das Vereinigte Königreich illustriert die Problematik besonders deutlich, da die Wirtschaft zwischen fiskalischem Spielraum, langfristigen Produktivitäts Herausforderungen und bereits angespannten Anleihenmärkten balanciert. Alternde Bevölkerungen werden die öffentlichen Haushalte zusätzlich belasten. Die Europäische Union (EU) agiert ohnehin mit unterschiedlichen Geschwindigkeiten – nicht alle Mitgliedstaaten teilen den Euro oder nehmen vollständig am grenzfreien Schengen-Raum teil.¹² Weitere Spannungen zwischen dem europäischen Kern und der Peripherie werden voraussichtlich Gewinner und Verlierer schaffen.

Der Aufstieg populistischer, weniger zentristischer Parteien deutet zudem darauf hin, dass Macht und Politik sich verschieben könnten – möglicherweise schon nach den Wahlen 2026 in acht EU-Mitgliedstaaten.¹³

Unabhängig davon, wie der ehemalige EZB-Präsident Mario Draghi betont, wird Innovation in Europa durch regulatorische Fragmentierung¹⁴ und einen eingeschränkten Zugang zu Finanzierung gebremst. Die Ausgaben für Forschung und Entwicklung liegen bei etwa 2,2 % des BIP und damit deutlich unter den USA (3,6 %) und Korea (5,2 %). Der Anteil der EU am globalen Tech-Umsatz ist gesunken, während der US-Anteil gestiegen ist, und die europäische Produktivität liegt bei etwa 77 % des US-Niveaus. Der Anteil Europas an den globalen Direktinvestitionen (FDI) hat sich in den letzten fünf Jahren halbiert. Das Wagniskapital in Europa entspricht 0,05 % des BIP – ein Zehntel des US-Niveaus.¹⁵

¹² Formale Opt-outs von EU-Politiken und -Verträgen, etwa durch Mechanismen wie „enhanced cooperation“, ermöglichen es einigen EU-Ländern, ohne die gesamte Gemeinschaft voranzuschreiten, formalisiert aber zugleich eine gestufte Struktur Europas.

¹³ Fünf EU-Mitgliedstaaten – Slowenien, Ungarn, Schweden, Lettland und Dänemark – wählen 2026 neue Parlamente. Portugal, Estland und Bulgarien wählen 2026 Präsidenten.

¹⁴ Die EU verfügt über 270 technologiebezogene Regulierungsbehörden und mehr als 100 technologiebezogene Gesetze.

¹⁵ Sharmila Whelan, „Europe’s Economy Holds Up, but Headwinds Mount“, Haver Analytics, 8. Oktober 2025.



Was könnte schiefgehen?

3.

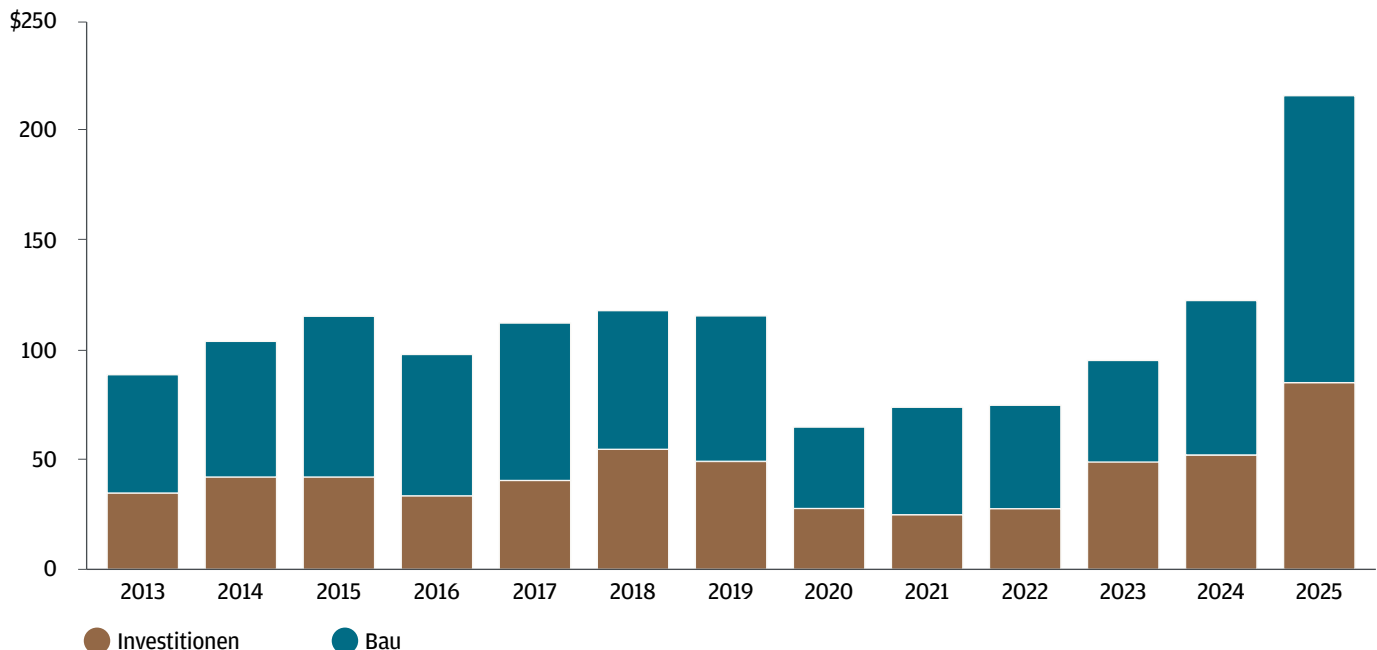
Die Beziehung zwischen den USA und China prägt die strategische Wirtschaftspolitik

Vielleicht ist der wichtigste strukturelle Treiber der globalen Fragmentierung die langfristige Beziehung zwischen den USA und China. Im Laufe der Zeit hat sich der strategische Wettbewerb zunehmend in der Industriepolitik manifestiert: Exportkontrollen, sicherheitsgetriebene Regulierung, Subventionen, Beschaffungsprioritäten und „Trusted Supply Chain“-Regeln bestimmen, welche Unternehmen teilnehmen dürfen. Die Implikation für Investoren: Märkte könnten segmentierter werden, mit einer wachsenden Kluft zwischen US-orientierten und China-orientierten Ökosystemen.

China nutzt diesen Moment, um seinen Einfluss in Regionen zu vertiefen, die historisch zu den USA tendierten oder von ihnen abhängig waren. Zielgerichtete Direktinvestitionen (FDI) und groß angelegte globale Initiativen - allen voran die Belt and Road Initiative - haben Pekings finanziellen und physischen Fußabdruck ausgeweitet. Nach Angaben des chinesischen Handelsministeriums war 2025 das aktivste Jahr für Belt and Road-Investitionen (nominal) seit Beginn des Programms.

DAS GRÖSSTE JAHR FÜR BELT-AND-ROAD-INVESTITIONEN?

Chinas nichtfinanzielle Direktinvestitionen in Belt-and-Road-Länder, Mrd. USD



Quelle: Ministry of Commerce of China. Green Finance and Development Center. Datenstand Dezember 2025.

Für Investoren ist nicht das Volumen der Investitionen entscheidend, sondern die dauerhaften Beziehungen, die dadurch entstehen. Lateinamerika veranschaulicht, wie China in einer einstigen US-Einflussphäre gezielt Verbindungen aufbaut. Allein in Brasilien investierte China 2025 53 Milliarden US-Dollar und seit 2020 weitere 50 Milliarden US-Dollar in andere lateinamerikanische Länder, um Handelswege und Rohstoffbeziehungen zu stärken, die Chinas strategische Tiefe ausbauen.¹⁶ Der US-Handel mit Südamerika stieg von 270 Milliarden US-Dollar im Jahr 2010 auf 378 Milliarden US-Dollar im Jahr 2025. Zum Vergleich: Chinas Handel mit Südamerika wuchs im selben Zeitraum von 158 Milliarden auf 438 Milliarden US-Dollar. In Europa ist Chinas wirtschaftlicher Fußabdruck sichtbar durch einen bedeutenden Anteil an den Importen von Gütern und eine Reihe strategischer Infrastruktur- und Industrieinvestitionen, darunter die Mehrheitsbeteiligung der in Shanghai ansässigen COSCO Shipping am griechischen Hafen Piräus.

Chinesisches Engagement umfasst zudem die Eisenbahnstrecke Budapest-Belgrad und Projekte für Batterien von Elektrofahrzeugen in Ungarn. Selbst in der Arktis signalisiert Pekings „Polar Silk Road“-Ambition (in Abstimmung mit Moskau) ein wachsendes Interesse, künftige Handelsrouten und den Zugang zu strategischen Ressourcen zu gestalten. Chinas wachsender wirtschaftlicher Einfluss ist im aktuellen geopolitischen Kontext von besonderer Bedeutung. Die Konflikte im Nahen Osten haben wertvolle US-Militärressourcen aus Asien abgezogen, darunter fortschrittliche Raketenabwehrsysteme, Marinesoldaten und Marinefliegerkräfte.

Öffentliche Äußerungen von Regierungsvertretern in Japan, Südkorea und den Philippinen deuten auf eine erhöhte Besorgnis hin, dass China seinen regionalen militärischen Druck und Einfluss verstärkt. Selbst ohne direkte Konfrontation könnte die Wahrnehmung einer US-Ablenkung das Absicherungsverhalten der Partner beschleunigen und sie dazu veranlassen, ihre Sicherheitsbeziehungen, Handelsverbindungen und Technologiebeschaffung zu diversifizieren.

Seit die USA 2025 die Zölle auf chinesische Waren erhöht haben, hat China seine Exporte in Nicht-US-Märkte deutlich gesteigert und neue Handelsbeziehungen aufgebaut, insbesondere in den Schwellenländern. So stieg Chinas Anteil an den Exporten von Clean-Tech-Produkten in Schwellenländer von 23 % im Jahr 2022 auf 31 % im August 2025,¹⁷ was Chinas wachsenden Einfluss auf die globalen Energiemärkte unterstreicht – ein Einfluss, der nach dem aktuellen globalen Energieschock noch bedeutender werden könnte.

Während Chinas Exporte in die USA von 2024 bis 2025 um 20 % zurückgingen, stiegen die Gesamtexporte um fast 200 Milliarden US-Dollar. Nach Angaben des JPMorganChase Center for Geopolitics stellt der jüngste Fünfjahresplan der chinesischen Regierung „Deglobalisierung und Wettbewerb“ als die dominierenden Triebkräfte der Weltwirtschaft dar und priorisiert entsprechend die Resilienz der Lieferketten, technologische Eigenständigkeit und militärische Modernisierung.¹⁸

¹⁶ Green Finance and Development Center, 2025. China hat seit 2020 rund 30 Milliarden US-Dollar in die Region Lateinamerika im Rahmen der BRI-Initiative investiert, wobei bedeutende nicht-BRI-Investitionen wie 53 Milliarden US-Dollar in Brasilien im Jahr 2025 und 2,3 Milliarden US-Dollar Netto-FDI in Mexiko 2017-24 nicht enthalten sind, um Handelswege und Rohstoffbeziehungen zu stärken, die Chinas strategische Tiefe festigen können.

¹⁷ BloombergNEF, August 2025.

¹⁸ Derek Chollet, „Window on the World“, JPMC Center for Geopolitics, 2. April 2026.



Die USA (und ihre Verbündeten) reagieren und formen getrennte Ökosysteme

Die Vereinigten Staaten reagieren aktiv. Fast ein Jahrzehnt protektionistischer Zollpolitik hat die direkten US-Importe aus China deutlich reduziert (selbst wenn einige chinesische Waren über Drittländer in die USA gelangen). Washington hat zudem mit wichtigen Verbündeten – insbesondere den Niederlanden und Japan – koordiniert, um den Export von fortschrittlicher Halbleiterausrüstung nach China einzuschränken, und mehrere Partner (darunter das Vereinigte Königreich, Kanada und Australien) dazu bewegt, führende chinesische Technologieunternehmen wie Huawei aus ihren kritischen Netzen auszuschließen, unter Berufung auf nationale Sicherheitsinteressen.

Die Entwicklung der KI wird zentral für die weitere Ausgestaltung der US-China-Beziehung sein. Nvidia-Chips, die in den USA entwickelt und in Taiwan produziert werden, gehören zu den strategisch sensibelsten Technologien der Weltwirtschaft. Die US-Exportpolitik bewegt sich zunehmend in Richtung gezielter Beschränkungen für bestimmte High-End-Produkte, mit Einzelfallgenehmigungen unter strengen Auflagen. Berichte, wonach chinesische KI-Labore versucht haben, eingeschränkte Chips über illegale Kanäle zu beschaffen,¹⁹ unterstreichen einen wichtigen Punkt für Investoren: Die chinesische Halbleiterindustrie verbessert sich zwar, scheint aber an der technologischen Spitze noch hinterherzuhinken. Diese Lücke zu schließen, ist nun eine nationale Priorität Chinas, die erhebliche Kapital- und politische Unterstützung erhält.

Auch in Lateinamerika beginnen die USA, dem chinesischen Einfluss entgegenzuwirken. Nach der US-Operation, bei der Venezuelas Präsident Nicolás Maduro festgenommen wurde, um ein US-freundlicheres Regime zu etablieren, entschied Panamas Oberster Gerichtshof, dass es verfassungswidrig ist, wenn CK Hutchinson, ein Unternehmen aus Hongkong, die Kanäle betreibt, und übergab die Kontrolle zurück an Panama. Das ist ein bedeutender Wandel. Panama war bislang einer der engsten strategischen Partner Chinas in der Region.

Fragmentierung als Katalysator für „nationale Champions“

Über die unmittelbaren Sicherheitsbedenken hinaus besteht das größere Risiko für Investoren in einer allmählichen Konsolidierung eines China-zentrierten Wirtschaftsblocks, der neben einem US-orientierten Block konkurriert – jeder mit eigenen Standards, Lieferketten und Listen „vertrauenswürdiger“ Anbieter.

Wichtig ist: China muss die USA nicht vollständig verdrängen, um zu profitieren. Es reicht, wenn US-Handelspartner sich absichern, indem sie engere Beziehungen zu Peking aufbauen, von China beeinflusste Standards übernehmen oder zusätzliche Investitionen in China-orientierte Lieferketten lenken. Für die Märkte ist die Implikation strukturell: Während sich Handels- und Produktionsökosysteme aufspalten, spiegeln die Renditen zunehmend geopolitische Ausrichtung und strategische Integration wider – nicht nur Wachstum und Profitabilität. Marktzugang, Finanzierungsbedingungen und Wettbewerbsintensität können sich zwischen den Blöcken immer stärker unterscheiden.

¹⁹ Thomas Howell, Sujai Shivakumar und Charles Wessner, „Balancing the Ledger: Export Controls on U.S. Chip Technology to China“, Center for Strategic and International Studies, 21. Februar 2024.

Was könnte gelingen?

1. Schwellenländer könnten zu den Gewinnern zählen

Fragmentierung könnte sich langfristig als Chance für Schwellenländer erweisen. Die makroökonomischen Rahmenbedingungen sind geschaffen: Wichtige Kennzahlen wie die Staatsverschuldung, Inflation und Leistungsbilanz haben sich in den Schwellenländern deutlich verbessert. Das durchschnittliche Ölreservenvolumen der Importeure aus Schwellenländern hat sich seit Ende 2021 verdoppelt. Die Realzinsen sind in fast allen Schwellenländern höher als in den USA.²⁰

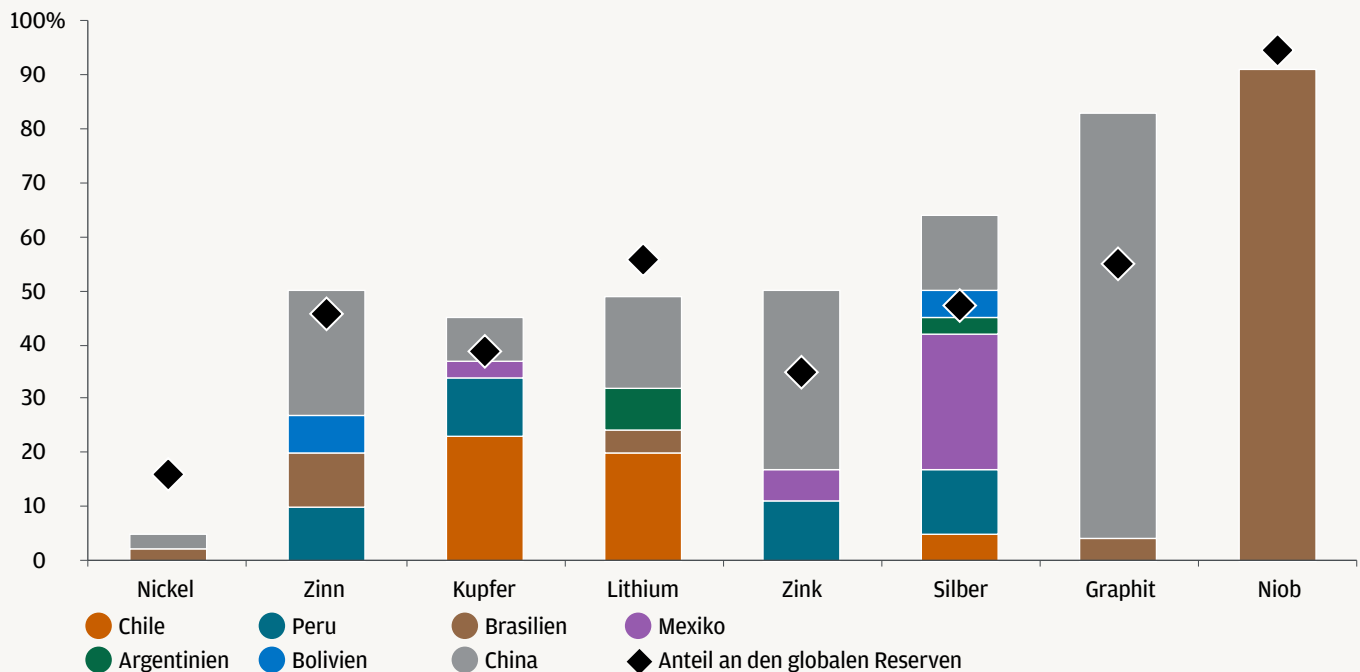
Diese Puffer erklären, warum Schwellenländer-Anleihen und -Währungen während des Energieschocks besser abgeschnitten haben als die europäischen Pendanten. Eine fragmentiertere Weltwirtschaft könnte neue Verhandlungsmacht für Schwellenländer schaffen - insbesondere für rohstoffreiche Volkswirtschaften und solche mit skalierbarer Produktion oder strategischer Geografie.

Lateinamerika verfügt über eine einzigartige Konzentration an Rohstoffen für KI und die Energiewende und beherbergt mehr als 40 % der weltweiten Kupfervorkommen und fast 60 % der bekannten Lithiumreserven. Die Region ist zudem reich an Nickel, Seltenen Erden sowie Agrar- und Energieressourcen. Die Direktinvestitionen (FDI) haben sich in den letzten zwei Jahrzehnten verdoppelt, wobei Brasilien das wichtigste Ziel ist. Die attraktiven demografischen Rahmenbedingungen und die robuste Logistik- und Infrastruktur der Lieferketten könnten Lateinamerika zudem helfen, in der Wertschöpfungskette aufzusteigen.

Die Zentralbanken der Region haben sich als geschickt im Inflationsmanagement erwiesen - in manchen Fällen erfolgreicher als ihre Pendanten in den Industrieländern.²¹

SCHWELLENLÄNDER HABEN, WAS DIE WELT BRAUCHT

Lateinamerikas Anteil an der Produktion und den Reserven ausgewählter Mineralien, %



Quelle: Mineral Commodity Summaries, U.S. Department of the Interior, U.S. Geological Survey. Datenstand 31. Dezember 2022.

²⁰ Unterdessen ist die Verschuldung im Verhältnis zum BIP für Volkswirtschaften in unserem EM-Markt-Benchmark von 65% im Jahr 2022 auf heute 60% gesunken, und die durchschnittliche Inflation liegt laut Bridgewater Associates unter 4%.

²¹ Trotz hoher Haushaltsdefizite und starker Binnenkonsum haben lateinamerikanische Länder die post-COVID-Inflationswelle im Durchschnitt in 13 Monaten eingedämmt - acht Monate schneller als die Vereinigten Staaten und Europa. Brasilien, Mexiko, Kolumbien, Chile und Peru steuerten ihre Inflation besonders geschickt.

Das Bekenntnis zu Geldpolitik und Inflationszielen hat unter anderem eine nachhaltige Aufwertung der lokalen Währungen ermöglicht und zu einem Regime geringerer Volatilität geführt. Schließlich deutet der politische Zyklus in Lateinamerika auf die Rückkehr pragmatischer und wirtschaftsfreundlicher Regierungen hin, im Gegensatz zu ihren linksgerichteten und populistischen Vorgängern. Eine Rückkehr zu Rechtsstaatlichkeit und Investitionssicherheit könnte die inländischen Investitionen neu beleben und zu höheren Direktinvestitionen führen, da globale Unternehmen die Wettbewerbsvorteile der Region nutzen, um eine Welt zu beliefern, die nach dem sucht, was Lateinamerika zu bieten hat.

Die Golfstaaten lenken ihre Bilanzstärke und ihren Energieüberschuss darauf, eine kostengünstige industrielle Basis für das KI-Zeitalter aufzubauen. Saudi-Arabien hat seit 2019 den Aufbau von KI-Rechenzentren priorisiert und verfolgt das Ziel, einen bedeutenden Anteil an den KI-Wertschöpfungsbeiträgen zur regionalen Wirtschaft zu sichern.²² Jüngste Erfolge sind unter anderem eine 3-Milliarden-Dollar-Partnerschaft zwischen Humain und Blackstone im Bereich Rechenzentren.²³

Die Golfstaaten müssen jedoch Herausforderungen wie Wasserknappheit und volatile Geopolitik bewältigen. So wurden beispielsweise mehrere Amazon-Rechenzentren in Bahrain durch den Konflikt beschädigt. Diese Entwicklungen könnten zudem eine Welle von Sicherheitsausgaben auslösen, die dazu beitragen dürfte, internationale Technologie- und Finanzinvestoren von der Sicherheit ihrer Anlagen zu überzeugen. Im besten Fall wäre das Ergebnis ein stabilerer und sichererer Naher Osten.

Ostasien dominiert die Fertigungskapazitäten für kritische KI-Infrastruktur, darunter Taiwans fortschrittliche Halbleiterproduktion (TSMC stellt den Großteil der weltweiten Versorgung her), Südkoreas Speicherkompetenz (75% der globalen Kapazität)²⁴ und Chinas Abbau (70%) und Verarbeitung (90%) von Seltenen Erden.²⁵

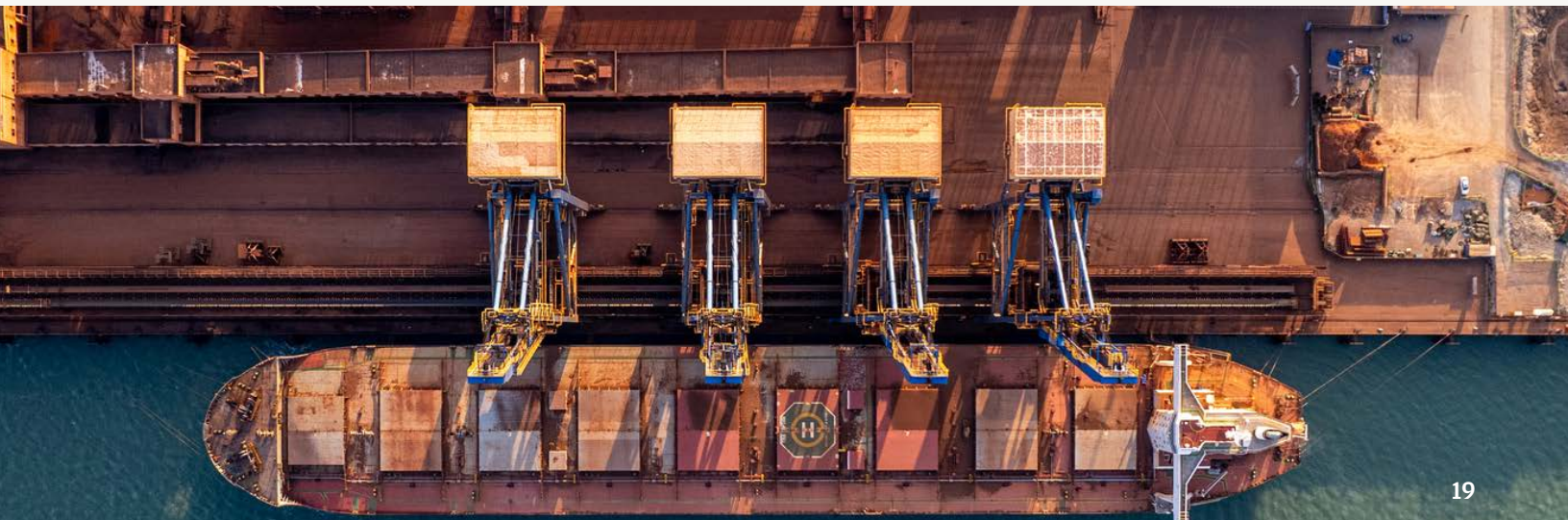
Setzt sich der KI-Investitionszyklus fort – etwa durch den steigenden Rechenbedarf agentischer Modelle, den weiteren Ausbau von Rechenzentren durch Hyperscaler oder die Einführung von Robotik – könnte die Nachfrage nach diesen Produkten den Mustern vergangener Superzyklen folgen. Das würde ostasiatische Hersteller in die Lage versetzen, über Exportvolumen und Preissetzungsmacht einen überproportionalen Wertzuwachs entlang der kritischen KI-Lieferketten zu erzielen.

²² Im Jahr 2019 gründete das Königreich die Saudi Data and Artificial Intelligence Authority.

²³ Weitere bedeutende Meilensteine: 1,79 Milliarden US-Dollar an saudischen KI-Investitionen, angekündigt auf der LEAP 2025 Tech-Konferenz in Riad; Oracles Mostaqbali-Programm soll bis 2027 50.000 Saudis in KI ausbilden; Kooperationen mit Alibaba Cloud und das Humain-Blackstone-Projekt umfassen drei große Komplexe, die voraussichtlich 30% weniger kosten als vergleichbare Anlagen in den USA, und weitere Initiativen.

²⁴ Jihye Lee, „Korea Warns That Prolonged Middle East Conflict Could Hurt Chip Industry“, Wall Street Journal, 5. März 2026.

²⁵ Gracelin Baskaran, „China's New Rare Earth and Magnet Restrictions Threaten U.S. Defense Supply Chains“, Center for Strategic and International Studies, 9. Oktober 2025.



Was könnte gelingen?

2. Industrieländer könnten Globalisierung und wirtschaftliche Eigenständigkeit in Einklang bringen

Obwohl globale Fragmentierung inhärent kostspielig ist, muss sie insgesamt kein Nachteil sein. Das konstruktivere Szenario: Volkswirtschaften verzichten bewusst auf einen Teil des Wachstums- und Effizienzpotenzials zugunsten von Sicherheit und Resilienz, bleiben aber wirtschaftlich und finanziell mit vertrauenswürdigen Partnern verbunden. Fragmentierung würde dann die Globalisierung verfeinern, nicht zerschlagen, und zu einem besseren Management geopolitischer Risiken führen.

Dieses „selektive Fragmentieren“ lässt sich bereits in Europa und Amerika beobachten.

In Europa koordinieren Regierungen bereits die Sicherheitsarchitektur, was nach Jahren der Unterinvestition zu einer Verdoppelung oder Verdreifachung der Verteidigungsausgaben im Vergleich zu 2014 geführt hat. Ein weiterer Schritt könnte die Integration von Beschaffung und Verteidigungslieferketten sein.²⁶

Auch die Kapitalmärkte könnten sich beteiligen und tragen bereits zum Aufbau strategischer Resilienz bei. JPMorganChase's 10-jährige, 1,5 Billionen US-Dollar umfassende Security and Resiliency Initiative (SRI), die im vergangenen Jahr gestartet wurde, soll Sektoren wie Quantencomputing, Gesundheitswesen, KI und Energieinfrastruktur finanzieren.²⁷

Kanada, die Vereinigten Staaten und Mexiko könnten als Vorreiter für selektive Fragmentierung gelten. Der regionale Handel dieses langjährigen Wirtschaftsblocks beläuft sich auf rund 2 Billionen US-Dollar pro Jahr.²⁸ Die gegenseitige Abhängigkeit der nordamerikanischen Wertschöpfungsketten speist ein tief integriertes, grenzüberschreitendes Produktionsökosystem,²⁹ in dem Importe aus einem Land häufig in einem anderen zu Endprodukten weiterverarbeitet werden.

2025 überholte Mexiko China bei den Exporten von Hightech-Produkten in die USA. Erstmals übertrafen die Exporte im Zusammenhang mit Rechenzentren die der Automobilindustrie.³⁰

Zu den Wettbewerbsvorteilen des Blocks zählen die Nähe der nordamerikanischen Länder, ihre Größe, der Reichtum an Energie und Rohstoffen, fortschrittliche Fertigung, tiefe Kapitalmärkte und gemeinsame Rechtsrahmen. Eine mögliche Neuverhandlung des USMCA-Handelsabkommens bleibt zu beobachten. Wenn Fragmentierung gelingt, verschwindet die Globalisierung nicht. Lieferketten werden zuverlässiger, Kapital wird auf Resilienz ausgerichtet und wirtschaftlich verbundene Handelsblöcke vertiefen ihre Integration.

²⁶ „Defence Expenditure of NATO Countries (2014-2025)“, North Atlantic Treaty Organization, 3. Juni 2025.

²⁷ JPMorganChase erwartet, dass die SRI bis zu 10 Milliarden US-Dollar durch direkte Beteiligungen und Venture-Investments bereitstellt. Die umfassendere Initiative soll Kreditvergabe und Kapitalmarktaktivitäten in strategischen Branchen mobilisieren.

²⁸ Office of the United States Trade Representative, 2022.

²⁹ Beispielsweise sind 63% der US-Importe aus Mexiko und 72% derer aus Kanada Industrieprodukte, die in der Weiterverarbeitung eingesetzt werden. National Association of Manufacturers, 12. November 2025.

³⁰ U.S. Census Bureau, Februar 2026.

Was könnte gelingen?

3. Ein säkularer Bullenmarkt für chinesische Vermögenswerte

Über weite Strecken des vergangenen Jahrzehnts haben chinesische Aktien ihre regionalen Pendant unterperfornt – der MSCI China Index hinkte dem MSCI Asia ex-China hinterher –, obwohl Chinas BIP jährlich um rund 5-6 % gewachsen ist und die Behörden umfangreiche Unterstützungsmaßnahmen wie Infrastrukturausgaben und geldpolitische Lockerungen ergriffen haben. Das Wachstum hat sich bislang nicht in der Marktperformance wiedergespiegelt.

Doch es gibt zwei zentrale Gründe, warum globale Investoren chinesische Aktien in Betracht ziehen sollten: Unternehmensbewertungen und KI.

Der MSCI China Index wird mit dem höchsten Abschlag gegenüber dem MSCI Asia ex-China seit rund 20 Jahren gehandelt. Bei gedämpften Erwartungen und geringer Positionierung bieten chinesische Aktien – als einzige in der Region – Zugang zu potenziellen KI-Profitoren. Dieser Vorteil könnte einen erneuten Bullenmarkt für chinesische Titel auslösen.

Die Regierung hat massiv in den Aufbau einer führenden Position im Bereich KI investiert und dafür zweistellige Milliardenbeträge in Forschungsinstitute und zugehörige Infrastruktur gelenkt.

China bringt rund 40 % der weltweiten MINT-Absolventen hervor,³¹ und sieben von zehn generativen KI-Erfindungen stammen aus China.³²

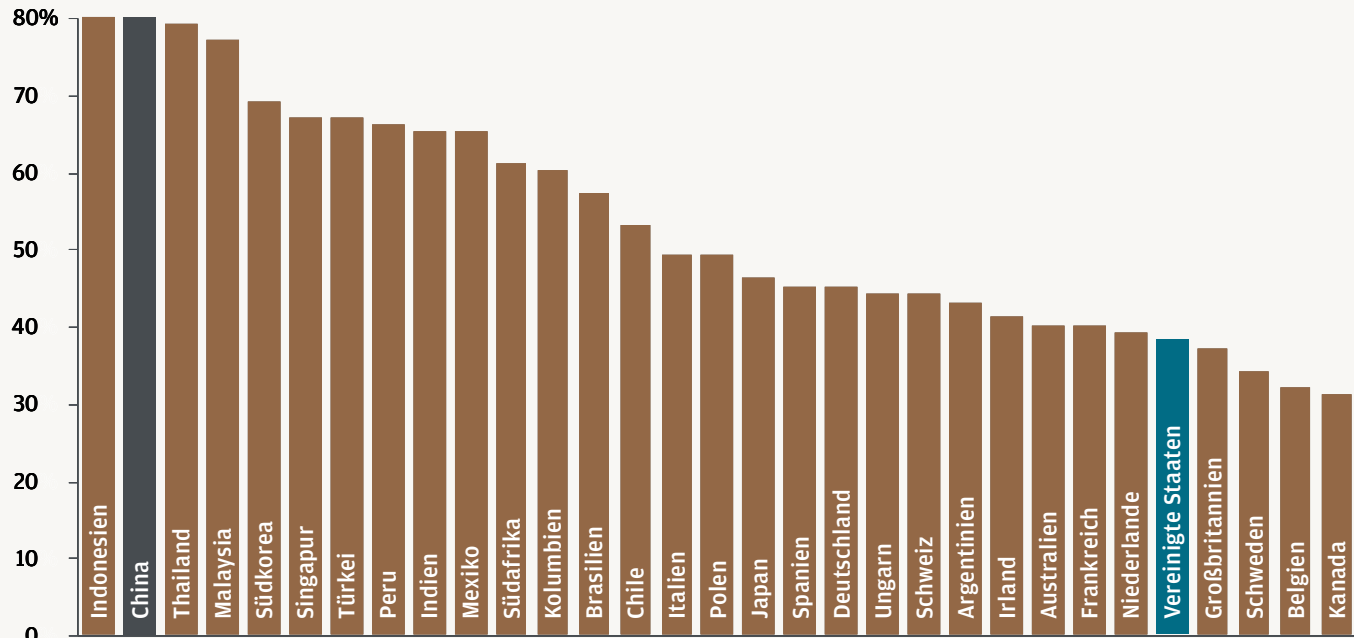
³¹ Center for Security and Emerging Technology, 27. November 2023.

³² World Intellectual Property Organization, „Generative Artificial Intelligence. Patent Landscape Report“, 2024.



CHINESISCHE KONSUMENTEN STEHEN KI OPTIMISTISCHER GEGENÜBER ALS AMERIKANER

Prozentsatz, die sich für KI-basierte Produkte und Dienstleistungen begeistern



Quelle: Ipsos AI monitor. Datenstand 19. April-3. Mai 2024.

Nach einer weiteren Messgröße scheint China den Industrieländern voraus zu sein: Einer Umfrage zufolge waren 80 % der Befragten in China begeistert von KI-Produkten und -Dienstleistungen, verglichen mit 38 % in den USA. Produktivitätswachstum wurde historisch durch die Geschwindigkeit der Technologieadoption bestimmt. Wo KI als Bedrohung wahrgenommen wird, neigt ein Land dazu, zu regulieren, die Einführung zu verzögern und bestehende Strukturen zu schützen. China scheint bereit, KI rasch in Arbeit, Konsum und Alltag zu integrieren.

Die chinesischen Hyperscaler Baidu, Tencent und Alibaba verfolgen zudem eine ganz andere Strategie als ihre US-Konkurrenten, nicht zuletzt, weil sie weiterhin vom Zugang zu modernsten Komponenten ausgeschlossen sind. Anstatt Infrastrukturinvestitionen zu priorisieren, setzen sie auf kommerzielle Anwendbarkeit und Effizienz. Beispielsweise beschleunigen sie die Diffusion von KI in Endprodukte wie die Elektrofahrzeuge von BYD.³³

Chinas größter Vorteil im KI-Wettlauf könnte jedoch die Energie sein. Die Stromkosten in China betragen etwa die Hälfte des US-Niveaus, und das Land hat konsequent Kapazitäten ausgebaut. Kohle macht zwar fast 60% des chinesischen Energieverbrauchs aus, doch allein neue Wind-, Solar-, Wasser- und Kernkraftkapazitäten haben seit 2005 mehr als sechs Billionen Kilowattstunden hinzugefügt. Die hinzugefügten Kilowattstunden entsprechen dem 1,35-fachen des gesamten US-Stromverbrauchs im Jahr 2025.³⁴

Sollte der Marktzyklus reale Implementierung und Produktivität belohnen und die Politik in China unternehmensfreundlicher werden, könnten chinesische Aktien gut positioniert sein, um davon zu profitieren.

³³ Brian Buntz, „BYD und DeepSeek planen, „God’s Eye“-Autonomiefunktionen in Fahrzeuge unter 10.000 US-Dollar zu bringen“, R&D World, 11. Februar 2025.

³⁴ Antonio De Pinho, „The Power Divide: China, U.S. and the Future of the Grid“, VanEck, 2. Dezember 2025.

Anlageimplikationen

Wir vertreten seit Langem die Ansicht, dass geopolitische Schocks – so verheerend sie menschlich auch sein mögen und so sehr sie die Aufmerksamkeit der Investoren auf sich ziehen – in diversifizierten Portfolios meist nur begrenzte und vorübergehende Auswirkungen haben. Diese Einschätzung gilt weiterhin, insbesondere wenn ein Konflikt die Energieversorgung nicht substanziell beeinträchtigt.

Auch wenn der Konflikt im Nahen Osten klare Abwärtsrisiken birgt, glauben wir, dass die Märkte zu Recht auf eine Fortsetzung der Energieversorgung setzen, trotz anhaltender Störungen. Wir sehen die Risiken als asymmetrisch zugunsten einer Lösung – sowohl des geopolitischen Konflikts als auch der Marktvolatilität –, da die politischen Entscheidungsträger in den USA und China ein gemeinsames Interesse an niedrigen Energiepreisen haben.

Während der 10%igen Korrektur an den US-Aktienmärkten im Monat nach Ausbruch des Nahostkonflikts fiel das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) des S&P 500 unter 20, und die Gewinnerwartungen stiegen weiter an. Der Volatilitätsindex VIX überschritt die Marke von 30, ein Niveau, das historisch mit starken, positiven Renditen in der Folgezeit verbunden ist. Unsere historische Analyse zeigt, dass Investoren, die den S&P 500 kauften, wenn der VIX über 30 schloss, in 70 % bis 83 % der Fälle positive Renditen erzielten – mit einem durchschnittlichen Gewinn von 12,4 % über die folgenden sechs Monate.³⁵

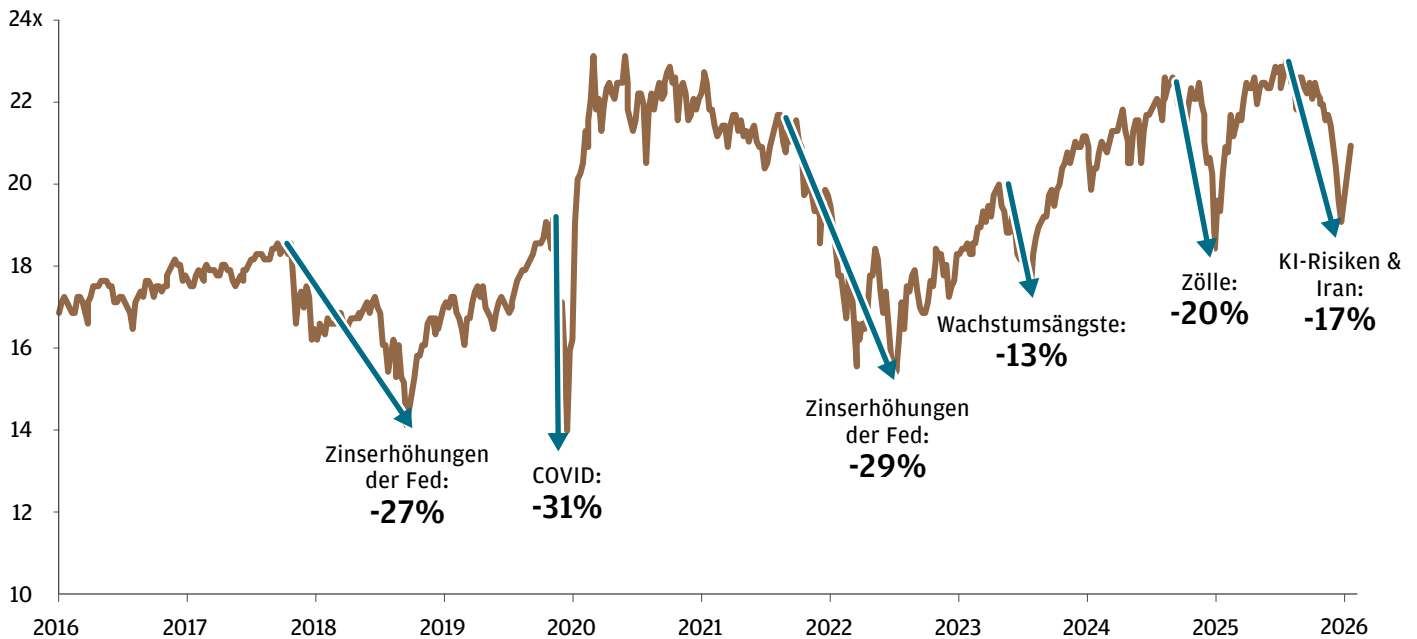
Auch Small- und Mid-Cap-Aktien könnten weiter anziehen, sobald die Sorgen um die Energiepreise nachlassen. Wir sehen dies als Chance für langfristig orientierte Investoren, US-Aktienpositionen auszubauen. Über die kurzfristigen Impulse hinaus wird das Thema globale Fragmentierung zunehmend zu einem wesentlichen Treiber der Asset-Renditen.

Globale Entscheidungsträger entfernen sich weiterhin von einem einseitigen Fokus auf Effizienz und niedrige Kosten und setzen verstärkt auf die Stärkung der inländischen Resilienz und Sicherheit – in einer Zeit, in der der Zugang zu Energie, sicheren Handelswegen und kritischen Rohstoffen nicht mehr selbstverständlich ist. Dieser Wandel hin zu mehr Widerstandsfähigkeit wird vermutlich auch mit einer aktiveren Fiskalpolitik und höheren Staatsdefiziten einhergehen.

³⁵ Unsere historische Analyse untersuchte die 724 Fälle, in denen der VIX in den letzten 30 Jahren über der Marke von 30 schloss, wobei die beiden jüngsten Fälle ausgeschlossen wurden. Die Wahrscheinlichkeit einer positiven Rendite stieg von 70 % einen Monat nach Überschreiten des VIX von 30 auf 83 % nach sechs Monaten.

BEWERTUNGEN HABEN SICH AUF ATTRAKTIVERE NIVEAUS KORRIGIERT

S&P 500 12-Monats -KGV (erwartet)



Quelle: Bloomberg Finance L.P. Datenstand 20. April 2026.

Wir sind der Ansicht, dass diese Veränderungen letztlich dazu beitragen könnten, eine tragfähigere Grundlage für globales Wachstum zu schaffen und Kapitalströme zu unterstützen, auch wenn der Anpassungsprozess ungleichmäßig und von Schocks geprägt sein dürfte. Wir geben langfristig orientierten Investoren fünf Empfehlungen, um den Übergang zu meistern:

◇ **Bereiten Sie sich auf eine mögliche Fortsetzung der Rallye in Schwellenländern vor**

Schwellenländer haben ihre Pendanten in den Industrieländern um 11 Prozentpunkte übertroffen, hinkten aber in den letzten fünf Jahren jährlich um 500 Basispunkte hinterher. Die Durststrecke für Schwellenländer könnte vorbei sein. Strukturelle Fundamentaldaten schlagen sich nun in den Gewinnen nieder.

Für das Kalenderjahr 2026 wird ein Gewinnwachstum der Unternehmen aus Schwellenländern von 46% erwartet, während die Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV) auf 11,8x gefallen sind - immer noch unter den langfristigen historischen Durchschnitts. Die Renditen von Staatsanleihen aus Schwellenländern liegen über 6,5%, selbst nachdem die Zentralbanken konservativere geldpolitische Positionen eingenommen haben. Die Realzinsen sind in fast allen Schwellenländern höher als in den USA. Während sich die Konflikte im Nahen Osten weiterentwickeln, könnten globale Investoren beginnen, Aktien und Anleihen aus Schwellenländern als potenzielle Renditetreiber zu betrachten, angesichts der breiten strukturellen Unterstützung, verbesserten Fundamentaldaten und relativ attraktiven Bewertungen.

Zwei Märkte stehen dabei besonders im Fokus: Taiwan und Korea, die zentrale Rollen in den globalen Halbleiterlieferketten spielen und vom KI-Investitionszyklus profitieren dürften. Darüber hinaus sollten Fragmentierung und industrielle Reinvestitionen die Rohstoffpreise stützen und die Terms of Trade für zahlreiche Schwellenländer verbessern.

Diese Kräfte eröffnen Chancen sowohl im Bereich der Aktien als auch der festverzinslichen Wertpapiere aus Schwellenländern. In einer Welt sich verändernder Allianzen könnten Schwellenländer eine seltene Gelegenheit erhalten, Kapital, Produktion und Preissetzungsmacht zu gewinnen, anstatt lediglich Volatilität zu absorbieren. Über die taktische Perspektive hinaus sollten Investoren Schwellenländeranlagen als festen Bestandteil ihrer Asset-Allokation betrachten.

◇ Positionieren Sie sich für die nächste Phase sicherheitsgetriebener Investitionen

Die anhaltenden Konflikte im Nahen Osten bestärken unsere Sicht, dass die Weltwirtschaft auf Sicherheit und Resilienz ausgerichtet wird. Europa hat bereits begonnen, in die eigene Sicherheit zu investieren. Polen, geografisch besonders exponiert, gibt 4,5-5% des BIP für Verteidigung aus. Wir gehen davon aus, dass die Verteidigungsausgaben der Golfstaaten, Koreas und Japans von den aktuellen Niveaus steigen werden.

Investoren sollten erkennen, dass Verteidigungsausgaben durch staatliche Bilanzen abgesichert und durch Bündnisverpflichtungen und mehrjährige Beschaffungszyklen festgelegt sind. Der Auftraggeber im Verteidigungssektor bleibt konstant, und die Umsatzvisibilität von Rüstungsunternehmen reicht oft ein Jahrzehnt voraus.

Private Märkte finanzieren die nächste Generation von Verteidigungs- und Raumfahrttechnologien: Verteidigungstechnologie macht inzwischen rund 8% des globalen Venture-Capital-Volumens aus - etwa doppelt so viel wie 2020.

Zu den aufstrebenden Herausforderern zählen Unternehmen wie SpaceX, Anduril und Palantir, die in den Rankings der US-Verteidigungsaufträge schnell aufsteigen. Investitionen in autonome Systeme wuchsen 2025 um 143%.³⁶

Auch politische Entscheidungsträger werden voraussichtlich kritische Ressourcen lagern und die Ausweitung der inländischen Produktion, einschließlich Energie- und Infrastrukturkapazitäten, subventionieren, um künftige Verwundbarkeiten zu reduzieren. In einem Umfeld, das von Angebotsengpässen und geopolitischen Risiken geprägt ist, dürften Rohstoffpreise und Aktien von Rohstoffproduzenten strukturelle Unterstützung erfahren.

◇ Setzen Sie auf nationale Champions

In einer fragmentierten Welt dürften sich die Chancen auf eine engere Auswahl bevorzugter Unternehmen innerhalb der jeweiligen „vertrauenswürdigen“ Ökosysteme konzentrieren. Fragmentierung kann in allen Lagern nationale Champions hervorbringen, die heute auf Lieferkettenunabhängigkeit, strategische Fertigung, Verteidigungssysteme, Technologie, Infrastruktur und Energieressourcen fokussiert sind.

Die Gewinnerwartungen für eine von uns zusammengestellte Auswahl globaler nationaler Champions haben sich seit Jahresbeginn verdoppelt. Die Herausforderung für Portfolios besteht darin, die stärksten dieser Unternehmen zu identifizieren und gleichzeitig die höhere Volatilität und das politische Risiko zu steuern, die mit Investitionen in einer fragmentierten Welt einhergehen.

◇ Bereiten Sie sich auf divergierende Inflation und Wechselkursvolatilität vor

Mehrere säkulare Kräfte, die mit Fragmentierung einhergehen - Bestandsaufbau, fiskalische Expansion im Zusammenhang mit Sicherheitsausgaben, angebotsseitige Energiesorgen, geringere Arbeitskräftemobilität - deuten auf breitere Staatsdefizite, höhere Inflationsvolatilität und größere Währungsstreuung hin. Das macht es für globale Investoren umso wichtiger, ihre Währungsallokation zu diversifizieren.

Eine Möglichkeit, dies zu erreichen, ist die Allokation in Gold. Unsere Analysen legen nahe, dass Investoren zwischen 3% und 6% ihres Portfolios in das Edelmetall investieren könnten.

◇ Bleiben Sie thematisch fokussiert in Europa und China

Unser Ausblick für europäische Anlagen bleibt selektiv, und wir bevorzugen es, die Aktienquote über private statt öffentliche Märkte zu erhöhen. Höhere Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur sollten die Gewinne von heimischen Industrieunternehmen und anderen nationalen Champions stützen. Wir würden den Automobilsektor und Konsumgüter meiden. Marktteilnehmer scheinen zudem einen aggressiveren Zinserhöhungspfad der EZB einzupreisen, als tatsächlich wahrscheinlich ist.

In China sehen wir Potenzial in ausgewählten Bereichen des KI-Komplexes, aber für eine substanzielle Neubewertung bräuchten wir eine deutlichere Unterstützung der Privatwirtschaft durch die Politik.

³⁶ Pitchbook, Q4 2025.

Teil 2

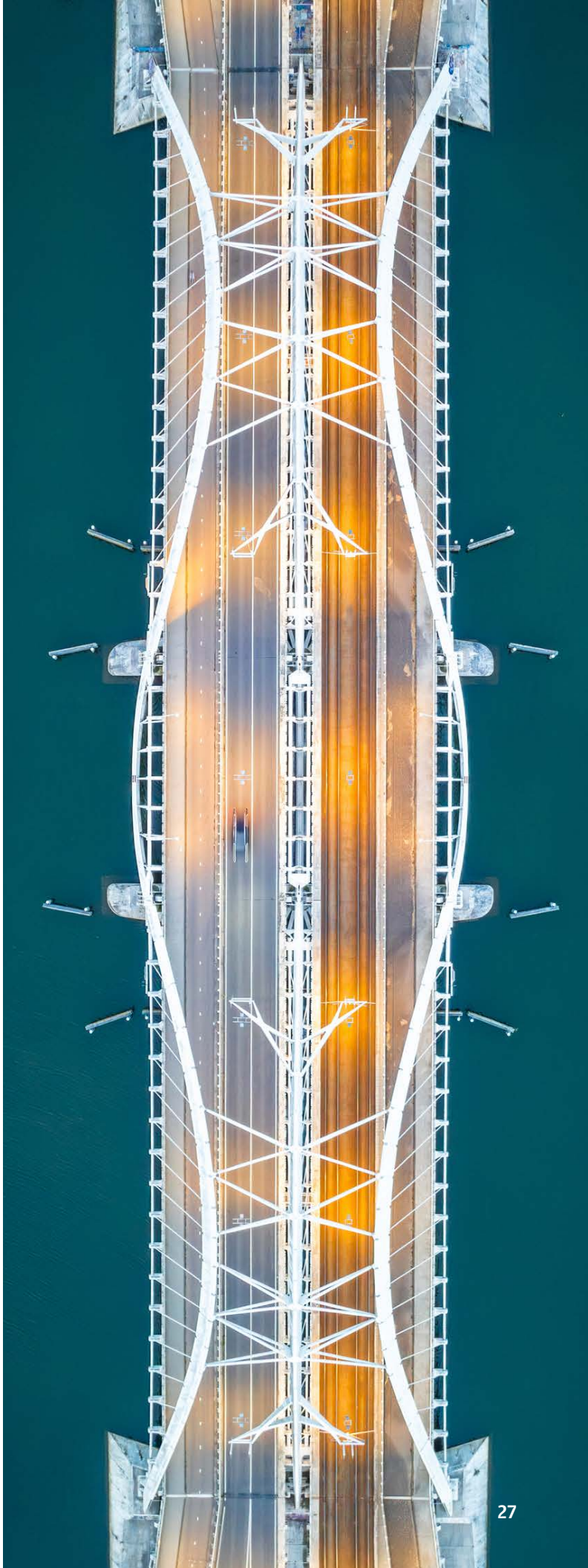
Inflation: Eine dauerhafte Bedrohung der Kaufkraft



Der durch den Nahostkonflikt ausgelöste Energieschock im März hat den strukturellen Wandel der Inflation weiter verschärft. Während der gesamten 2020er Jahre stellte die Inflation für Anleger, die Kaufkraft aufbauen und erhalten sowie langfristige Ziele erreichen wollen, ein weitaus größeres Risiko dar als in der Zeit vor COVID-19.

Die US-Verbraucherpreise sind seit Beginn des Jahrzehnts kumuliert um mehr als 25% gestiegen, während Kernanleihen lediglich eine Rendite von 6% erzielen. Dennoch halten unsere Kunden fast 20% ihrer betreuten Vermögenswerte in Liquidität und Wertpapieren mit einer Laufzeit von weniger als einem Jahr.

Die US-Inflation lag bereits vor dem Energieschock bei rund 3%, und die Lücke zwischen den Renditen auf Liquidität und der Inflationsrate schließt sich weiter. Diese Erosion dürfte sich verschärfen, da sich der jüngste Energieschock durch die Wirtschaft zieht. Besorgniserregend ist, dass dieser Schock nur der jüngste in einer Reihe von „einmaligen“ Ereignissen ist, die den Preisdruck nach oben getrieben haben. Wir müssen uns daher eine entscheidende Frage stellen: Ist Ihr langfristiger Anlageplan für eine Welt mit höherer und volatilerer Inflation geeignet?

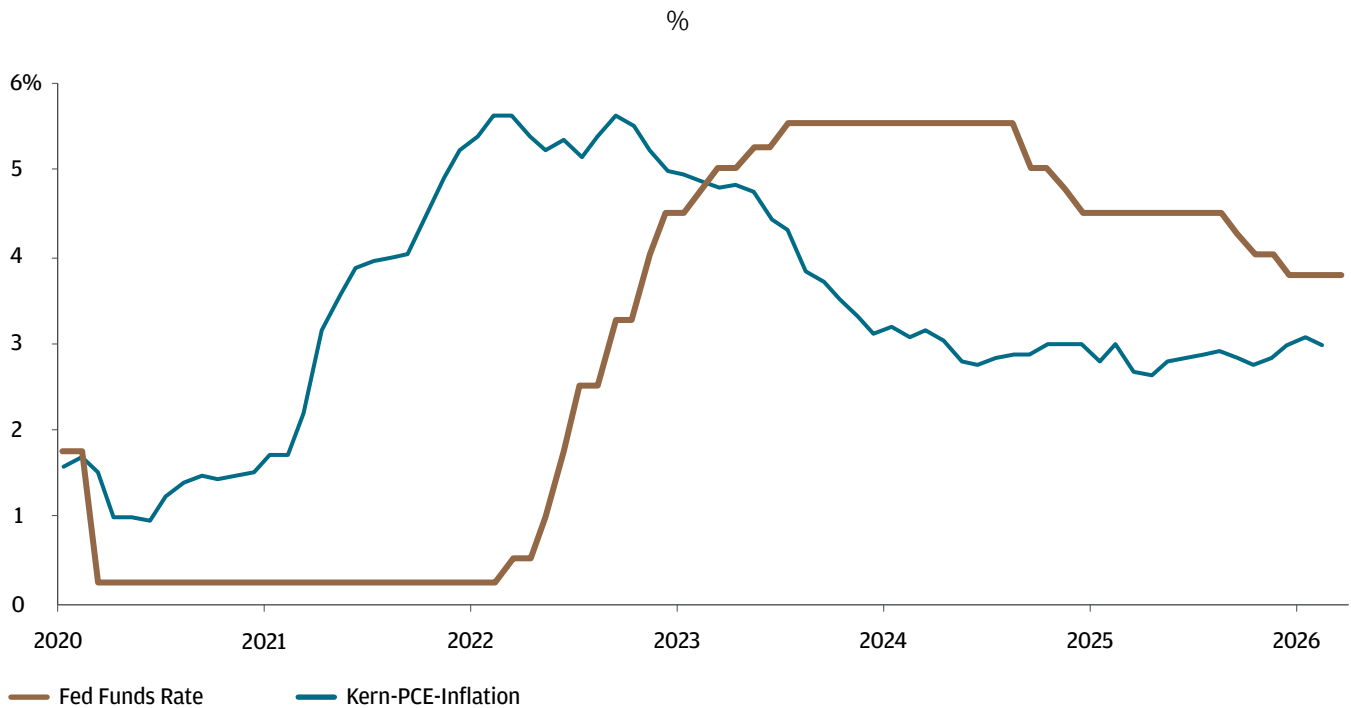


INFLATION: EINE DAUERHAFT BEGROHNUNG DER KAUFKRAFT

Und sind die darin enthaltenen Vermögenswerte widerstandsfähig oder anfällig gegenüber diesen Risiken? Unsere Einschätzung, dass die Inflation volatiler sein wird als vor der Pandemie und anfälliger für Aufwärtsschocks, führt zu der Erwartung einer höheren Korrelation zwischen Aktien und Anleihen - und spricht klar für Anlagen, die ein niedrigeres Volatilitätsprofil als Aktien aufweisen, aber auch in inflationsstärkeren Umfeldern gut abschneiden können.

Wir sind überzeugt, dass Portfolios, die auf einem zielbasierten Plan beruhen, Sachwerte integrieren und auf aktive Managementstrategien setzen - wie sie diversifizierte Hedgefonds bieten -, widerstandsfähiger sind als solche, die dies nicht tun. Unabhängig davon, ob sich die Inflation verschärft oder ein günstigeres Szenario eintritt, sollten Anleger über ein breites Spektrum an Strategien verfügen.

DIE INFLATION LAG BEREITS BEI 3%, BEVOR DER ENERGIEPREISSCHOCK EINSETZTE



Quelle: Bloomberg Finance L.P. PCE-Daten Stand 28. Februar 2026. Fed Funds Rate Daten Stand 18. März 2026.

Was könnte schiefgehen?

1. Die 2020er könnten eine Neuauflage der 1970er werden

Eine beunruhigende Lehre aus den 1970er Jahren - und ein Risiko für heute - ist, dass Preisschocks schnell zur Normalität werden können, wenn sie in rascher Abfolge auftreten. Seit die COVID-19-Pandemie die Inflation ansteigen ließ, hat die US-Wirtschaft vier weitere inflationstreibende Auslöser verkräftet: Russlands Invasion in der Ukraine, Zölle, starke Schwankungen in der Einwanderungspolitik und nun den Konflikt im Nahen Osten.

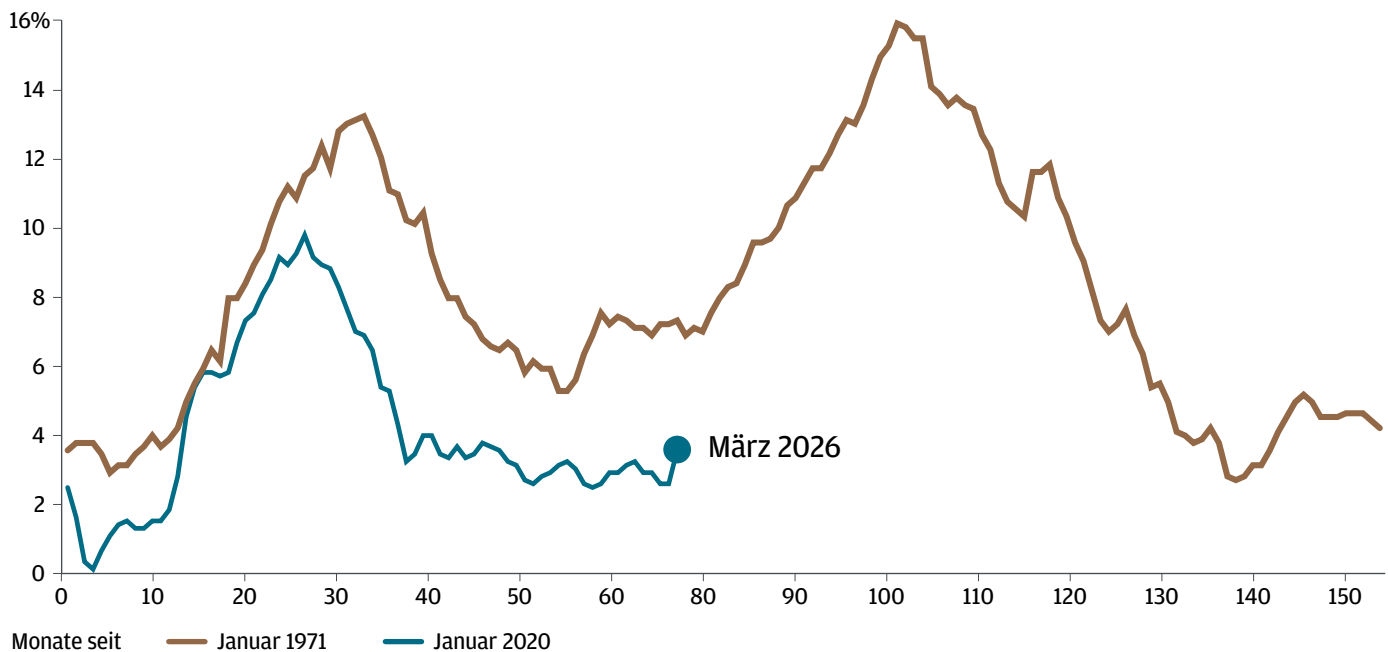
Jeder Schock wurde zunächst als temporär eingestuft, doch rasch folgte der nächste, bevor die Auswirkungen des vorherigen abgeklungen waren. Diese wiederholten Inflationsschübe könnten die Wahrnehmung dessen, was Haushalte und Unternehmen als „normal“ empfinden, neu definieren - wie es in den 1970er Jahren geschah, als die Inflation mit jedem Schock weiter anstieg. Mit der Zeit wurden Preissteigerungen, die einst außergewöhnlich erschienen, zur Gewohnheit. Geänderte Erwartungen können sich in Löhnen, Verträgen und der Preissetzung von Unternehmen verankern.³⁷

In den 1970er Jahren trafen „Guns and Butter“-Staatsausgaben auf eine ohnehin überhitzte Wirtschaft. Heute werden der Aufbau von KI-Infrastruktur, Aufrüstung und Industriepolitik zunehmend als strategische Notwendigkeiten betrachtet, was Regierungen und Hyperscaler potenziell weniger preissensibel macht.

Das könnte eine anhaltend hohe Nachfrage stützen, selbst wenn einige Kosten stark steigen. Ein weiteres mögliches Parallele: Angebotsengpässe. Die ressourcenintensivere Struktur der US-Wirtschaft in den 1970er Jahren³⁸ verstärkte die Auswirkungen von Rohstoffschöcks auf verschiedene Branchen.

DIE 1970ER JAHRE ZEIGTEN ZWEI DEUTLICHE INFLATIONSSCHÜBE

Verbraucherpreisindex, Veränderung zum Vorjahr, %



Quelle: Bloomberg Finance L.P. Datenstand 27. Februar 2026.

³⁷ Dieser Abschnitt wurde sowohl von Matthew Kleins The Undershoot Report als auch von der Bridgewater Associates Inflationsanalyse beeinflusst.

³⁸ Neben Öl im Zuge des Arabisch-Israelischen Krieges 1973 gab es in den 1970er Jahren Preisspitzen bei Erdgas, Industriemetallen, Gold und Silber sowie Kaffee und Zucker.

INFLATION: EINE DAUERHAFT BEGROHNUNG DER KAUFKRAFT

Auch wenn die heutigen Engpässe anders gelagert sind, könnten sie ähnlich bindend wirken. Kritische Inputs wie Netzkapazitäten und Spezialausrüstung können knapp werden was die Inflation weiter verstärkt, wenn die Investitionsnachfrage steigt. Im vergangenen Jahr sind die Preise für Leiterplatten um 80 % gestiegen.³⁹

Damals wie heute ist ein Energieschock ein klassisches Risiko, insbesondere wenn geopolitische Störungen nicht nur Wochen oder Monate, sondern Quartale andauern.

Die Geldpolitik könnte es versäumen, die Inflation einzudämmen

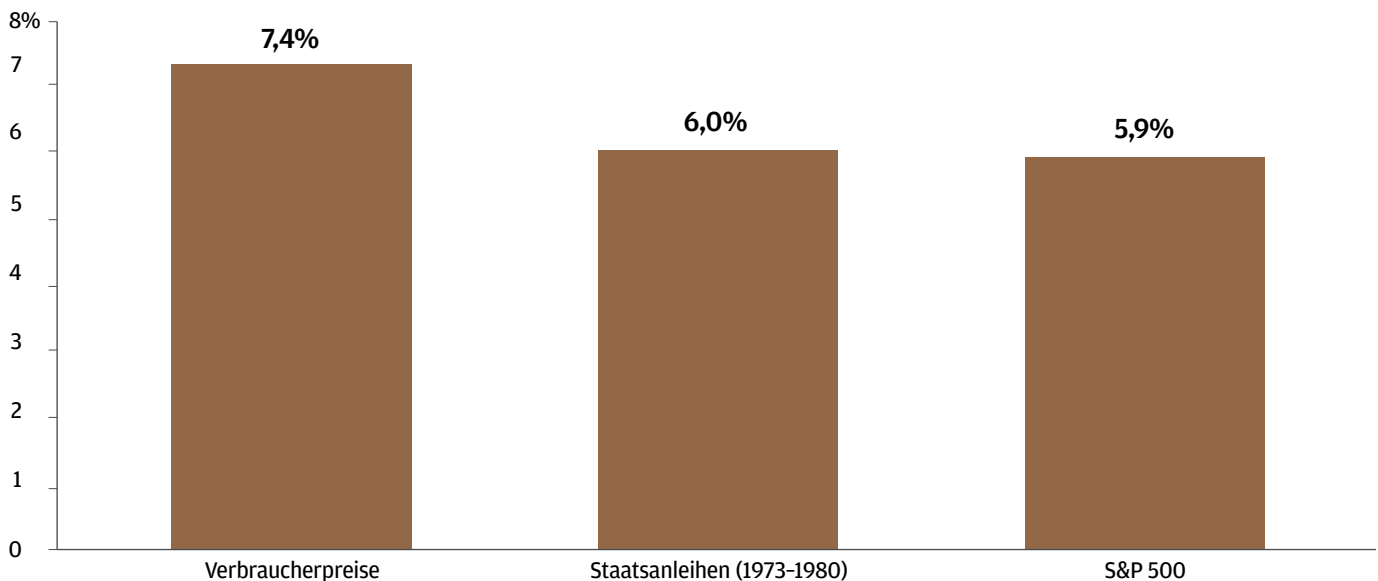
Der doppelte Inflationsspitzen der 1970er Jahre wurde verschärft, als die Fed zu früh lockerte und die Realzinsen zu lange zu niedrig hielt. Bei den heutigen Strukturen und Prioritäten erwarten wir zwar keine Wiederholung, aber sollte die Fed denselben Fehler machen, könnte sie ein bislang unterschätztes Inflationsrisiko freisetzen: nicht genutztes Wohneigentum.

US-Haushalte haben seit Ende 2019 rund 66 Billionen US-Dollar an zusätzlichem Nettovermögen aufgebaut, darunter 16 Billionen US-Dollar an nicht genutztem Eigenkapital in Immobilien – mehr als das Dreifache der aktuellen jährlichen Konsumausgaben.³⁹ Sollten die Hypothekenzinsen deutlich sinken, könnten Verbraucher beginnen, dieses Eigenkapital freizusetzen und auszugeben, was die Konsumausgaben weit über das Produktionspotenzial der Unternehmen hinaus ankurbeln und die Preise in die Höhe treiben würde – ein inflationärer Ausgabeschub, der schwer einzudämmen wäre. Je unempfindlicher Konsumenten und Unternehmen gegenüber Inflation werden, desto schwieriger und schmerzhafter wird es, sie zu bremsen.

Die Renditen von US-Aktien und Anleihen konnten in den 1970er Jahren beide nicht mit den Verbraucherpreisen Schritt halten. Der kurzfristige Inflationsausblick ist bereits besorgniserregend, bevor man bedenkt, dass US-Politiker (außerhalb der Fed) offenbar eine Strategie verfolgen, die Wirtschaft durch höhere Haushaltsdefizite „heiß laufen“ zu lassen.⁴¹

INFLATION ÜBERTRAF IN DEN 1970ERN SOWOHL AKTIEN ALS AUCH ANLEIHEN

Annualisierte Rendite, 1970–1980, %



Quelle: Bloomberg Finance L.P. Hinweis: Staatsanleihen repräsentiert durch den Bloomberg US Treasury Index, Daten ab 31. Januar 1973.

³⁹ Bureau of Labor Statistics, „Producer Price Index“, 18. März 2026.

⁴⁰ Der Wohnungsbestand in den Bilanzen der Amerikaner allein beläuft sich auf etwa 16 Billionen US-Dollar an nicht realisierten Eigenkapitalgewinnen, die bislang nicht monetarisiert wurden (also nicht ausgegeben und in die Wirtschaft geflossen sind, was die Nachfrage ankurbeln würde). Federal Reserve, „Financial Accounts of the United States (Z.1)“, Tabelle B.101.

⁴¹ Japan dient als Vorlage. Die Verschuldung im Verhältnis zum BIP ist von 220 % vor fünf Jahren auf heute 190 % gesunken. Die Inflation hat sich auf 1,5–2,0 % erhöht und das Lohnwachstum hat sich gefestigt. Die Politik scheint nach 30 Jahren Stagnation endlich Reflation erzeugt zu haben. Japanische Aktien erreichten erstmals seit 1989 ein neues Hoch. Die Kosten trugen der Yen und die heimischen Sparer. Die langfristigen japanischen Anleiherenditen sind seit 2022 auf das höchste Niveau seit den späten 1990er Jahren gestiegen. Der Yen ist gegenüber dem US-Dollar so schwach wie seit 1989 nicht mehr. Und vor der Rückkehr der Inflation 2022 betrug die jährlichen Renditen japanischer Anleihen -2,5 %.

Was könnte schiefgehen?

2.

Ein Energieschock könnte auf eine hartnäckige Inflation treffen

Betrachten Sie das Inflationsumfeld vor Beginn des Nahostkonflikts, der die Energieversorgung ins Stocken brachte und Preisschübe auslöste.

Die Inflation war bereits hartnäckig. Die US-Kernverbraucherpreise und die Löhne im Privatsektor stiegen jährlich um 1,0-1,5 Prozentpunkte stärker als vor der Pandemie. Der Kern-PCE-Deflator, das bevorzugte Inflationsmaß der Fed, beschleunigte sich 2025 deutlich, und im Januar 2026 lagen die Preise 3,1% über dem Vorjahreswert – über dem Ziel der Fed. Besonders hartnäckig zeigte sich die Inflation bei diskretionären Dienstleistungen wie Restaurants und persönlichen Dienstleistungen – Kategorien, die weitgehend von globalen Liefer- und Zolleffekten abgekoppelt sind.

Diese anhaltende Inflation deutet auf eine robuste Binnennachfrage und die Bereitschaft der Konsumenten hin, höhere Preise zu zahlen. Gleichzeitig liegt der Employment Cost Index, ein weiterer Maßstab für das Lohnwachstum, weiterhin über dem Vorkrisenniveau. Ohne steigende Ersparnisse bedeutet das ein schnelleres Ausgabenwachstum, das die Nachfrageseite der Inflation weiter anheizt.

Dann traf der Preisschock durch die Straße von Hormus ein – just als die Inflation wieder auf das Fed-Ziel zusteuerte.⁴² Höhere Treibstoffkosten begannen, sich über Transport, Logistik und Produktionsinputs in der gesamten Wirtschaft auszubreiten und wirkten sich direkt auf die Haushaltsbudgets und die Inflationserwartungen aus. Untersuchungen der Fed legen nahe, dass jeder anhaltende Anstieg des Ölpreises um 10 US-Dollar pro Barrel die Inflation um etwa 30 bis 35 Basispunkte erhöht.⁴³ Ein nachhaltiger Anstieg des Ölpreises um rund 40 US-Dollar pro Barrel (gegenüber dem Vorkrisenniveau) würde nach Fed-Berechnungen eine um nahezu einen Prozentpunkt höhere Inflationsrate bedeuten.

⁴² Maximiliano A. Dvorkin, Fernando Leibovici und Ana Maria Santacreu, „How Tariffs Are Affecting Prices in 2025“, Federal Reserve Bank of St. Louis, 16. Oktober 2025.

⁴³ Federal Reserve Board, „FEDS Notes“, Q4 2025.



Die schwierige Entscheidung der Notenbanken

Auch wenn die aktuellen Inflationsdynamiken nicht annähernd so problematisch erscheinen wie 2022, bleibt die Möglichkeit einer Wiederholung im Blick zu behalten. 2022 lag der Kern-PCE bei 5,2%, als Russland im Februar die Ukraine überfiel und einen 60%igen Anstieg der Ölpreise auslöste. Die Fed reagierte mit Zinserhöhungen um 425 Basispunkte im Laufe des Jahres. Der S&P 500 schloss 2022 mit einem Minus von 20%, Kernanleihen verloren 13%.

Die meisten Portfolios litten darunter. Makro-Hedgefonds erzielten eine Rendite von 9% – eine der wenigen Anlageklassen, die dem Zinsschock standhielten.

Das FOMC könnte vor einer schwierigen Wahl stehen: An der Lockerung festhalten (wie es mehrere Mitglieder, die Finanzministerin und der Präsident offenbar bevorzugen) und damit das Risiko noch höherer Inflation und langfristiger Zinsen eingehen, die Zinsen unverändert lassen oder wieder anheben und damit die Finanzmärkte destabilisieren – und das in einer Phase, in der sich in bestimmten Kreditsegmenten bereits Stress aufbaut. Die Geschichte zeigt, dass Zinserhöhungen der Zentralbanken als Reaktion auf Energieschocks klassische Vorboten von Rezessionen sind.⁴⁴

⁴⁴ Wataru Miyamoto, Thuy Lan Nguyen und Dmitriy Sergeev, „How Oil Shocks Propagate: Evidence on the Monetary Policy Channel“, Federal Reserve Bank of San Francisco, 8. März 2024.



Was könnte gelingen?

1. Freie Arbeitsmarktkapazitäten wirken Preisanstiegen entgegen

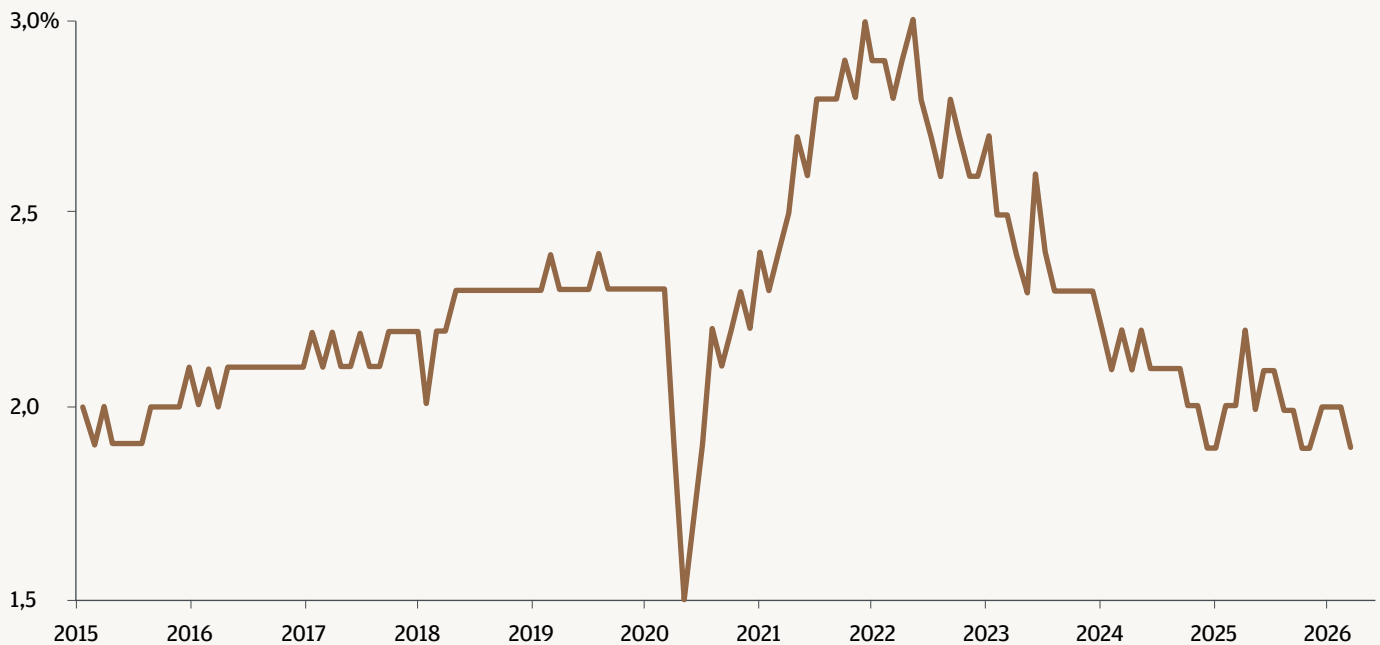
Wir sehen Anzeichen dafür, dass der Arbeitsmarkt nach wie vor über erhebliche Reserven verfügt. Ein angespannter Arbeitsmarkt zeigt sich typischerweise an hohen Jobwechselraten und überdurchschnittlichen Lohnzuwächsen für wechselwillige Arbeitnehmer. In letzter Zeit signalisieren sowohl die Kündigungsrate als auch der Lohnaufschlag für Jobwechsler weiterhin einen Arbeitsmarkt mit niedriger Einstellungs- und Entlassungsdynamik.⁴⁵

Es gibt keine Hinweise auf eine Lohn-Preis-Spirale wie 2022. Und die wahrgenommene Bedrohung durch KI - auch wenn sie den Arbeitsmarkt bislang kaum beeinflusst - dürfte die Lohnerwartungen dämpfen. Ein Rückgang der Zuwanderung könnte theoretisch die Löhne steigen lassen, doch bislang gibt es dafür kaum Belege.⁴⁶

Die Zahl der Teilzeitbeschäftigten, die keine Vollzeitstelle finden, ist gestiegen, Entlassungen und Stellenstreichungen nehmen zu, und eine sinkende Quote freiwilliger Kündigungen deutet darauf hin, dass Arbeitnehmer weniger zuversichtlich sind, durch einen Wechsel bessere Konditionen zu erzielen.⁴⁷ Diese Arbeitsmarktdynamik wirkt tendenziell bremsend auf das Lohnwachstum und damit auf die Dienstleistungsinflation. Die Arbeitskräftenachfrage ist vielleicht das beste Indiz dafür, dass die Inflation - so hartnäckig sie auch ist - wahrscheinlich begrenzt bleibt.

EIN ANGESPANNTER ARBEITSMARKT ÜBT ABWÄRTSDRUCK AUF DIE INFLATION AUS

U.S. JOLTS Kündigungsrate, saisonbereinigt, %



Bureau of Labor Statistics, Bloomberg Finance L.P. Datenstand 27. Februar 2026.

⁴⁵ JOLTS-Bericht, 31. März 2026.

⁴⁶ Simon Mongey, „Immigration can't explain declining employment growth“, Federal Reserve Bank of Minneapolis, 1. Oktober 2025.

⁴⁷ U.S. Bureau of Labor Statistics, „Employment Situation Summary (Household Survey)“, März 2026.

Was könnte gelingen?

2.

Zölle und Energieschocks könnten sich als temporär erweisen, die Immobilien-Desinflation ist nachhaltig

Auch wenn höhere Preise US-Haushalte bei Lebensmitteln, Strom und Konsumgütern zweifellos belasten, lässt sich argumentieren, dass vor allem Zölle und Energie – also idiosynkratische Faktoren – die Inflation antreiben.

Von Juni bis August 2025 machten Zölle etwa 0,5 Prozentpunkte der annualisierten Headline-PCE-Inflation aus.⁴⁸ Ohne Zölle hätte die Headline-PCE bei 2,35% und nicht bei 2,85% gelegen. Wenn der Durchschlageffekt der Zölle nachlässt oder die Zollpolitik moderater wird (durch Gerichtsentscheidungen, Handelsverhandlungen oder auf administrativen Beschluss), könnte diese Quelle des Preisdrucks verschwinden und spürbare Entlastung bringen.

Die Immobilieninflation ist rückläufig. Sie macht 17,7% des Kern-PCE aus und ist Anfang 2026 auf etwas über 3% gefallen, nachdem sie Ende 2024 noch bei 5% lag. Die Hauspreise bleiben hoch und die Erschwinglichkeit ist angespannt, aber der Anstieg der Wohnkosten (einschließlich Mieten) ist derzeit deutlich moderater. Das Angebot an Einfamilienhäusern zum Verkauf hat sich normalisiert, was das Preiswachstum bremst.⁴⁹

Die geringe Erschwinglichkeit, unter anderem infolge hoher Hypothekenzinsen, dürfte auch die Nachfrage nach Wohneigentum und damit die Immobilienpreisinflation dämpfen. Die Wohnungsmärkte sind sogar noch weniger inflationär: Die Leerstandsquote liegt über dem Niveau von 2019 und steigt nach einem kürzlich beendeten Bau-Boom weiter an.⁵⁰ Diese Überkapazitäten sollten die wohnungsbezogene Inflation bis 2026 weiter drücken.

⁴⁸ Etwa 0,4 Prozentpunkte der jährlichen Kern-PCE-Inflation. Federal Reserve Bank of St. Louis, 22. Oktober 2025.

⁴⁹ U.S. Bureau of Labor Statistics, „Consumer Price Index“, Februar 2026; National Association of Realtors „Existing Single-Family Home Inventory“, Februar 2026.

⁵⁰ U.S. Census Bureau, „Housing Vacancies and Homeownership Survey“, Q4 2025.



Was könnte gelingen?

3. Globaler Wettbewerb könnte die Inflation begrenzen

Selbst wenn die inländische Inflation am Rand hartnäckig bleibt, könnte der globale Wettbewerb sie verankern. Intensiver Wettbewerb aus China und anderen Niedrigkostenländern wirkt stark disinflationär. Produktionsdynamiken, insbesondere in China, deuten auf anhaltenden Preisdruck bei Gütern hin.

Chinas Investitionsmix nach der Pandemie hat sich in Richtung Industriekapazitäten verschoben, was zu Überkapazitäten, einem Preiskampf bis an die Untergrenze und Deflation bei den Erzeugerpreisen geführt hat.⁵¹

Bis März sanken die chinesischen Erzeugerpreise - und zwar durchgehend seit Ende 2022.⁵² Chinas Güterexporte liegen deutlich über dem Trend vor der Pandemie, während die Importe stagnieren. Der Wettbewerbsdruck hat sich sowohl im Inland als auch für Chinas Handelspartner und auf Drittmärkten verschärft.⁵³ Im aktuellen Fünfjahresplan bekräftigten die politischen Entscheidungsträger ihr Bekenntnis zu dieser exportorientierten Strategie.

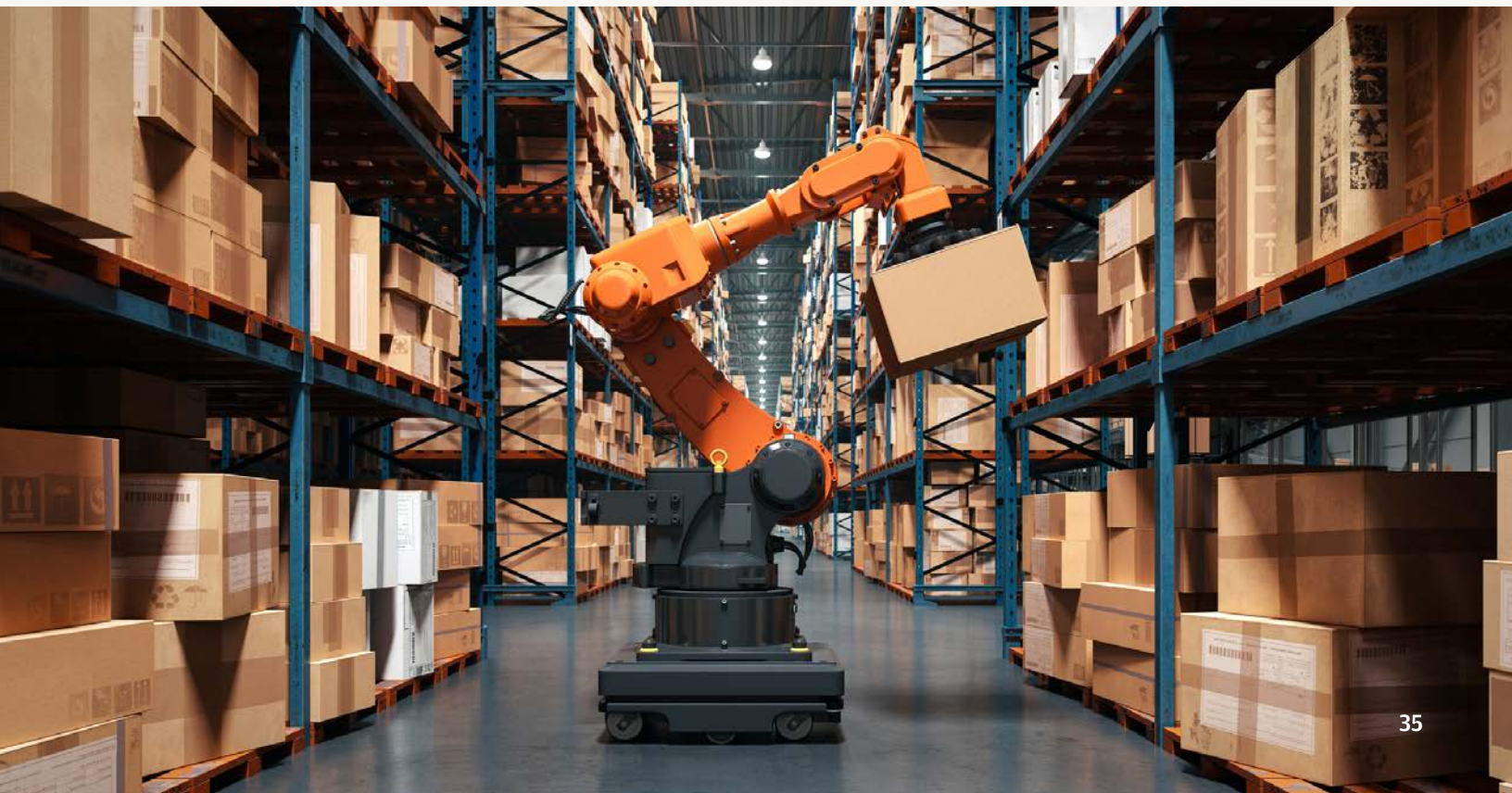
Dieses Phänomen geht über China hinaus. Die Preise für Bekleidung, die in die USA aus China und Lateinamerika importiert werden, sind 2025 gefallen.⁵⁴ Globale Wettbewerbsdynamiken können den Druck durch Zölle überwiegen.

⁵¹ J. Scott Davis und Brendan Kelly, „China manufacturing overcapacity boosts output, stagnation fears“, Federal Reserve Bank of Dallas, 30. Dezember 2025.

⁵² National Bureau of Statistics of China, „Producer Price Index“, 28. Februar 2026.

⁵³ Europäische Zentralbank, „ECB Economic Bulletin“, Juli 2025.

⁵⁴ U.S. Bureau of Labor Statistics, „Import Price Index by Origin“, Dezember 2025.



Anlageimplikationen

Der Erhalt der Kaufkraft ist für viele Investoren und Familien ein zentrales Ziel. Höhere Inflation erschwert die Erreichung dieses Ziels. Sie entwertet das reale Vermögen schneller, und höhere Inflation geht mit einer stärkeren Korrelation zwischen Aktien und Anleihen einher, was die Anfälligkeit traditioneller Portfolios erhöht.

Ein inflationsgetriebenes Szenario wie in den 1970er Jahren ist möglich, aber nicht wahrscheinlich. Es gibt nur sehr wenige Hinweise auf eine Lohn-Preis-Spirale am Arbeitsmarkt. Dennoch könnte sich - wie bereits erwähnt - eine höhere Inflation verfestigen. Die Renditen auf Liquidität und kurzfristige Wertpapiere können kaum kompensieren - und das noch vor Steuern. Um dieses anhaltende und oft stille Risiko für das Vermögen zu steuern, empfehlen wir vier Maßnahmen:

◇ Planen Sie mit Intention

Ein Umfeld höherer Inflation erfordert eine klare Zieldefinition und eine darauf ausgerichtete Asset-Allokation, die Cashflows und Steuern berücksichtigt. Der erste Schritt: Verstehen Sie, wie verschiedene Inflations- und Marktszenarien den künftigen Portfoliowert beeinflussen könnten.

Jede Familiensituation ist einzigartig, weshalb es entscheidend ist, Ihre Ziele gegen eine Bandbreite von Marktentwicklungen stresszutesten. Darauf aufbauend hilft das Festlegen von Entscheidungspunkten und die zeitliche Abfolge möglicher Maßnahmen, das Vermögen nicht nur real zu erhalten, sondern auch effektiv für die angestrebten Ziele einzusetzen.

◇ Setzen Sie auf rohstoffnahe Aktien, Infrastruktur und Immobilien

Rohstoffpreise sind Inputpreise und tendieren dazu, bei steigender Inflation hohe Renditen zu erzielen.⁵⁵ Entsprechend schneiden die Aktien von Rohstoffproduzenten und -transporteuren in Inflationsphasen meist überdurchschnittlich ab. Der Rohstoffsektor ist heute besonders interessant, da die Investitionen in Sachanlagen seit einem Jahrzehnt kaum über der Inflation liegen. Das künftige Angebot dürfte daher begrenzt sein.

Ein von uns beobachteter Teil rohstoffnaher Aktien bietet aktuell eine Gesamtrendite für Aktionäre von fast 5,5%. Das KGV liegt deutlich unter dem breiten Markt. Globale Infrastruktur ist eine bislang unterschätzte Anlageklasse, obwohl sie in unterschiedlichen Inflationsregimen eine historisch annualisierte Renditen von 8-12% erzielt hat.⁵⁶ Ein Schlüsselfaktor sind langfristige, vertraglich gesicherte und inflationsgeschützte Cashflows. Der Anteil des Energiesektors am Benchmark-Index beträgt inzwischen fast 60%,⁵⁷ nach 20% vor zehn Jahren. Obwohl die Zuflüsse in Infrastrukturfonds zuletzt gestiegen sind, bleibt der Sektor unterinvestiert. Fast 80% der von uns befragten Family Offices gaben an, keinerlei Engagement in Infrastruktur zu haben,⁵⁸ und auch 86% unserer US-Private-Banking-Kunden nicht.⁵⁹

Globale Immobilien können als weiterer Inflationsschutz dienen - durch Mietanpassungsklauseln und häufige Neuverhandlungen. Diese eingebauten Anpassungen helfen, die Einkünfte zu erhalten, wenn die Immobilienwerte mit den Kosten für Land, Arbeit und Material steigen.⁶⁰ Wir sehen erste Anzeichen einer Erholung bei Core-Immobilien nach einer mehrjährigen Schwächephase.

Wir sind der Ansicht, dass diese Realwerte zusammen bis zu 5% eines Gesamtportfolios ausmachen können.

⁵⁵ Ari Levine, Yao Hua Ooi und Matthew Richardson, „Commodities for the Long Run“, National Bureau of Economic Research, November 2016.

⁵⁶ MSCI, Bloomberg, Daten basierend auf Verfügbarkeit Stand Juni 2025.

⁵⁷ Der MSCI Global Private Quarterly Infrastructure Asset Index.

⁵⁸ J.P. Morgan Private Bank, „2026 Global Family Office Report“, Februar 2026.

⁵⁹ Für Kundenportfolios mit einem Mindestwert von 5 Millionen US-Dollar.

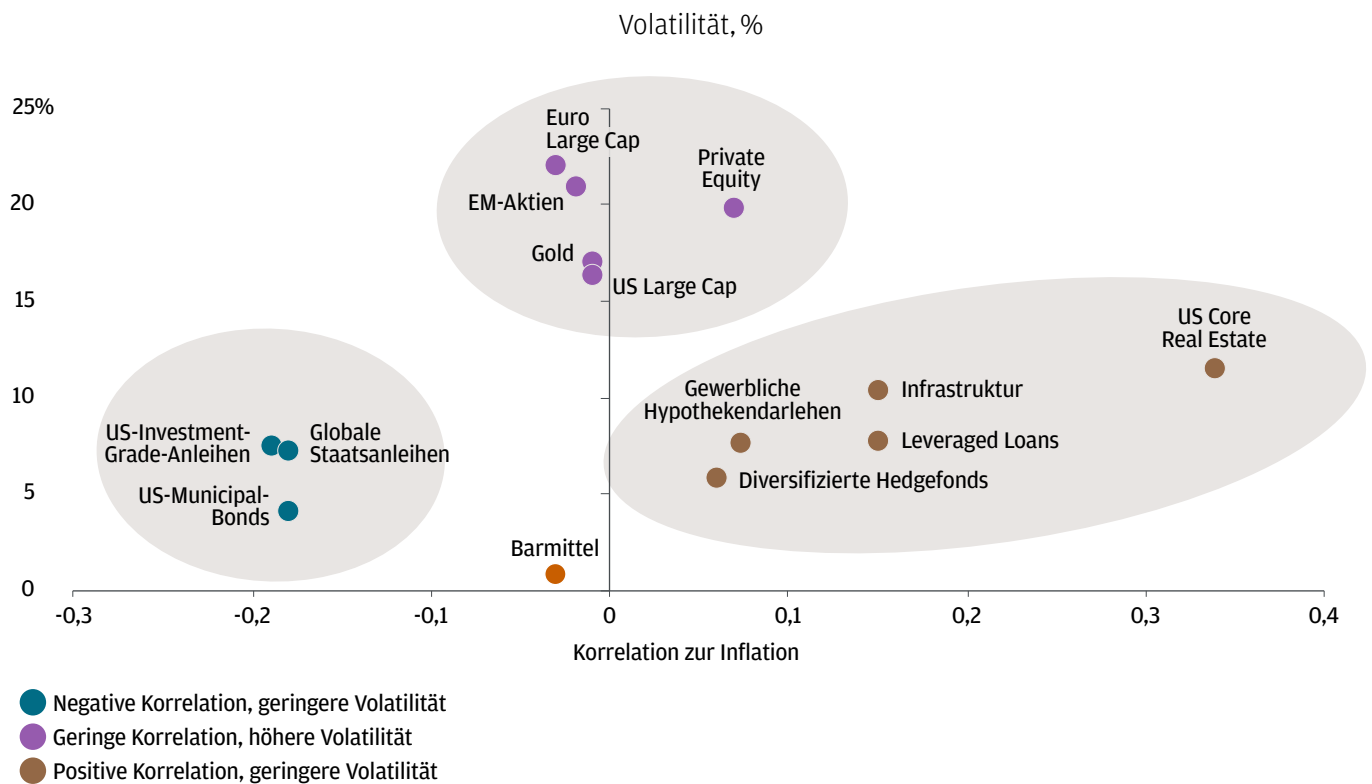
⁶⁰ Martin Hoesli, Jan Muckenaupt und Bing Zhu, „Listed Real Estate as an Inflation Hedge Across Regimes“, Journal of Real Estate Finance and Economics, Oktober 2023.



◇ Setzen Sie auf gering korrelierte Hedgefonds- und liquide Alternativstrategien

Wir sind überzeugt, dass Hedgefonds-Strategien wie Relative Value und Makro helfen können, das Gesamtrisiko im Portfolio zu reduzieren, da ihre Korrelationen zu Aktien und Anleihen begrenzt sind. Bestimmte liquide Alternativen bieten ähnliche aktive Ansätze. Makro-Hedgefonds erwiesen sich 2022 als widerstandsfähig, als sowohl Aktien als auch Anleihen erhebliche Verluste verzeichneten. Laut unseren Daten sind US-Private-Banking-Kunden in diesem Bereich typischerweise unterinvestiert: 94 % der Kunden halten keine Hedgefonds in ihren Portfolios.⁶¹

ZUR ABSICHERUNG GEGEN INFLATIONSSRISIKEN SOLLTEN ANLEGER DEN FOKUS AUF ROHSTOFFE, REALE VERMÖGENSWERTE UND AUSGEWÄHLTE ALTERNATIVE STRATEGIEN LEGEN

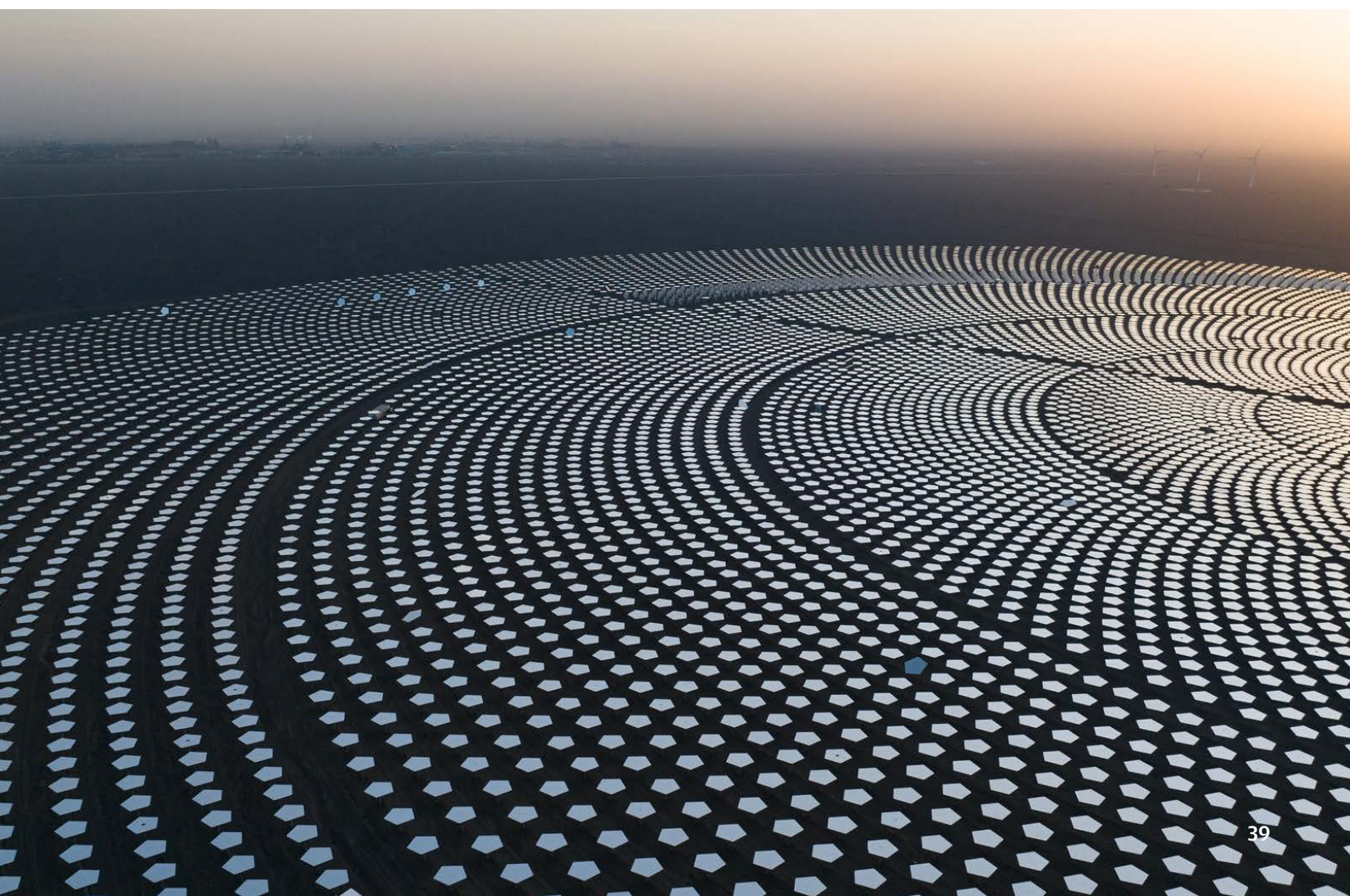


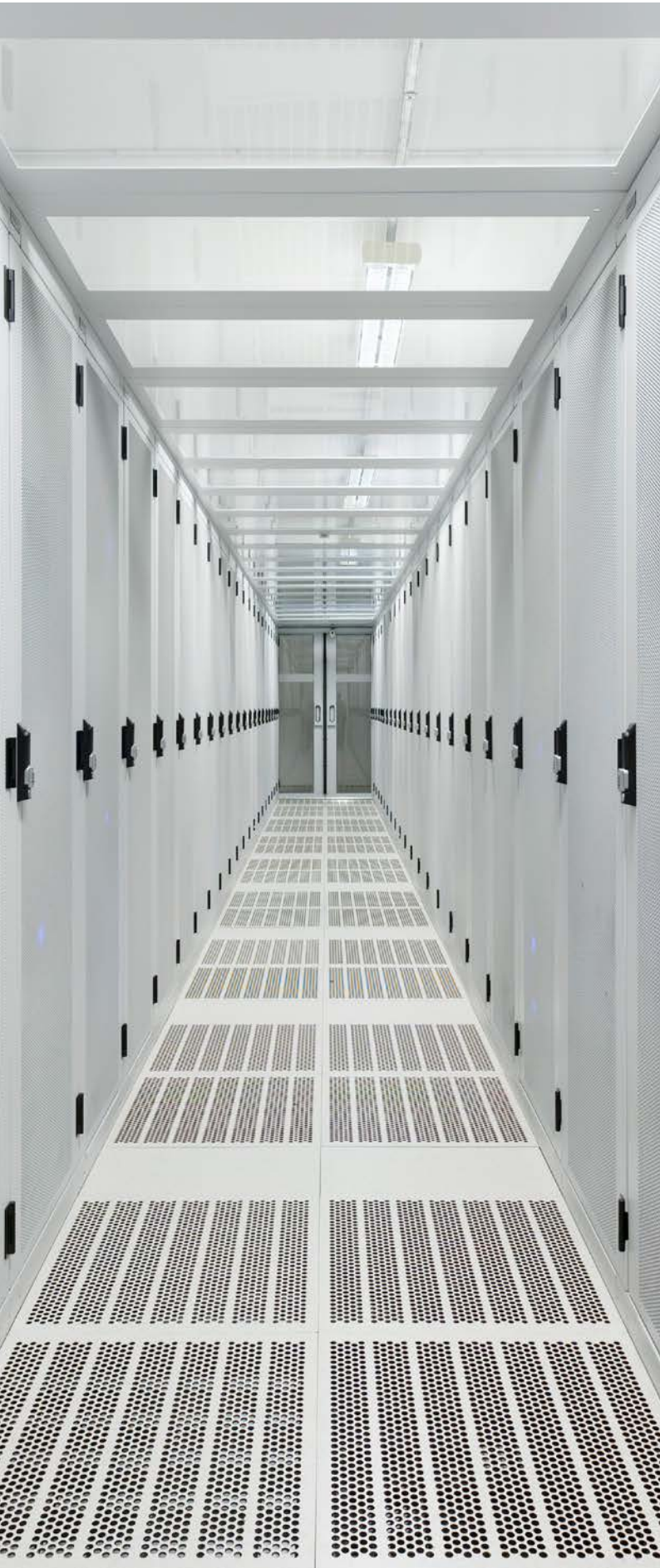
Quelle: J.P. Morgan Asset Management Long-Term Capital Market Assumptions. Datenstand 30. September 2025.

⁶¹ Für Kundenportfolios mit einem Mindestwert von 5 Millionen US-Dollar.

Teil 3

Künstliche Intelligenz:
Unterschätzen Sie nicht
den Superzyklus und sein
disinflationäres Potenzial





Künstliche Intelligenz könnte sich als mächtige disinflationäre Kraft erweisen, da sie die Kosten für Expertise senkt und das Potenzial bietet, die Wirtschaftsleistung ohne zusätzlichen menschlichen Arbeitseinsatz zu steigern.

Doch das Potenzial der KI für einen solchen disinflationären Boom wird derzeit von eher pessimistischen Narrativen überlagert.

Die Modelle entwickeln sich weiter, die Investitionspläne der Unternehmen für Rechenzentren steigen, und die Bewertungen privater Unternehmen wachsen. Doch die am häufigsten gehörten Stimmen unter Marktteilnehmern konzentrieren sich auf zwei potenzielle Risiken, die wir als „KI-Maximalistenszenarien“ bezeichnen: Erstens könnte KI der Wirtschaft schaden, indem sie Arbeitskräfte rasch verdrängt und die Arbeitslosigkeit steigen lässt; zweitens könnte sie den Aktienmarkt belasten, indem sie etablierte Geschäftsmodelle schneller als erwartet disruptiert. Diejenigen, die KI-Maximalistenszenarien erwarten, haben eine klare Vorstellung davon, was schiefgehen könnte: nichts Geringeres als wirtschaftliche Notlagen auf dem Niveau der globalen Finanzkrise oder der Großen Depression.

Investoren werden sich in den kommenden Quartalen zudem mit drei der größten Börsengänge der Geschichte auseinandersetzen müssen, alle im KI-Ökosystem

Bislang richten die meisten Beobachter ihren Blick 2026 auf das, was im KI-Sektor schiefgehen könnte. Wir sind überzeugt, dass langfristig orientierte Anleger belohnt werden, wenn sie sich auf das konzentrieren, was gelingen kann.

Die Wirtschafts- und Markthistorie ist reich an Beispielen für Geschäfts- und Arbeitstätigkeiten, die durch Technologie verdrängt wurden. Dennoch hat Innovation stets das Potenzial der Wirtschaft, den Lebensstandard der Haushalte, die Ertragskraft der Unternehmen und die Bewertungen an den Aktienmärkten erhöht. Anleger unterschätzen das optimistischste Szenario für Risikoanlagen: eines, in dem die Märkte die Gewinner KI-getriebener Produktivitätsgewinne erkennen und belohnen – während sich die Wirtschaft in einem Tempo wandelt, das eine geordnete Umverteilung von Arbeitsplätzen ermöglicht.

Was könnte schiefgehen?

1. KI könnte den Arbeits- markt erschüttern

Eine der größten Befürchtungen einflussreicher Stimmen am Markt ist, dass KI Arbeitskräfte verdrängen wird. Der CEO von Anthropic etwa warnte, dass KI in den nächsten ein bis fünf Jahren die Hälfte der Einstiegsjobs im US-White-Collar-Bereich eliminieren und die Arbeitslosenquote auf 10-20 % treiben könnte – das entspräche 10 bis 25 Millionen Arbeitsplatzverlusten ohne ausgleichende Neueinstellungen.⁶² Ein Arbeitsplatzabbau in dieser Größenordnung wäre eine wirtschaftliche Katastrophe.⁶³

Die Arbeitslosenquote in den USA erreichte während der Großen Depression ihren Höchststand bei 25 % und überschritt seit dem Zweiten Weltkrieg nur zweimal die Marke von 10%.⁶⁴

Es mehren sich die Hinweise, dass mit der rasanten Verbesserung der Modelle viele Aufgaben durch KI ersetzt werden können. Das Zeitalter der „agentischen“ KI, in dem KI-Tools Aufgaben eigenständig erledigen, scheint anzubrechen. Eines der neuesten Modelle von Anthropic, Opus 4.6, kann komplexe, iterative Aufgaben erledigen, für die ein menschlicher Experte mehr als 12 Stunden benötigen würde. Noch im Dezember 2025 war das leistungsfähigste KI-Modell nicht in der Lage, Aufgaben mit einer Dauer von sechs Stunden zu bewältigen.⁶⁵

Claude Code generierte allein im Februar 2026 einen annualisierten Umsatz von 6 Milliarden US-Dollar für Anthropic.⁶⁶ Die KI-Agenten von C.H. Robinson (einem Logistikunternehmen) können dieselben Preisangebote in 30 Sekunden erstellen, für die menschliche Mitarbeiter 15 Minuten benötigen. Einer aktuellen Umfrage zufolge gaben 88 % der befragten Führungskräfte an, dass ihre Unternehmen autonome KI-Agenten probeweise einführen oder skalieren.⁶⁷

Die Mitarbeiterzahl von Microsoft erreichte 2022 ihren Höchststand und ist seither um 6 % gesunken. Umfragen von Challenger, Grey & Christmas deuten darauf hin, dass KI 2025 für fast 55.000 Entlassungen in den USA verantwortlich war.⁶⁸ Amazon, UPS, Salesforce, Workday, IBM und PayPal haben alle KI als einen Hauptgrund für Entlassungen im vergangenen Jahr genannt. Das Ausmaß der potenziellen Disruption ist offensichtlich. Wirtschaftsstudien und Branchenumfragen zeigen, dass Büro- und Verwaltungskräfte (über 21 Millionen Beschäftigte), Vertriebsmitarbeiter (über 13 Millionen), Beschäftigte in Finanz- und Rechnungswesen (acht bis neun Millionen) sowie Kundenservice- und Callcenter-Personal (drei Millionen) besonders gefährdet sind, durch KI automatisiert zu werden.⁶⁹

Wie bei vielen anderen technologischen und wirtschaftlichen Umbrüchen könnte die Einführung von KI für die Betroffenen erhebliche Härten bedeuten.

⁶² Mike Allen und Jim VandeHei, „Behind the Curtain: A white-collar bloodbath“, Axios, 28. Mai 2025.

⁶³ Unter der Annahme, dass die Größe der Erwerbsbevölkerung konstant blieb.

⁶⁴ U.S. Bureau of Labor Statistics, März 2026.

⁶⁵ METR, „Task-Completion Time Horizons of Frontier AI Models“, 31. März 2026. Bei Aufgaben, die ein menschlicher Experte in zwei Stunden erledigen würde, kann Claude diese zu 80 % bewältigen. Bei komplexeren Aufgaben, die einen Experten zwölf Stunden beanspruchen würden, sinkt die Erfolgsquote auf 50 %. Anders gesagt: Wenn Sie möchten, dass KI eine Aufgabe zu 99 % erledigt, muss diese Aufgabe nach menschlichem Maßstab sehr einfach sein.

⁶⁶ Shirin Ghaffary, „Anthropic Nears \$20 Billion Revenue Run Rate Amid Pentagon Feud“, Bloomberg Finance L.P., 3. März 2026. Claude Code ermöglicht es Nutzern, Code in natürlicher Sprache zu schreiben.

⁶⁷ PwC, „AI Agent Survey“, Mai 2025.

⁶⁸ Challenger, Grey & Christmas, Dezember 2025.

⁶⁹ International Labour Organization, „Research Brief“, Februar 2026.

Was könnte schiefgehen?

2. KI könnte bestehende Geschäftsmodelle schneller verdrängen als erwartet

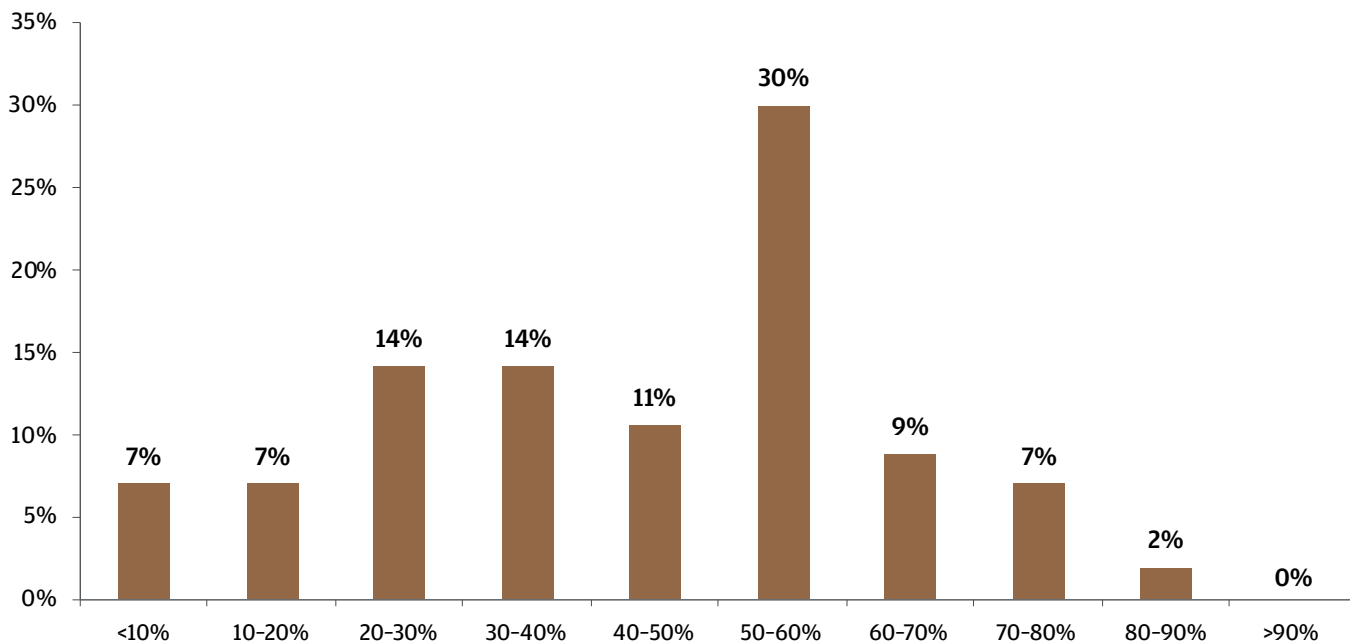
Auch die Arbeitsmärkte könnten indirekt durch die Disruption von Geschäftsmodellen betroffen sein. Marktteilnehmer sehen den am stärksten gefährdeten Sektor im Bereich Legacy-Software-as-a-Service (SaaS). Viele SaaS-Unternehmen sind im S&P Expanded Technology Software Index (IGV) gelistet. Bemerkenswert ist, dass etwa die Hälfte der Aktien im Index mehr als 50% unter ihren Allzeithochs notieren. Seit Jahresbeginn ist die von J.P. Morgan Securities zusammengestellte Auswahl an Titeln, die als besonders KI-anfällig gelten, um fast 20% gefallen.

Der Legacy-Softwaresektor leidet unter den Nachwirkungen von Überbeschäftigung während des COVID-19-Booms, unter höheren Zinsen und unter der fortschreitenden Disruption des Abonnementmodells durch KI (Bezahlung pro Nutzer). Das Medianunternehmen im IGV-Index weist eine GAAP-Betriebsmarge von gerade einmal 4% auf.

Weltweit arbeiten knapp 4,5 Millionen Menschen im Software-Engineering und fast 50 Millionen in der Softwareentwicklung.⁷⁰ Sie könnten als Erste die Auswirkungen der KI-Durchbrüche zu spüren bekommen. Wie bereits erwähnt, bedrohen KI-Tools das einst so attraktive, abonnementbasierte Geschäftsmodell vieler SaaS-Unternehmen. Erstens könnte KI die Zahl der benötigten Mitarbeiter für Aufgaben, die bislang eine Softwarelizenz erforderten, deutlich reduzieren. Zweitens könnten KI-Tools diese Aufgaben vollständig übernehmen.⁷¹ Einige Softwareunternehmen werden sich sicherlich erholen. Doch aktuell steht der Sektor beispielhaft für die Risiken und Chancen konzentrierter Aktienpositionen.

SOFTWARE: KATASTROPHALE VERLUSTE UNTER DER OBERFLÄCHE

Anteil der IGV-Indexmitglieder nach Rückgängen vom Allzeithoch, %



Quelle: Bloomberg Finance L.P. Datenstand 20. April 2026.

⁷⁰ Bureau of Labor Statistics und SlashData, 31. Dezember 2025.

⁷¹ Beispielsweise bietet das Legacy-SaaS-Unternehmen ServiceNow eine Clearingstelle für IT-bezogene Workflows einer Organisation: Passwort-Resets, Remote-Laptop-Login, Onboarding neuer Mitarbeiter. Ein KI-Tool könnte pro Ergebnis abrechnen, nicht - wie derzeit üblich - pro Nutzer.

KI-getriebene Auswirkungen auf Private Equity und Private Credit

Auch die Märkte für Private Credit und Private Equity erscheinen anfällig. Der Markt für Direktkredite hat eine etwa 21%ige Exponierung gegenüber Software, die auf rund 40 % steigt, wenn Technologie- und Business-Services-Borrower einbezogen werden. Technologie macht etwa 30 % der globalen Private-Equity-Buyout-Portfolios und fast die Hälfte der Venture-Capital-Portfolios aus.⁷² Bislang sind die beobachteten Ausfallraten noch nicht gestiegen, doch die Märkte zeigen erste Stressanzeichen.⁷³

Öffentlich gehandelte Business Development Companies (BDCs) notieren nahe den Tiefs des vorherigen Zyklus,⁷⁴ die Spreads für Leveraged Loans im Softwarebereich haben sich ausgeweitet und börsennotierte alternative Asset Manager haben seit Jahresbeginn mehr als 20 % verloren. Die verschlechterte Stimmung und sich normalisierende Direktkreditrenditen haben zu überdurchschnittlichen Rücknahmen bei nicht gehandelten Private-Credit-BDCs geführt.

Wie schlimm könnte es für Software und Private Credit werden? Die Ausfallraten für Leveraged Loans (auf Indexebene) erreichten während der globalen Finanzkrise rund 13 %. Wenn die Ausfallraten im Softwarebereich auf 15 % steigen und die Rückgewinnungswerte nur 40 % betragen, könnten die Verluste bei Private Credit (unlevered) etwa 2 % betragen.⁷⁵ Unter Einbeziehung von Portfoliohebeln könnten sich die Verluste auf 4 % summieren, bei einer Anfangsrendite von etwa 9 %.⁷⁶

Sollten softwarebesicherte Private-Credit-Portfolios in diesem Ausmaß unter Druck geraten, wäre der Eigenkapitalwert privat gehaltener Softwareunternehmen noch stärker beeinträchtigt.

Einige Marktteilnehmer befürchten, dass sich die Kreditprobleme über den Softwarebereich hinaus ausweiten könnten. Bislang konzentriert sich der Stress im Private Credit jedoch auf kleinere Kreditnehmer (25 bis 50 Millionen US-Dollar EBITDA) und ausgewählte Branchen (Einzelhandel, Automobil).⁷⁷

Im Softwarebereich könnten die Ausfallraten über einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren steigen, da sich die KI-Disruption ausbreitet. Die Auswirkungen dürften jedoch unterschiedlich ausfallen: Geschäftskritische, tief integrierte und nutzungsbasierte Plattformen dürften widerstandsfähiger sein als generische, leicht ersetzbare Tools oder Abonnementmodelle mit Bezahlung pro Nutzer. Entscheidend ist: Wir sehen in diesen Stressbereichen kein systemisches Risiko – Private Credit macht nur etwa 9 % der gesamten Unternehmensfinanzierung aus und die Verflechtungen mit Banken bleiben moderat. Trotzdem erscheint es plausibel, dass sich eine gewisse Ansteckung auf die Kreditmärkte insgesamt ausbreiten könnte.

⁷² J.P. Morgan Global Alternative Investment Solutions; Goldman Sachs; J.P. Morgan Securities Credit Research, Februar 2026.

⁷³ MSCI Global, 30. September 2025.

⁷⁴ Im marktüblichen Bewertungsmaßstab für BDCs lag der Preis-NAV-Abschlag bei 17%. Diese Bewertungskennzahl misst die Differenz zwischen Marktanteilspreis und Preis pro Anteil (NAV) und deutet darauf hin, dass Investoren Fondsvermögen unter ihrem ausgewiesenen Wert erwerben.

⁷⁵ JPM Investment Bank North America Credit Research, „Default Monitor“, April 2026.

⁷⁶ Annahme einer vereinfachten einstelligen Hebelwirkung auf Portfolioebene. Federal Reserve Board; Preqin; PitchBook; Empirical Research Partners Analysis, März 2026.

⁷⁷ Proskauer; J.P. Morgan Global Alternative Investment Solutions, Februar 2026.

Mega-Cap-Tech steht vor einer neuen Ära der Skepsis

Gleichzeitig befürchten viele Investoren, dass sich das Profil der Mega-Cap-Tech-Unternehmen dauerhaft verändert. Die Hyperscaler⁷⁸ verfügen derzeit noch über den Cashflow, um ihre kapitalintensiven Rechenzentrumsinvestitionen zu finanzieren. Doch auch das wandelt sich rasch.⁷⁹

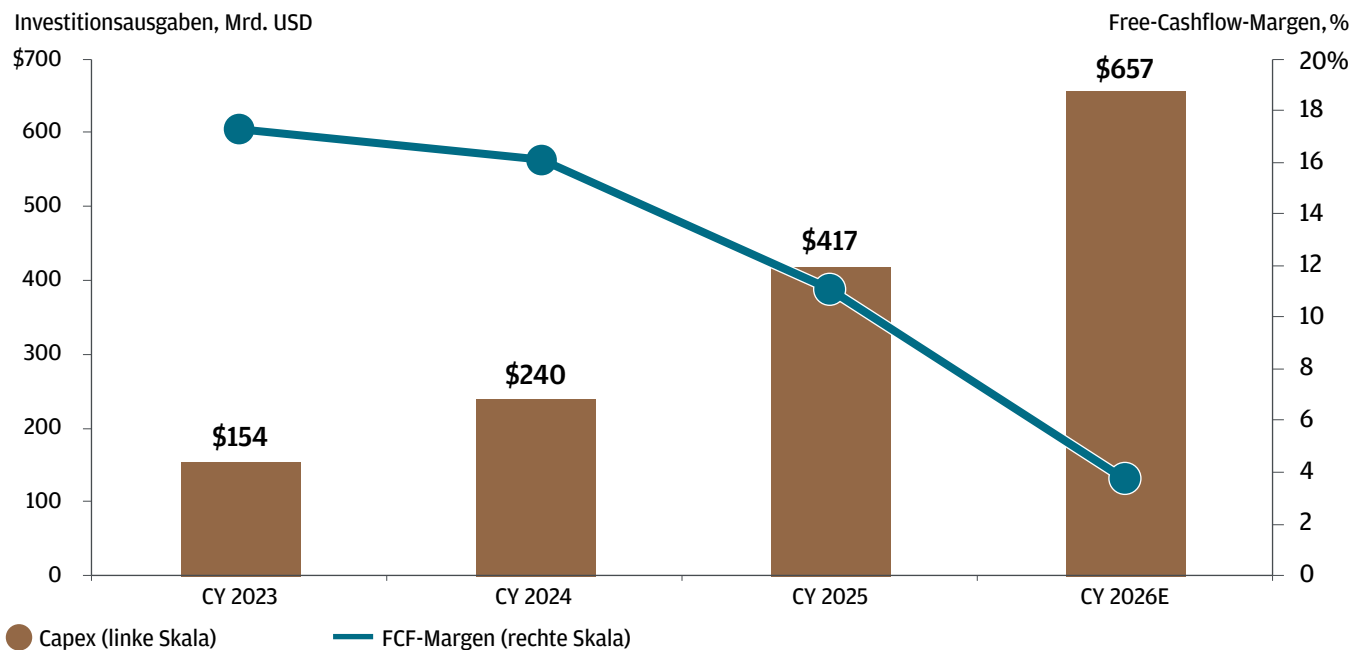
Einige Investoren sorgen sich, dass die Investitionen der Hyperscaler in kapitalintensive Anlagen die Eigenschaften, die sie einst so attraktiv machten, dauerhaft verändern. Die Führungskräfte der Hyperscaler sind überzeugt, dass die heutigen KI-Anwendungen – agentenbasierte Workflow-Tools für Unternehmen und produktivitätssteigernde Tools für Konsumenten, unterstützt durch Werbung – Umsatzchancen bieten, die die Kosten rechtfertigen.

Der Markt bewertet diese Zukunft jedoch zunehmend vorsichtig.

Der freie Cashflow der Hyperscaler erreichte 2024 mit fast 240 Milliarden US-Dollar seinen Höhepunkt und dürfte bis Ende 2026 auf 73 Milliarden US-Dollar sinken. Das Forward-KGV von Microsoft ist von einem KI-Höchststand von 35x auf aktuell 22,5x gefallen. Zudem ist die Kompression der Bewertungskennzahlen bei den Mega-Cap-Leadern (nicht nur bei den Hyperscalern) mit steigender Verschuldung und potenziell eingeschränkten Aktienrückkäufen und Dividendenprogrammen verbunden. Die aggregierte Free-Cashflow-Rendite der Hyperscaler dürfte unter 4% fallen – nach 18% im Jahr 2023.

Über Jahre hinweg rechtfertigten Investoren die hohen Bewertungen der Mega-Cap-Leader mit niedriger Verschuldung, hohen Ausschüttungsquoten (Dividenden und Rückkäufe), asset-light-Geschäftsmodellen und breiten Margen. Der KI-Investitionsuperzyklus stellt diese Annahmen nun infrage.

HYPERSCALER REDUZIEREN IHREN CASHFLOW



Quelle: FactSet. Datenstand 20. April 2026.

⁷⁸ Hyperscaler sind Cloud-Service-Anbieter, die Rechenressourcen in einem Umfang und einer Geschwindigkeit bereitstellen können, die die größten Unternehmen und Internetdienste weltweit unterstützen. Die fünf wichtigsten Hyperscaler sind Microsoft, Meta, Oracle, Google und Amazon. Weitere sind Alibaba, Apple, IBM, ByteDance und CoreWeave.

⁷⁹ Microsoft plant beispielsweise, bis September 2027 das weltweit leistungsstärkste Rechenzentrum fertigzustellen. Der Standort in Mount Pleasant, Wisconsin, soll etwas mehr als 100 Milliarden US-Dollar (2025) kosten, mehr Strom verbrauchen als die gesamte Stadt Los Angeles und 5,2 Millionen H100-äquivalente GPUs beherbergen.

Was könnte schiefgehen?

3. Börsengänge könnten den Höhepunkt des Zyklus markieren

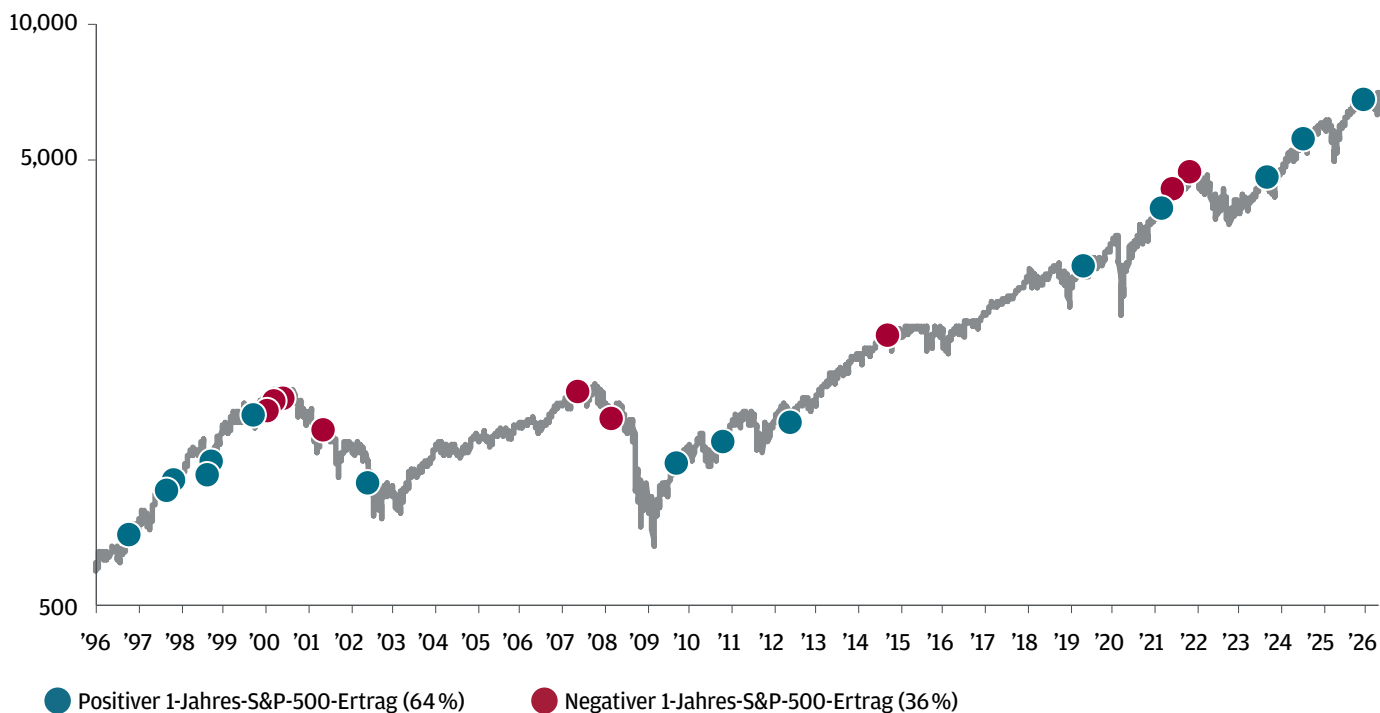
Vielleicht wird der kommende IPO-Kalender zum bislang härtesten Test für die Zukunft der KI als Investmentthema. Im Sommer wird SpaceX, bekannt für seine Ambitionen, Rechenzentren im All zu platzieren, mit ziemlicher Sicherheit den größten Börsengang der Geschichte wagen. Prognosemärkte sehen eine 50%ige Wahrscheinlichkeit für einen Börsengang von Anthropic vor 2027 und eine 33%ige Wahrscheinlichkeit für einen OpenAI-IPO.⁸⁰

Sollten die öffentlichen Märkte die Bewertungen der privaten Märkte bestätigen oder sogar übertreffen, dürfte das das Vertrauen in KI-Infrastrukturinvestitionen stärken. Allerdings sendet die jüngere Geschichte prominenter Börsengänge einige Warnsignale.⁸¹

Historisch war ein Anstieg der Emissionstätigkeit oft mit Höchstständen an den Aktienmärkten verbunden. 2007 entsprachen IPOs, Zweitplatzierungen sowie Private-Equity- und Venture-Capital-Transaktionen 4,5% der US-Marktkapitalisierung – der höchste Wert aller Zeiten. Ein Jahr später mussten Investoren die globale Finanzkrise verkraften – das schlechteste Börsenjahr seit den 1930ern. Ähnlich lag der Wert 2021 erneut über 4% der US-Marktkapitalisierung. Im Anschluss daran hatte der Markt 2022 mit einem Zinsschock der Fed und einem Energieschock durch Russlands Invasion in der Ukraine zu kämpfen. Die Jahresrendite am Aktienmarkt lag bei -20%.

FALLEN GROSSE BÖRSENGÄNGE MIT MARKTHÖCHSTSTÄNDEN ZUSAMMEN?

Der S&P 500 mit den 25 größten IPOs, logarithmische Skala



Quelle: Renaissance Capital, Bloomberg Finance L.P. Datenstand 20. April 2026.

⁸⁰ Prognosemärkte sind Handelsplattformen, auf denen Teilnehmer Verträge über den Ausgang zukünftiger Ereignisse wie Wahlen, Wirtschaftsdaten und Sport abschließen und so kollektive Erwartungen über Wahrscheinlichkeiten widerspiegeln.

⁸¹ Dieser Abschnitt stützt sich auf Forschung von Michael Goldstein und dem Team von Empirical Research Partners.

KÜNSTLICHE INTELLIGENZ: UNTERSCHÄTZEN SIE NICHT DEN SUPERZYKLUS UND SEIN DISINFLATIONÄRES POTENZIAL

Auch die Erst-Tags-Renditen großer Börsengänge geben Hinweise auf mögliche Übertreibungen. Paradoxe Weise kann eine starke Performance am ersten Handelstag großer IPOs ein Warnsignal für den Gesamtmarkt sein. Wenn die Nachfrage von Privatanlegern nach neu gelisteten Aktien unersättlich wird, kann das auf eine Euphorie hindeuten, die von den Fundamentaldaten nicht getragen wird.

Während der Dotcom-Blase Ende der 1990er Jahre und erneut 2021 lagen die durchschnittlichen Ersttagsrenditen großer IPOs bei etwa 50%. Im Jahr 2025 erlebten die Märkte eine kleine Renaissance bei Kapitalmarkttransaktionen: Die Ersttagsrenditen von IPOs erreichten 35%. Die Geschichte zeigt, dass große Börsengänge häufig ein Zeichen für einen Markt nahe am Höhepunkt sind.

Diese neu gelisteten Aktien zeigten anschließend meist eine schwache Performance. Betrachtet man 18 der 25 größten US-IPOs der Geschichte (für die vollständige Preisdaten vorliegen), so schnitten die Medianwerte dieser Aktien im ersten Jahr nach dem Börsengang um 30% schlechter ab als der S&P 500. Zwölf der 18 Titel verloren im ersten Jahr nach dem Listing an Wert. Die Medianrendite des S&P 500 in den Jahren nach Mega-IPOs lag bei nur 3% - deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt von fast 10%.

Kurz gesagt: 36% dieser 25 größten IPOs signalisierten eine negative Einjahresrendite für den Index.

Wir werden die Nachfrage und die Marktreaktion auf die Börsengänge von SpaceX und anderen genau beobachten, um ein Stimmungsbild und eine Einschätzung des Bewertungsumfelds zu erhalten.



Was könnte gelingen?

1. Der KI-Investitionszyklus könnte die Expansion weiter antreiben

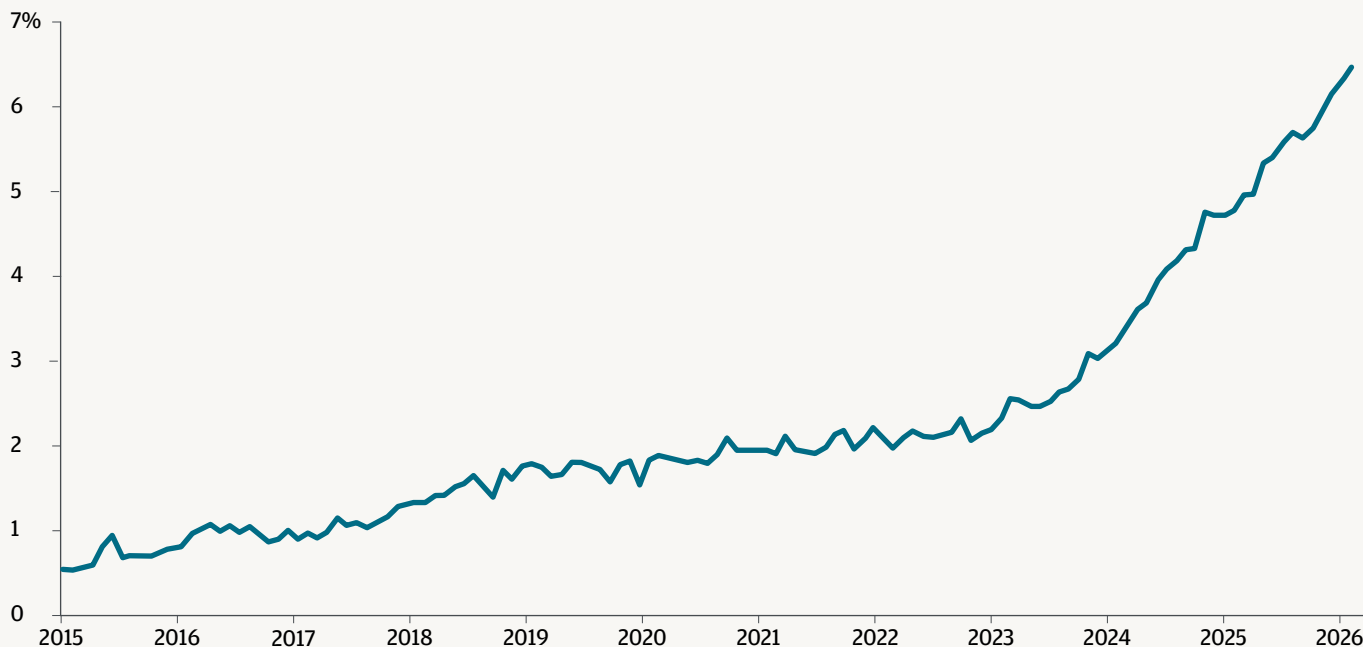
Im Jahr 2025 trieb KI-Investition das globale Wirtschaftswachstum an. Das BIP Taiwans wuchs um mehr als 7%, der höchste Wert seit 2010 (im vierten Quartal lag die annualisierte Rate sogar bei über 12,5%), und die Exporte erreichten einen Rekordwert von 640 Milliarden US-Dollar.⁸²

TSMC allein, die Foundry, die den Großteil der Nvidia-Chips produziert, trug 2025 5-6% zum taiwanesischen BIP bei.⁸³ Die koreanischen Exporte überschritten 2025 erstmals 700 Milliarden US-Dollar, ein Viertel davon entfiel auf Halbleiterlieferungen.⁸⁴

Nach Berücksichtigung der Importe steuerten KI-Investitionen im ersten Halbjahr des vergangenen Jahres 25 Basispunkte zum realen US-BIP-Wachstum bei.⁸⁵ Im vierten Quartal 2025 stiegen die Investitionen privater Unternehmen in Computer- und Büroausstattung um 75% gegenüber dem Vorjahr. Der Anteil der Rechenzentren an den gesamten gewerblichen Bauinvestitionen hat sich seit 2022 nahezu vervierfacht.⁸⁶

DER BAU VON RECHENZENTREN BOOMT WEITER

Ausgaben für den Bau von Rechenzentren als Anteil an den gesamten nichtwohnwirtschaftlichen Bauausgaben, %



Quelle: U.S. Census Bureau, Haver Analytics. Datenstand 31. Januar 2026.

⁸² Taiwan Directorate-General of Budget, „Accounting and Statistics“, Dezember 2025.

⁸³ Gary Chen, „Silicon shield to 'global TSMC'“, Taipei Times, 10. März 2026.

⁸⁴ Bank of Korea, Dezember 2025.

⁸⁵ Natixis Investment Managers, „Why AI spend isn't really the sole growth driver“, 5. November 2025.

⁸⁶ U.S. Census Bureau, Januar 2026.

Alles deutet darauf hin, dass der KI-Investitionszyklus auch im weiteren Verlauf von 2026 anhalten kann. Nach der Berichtssaison zum vierten Quartal (Januar und Februar 2026) haben die fünf großen Hyperscaler (Microsoft, Meta, Oracle, Google und Amazon) ihre Capex-Erwartungen für 2026 um 130 Milliarden US-Dollar angehoben. Analysten an der Wall Street erwarten nun, dass diese Unternehmen bis Ende 2026 gemeinsam mehr als 650 Milliarden US-Dollar investieren werden, wobei der Großteil davon in den Ausbau ihrer cloudbasierten KI-Kapazitäten fließt.

Selbst Oracle - das von Marktanalysten für seine durch Schulden und Eigenkapital finanzierten Investitionen kritisch beäugt wird - meldete zuletzt einen Auftragsbestand von 30 Milliarden US-Dollar, der vollständig von Kunden stammt, die ihre eigenen GPUs bezahlen.⁸⁷ Oracle muss möglicherweise keine neuen Mittel aufnehmen, um diese Kundenverträge zu erfüllen.

Zwar sinkt der freie Cashflow der Hyperscaler, doch das Umsatzwachstum in ihren Cloud-Sparten beschleunigt sich, was den Vorständen grünes Licht für weitere aggressive KI-Investitionen gibt.

⁸⁷ GPUs sind Grafikprozessoren, spezialisierte Hochleistungscomputerchips, die das Training von KI-Modellen ermöglichen. Ben Thomson, „Oracle Earnings, Oracle’s Cloud Growth, Oracle’s Software Defense“, Stratechery, 11. März 2026.



Begrenzte Hinweise auf Arbeitsmarktschäden

Während die Investitionen in Technologie das BIP-Wachstum antreiben, gibt es bislang nur sehr wenige Hinweise darauf, dass KI den Arbeitsmarkt tatsächlich schädigt.

KI ist im Vergleich zu menschlicher Arbeit besonders effektiv bei Aufgaben wie der Erstellung von Kostenvoranschläge, dem automatischen Ausfüllen von Formularen, dem Priorisieren von E-Mails, der Beantwortung häufiger Kundenanfragen und der Übersetzung von Dokumenten. Aber ein Job besteht aus einem Portfolio von Aufgaben. Die Marktpreise sowohl für menschliche Arbeit als auch für GPUs und empirische Daten aus dem Arbeitsmarkt deuten darauf hin, dass agentenbasierte KI-Modelle nach wie vor nicht die gesamte Bandbreite an Wissensarbeit ersetzen können.

Ein White-Collar-Arbeiter kostet etwa 50 US-Dollar pro Stunde. Eine Nvidia H100 GPU wird für rund 2,50 US-Dollar pro Stunde vermietet.⁸⁸ Das bedeutet, dass eine GPU selbst dann noch wirtschaftlich ist, wenn sie mehr als 20 Stunden benötigt, um eine Stunde menschlicher Arbeit zu replizieren – ein enormer ökonomischer Anreiz, von menschlicher auf KI-Arbeit umzustellen, selbst unter Berücksichtigung der Margen der Modellanbieter.⁸⁹

Das Fehlen einer massenhaften Verdrängung von Arbeitskräften ist ein starkes Indiz dafür, dass KI-Tools bislang nicht das gesamte Aufgabenspektrum eines Jobs abdecken können und Unternehmen noch nicht wissen, wie sie die heutigen, teils unzuverlässigen KI-Modelle am besten implementieren. Die Erfolgsquote von Anthropic Claude Opus 4.6 liegt bei komplexen Aufgaben, die einen menschlichen Experten 12 Stunden kosten würden, bei nur 50%.

DIE VERBESSERUNG VON KI-MODELLEN VERLÄUFT RASANT, DOCH BLEIBEN FRAGEN ZUR ZUVERLÄSSIGKEIT

Zeit, die Menschen für Aufgaben benötigen, die KI mit 50 % bzw. 80 % Erfolgsquote erledigen kann



Quelle: Michael Cembalest, J.P. Morgan Asset & Wealth Management, METR. Datenstand März 2026.

⁸⁸ SemiAnalysis GPU Rental Price Index, April 2026.

⁸⁹ Die Anwendungen von Modellunternehmen laufen auf GPU-Hardware.

Drei Arbeitsmarktdatenpunkte stützen die Sicht, dass KI bislang nur begrenzte Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt hat: Erstens fand eine aktuelle Analyse der Dallas Fed keinen Zusammenhang zwischen dem jüngsten Lohnwachstum und der Anfälligkeit von Berufen für KI.⁹⁰ Zweitens sind die Stellenausschreibungen für Softwareingenieure zuletzt gestiegen, obwohl gerade in diesem Bereich KI menschlicher Arbeit am nächsten kommt.⁹¹ Drittens wurden 2025 nur ein Viertelprozent der Entlassungen im Privatsektor auf KI zurückgeführt.⁹²

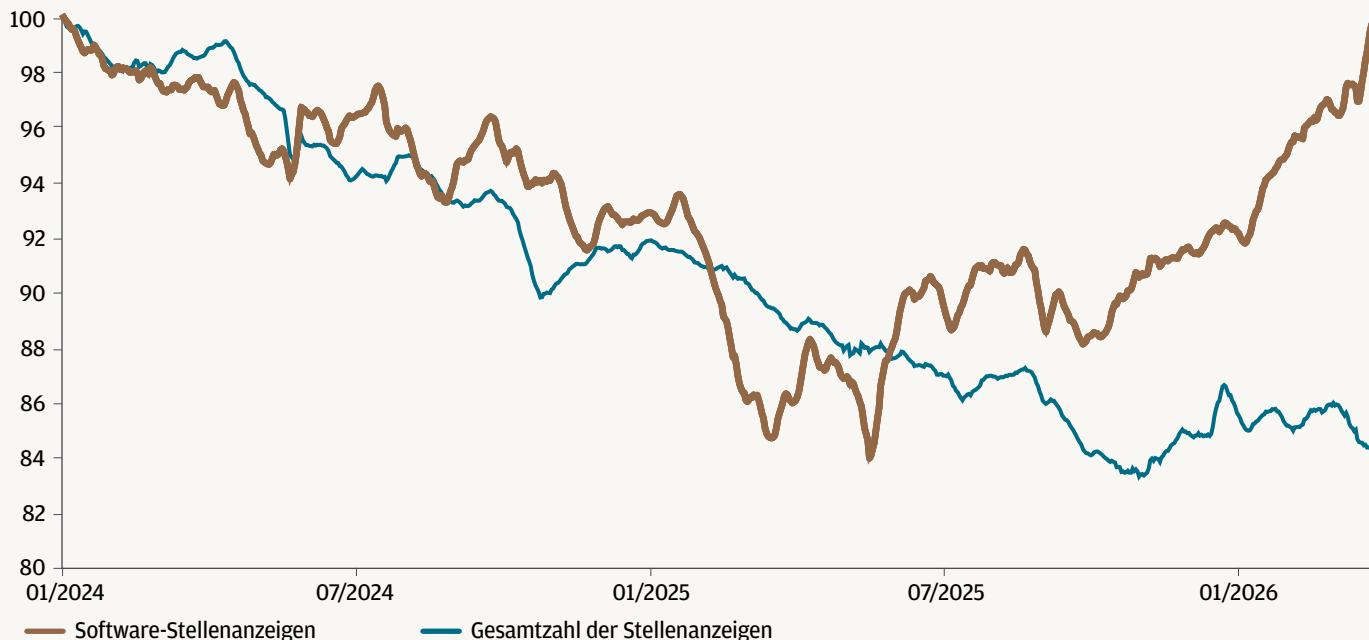
Die Automatisierung von White-Collar-Arbeit wird Jahre dauern. Fachkräfte dieses Sektors können argumentieren, abwägen und mit unvollständigen oder vagen Anweisungen umgehen.

Sie nutzen jahre- oder jahrzehntelange Erfahrung, soziale Intuition, emotionale Intelligenz, Mustererkennung und institutionelles Wissen, um zu entscheiden, ob sie sich entschuldigen, ein Problem beheben oder eskalieren müssen. Die vollständige Integration von KI in die Wirtschaft wird ebenfalls Jahre benötigen, um die notwendige Infrastruktur aufzubauen und institutionelle sowie regulatorische Hürden abzubauen.

Diese Beweislage spricht dafür, dass KI unter dem Strich eher ein Produktivitätsverstärker als ein Jobvernichter sein dürfte.

DIE NACHFRAGE NACH SOFTWAREBEZOGENEN BERUFEN STEIGT, WÄHREND DER GESAMTARBEITSMARKT SCHWÄCHELT

Indeed-Stellenanzeigen, 1. Januar 2024 = 100



Quellen: Indeed, Bloomberg Finance L.P. Datenstand 27. März 2026.

⁹⁰ Scott Davis, „AI Is Simultaneously Aiding and Replacing Workers, Wage Data Suggest“, Federal Reserve Bank of Dallas, 24. Februar 2026.

⁹¹ Indeed, 27. März 2026.

⁹² JOLTS-Bericht; Challenger, Grey & Christmas, Dezember 2025.

Was könnte gelingen?

2.

KI könnte zu Produktivitätsgewinnen und Margenausweitung führen und so Bewertungen stützen

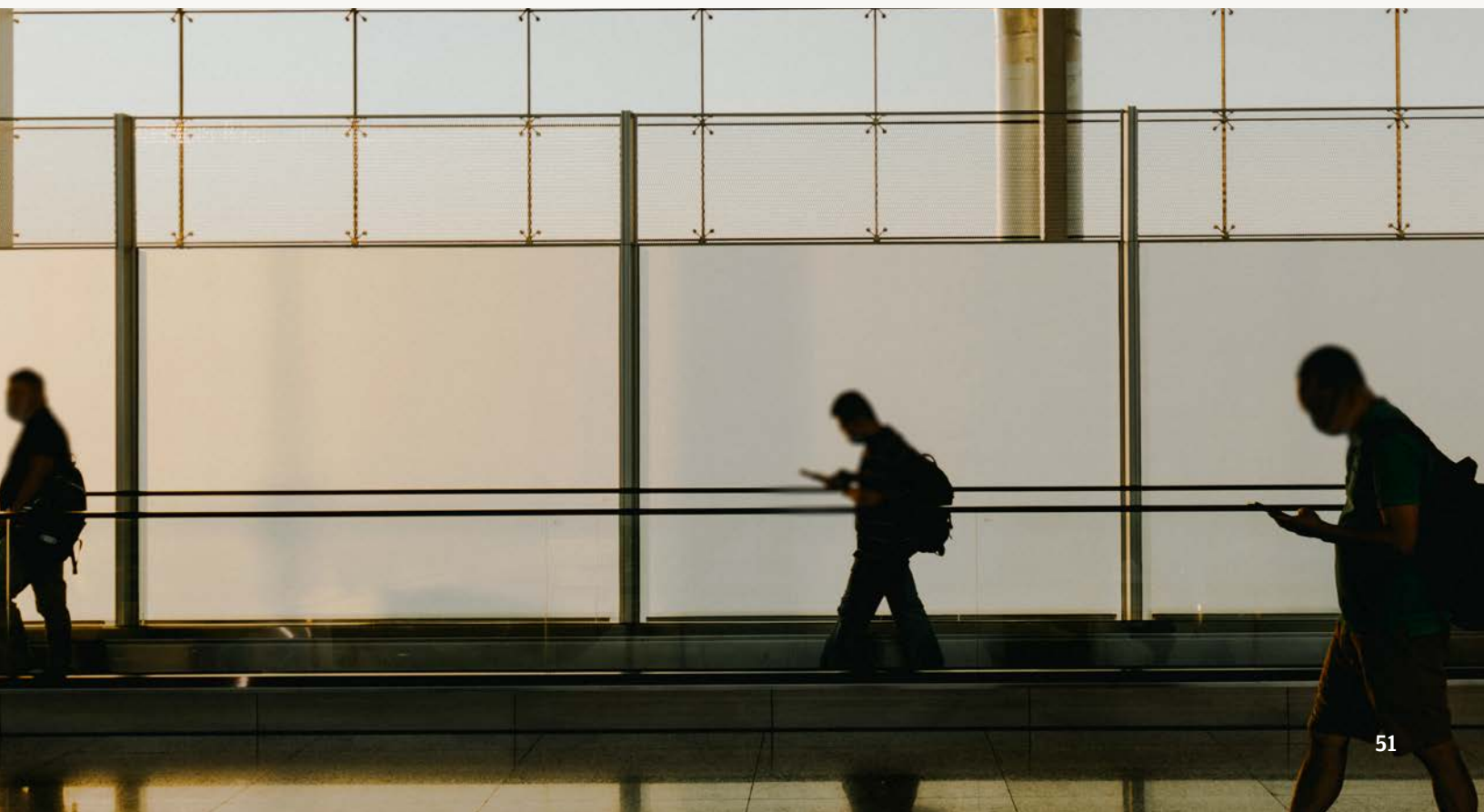
KI-Tools sind besonders effektiv darin, Aufgaben zu automatisieren, die es Angestellten und Unternehmen ermöglichen, produktiver zu sein.

Die Margen der S&P 500-Unternehmen erreichten im vierten Quartal 2025 ein Allzeithoch von 13,3 %, und Analysten erwarten bis 2027 einen weiteren Anstieg auf 15,5 %. Die Einführung von KI wird dabei voraussichtlich eine zentrale Rolle spielen. Unternehmen, die KI nutzen, erzielten im Schnitt höhere Margen (17 %) als solche, die keine KI einsetzen (13 %) und verzeichnen zudem schnellere Margensteigerungen.⁹³ Um diese Margen zu halten, wird es jedoch auf mehr als nur die Einführung von KI ankommen.

Unternehmen, die es schaffen, über die Implementierung hinaus echte Akzeptanz bei den Mitarbeitenden zu erreichen – etwa durch Qualifizierungsmaßnahmen und einen transparenten Übergang – werden besser positioniert sein, nachhaltige Gewinne zu erzielen.

Die vollständige Integration von KI scheint das fundamentale Profil eines Unternehmens zu verbessern. Das sollte die Ertragskraft und die Bewertungen stützen.

⁹³ J.P. Morgan Wealth Management Solutions und 22V, 1. April 2026.



Das Auf und Ab: Disruptive Zyklen sind im Technologiesektor nichts Neues

Die mit technologischen Umbrüchen einhergehende Disruption ist zu erwarten und sollte langfristig orientierte, diversifizierte Investoren nicht beunruhigen.

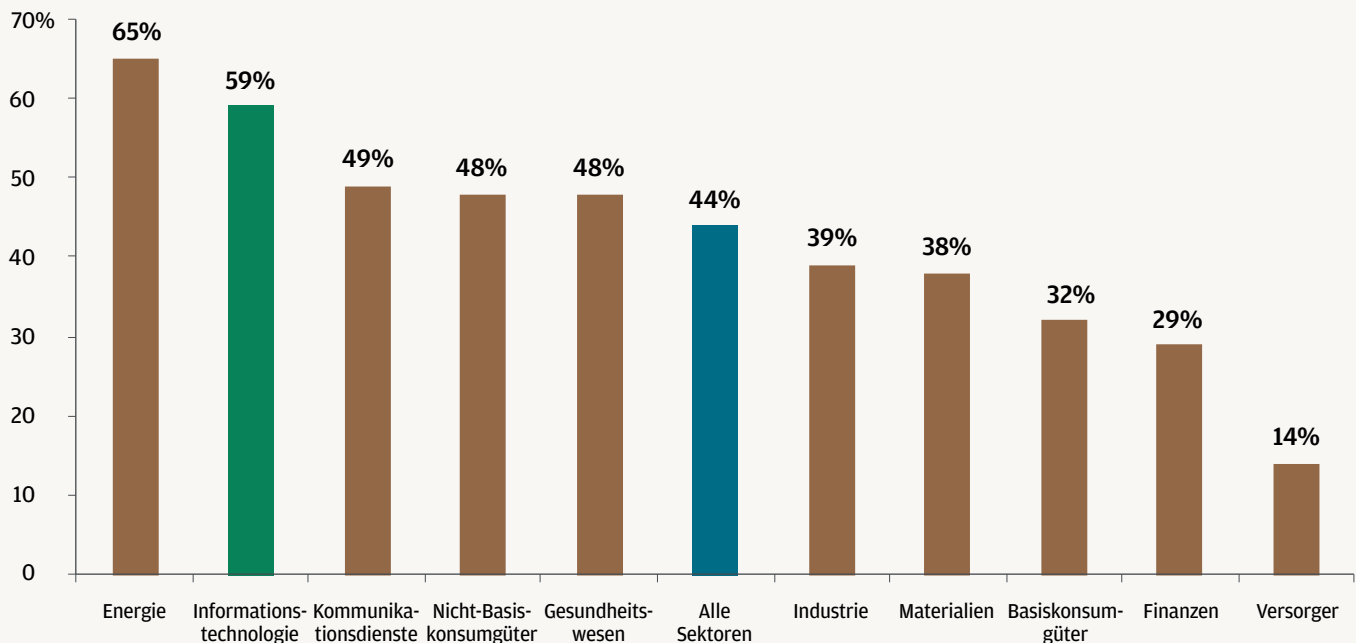
Fast 45% aller Aktien im Russell 3000 seit 1980 haben 70% oder mehr ihres Höchstwerts verloren und sich nie wieder erholt – das definieren wir als katastrophalen Verlust. Der Technologiesektor ist besonders von solchen Zyklen geprägt: 59% der Tech-Aktien haben historisch betrachtet einen solchen Verlust erlitten.

Sollte SaaS zu den Branchen zählen, deren Geschäftsmodelle disruptiert werden – wie einst Mobilfunk, stationärer Einzelhandel oder Zeitungen –, dürften die wirtschaftlichen Gewinne, die durch andere Unternehmen im Zuge des technologischen Wandels entstehen, so groß sein, dass sie die Verluste mehr als ausgleichen.

Seit 1980 haben die Aktien im obersten Dezil der Wertentwicklung nahezu die gesamte Rendite des Russell 3000 beigesteuert.

KREATIVE ZERSTÖRUNG IST EIN KENNZEICHEN INDEXBASIERTER AKTIENANLAGEN

Gesamtprozentsatz der Unternehmen mit „katastrophalem Verlust“ 1980-2020 nach S&P-500-Sektor



Quellen: Michael Cembalest, *The Agony & The Ecstasy Report*. FactSet, Bloomberg Finance L.P. J.P. Morgan Wealth Management. Datenstand September 2020.
Hinweis: „Katastrophaler Verlust“ bezeichnet einen Kursrückgang von 70% gegenüber dem Höchststand, der nicht wieder aufgeholt wurde.

Was könnte gelingen?

3. KI könnte die Produktivität steigern und damit niedrige- re Zinsen sowie eine sinkende Staatsverschul- dung ermögli- chen

Im besten Fall treibt KI nicht nur Innovationen voran, sondern löst einen disinflationären Boom aus, der auf gesteigerter gesamtwirtschaftlicher Produktivität basiert. Wenn KI weiterhin in der Wirtschaft Fuß fasst, könnte sie das Trendwachstum der Produktivität erhöhen, die Entwicklung der Stückkosten verlangsamen und den zugrunde liegenden Inflationsdruck begrenzen.

Auch wenn wir einen klaren Produktivitätsschub durch KI erst gegen Ende des Jahrzehnts erwarten, könnte das US-Produktivitätswachstum bereits jetzt anziehen. Nach den jüngsten Revisionen wächst die US-Produktivität außerhalb der Landwirtschaft um rund 3% pro Jahr.⁹⁴ Damit liegt der Fünfjahresdurchschnitt bei 2% - eine deutliche Verbesserung gegenüber dem 1,5%-Tempo der Zeit nach der globalen Finanzkrise.

Die Inflation müsste dann nicht dramatisch sinken, damit die Fed die Zinsen senken kann - es würde reichen, wenn die Inflation weniger volatil und weniger anfällig für Überraschungen nach oben wäre. Dann könnten die Fed-Entscheider die Leitzinsen auf niedrigerem Niveau halten, was Unsicherheit und Risikoaufschläge reduziert.

⁹⁴ U.S. Bureau of Labor Statistics, Dezember 2025.



Der erste und wichtigste Kanal, über den KI die Inflation begrenzen könnte, ist die Möglichkeit, dass die Arbeitsleistung schneller steigt als die Stundenvergütung – also mehr Output pro Stunde –, selbst wenn die Löhne weiter wachsen. In weiten Teilen der Wirtschaft könnten Unternehmen so die Nachfrage bedienen, ohne die Preise erhöhen zu müssen, um ihre Margen zu schützen. Die Fed richtet ihren Fokus zunehmend explizit auf die Verbindung zwischen Innovation, Produktivität und ihrem Doppelmandat (maximale Beschäftigung und stabile Preise).

Darüber hinaus könnten KI-Agenten, die das potenzielle Output erhöhen, dem Risiko entgegenwirken, das alternde Bevölkerungen und restriktivere Einwanderungspolitik für die Industrieländer bedeuten. Der zweite Vorteil von KI-getriebener Produktivität – und der zweite Kanal, über den KI die Inflation begrenzen könnte – ist fiskalischer Natur.

Die Schuldenquote wird maßgeblich von zwei Faktoren bestimmt: der Differenz zwischen nominalem Wirtschaftswachstum und den effektiven Zinskosten des Staates sowie dem Primärdefizit. Höhere Produktivität steigert das reale Wachstum (und das nominale BIP), während geringere Inflationsvolatilität einen niedrigeren geldpolitischen Pfad über die Zeit ermöglicht.⁹⁵

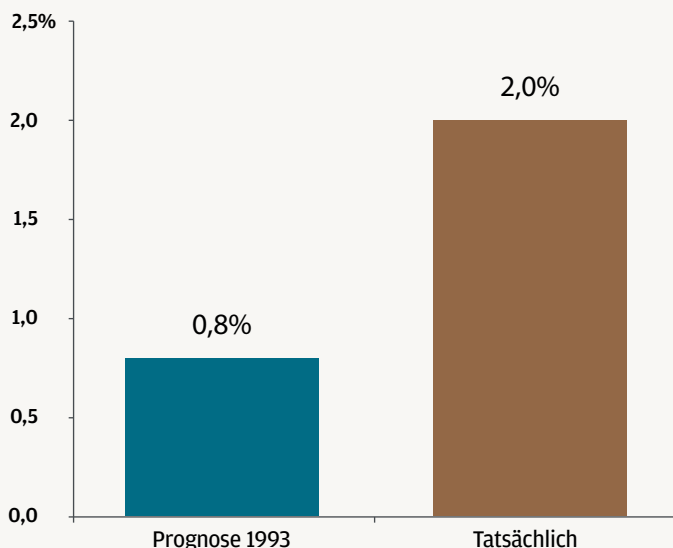
Das ist insofern relevant, als die USA bereits von einem hohen Schuldenstand ausgehen: Das Congressional Budget Office prognostiziert, dass die Staatsschulden – 2025 bei rund 100 % des BIP – bis 2035 auf 118 % des BIP steigen werden, sofern die geltende Gesetzgebung unverändert bleibt.⁹⁶ Selbst moderate, nachhaltige Verbesserungen beim Trendwachstum der Produktivität könnten diese Entwicklung deutlich beeinflussen.⁹⁷

Höheres nominales BIP-Wachstum führt zudem zu höheren Steuereinnahmen für den Staat und verbessert die Zinsdeckung.

Das beste historische Beispiel ist der Produktivitätsboom der 1990er Jahre. 1993 prognostizierten Experten 0,8 % Produktivitätswachstum und eine US-Schuldenquote von 61 % für das Jahr 2000. Tatsächlich lag das Produktivitätswachstum zur Jahrtausendwende bei 2,0 % und die Schuldenquote bei 34 %.

DER TECHNIKGETRIEBENE PRODUKTIVITÄTSBOOM DER 1990ER ÜBERTRAF DIE ERWARTUNGEN

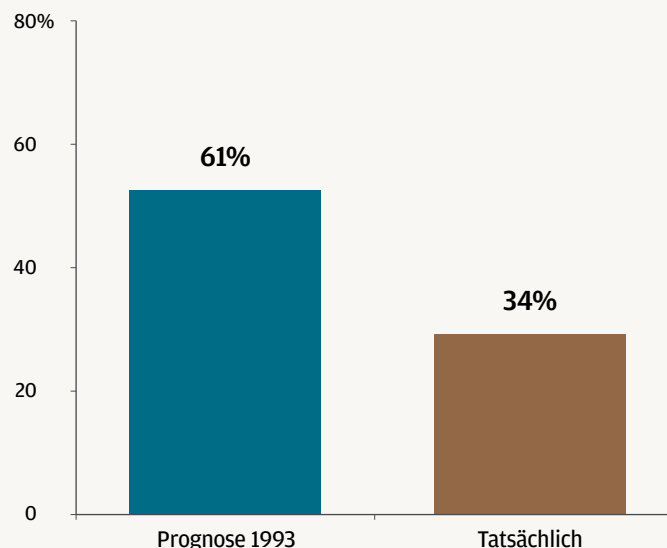
Produktivitätswachstum im Jahr 2000, %



Quelle: U.S. Congressional Budget Office.

HÖHERE PRODUKTIVITÄT SENKTE DIE SCHULDENQUOTE

US-Staatsverschuldung im Jahr 2000, %



Quelle: U.S. Congressional Budget Office.

⁹⁵ Durch Verbesserung der (r - g)-Arithmetik, die bestimmt, ob Schulden stabilisiert oder sich erhöhen. R ist der reale Zinssatz; g ist die reale Wachstumsrate. Wenn r < g, kann die Schuldenquote zum BIP stabilisiert oder gesenkt werden.

⁹⁶ Congressional Budget Office, „The Budget and Economic Outlook: 2025 to 2035“, Januar 2025.

⁹⁷ Durch Erhöhung des BIP-Nenners und Entlastung der Zinskosten am Rand.

Anlageimplikationen

Wir sind der Meinung, dass der vorherrschende Tonus rund um den KI-Superzyklus zu pessimistisch geworden ist.

Dass die Wall Street einer Technologie skeptisch gegenübersteht, die rekordhafte Akzeptanz bei Haushalten und Unternehmen erfährt, beispiellose Investitionen in Energie und Infrastruktur auslöst und nachweisbare Produktivitätsgewinne bringt – und dabei potenziell Gesundheitswesen, Bildung, demografische Herausforderungen und die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung transformiert –, sagt mehr über die Art und Weise aus, wie Märkte strukturelle Veränderungen verarbeiten, als über die Technologie selbst.

Es ist oft leichter, zu erkennen, was Technologie verdrängen und ersetzen wird, als sich die Zukunft vorzustellen, die sie ermöglicht. Die industrielle Nutzung von Elektrizität beseitigte die Begrenzung durch knappe Energie und ermöglichte Produktionsniveaus, die sich ein Ökonom 1886 kaum hätte vorstellen können. Der Computer beseitigte die Begrenzung durch knappe Information und ermöglichte Größenvorteile und Koordination, die ein Ökonom 1966 nie hätte modellieren können. Ebenso überwindet KI heute die Einschränkungen knapper Fachkompetenz.

Marktteilnehmer tun sich 2026 schwer, weil das potenzielle Ausmaß der Auswirkungen schwer zu bewerten ist. Unserer Ansicht nach spricht die Evidenz dafür, auf einen anhaltenden KI-Superzyklus zu setzen – und dabei anzuerkennen, dass Disruptionen sowohl für Arbeitsmärkte als auch für Geschäftsmodelle Konsequenzen haben. Dies ist besonders relevant, da rund 50 % des S&P 500 dem Technologiesektor zuzurechnen sind, einschließlich der „Magnificent Seven“.⁹⁸

⁹⁸ Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta Platforms, Nvidia und Tesla.

Wir schlagen einen diversifizierten Ansatz vor, um das Potenzial zu erschließen:

◇ Investieren Sie weiter in Unternehmen, die vom Ausbau der Rechenzentrumsinfrastruktur profitieren

Die Branchen, die die physischen Engpässe beim Aufbau von KI-Infrastruktur kontrollieren, sollten weiterhin gut abschneiden. Unternehmen entlang der Halbleiterlieferkette, Hersteller von Netzwerk- und optischer Ausrüstung sowie Anbieter von Energieerzeugung und -übertragung profitieren von steigenden Investitionen. Entscheidend: Dies ist ein globales Thema. Diese Unternehmen zeichnen sich durch besonders attraktive Fundamentaldaten aus. Sie erfüllen nicht nur die in der Private-Technology-Investment-Szene beliebte „Rule of 40“, sie definieren sie neu. Nvidia, bislang der größte Gewinner des KI-Zyklus, ist ein „Rule of 140“-Unternehmen.⁹⁹

Dennoch könnten Investoren bereits einen Höhepunkt beim Umsatzwachstum einpreisen. Zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichts wurde Nvidia mit einem Abschlag von 40% auf das durchschnittliche Forward-KGV der letzten zehn Jahre gehandelt.

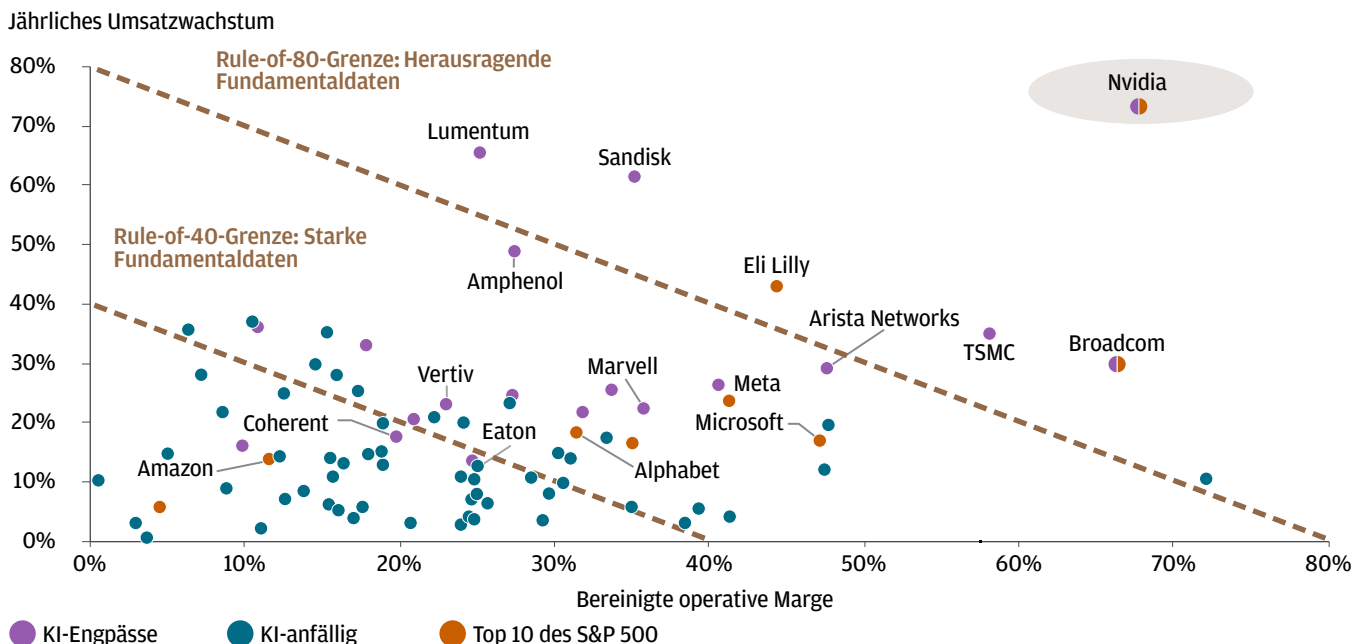
◇ Fokus auf Chancen in Energieerzeugung, -übertragung und -speicherung

Die Wartezeit für Hersteller, um ans Stromnetz angeschlossen zu werden, beträgt drei bis fünf Jahre. Der Auftragsbestand für „Behind-the-Meter“-Erzeugungstechnologien¹⁰⁰ von Herstellern wie GE Vernova und Caterpillar reicht bis zum Ende des Jahrzehnts.

Diese Unternehmen werden vermutlich zögern, ihre Kapazitäten auszuweiten, angesichts der Erfahrungen aus der Euphorie der Energiebranche während der Tech-Blase der späten 1990er Jahre. KI ist äußerst stromintensiv - und energienahe Anlagen dürften davon profitieren.¹⁰¹ Wir bevorzugen die Umsetzung dieser Idee über private Infrastrukturfonds, da diese direkten Besitz an Erzeugungs-, Übertragungs- und Speicheranlagen bieten. Auch börsennotierte Versorger und strukturierte Produkte, die auf ausgewählte Unternehmen referenzieren, sollten in Betracht gezogen werden.

KI-PROFITIERENDE UNTERNEHMEN WEISEN STABILE FUNDAMENTALDATEN AUF

Jährliches Umsatzwachstum vs. bereinigte operative Marge



Quelle: Bloomberg Finance L.P. FactSet. Datenstand 20. April 2026. Hinweis: Für Unternehmen, die keine bereinigte operative Marge ausweisen, wurde die operative Marge verwendet. Die Daten stammen aus dem jeweils zuletzt verfügbaren Quartal.

⁹⁹ Die Rule of 40 besagt, dass wenn die Summe aus operativer Marge und Umsatzwachstumsrate eines Unternehmens 40 übersteigt, die Aktie zu Premiumpreisen gehandelt werden sollte und überdurchschnittliche Renditen liefert.

¹⁰⁰ Behind-the-meter generation bedeutet, dass die Stromerzeugungskapazität vor Ort bei einem Unternehmen, einer Fabrik oder einem privaten Kunden installiert, produziert und genutzt wird, bevor sie ins allgemeine Stromnetz eingespeist wird - die Energie wird also erzeugt und verbraucht, bevor sie jemals den Zähler eines Versorgers erreicht.

¹⁰¹ Es gab eine ähnliche Stromthese während des Internetbooms. Damals reagierten Unternehmen, die Gasturbinen produzierten, mit Kapazitätserhöhungen und litten letztlich unter dem folgenden Einbruch.



◇ Berücksichtigen Sie die Hyperscaler, von denen einige mit Abschlag zum Markt gehandelt werden

Wir sind zudem der Ansicht, dass die Hyperscaler trotz wachsender Skepsis am Markt von der fortschreitenden KI-Adoption profitieren dürften, selbst wenn die Marktteilnehmer die steigenden Investitionspläne zunehmend kritisch sehen. Führungskräfte berichten weiterhin, dass die Nachfrage nach Cloud-Kapazitäten für KI-Anwendungen, -Projekte und -Unternehmen das verfügbare Angebot übersteigt.

Die Kosten für den On-Demand-Zugang zu KI-Rechenleistung (GPU-Miete) sind seit Oktober 2025 um 40 % gestiegen.¹⁰² Der Aufstieg agentischer und reasoning-basierter KI-Modelle dürfte die Nachfrage weiter erhöhen und Token-Provider¹⁰³ wie Microsoft Azure und Google Cloud begünstigen.¹⁰⁴

◇ Prüfen Sie Chancen im privaten Markt

Wir finden weiterhin einige der überzeugendsten Beispiele für Unternehmen, die Verbraucher- und Unternehmensanwendungen im privaten Markt entwickeln. In wenigen Jahren könnten einige dieser Start-ups die nächste Generation börsennotierter Mega-Tech-Konzerne repräsentieren. Besonders interessieren uns neue Themen im Bereich „Physical AI“, etwa Robotik.

◇ Sollten wir uns irren, könnten ausländische Aktien und Kernanleihen Portfolios mit starker US-Gewichtung abfedern.

Nicht-US-Aktien haben insgesamt eine geringere Technologie- und KI-Exponierung. Die Widerstandsfähigkeit von Aktien außerhalb der USA während des Tech-Crashes Anfang der 2000er Jahre deutet darauf hin, dass sie sich in einem KI-Abschwung relativ gut entwickeln könnten.¹⁰⁵

Ein KI-Bust-Szenario würde wahrscheinlich Kernanleihen begünstigen. Es ist schwer vorstellbar, dass die wirtschaftliche Expansion einen Zusammenbruch des KI-Investitionszyklus übersteht, und Anleihen könnten in einer Rezession besser abschneiden. In den fünf Jahren nach dem Höhepunkt der Dotcom-Blase 2000 erzielten Kernanleihen eine jährliche Rendite von 5,9 %, während globale Aktien nur 2,7 % pro Jahr erreichten.

¹⁰² SemiAnalysis, April 2026.

¹⁰³ Tokenanbieter sind hyperskalierte Cloud-Plattformen, die Zugang zu großen Sprachmodellen und logischen Systemen auf Nutzungsbasis verkaufen, abgerechnet pro verarbeitetem Token (Input, Output und Reasoning Tokens), und die die zugrunde liegende Rechen-, Netzwerk- und Orchestrierungsinfrastruktur bereitstellen, die für den Betrieb dieser Modelle im großen Maßstab erforderlich ist.

¹⁰⁴ Zur Veranschaulichung: Das Verhältnis von Unternehmenswert zu EBITDA bei Microsoft ist erstmals seit 2018 auf 12x gesunken, obwohl das EBITDA in diesem Zeitraum um das 3,7-fache gestiegen ist.

¹⁰⁵ Von Ende 2000 bis Ende 2005 übertrafen DM-Aktien ohne die Vereinigten Staaten US-Aktien um 25 Prozentpunkte.



Fazit

Schocks und Marktturbulenzen schaffen Einstiegschancen für geduldige Investoren

Wir sind in das Jahr 2026 mit dem Fokus auf drei Themen gestartet - Fragmentierung, Inflation und KI -, weil wir davon überzeugt waren, dass sie nicht nur in diesem Jahr, sondern darüber hinaus die wichtigsten Treiber der Portfoliorenditen sein würden. Daran halten wir fest. Mehrere Schocks haben die Risiken über alle drei Themen hinweg neu bewertet - wobei Marktturbulenzen Einstiegschancen für geduldige Anleger eröffnen.

Unser *Ausblick zur Jahresmitte 2026* zeigt auf, was gut und was schlecht laufen könnte und wo der Markt Fehleinschätzungen unterliegen könnte. Unser Ziel ist es jedoch nicht, Schocks vorherzusagen. Es geht darum, Portfolios aufzubauen, die Ihnen helfen, bewusst investiert zu bleiben: Ihr Portfolio auf Ihren Plan ausrichten, bei Marktturbulenzen gezielt umschichten und Neubewertungen diszipliniert angehen, wenn sich die Rahmenbedingungen ändern. Ihr J.P. Morgan Team steht Ihnen und Ihrer Familie dabei zur Seite.

EXECUTIVE SPONSORS

Clay Erwin

Global Head of Investment Sales & Trading

Stephen Parker

Co-Head of Global Investment Strategy

Grace Peters

Co-Head of Global Investment strategy

Anton Pil

Head of Global Alternative Solutions

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY GROUP

Elyse Aussenbaugh

Global Investment Strategist

Christopher Baggini

Global Head of Equity Strategy

Nur Cristiani

Head of LatAm Investment Strategy

Madison Faller

Senior EMEA Strategist

Kriti Gupta

Senior U.S. Strategist

Stephen Jury

Global Commodity Strategist

Joshua Lewin

Head of APAC Investment Strategy

Jacob Manoukian

Head of U.S. Investment Strategy

Joe Seydl

Senior Markets Economist

Sitara Sundar

Head of Alternative Investment Strategy

Brigid Whelan

Head of Investment Content Strategy

Alexander Wolf

Global Head of Macro & FICC Strategy

Erik Wytenus

Head of EMEA Investment Strategy

DEFINITIONEN VON INDIZES UND BEGRIFFEN

Die Indizes dienen ausschließlich zu Illustrationszwecken. Ein Index ist nicht verwaltet, stellt kein Anlageprodukt dar und kann nicht direkt als Investment betrachtet werden. Indexrenditen berücksichtigen keine Gebühren oder Kosten und gehen von einer Wiederanlage von Dividenden und Zinsen aus. Alle Indizes sind, sofern nicht anders angegeben, in US-Dollar denominated. Indizes sind als Prognose- oder Vergleichsinstrument grundsätzlich schwach. Sie bieten eine hypothetische Darstellung zur Verwendung als Benchmark.

Alternative Anlagen: Anlagekategorien außerhalb traditioneller Aktien und festverzinslicher Wertpapiere, einschließlich Private Equity, Private Credit, Hedgefonds, Real Assets und anderer Strategien, die häufig andere Risiko-, Rendite- und Liquiditätsmerkmale als öffentliche Märkte aufweisen.

Belt and Road Initiative: Eine globale Infrastruktur- und Investitionsstrategie, die von China ins Leben gerufen wurde, um Handel, Transport und wirtschaftliche Konnektivität in Asien, Europa, Afrika und anderen Regionen durch groß angelegte Entwicklungsprojekte zu fördern.

Buyout-Portfolios: Private-Equity-Anlageportfolios, die sich auf den Erwerb von Mehrheitsbeteiligungen an etablierten Unternehmen konzentrieren, typischerweise unter Einsatz von Fremdkapital, mit dem Ziel, die Geschäftstätigkeit, Rentabilität und den langfristigen Wert vor dem Exit zu verbessern.

Cliffwater Direct Lending Index: Ein Index, der die Performance von Direct-Lending-Fonds misst, die Kredite an mittelständische Unternehmen vergeben. Er bietet Einblicke in die Risiko- und Renditeeigenschaften dieser Anlageklasse und spiegelt die Trends und Entwicklungen des privaten Kreditmarkts wider.

Cloud-Service-Anbieter: Unternehmen, die Rechenressourcen wie Datenspeicherung, Rechenleistung, Netzwerke und Softwaredienste über das Internet bereitstellen und es Nutzern ermöglichen, skalierbare Technologieinfrastruktur bedarfsgerecht zu nutzen.

Consumer Price Index (CPI): Ein Inflationsmaßstab, der die durchschnittliche Preisveränderung eines repräsentativen Waren- und Dienstleistungskorbs im Zeitverlauf verfolgt und häufig zur Bewertung von Veränderungen der Lebenshaltungskosten verwendet wird.

Core Fixed Income: Eine Kategorie festverzinslicher Anlagen, die typischerweise aus hochwertigen, Investment-Grade-Anleihen wie Staatsanleihen und erstklassigen Unternehmensanleihen besteht und häufig als Basisallokation in diversifizierten Portfolios dient.

Credit Spreads: Die Differenz zwischen der Rendite einer Anleihe und einer vergleichbaren Staatsanleihe gleicher Laufzeit, die die zusätzliche Vergütung für das Kreditrisiko widerspiegelt.

Debt-to-GDP Ratio: Ein Maß für die Staatsverschuldung im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt, das häufig zur Bewertung der fiskalischen Nachhaltigkeit und der Fähigkeit eines Staates zur Bedienung seiner Verpflichtungen herangezogen wird.

Developed Markets (DM) Equities: Aktien aus Ländern mit fortgeschrittenen Volkswirtschaften, etablierten Finanzmärkten und relativ hohem Lebensstandard, wie den Vereinigten Staaten, Westeuropa und Japan.

Direct Lending: Eine Form des privaten Kreditgeschäfts, bei der Nicht-Banken Unternehmen, häufig mittelständischen Firmen, direkt Kredite außerhalb des öffentlichen Anleihe- oder Syndizierungsmarkts gewähren.

Emerging Markets (EM) Equities: Aktien aus Ländern mit sich entwickelnden Volkswirtschaften, die sich in Richtung größerer Industrialisierung und Marktintegration bewegen und häufig durch höheres Wachstumspotenzial und größere Volatilität gekennzeichnet sind.

Employment Cost Index: Ein vom U.S. Bureau of Labor Statistics veröffentlichter Indikator, der die Entwicklung der Arbeitskosten einschließlich Löhne, Gehälter und vom Arbeitgeber gezahlter Sozialleistungen verfolgt und Einblicke in Trends der Lohninflation bietet.

Foreign Direct Investment (FDI): Investitionen eines Unternehmens oder einer Person in einem Land in Geschäftsaktivitäten oder Vermögenswerte in einem anderen Land, typischerweise mit langfristigem Managementinteresse und wirtschaftlicher Beziehung.

Free Cash Flow: Der aus dem operativen Geschäft generierte Cashflow eines Unternehmens nach Abzug der Investitionsausgaben, häufig als Indikator für finanzielle Flexibilität und die Fähigkeit zur Zahlung von Dividenden, Schuldentilgung oder Reinvestition verwendet.

FTSE EPRA NAREIT Global REITs Index: Ein Index, der die Performance börsennotierter Real Estate Investment Trusts (REITs) weltweit verfolgt und einen umfassenden Überblick über den globalen Immobilienmarkt in verschiedenen Sektoren und Regionen bietet.

Group of Seven (G-7): Ein informelles Forum von sieben führenden Industrieländern - Kanada, Frankreich, Deutschland, Italien, Japan, das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten -, das sich zur Diskussion von Wirtschaftspolitik, globalen Themen und internationaler Zusammenarbeit trifft.

Graphics Processing Units (GPUs): Spezialisierte Computerchips, die parallele Verarbeitungsaufgaben effizient bewältigen und in Rechenzentren sowie KI-Anwendungen zur Beschleunigung komplexer Berechnungen eingesetzt werden.

Hedgefonds: Investmentvehikel, die eine Vielzahl von Strategien wie Long/Short-Positionen, Leverage und Derivate nutzen, um Renditen zu erzielen, die weniger mit traditionellen Anlageklassen korreliert sind.

Hedge Fund Research, Inc. Indices (HFRI): Eine Reihe von Indizes, die die Performance verschiedener Hedgefonds-Strategien verfolgen und Benchmarks für Hedgefonds-Performance in Bereichen wie Equity Hedge, Event Driven, Macro und Relative Value bieten.

Initial Public Offerings (IPOs): Der Prozess, bei dem ein privates Unternehmen erstmals Aktien öffentlich anbietet und damit zum börsennotierten Unternehmen wird.

Legacy Software-as-a-Service (SaaS): Etablierte Softwareunternehmen, die Anwendungen über abonnementbasierte, cloudbasierte Modelle bereitstellen und häufig pro Nutzer oder Sitzplatz abrechnen.

Leveraged Loan Spreads: Die Renditedifferenz zwischen Leveraged Loans und Benchmark-Zinssätzen, die die Vergütung für die Kreditvergabe an Unternehmen mit niedrigerem Rating widerspiegelt.

Liquefied Natural Gas (LNG): Zu Flüssigkeit heruntergekühltes Erdgas, das für Lagerung und Transport verwendet wird und im globalen Energiemarkt den internationalen Handel erleichtert.

Macro Hedgefonds: Hedgefonds, die versuchen, von breiten wirtschaftlichen Trends zu profitieren, indem sie über Anlageklassen wie Aktien, Anleihen, Währungen und Rohstoffe auf Basis makroökonomischer Einschätzungen investieren.

Magnificent Seven: Die Magnificent Seven sind eine Gruppe einflussreicher Unternehmen im US-Aktienmarkt: Alphabet, Amazon, Apple, Meta Platforms, Microsoft, NVIDIA und Tesla.

MSCI All-Country World Index (ACWI): Ein nach Free-Float und Marktkapitalisierung gewichteter Index, der die Aktienmarktperformance in entwickelten und aufstrebenden Märkten weltweit misst.

MSCI Asia ex-China Index: Ein Index, der die Performance der Aktienmärkte asiatischer Länder ohne China misst und so Zugang zur Region bietet, während China-spezifische Marktdynamiken ausgeklammert werden.

MSCI China Index: Ein Index, der eine umfassende Abdeckung von großen und mittelgroßen Aktien verschiedener chinesischer Aktienklassen bietet, darunter A-Aktien, H-Aktien, B-Aktien, Red Chips, P Chips und Auslandsnotierungen, und etwa 85% des chinesischen Aktienmarkts repräsentiert.

MSCI USA Index: Ein Index, der die Performance der großen und mittelgroßen Segmente des US-Aktienmarkts misst und einen breiten Überblick über die Trends des US-Aktienmarkts bietet.

National Champions: Unternehmen, die eine strategisch wichtige Rolle in ihrer heimischen Wirtschaft spielen und häufig von Skaleneffekten, politischer Unterstützung oder strategischer Positionierung in Schlüsselindustrien profitieren.

NCREIF Property Index–ODCE: Ein Benchmark, der die Performance offener Core-Immobilienfonds in den USA verfolgt und sich auf diversifizierte, einkommensgenerierende Gewerbeimmobilien konzentriert.

Nominal GDP: Der Gesamtwert der von einer Volkswirtschaft produzierten Güter und Dienstleistungen zu aktuellen Marktpreisen, ohne Inflationsanpassung.

OECD (Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung): Eine internationale Organisation überwiegend entwickelter Länder, die durch Forschung, Analyse und internationale Zusammenarbeit auf die Verbesserung des wirtschaftlichen und sozialen Wohlstands abzielt.

Operating Margins: Ein Maß für die Rentabilität, berechnet als operatives Ergebnis geteilt durch Umsatz, das zeigt, wie effizient ein Unternehmen sein Kerngeschäft betreibt.

Personal Consumption Expenditures (PCE) Index: Ein umfassendes Maß für die von US-Bürgern gezahlten Preise für Waren und Dienstleistungen, das von der Federal Reserve häufig als Inflationsindikator verwendet wird.

Price-to-Earnings (P/E) Multiple: Eine Bewertungskennzahl, berechnet als Aktienkurs geteilt durch Gewinn je Aktie, die zeigt, wie viel Investoren für die Erträge eines Unternehmens zu zahlen bereit sind.

Price-to-NAV Discount (BDCs): Der prozentuale Unterschied zwischen dem Marktanteilspreis einer Business Development Company und ihrem ausgewiesenen Nettovermögenswert je Anteil, häufig zur Bewertung im Verhältnis zu den zugrunde liegenden Vermögenswerten verwendet.

Price-to-Sales Ratio: Ein Bewertungsmaßstab, der den Marktwert eines Unternehmens mit seinem Umsatz vergleicht und häufig verwendet wird, wenn die Gewinne volatil oder negativ sind.

Private Credit: Nicht-bankmäßige Kreditvergabe an Unternehmen durch privat verhandelte Kredite, die Zugang zu variabel verzinslichen Erträgen bieten und typischerweise weniger liquide sind als öffentliche Schuldtitel.

Private Equity: Investitionen in nicht börsennotierte Unternehmen oder Übernahmen börsennotierter Unternehmen, typischerweise mit dem Ziel der langfristigen Wertsteigerung durch operative Verbesserungen und strategisches Wachstum.

Producer Price Index (PPI): Ein Inflationsmaßstab, der Preisveränderungen verfolgt, die Produzenten für Waren und Dienstleistungen erhalten, und häufig als Frühindikator für Verbraucherpreisentwicklung gilt.

Russell 3000: Ein breiter Aktienindex, der die Performance von etwa 3.000 US-Aktien misst und den Großteil des investierbaren US-Aktienmarkts abbildet.

S&P 500®: Allgemein als führender Indikator für den US-Aktienmarkt angesehen, umfasst dieser Index 500 führende Unternehmen aus wichtigen Branchen und repräsentiert etwa 80% der gesamten Marktkapitalisierung.

S&P Expanded Technology Software Index (IGV): Ein Index, der die Performance von in den USA gelisteten Softwareunternehmen im Technologiesektor verfolgt und häufig als Benchmark für Softwareaktien verwendet wird.

Tokenanbieter: Hyperskalierte Cloud-Plattformen, die Zugang zu großen Sprachmodellen und anderen KI-Systemen auf Nutzungsbasis verkaufen, typischerweise abgerechnet pro verarbeitetem Token, und die zugrunde liegende Rechen- und Infrastruktur bereitstellen.

US 10-Year Treasury Yield: Der Zinssatz, den die US-Regierung auf ihre 10-jährige Staatsanleihe zahlt und der als wichtiger Benchmark für Zinssätze und Anlegererwartungen dient.

USMCA: Das Handelsabkommen zwischen den Vereinigten Staaten, Mexiko und Kanada, das die wirtschaftlichen Beziehungen zwischen den drei Ländern regelt und das North American Free Trade Agreement (NAFTA) ersetzt.

Venture Capital: Eine Form von Private Equity, die in junge und wachstumsstarke Unternehmen investiert, typischerweise im Austausch für Eigenkapital und mit höherem Risiko- und Renditepotenzial.

VIX Volatility Index: Ein Maß für die erwartete Volatilität des Aktienmarkts, abgeleitet aus S&P 500-Optionspreisen und häufig als Indikator für Marktunsicherheit verwendet.

JPMAM Long-Term Capital Market Assumptions

Angesichts der komplexen Risiko-Rendite-Abwägungen empfehlen wir unseren Kunden, sowohl Urteilsvermögen als auch quantitative Optimierungsansätze bei der Festlegung strategischer Allokationen zu nutzen. Bitte beachten Sie, dass alle dargestellten Informationen auf qualitativer Analyse basieren. Eine ausschließliche Orientierung an den oben genannten Informationen wird nicht empfohlen. Diese Informationen sind nicht als Empfehlung für Investitionen in eine bestimmte Anlageklasse oder Strategie oder als Zusicherung zukünftiger Performance zu verstehen. Die Annahmen zu Anlageklassen und Strategien sind ausschließlich passiv – sie berücksichtigen nicht die Auswirkungen aktiver Verwaltung. Hinweise auf zukünftige Renditen sind keine Zusagen oder Schätzungen der tatsächlichen Renditen, die ein Kundenportfolio erzielen könnte. Annahmen, Meinungen und Schätzungen dienen nur zu Illustrationszwecken und sollten nicht als Empfehlungen zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren betrachtet werden. Prognosen zu Finanzmarktrends, die auf aktuellen Marktbedingungen basieren, spiegeln unsere Einschätzung wider und können sich ohne Vorankündigung ändern. Wir halten die bereitgestellten Informationen für zuverlässig, übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Genauigkeit oder Vollständigkeit. Dieses Material wurde ausschließlich zu Informationszwecken erstellt und ist nicht zur Bereitstellung von und sollte nicht als Grundlage für Buchhaltungs-, Rechts- oder Steuerberatung verwendet werden. Die Ergebnisse der Annahmen dienen nur zur Illustration/Diskussion und unterliegen erheblichen Einschränkungen.

„Erwartete“ oder „Alpha“-Renditeprognosen unterliegen Unsicherheit und Fehlern. Beispielsweise führen Änderungen der historischen Daten, aus denen sie abgeleitet werden, zu unterschiedlichen Implikationen für die Renditen der Anlageklassen. Die erwarteten Renditen jeder Anlageklasse sind an ein wirtschaftliches Szenario gebunden; die tatsächlichen Renditen im Falle des Eintritts des Szenarios können höher oder niedriger ausfallen, wie dies in der Vergangenheit der Fall war, sodass ein Anleger nicht erwarten sollte, Renditen zu erzielen, die den hier dargestellten Ergebnissen entsprechen. Hinweise auf zukünftige Renditen für Asset-Allokationsstrategien oder Anlageklassen sind keine Zusagen für tatsächliche Renditen eines Kundenportfolios. Aufgrund der inhärenten Begrenzungen aller Modelle sollten potenzielle Anleger nicht ausschließlich auf das Modell vertrauen, wenn sie eine Entscheidung treffen. Das Modell kann die Auswirkungen von wirtschaftlichen, marktbezogenen und anderen Faktoren auf die Umsetzung und laufende Verwaltung eines tatsächlichen Anlageportfolios nicht berücksichtigen. Im Gegensatz zu tatsächlichen Portfolioergebnissen spiegeln die Modellergebnisse keine tatsächlichen Handelsaktivitäten, Liquiditätsbeschränkungen, Gebühren, Kosten, Steuern und andere Faktoren wider, die die zukünftigen Renditen beeinflussen könnten.

Die Modellannahmen sind ausschließlich passiv – sie berücksichtigen nicht die Auswirkungen aktiver Verwaltung. Die Fähigkeit eines Managers, ähnliche Ergebnisse zu erzielen, unterliegt Risikofaktoren, die außerhalb seiner Kontrolle liegen können.

Die hier enthaltenen Ansichten sind nicht als Beratung oder Empfehlung zum Kauf oder Verkauf einer Anlage in irgendeiner Jurisdiktion zu verstehen, noch ist es eine Verpflichtung von J.P. Morgan Asset Management oder einer ihrer Tochtergesellschaften, an den genannten Transaktionen teilzunehmen. Alle Prognosen, Zahlen, Meinungen oder Investmenttechniken und -strategien dienen ausschließlich Informationszwecken, basieren auf bestimmten Annahmen und aktuellen Marktbedingungen und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Alle hier präsentierten Informationen gelten zum Zeitpunkt der Erstellung als korrekt. Dieses Material enthält nicht genügend Informationen, um eine Anlageentscheidung zu unterstützen, und sollte nicht als Grundlage für die Bewertung der Vorzüge einer Investition in Wertpapiere oder Produkte herangezogen werden. Darüber hinaus sollten Nutzer eine unabhängige Bewertung der rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen, kreditbezogenen und buchhalterischen Auswirkungen vornehmen und gemeinsam mit ihrem eigenen Finanzberater prüfen, ob eine hier genannte Investition für ihre persönlichen Ziele geeignet erscheint. Anleger sollten sicherstellen, dass sie alle verfügbaren relevanten Informationen einholen, bevor sie eine Investition tätigen. Es ist zu beachten, dass Investitionen Risiken bergen, der Wert von Anlagen und die daraus erzielten Erträge können sich entsprechend den Marktbedingungen und Steuerabkommen verändern und Anleger erhalten möglicherweise nicht den vollen investierten Betrag zurück. Sowohl die vergangene Performance als auch die Rendite sind keine verlässlichen Indikatoren für aktuelle und zukünftige Ergebnisse.

Langfristige Schätzungen verstehen

Unsere Investment-Management-Forschung umfasst proprietäre Prognosen zu den Renditen und der Volatilität jeder Anlageklasse über den langfristigen Zeitraum sowie Schätzungen der Korrelationen zwischen den Anlageklassen. Es ist offensichtlich, dass Finanzunternehmen die zukünftige Entwicklung der Märkte nicht vorhersagen können. Wir sind jedoch der Ansicht, dass wir durch die Analyse aktueller wirtschaftlicher und marktbezogener Bedingungen sowie historischer Marktrends und – am wichtigsten – durch die Prognose des zukünftigen Wirtschaftswachstums, der Inflation und der Realrenditen für jedes Land die langfristige Performance einer gesamten Anlageklasse abschätzen können, basierend auf aktuellen und von uns geschätzten Gleichgewichtsniveaus. Das „Gleichgewichtsniveau“ zeigt den Durchschnitt oder die zentrale Tendenz einer Markt- oder makroökonomischen Kennzahl wie

Rendite oder Credit Spread, die langfristig vorherrschen soll, da dieses Niveau den inhärenten Wert eines Marktes repräsentiert. Die Renditeannahmen basieren auf unserem proprietären Prozess, der für jede Anlageklasse einen Building-Block-Ansatz verwendet. Beispielsweise bestehen die Building Blocks für Aktien aus unseren Prognosen zu Inflation, realem Gewinnwachstum, Dividendenrendite und dem Einfluss von Bewertungen. Die Building Blocks für festverzinsliche Wertpapiere bestehen aus unseren Prognosen für zukünftige Renditen und Preisänderungen von Anleihen. Die Schätzungen für alternative Anlagen werden durch unsere historische Analyse und Einschätzung der Beziehung zu öffentlichen Märkten bestimmt. Es ist möglich - und sogar wahrscheinlich -, dass die tatsächlichen Renditen erheblich von dieser Erwartung abweichen, auch über mehrere Jahre hinweg. Wir sind jedoch überzeugt, dass die Marktrenditen irgendwann zum Gleichgewichtstrend zurückkehren. Wir glauben zudem, dass diese Art von zukunftsgerichteten Einschätzungen wesentlich genauer sind als historische Trends, wenn es darum geht, die Performance einer Anlageklasse zu bestimmen und die optimale Asset-Mix zu wählen.

Bitte beachten Sie beim Lesen dieses Materials, dass alle Hinweise auf erwartete Renditen keine Zusagen oder Schätzungen der tatsächlichen Renditen sind, die erzielt werden können. Die Annahmen basieren nicht auf spezifischen Produkten und berücksichtigen keine Gebühren wie Managementgebühren, Kontrollgebühren, Transaktionskosten oder andere Ausgaben, die die Rendite mindern könnten. Sie zeigen lediglich, wie die langfristige Rendite nach unseren besten Schätzungen der aktuellen und Gleichgewichtsbedingungen ausfallen sollte. Beachten Sie zudem, dass die tatsächliche Performance von der Expertise der Person beeinflusst werden kann, die diese Anlagen verwaltet, sowohl bei der Auswahl einzelner Wertpapiere als auch bei der Anpassung des Mixes, um von Unter- oder Überbewertungen der Anlageklassen durch Markttrends zu profitieren.

Für diese Analyse wird Volatilität als statistisches Maß für die Streuung der Rendite einer bestimmten Allokation definiert und als Standardabweichung der arithmetischen Rendite der Allokation gemessen. Das Sharpe Ratio ist ein Rendite-/Risikomaß, wobei die Rendite (Zähler) als jährlicher Mehrertrag einer Anlage über den risikofreien Zinssatz definiert ist. Das Risiko (Nenner) ist die Standardabweichung (Volatilität) der Rendite der Allokation abzüglich des risikofreien Zinssatzes. Der verwendete risikofreie Zinssatz entspricht der langfristigen Annahme von J.P. Morgan für Liquidität („Cash“).

Korrelation ist ein statistisches Maß für den Grad, in dem sich die Bewegungen zweier Variablen - in diesem Fall die Renditen von Anlageklassen - ähneln. Die Korrelation kann zwischen -1 und 1 liegen, wobei 1 bedeutet, dass sich die Renditen zweier Anlagen im Gleichschritt bewegen, das heißt, sie verhalten sich zur gleichen Zeit auf die gleiche Weise. Eine Korrelation von 0 zeigt an, dass sich die Renditen unabhängig voneinander entwickeln, und -1 bedeutet, dass sie sich in entgegengesetzte Richtungen bewegen.

WICHTIGE INFORMATIONEN

Wesentliche Risiken

Alternative Anlagen: Investitionen in alternative Vermögenswerte sind mit höheren Risiken verbunden als traditionelle Anlagen, einschließlich, aber nicht beschränkt auf eingeschränkte Liquidität und Bewertungsrisiken. Sie eignen sich ausschließlich für Anleger mit ausreichender Kenntnis und Erfahrung, um die Vor- und Nachteile sowie die Risiken solcher Investitionen beurteilen zu können. Alternative Anlagen sollten nicht als vollständiges Anlageprogramm betrachtet werden, und Ausschüttungen sind nicht garantiert. Sie können steuerlich ineffizient sein; Anleger sollten vor einer Investition einen Steuerberater konsultieren. Alternative Anlagen weisen häufig höhere Gebühren als traditionelle Anlagen auf und können stark fremdfinanziert sein sowie spekulative Anlagestrategien verfolgen, was sowohl Verluste als auch Gewinne verstärken kann – einschließlich des Risikos eines Totalverlusts. Für umfassende Informationen zu den spezifischen Risiken einzelner alternativer Anlagen konsultieren Sie bitte das Angebotsmemorandum.

Anleihen: Anleihen unterliegen Zinsänderungs-, Kredit- und Ausfallrisiken des Emittenten. In der Regel sinken Anleihekurse, wenn die Zinsen steigen.

Rohstoffe: Investitionen in Rohstoffe können eine höhere Volatilität aufweisen als Investitionen in traditionelle Wertpapiere, insbesondere wenn die Instrumente mit Hebelwirkung ausgestattet sind. Der Wert rohstoffgebundener Derivate kann durch allgemeine Marktbewegungen, Volatilität von Rohstoffindizes, Zinsänderungen oder Faktoren, die eine bestimmte Branche oder einen Rohstoff betreffen, beeinflusst werden, wie etwa Dürre, Überschwemmungen, Wetter, Viehseuchen, Embargos, Zölle sowie internationale wirtschaftliche, politische und regulatorische Entwicklungen. Der Einsatz von gehebelten rohstoffgebundenen Derivaten bietet die Möglichkeit erhöhter Renditen, birgt jedoch gleichzeitig das Risiko größerer Verluste.

Diversifikation: Diversifikation und Asset Allocation gewährleisten weder einen Gewinn noch schützen sie vor Verlusten.

Schwellenländer: Investitionen in Schwellenländern sind mit einem höheren Risiko und erhöhter Volatilität verbunden als Investitionen in entwickelten Märkten. Wechselkursänderungen sowie Unterschiede in Rechnungslegungs- und Steuerpolitik außerhalb des Zuständigkeitsbereichs des Anlegers können die Rendite erhöhen oder mindern. Einige Märkte sind politisch und wirtschaftlich weniger stabil; Unterschiede in Steuersystemen und Rechtssystemen außerhalb des Zuständigkeitsbereichs des Anlegers können zusätzliche Risiken verursachen. Anleger sollten diese Risiken sorgfältig abwägen und vor Investitionen in Schwellenländer Finanz- und Rechtsberater konsultieren.

Aktien: Die Preise von Aktien können aufgrund von Veränderungen im Gesamtmarkt oder der finanziellen Lage eines Unternehmens steigen oder fallen – mitunter schnell oder unvorhersehbar. Aktienwerte können bei starken Gewinnen oder positiven Markterwartungen steigen, aber auch bei schwachen Ergebnissen oder negativer Stimmung fallen. Dividenden sind nicht garantiert.

Festverzinsliche Wertpapiere: Investitionen in festverzinsliche Produkte (wie Anleihen) unterliegen bestimmten Risiken, darunter, aber nicht beschränkt auf Zinsänderungs-, Kredit-, Inflations-, Kündigungs-, Ausfall-, Vorfälligkeits- und Wiederanlagerisiken. Jede festverzinsliche Wertpapierposition, die vor Fälligkeit verkauft oder eingelöst wird, kann erhebliche Gewinne oder Verluste verursachen.

High Yield Bonds: Hochzinsanleihen (mit einem Rating von BB+/Ba1 oder niedriger bzw. ohne Rating) sind spekulative, nicht als Investment Grade eingestufte Wertpapiere mit erhöhtem Ausfall- und Verlustrisiko. Diese Anlagen eignen sich nur für Anleger, die bereit sind, höhere Risiken zu tragen.

Internationale Anlagen: Internationale Anlagen sind nicht für alle Anleger geeignet. Internationale Investitionen sind mit einem höheren Risiko und erhöhter Volatilität verbunden. Einige internationale Märkte sind politisch oder wirtschaftlich weniger stabil. Ausländische Bestände unterliegen Währungsrisiken, da Wechselkursschwankungen zwischen der Fremdwährung der Anlage und der Heimatwährung des Anlegers den Wert der Investition beeinflussen können.

Kommunalanleihen: Anleger sollten die potenziellen steuerlichen Verpflichtungen im Zusammenhang mit dem Kauf von Kommunalanleihen verstehen. Bestimmte Kommunalanleihen sind bundessteuerpflichtig, wenn der Anleger der alternativen Mindeststeuer unterliegt. Kapitalgewinne, sofern vorhanden, sind bundessteuerpflichtig. Der Anleger sollte beachten, dass die Einkünfte aus steuerfreien Kommunalanleihenfonds möglicherweise der staatlichen und lokalen Besteuerung sowie der alternativen Mindeststeuer (AMT) unterliegen.

Vorzugspapiere: Vorzugswertpapiere weisen Merkmale sowohl von Aktien als auch von Anleihen auf. Sie sind typischerweise langlaufende Wertpapiere mit Kündigungsschutz und stehen in der Kapitalstruktur zwischen Fremd- und Eigenkapital. Vorzugswertpapiere bergen verschiedene Risiken und Überlegungen, darunter Konzentrationsrisiko, Zinsänderungsrisiko, niedrigere Bonität als einzelne Anleihen, geringerer Anspruch auf Vermögenswerte als einzelne Anleihen des Unternehmens, höhere Renditen aufgrund dieser Risikoeigenschaften sowie „Call“-Implikationen, d. h. das emittierende Unternehmen kann die Aktie zu einem bestimmten Preis nach einem bestimmten Datum zurücknehmen.

WICHTIGE INFORMATIONEN

Aktien mit geringer Marktkapitalisierung: Investitionen in Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung sind häufig mit deutlich höheren Risiken verbunden als Wertpapiere größerer, bekannter Unternehmen, da sie möglicherweise nicht über die Managementkompetenz, finanziellen Ressourcen, Produktdiversifikation und Wettbewerbsvorteile größerer Unternehmen verfügen. Die Preise der Wertpapiere kleinerer Unternehmen können stärkeren und unregelmäßigeren Marktschwankungen unterliegen als die größerer, etablierter Unternehmen, da diese Wertpapiere typischerweise in geringeren Volumina gehandelt werden und die Emittenten stärker von Veränderungen in Erträgen und Aussichten betroffen sind. Neben Liquiditätsrisiken kann es beim Verkauf großer Positionen in Wertpapieren mit geringer Marktkapitalisierung erforderlich sein, Bestände mit Abschlägen gegenüber den angegebenen Preisen zu verkaufen oder eine Reihe kleiner Verkäufe über einen längeren Zeitraum vorzunehmen. Dividenden sind nicht garantiert.

Ausblicke und vergangene Wertentwicklungen sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. Alle genannten Unternehmen dienen ausschließlich zu Illustrationszwecken und stellen in diesem Zusammenhang keine Empfehlung oder Billigung durch J.P. Morgan dar. Sämtliche Markt- und Wirtschaftsdaten stammen, sofern nicht anders angegeben, vom 20. April 2026 und wurden von Bloomberg Finance L.P., Haver Analytics und FactSet bezogen.

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Ihrer Information über ausgewählte Produkte und Dienstleistungen, die vom Private-Banking-Geschäft, Teil von JPMorgan Chase & Co. („JPM“), angeboten werden. Die beschriebenen Produkte und Leistungen sowie die damit verbundenen Gebühren, Entgelte und Zinssätze können sich gemäß den geltenden Kontovereinbarungen ändern und je nach Standort unterschiedlich ausfallen. Nicht alle Produkte und Leistungen werden an allen Standorten angeboten. Wenn Sie eine Person mit einer Behinderung sind und zusätzliche Unterstützung beim Zugriff auf dieses Material benötigen, wenden Sie sich an Ihren Ansprechpartner bei J.P. Morgan oder schicken Sie uns eine E-Mail an accessibility.support@jpmorgan.com. **Bitte lesen Sie alle wichtigen Informationen.**

Nur zur Veranschaulichung. Schätzungen, Prognosen und Vergleiche beziehen sich auf die in den Unterlagen angegebenen Daten.

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 bzw. Diversifizierung 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. 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. J.P. Morgan übernimmt keine Verpflichtung, die in diesen Unterlagen enthaltenen Informationen im Falle einer Änderung zu aktualisieren. Die hierin dargestellten Ansichten, Schätzungen, Anlagestrategien und Anlagemeinungen unterscheiden sich möglicherweise von denen anderer Bereiche von J.P. Morgan sowie von Ansichten, die mit einer unterschiedlichen Zielsetzung oder in einem anderen Zusammenhang geäußert werden. **Die vorliegenden Unterlagen dürfen nicht als Researchbericht verstanden werden.** 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 Estados Unidos 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.** (FDIC-Mitglied) angeboten.

JPMorgan Chase Bank, N.A. und seine verbundenen Unternehmen (zusammen „**JPMCB**“) bieten Anlageprodukte an, die im Rahmen der Trust- und Treuhanddienste bankgeführte Anlage- und Depotkonten umfassen können. Sonstige Anlageprodukte und -dienstleistungen, wie z. B. Brokerage- und Beratungskonten, werden von **J.P. Morgan Securities LLC („J.P.MS“)**, einem Mitglied von FINRA und SIPC, angeboten. Rentenprodukte werden von Chase Insurance Agency, Inc. (CIA), einer zugelassenen Versicherungsagentur, die unter dem Namen Chase Insurance Agency Services, Inc. in Florida tätig ist, zur Verfügung gestellt. Bei JPMCB, JPMS und CIA handelt es sich um verbundene Unternehmen unter gemeinsamer Beherrschung von J.P. Morgan. Die Produkte sind nicht in allen Bundesstaaten verfügbar.

In **Deutschland** werden diese Unterlagen von **J.P. Morgan SE** mit Geschäftssitz Taunustor 1 (Taunusturm), 60310 Frankfurt am Main, ausgegeben. Diese ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen und wird von der BaFin, der deutschen Zentralbank (Deutsche Bundesbank) und der Europäischen Zentralbank (EZB) gemeinsam beaufsichtigt. In **Luxemburg** werden diese Unterlagen von **J.P. Morgan SE – Luxembourg Branch** mit Geschäftssitz im European Bank and Business Centre, 6 route de Trèves, L-2633, Senningerberg, Luxembourg, ausgegeben. Diese ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen und wird von der BaFin, der deutschen Zentralbank (Deutsche Bundesbank) und der Europäischen Zentralbank (EZB) gemeinsam beaufsichtigt; J.P. Morgan SE – Luxembourg Branch steht ferner unter Aufsicht der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) und ist unter R.C.S Luxembourg B255938 eingetragen. In **Großbritannien** werden diese Unterlagen von **J.P. Morgan SE – London Branch**

DEFINITIONEN UND WICHTIGE INFORMATIONEN

mit Geschäftssitz 25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP ausgegeben. Diese ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen und wird von der BaFin, der deutschen Zentralbank (Deutsche Bundesbank) und der Europäischen Zentralbank (EZB) gemeinsam beaufsichtigt; J.P. Morgan SE - London Branch steht ferner unter Aufsicht der Financial Conduct Authority und der Prudential Regulation Authority. In **Spanien** werden diese Unterlagen von **J.P. Morgan SE, Sucursal en España** mit Geschäftssitz Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Spanien, ausgegeben. Diese ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen und wird von der BaFin, der deutschen Zentralbank (Deutsche Bundesbank) und der Europäischen Zentralbank (EZB) gemeinsam beaufsichtigt; J.P. Morgan SE, Sucursal en España steht ferner unter Aufsicht der spanischen Börsenaufsichtsbehörde (CNMV) und ist bei der Bank von Spanien als Zweigniederlassung von J.P. Morgan SE unter der Nummer 1567 eingetragen. In **Italien** werden diese Unterlagen von **J.P. Morgan SE - Milan Branch** mit Geschäftssitz Via Cordusio, n.3, Milan 20123, Milano 20123, Italien, ausgegeben. Diese ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen und wird von der BaFin, der deutschen Zentralbank (Deutsche Bundesbank) und der Europäischen Zentralbank (EZB) gemeinsam beaufsichtigt; J.P. Morgan SE - Milan Branch steht ferner unter Aufsicht der Bank von Italien und der Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) und ist bei der Bank von Italien als Zweigniederlassung von J.P. Morgan SE unter der Nummer 8075 eingetragen. Eingetragene Nummer bei der Mailänder Handelskammer: REA MI - 2536325. In den **Niederlanden** werden diese Unterlagen von **J.P. Morgan SE - Amsterdam Branch** mit Geschäftssitz im World Trade Centre, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, Niederlande, ausgegeben. Diese ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen und wird von der BaFin, der deutschen Zentralbank (Deutsche Bundesbank) und der Europäischen Zentralbank (EZB) gemeinsam beaufsichtigt; J.P. Morgan SE - Amsterdam Branch steht ferner unter Aufsicht von De Nederlandsche Bank (DNB) und der Autoriteit Financiële Markten (AFM) in den Niederlanden. Eingetragen bei der Kamer van Koophandel als Zweigniederlassung von J.P. Morgan SE unter der Registernummer 72610220. In **Dänemark** werden diese Unterlagen von **J.P. Morgan SE - Copenhagen Branch, filial af J.P. Morgan SE, Tyskland** mit Geschäftssitz in Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Dänemark, ausgegeben. Diese ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen und wird von der BaFin, der deutschen Zentralbank (Deutsche Bundesbank) und der Europäischen Zentralbank (EZB) gemeinsam beaufsichtigt; J.P. Morgan SE - Copenhagen Branch, filial af J.P. Morgan SE, Tyskland steht ferner unter Aufsicht der Finanstilsynet (dänische Finanzmarktaufsicht) und ist bei der Finanstilsynet als Zweigniederlassung von J.P. Morgan SE unter der Nummer 29010 eingetragen. In **Schweden** werden diese Unterlagen von **J.P. Morgan SE**

- **Stockholm Bankfilial** mit Geschäftssitz in Hamngatan 15, Stockholm, 11147, Schweden, ausgegeben. Diese ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen und wird von der BaFin, der deutschen Zentralbank (Deutsche Bundesbank) und der Europäischen Zentralbank (EZB) gemeinsam beaufsichtigt; J.P. Morgan SE - Stockholm Bankfilial steht ferner unter Aufsicht der Finansinspektionen (Schwedische Finanzmarktaufsicht) und ist bei der Finansinspektionen als Zweigniederlassung von J.P. Morgan SE eingetragen. In **Belgien** werden diese Unterlagen von **J.P. Morgan SE - Geschäftsstelle Brüssel** mit Geschäftssitz in 35 Boulevard du Régent, 1000 Brüssel, Belgien. Diese ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen und wird von der BaFin, der Deutschen Bundesbank und der Europäischen Zentralbank (EZB) gemeinsam beaufsichtigt. Die J.P. Morgan SE - Geschäftsstelle Brüssel steht ferner in Belgien unter der Aufsicht der Belgischen Nationalbank (BNB) und der Financial Services and Markets Authority (FSMA) und ist bei der BNB unter der Registernummer 0715.622.844 eingetragen. In **Griechenland** werden diese Unterlagen von **J.P. Morgan SE - Geschäftsstelle Athen** mit Geschäftssitz in 3 Haritos Street, Athen, 10675, Griechenland. Diese ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen und wird von der BaFin, der Deutschen Bundesbank und der Europäischen Zentralbank (EZB) gemeinsam beaufsichtigt. Die J.P. Morgan SE - Geschäftsstelle Athen steht ferner unter der Aufsicht der Bank von Griechenland und ist bei der Bank von Griechenland als eine Geschäftsstelle von J.P. Morgan SE unter der Nummer 124 registriert. Sie ist bei der Handelskammer Athen unter der Registernummer 158683760001 eingetragen und ihre Umsatzsteueridentifikationsnummer lautet 99676577. In **Frankreich** werden diese Unterlagen von **J.P. Morgan SE - Paris Branch** mit Geschäftssitz 14, Place Vendôme 75001 Paris, Frankreich ausgegeben. Diese ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen und wird von der BaFin, der Deutschen Bundesbank und der Europäischen Zentralbank (EZB) unter der Nummer 842 422 972 gemeinsam beaufsichtigt. Die J.P. Morgan SE - Paris Branch steht ferner unter Aufsicht der französischen Bankaufsichtsbehörden, der Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) und der Autorité des Marchés Financiers (AMF). In der **Schweiz** werden diese Unterlagen von **J.P. Morgan (Suisse) SA** ausgegeben, die in der Schweiz von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) reguliert wird. J.P. Morgan (Suisse) SA, mit Sitz an der rue du Rhône, 35, 1204, Genf, Schweiz, die von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) als Bank und Effektenhändler in der Schweiz zugelassen ist und beaufsichtigt wird.

In **Hongkong** werden diese Unterlagen von **JPMCB, Hong Kong Branch** ausgegeben. Die JPMCB-Niederlassung in Hongkong wird von der Hong Kong Monetary Authority und der Securities and Futures Commission of Hong Kong reguliert. In Hongkong werden Ihre personenbezogenen Daten nach Erhalt Ihres

kostenlosen Widerrufs nicht mehr für unsere Marketingzwecke verwendet. In **Singapur** werden diese Unterlagen von **JPMCB, Singapore Branch** ausgegeben. Die JPMCB-Niederlassung in Singapur wird von der Monetary Authority of Singapore reguliert. Handels- und Beratungsdienstleistungen sowie die Vermögensverwaltung mit Verwaltungsmandat werden Ihnen von der JPMCB-Niederlassung in Hongkong/Singapur (wie Ihnen mitgeteilt wurde) bereitgestellt. Banking- und Depotbankdienstleistungen werden Ihnen von JPMCB, Niederlassung Hongkong/Singapur (wie Ihnen mitgeteilt wurde) bereitgestellt. In Bezug auf Unterlagen, bei denen es sich gemäß dem Securities and Futures Act und dem Financial Advisers Act um Produktwerbung handelt, wurde dieses Werbematerial von der Monetary Authority of Singapore nicht überprüft. JPMorgan Chase Bank, N.A. ist ein nationaler Bankenverband, der gemäß den Gesetzen der Vereinigten Staaten zugelassen wurde. Als Körperschaft ist die Haftung der Gesellschafter beschränkt. Sie ist als ausländische Gesellschaft in Australien unter der australischen Registrierungsnummer (Australian Registered Body Number, ARBN) 074 112 011 eingetragen.

In **Lateinamerika** kann die Ausgabe dieser Unterlagen in bestimmten Gerichtsbarkeiten eingeschränkt sein. Wir bieten Ihnen unter Umständen Wertpapiere oder andere Finanzinstrumente an und/oder verkaufen Ihnen Wertpapiere oder andere Finanzinstrumente, die möglicherweise nicht gemäß den Wertpapiergesetzen oder der Finanzregulierung Ihres Heimatlandes registriert und nicht Gegenstand eines öffentlichen Angebots sind. Solche Wertpapiere oder Instrumente werden Ihnen ausschließlich auf privater Basis angeboten und/oder verkauft. Unsere Mitteilungen an Sie in Bezug auf derartige Wertpapiere oder Finanzinstrumente, wozu ohne Einschränkung der Vertrieb eines Prospekts, Termsheets oder andere Angebotsunterlagen zählen, sind nicht als Aufforderung zum Verkauf oder Empfehlung zum Kauf eines Wertpapiers oder Finanzinstruments in Gerichtsbarkeiten auszulegen, in denen eine solche Aufforderung oder Empfehlung unrechtmäßig wäre. Ferner können derartige Wertpapiere oder Finanzinstrumente bestimmten regulatorischen und/oder vertraglichen Auflagen im Hinblick auf die anschließende Übertragung durch Sie unterliegen, und Sie sind allein dafür verantwortlich, solche Auflagen festzustellen und ihnen nachzukommen. Sofern der Inhalt dieses Dokuments Bezugnahmen auf einen Fonds enthält, darf dieser Fonds ohne die vorherige Registrierung der Wertpapiere des Fonds unter Einhaltung der Gesetze der jeweiligen Gerichtsbarkeit in keinem lateinamerikanischen Land öffentlich angeboten werden.

JPMS ist ein eingetragenes ausländisches Unternehmen (Übersee) (ARBN 109293610) mit Geschäftssitz in Delaware, USA. Gemäß den Lizenzanforderungen für australische Finanzdienstleistungen erfordert die Ausübung eines Finanzdienstleistungsgeschäfts in Australien einen Finanzdienstleister wie J.P. Morgan Securities LLC (JPMS), um eine australische Lizenz für Finanzdienstleistungen (AFSL) zu halten, sofern keine Ausnahme gilt. JPMS ist von der Anforderung einer AFSL gemäß dem Corporations Act von 2001 (Cth) (Act) für die Ihnen erbrachten Finanzdienstleistungen befreit und wird nach US-amerikanischem Recht von der SEC, der FINRA und der CFTC reguliert. Die Haftung der Gesellschafter ist beschränkt. Das in Australien zur Verfügung gestellte Material ist ausschließlich für „Wholesale-Kunden“ bestimmt. Die in diesen Unterlagen enthaltenen Informationen sind nicht für einen anderen Kreis von Personen in Australien bestimmt und dürfen weder direkt noch indirekt weitergeleitet werden. Für die Zwecke dieses Absatzes hat der Begriff „Wholesale-Kunde“ die in Abschnitt 761G des Acts angegebene Bedeutung. Bitte informieren Sie uns umgehend, wenn Sie gegenwärtig oder zu einem zukünftigen Zeitpunkt kein Wholesale-Kunde mehr sind.

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.

© 2026 JPMorgan Chase & Co. Alle Rechte vorbehalten.

J.P.Morgan PRIVATE BANK