

2024

# Eine starke Wirtschaft *in einer fragilen Welt*

Ausblick zur  
Jahresmitte 2024.



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 sich 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

---

Zu Jahresbeginn rechneten die meisten Strategen mit einem raschen Rückgang der Inflation, der den Zentralbanken eine Reihe von Zinssenkungen ermöglichen würde. Diese Erwartungen waren durchaus realistisch und eine angemessene Einschätzung der damaligen Situation.

Die wirtschaftliche Entwicklung hat die Prognosen jedoch widerlegt. Die Inflation ist nicht so schnell gesunken, wie viele gehofft hatten. Dennoch erscheint die Weltwirtschaft im Hinblick auf verschiedene makroökonomische Kennzahlen bemerkenswert robust.

Zugleich befindet sich die Welt an einem heiklen Wendepunkt. Die geopolitischen Risiken sind real und stehen für große wie kleine Anleger im Vordergrund. Diese haben zahlreiche Bedenken: Die potenzielle Verschärfung globaler Konflikte; Der ungewisse Ausgang und die unbekanntenen Folgen der US-Wahl im November; Die Spannungen im Verhältnis zwischen den USA und China; Eine weitverbreitete Fokussierung auf nationale Sicherheit, traditionelle Verteidigung, Energiequellen, Lieferketten und Cybersicherheit.

Deshalb lautet der Titel unseres *Ausblicks zur Jahresmitte*: „Eine starke Wirtschaft in einer fragilen Welt“.

Auf der einen Seite ein höheres Wachstum, höhere Anleiherenditen und höhere Aktienbewertungen. Auf der anderen Seite eine höhere Inflation, höhere geopolitische Risiken und möglicherweise höhere Steuern.

Um uns auf die zweite Jahreshälfte vorzubereiten, setzen wir auf die Erfahrung unserer Global Investment Strategy Group. Sie hilft uns dabei, die Risiken und Chancen zu erkennen, die auf unsere Kunden zukommen könnten. Aus unserer Sicht können Anleger auf Aktien zurückgreifen, um vom weltweiten Wachstum zu profitieren. Sachwerte dienen zur Absicherung gegen die Inflation. Anleihen können Erträge erzielen und das Risiko mindern, wenn das Wirtschaftswachstum ins Stocken gerät. Die KI steht noch ganz am Anfang. Der *Ausblick zur Jahresmitte* weist darauf hin, dass es 15 Jahre dauerte, bis der PC zu Produktivitätssteigerungen in der Wirtschaft führte; mit KI könnte dies nach unseren Prognosen schon in sieben Jahren gelingen.

Kurz gesagt, wir glauben, dass positive Kräfte die Märkte im Jahr 2024 und auch danach weiter beflügeln können.

Wie sich die Märkte auch entwickeln werden, wir verlassen uns aufeinander und auf die engen Beziehungen, die wir im Laufe der Zeit geknüpft haben, um unser Bestes für Sie zu geben. Es ist uns eine Ehre, Ihnen als Ihr Finanzpartner zur Seite zu stehen. Vielen Dank für Ihr anhaltendes Vertrauen in J.P. Morgan.

Mit freundlichen Grüßen



**David Frame**  
CEO, U.S. Private Bank



**Martin Marron**  
CEO, International Private Bank

## *Ausblick zur Jahresmitte 2024 | die wichtigsten Erkenntnisse*

---

Die Wirtschaft ist stärker als Sie denken.

Wir glauben, dass sich die globale Marktrally fortsetzen wird.

---

Die KI steht noch ganz am Anfang.

Ihre weitere Entwicklung ist ungewiss, könnte jedoch massive Auswirkungen haben.

---

Die Zinsen werden länger auf höherem Niveau bleiben, aber nicht für immer.

Die Verwerfungen in den zinsempfindlichen Sektoren sind möglicherweise nicht von Dauer.

---

Die US-Wahl wird weltweite Auswirkungen haben.

Lassen Sie sich dadurch nicht von Ihren Plänen abbringen.

---

Bereiten Sie sich auf anhaltende Konflikte vor.

Diversifizieren Sie Ihr Portfolio und ziehen Sie Investitionen in Sicherheit, Verteidigung und Infrastruktur in Betracht.

---



---

# Eine starke Wirtschaft in einer fragilen Welt

---

Die Wirtschaft ist stärker als Sie denken	9	Die US-Wahlen werden globale Auswirkungen haben	35
Die Zinsen werden länger auf höherem Niveau bleiben, aber nicht für immer	15	Bereiten Sie sich auf anhaltende Konflikte vor	39
Die KI steht noch ganz am Anfang	30		

---

## Globale Perspektiven

---

Die europäische Wirtschaft schlägt ein neues Kapitel auf	46
Starke Nachfrage, knappes Angebot: Gewinne mit kritischen Rohstoffen erzielen	51
Japanische Aktien: Dieses Mal ist es anders	55

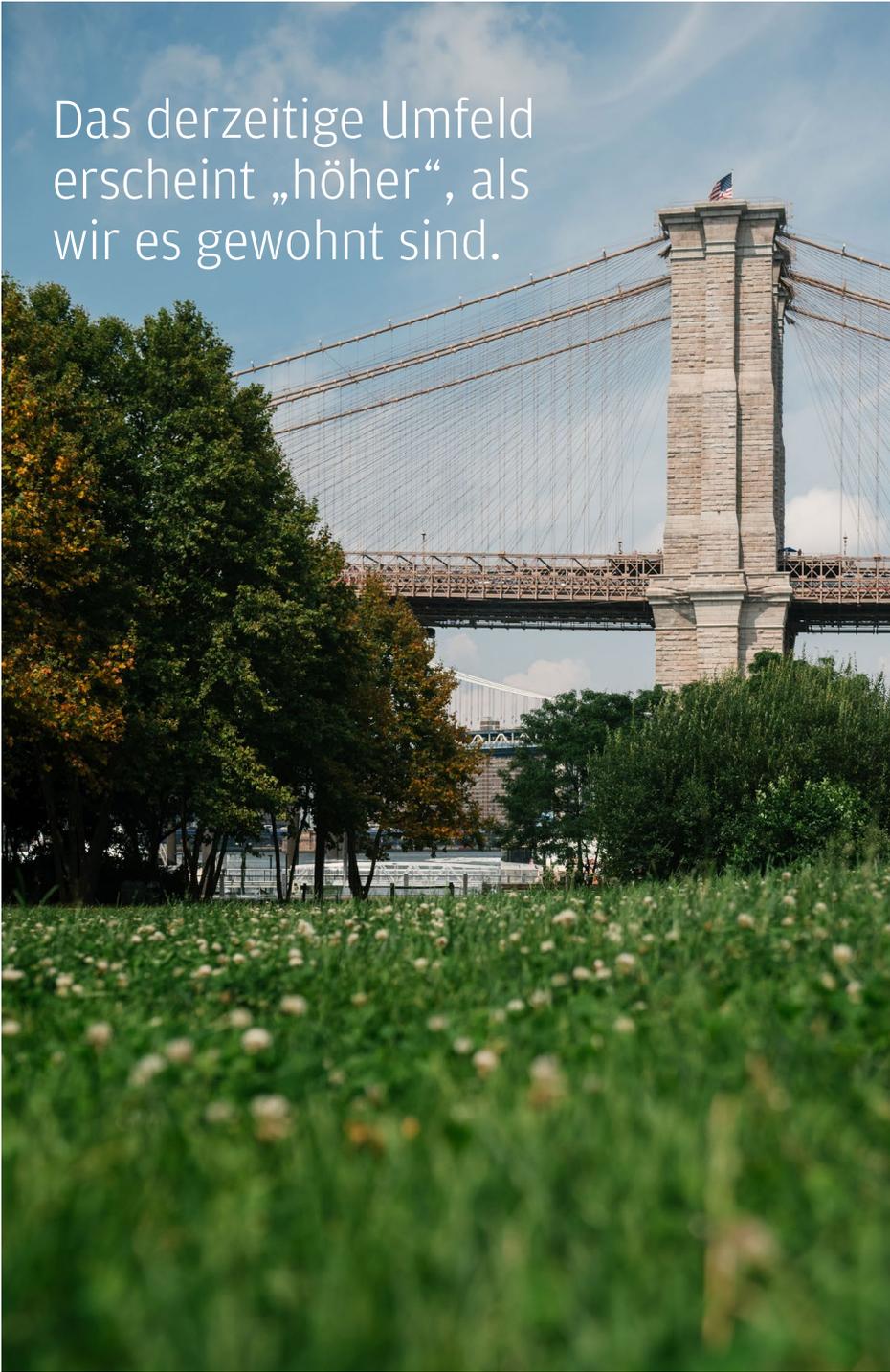
# Nicht viele haben es kommen sehen.

Das globale Wachstum hält dem Druck höherer Zinsen stand. Es erweist sich als stärker und nachhaltiger, als die meisten Prognosen erwartet hatten. Gleichzeitig hat die hartnäckige Inflation die Markterwartung von deutlichen Zinssenkungen zunichte gemacht. Globale Aktien haben seit Jahresbeginn trotzdem eine Rendite von über 10% erzielt.

Die Prognosen für das weltweite reale BIP-Wachstum im Jahr 2024 wurden in den letzten fünf Monaten von etwa 2,5% auf 3% nach oben korrigiert. Statt der ursprünglich vorhergesagten sieben Zinssenkungen der US-Notenbank (Fed) werden dagegen nur noch zwei Zinsschritte erwartet. Einst skeptische Investoren und Währungshüter haben mittlerweile erkannt, dass die Wirtschaft nicht nur widerstandsfähig, sondern sogar recht robust ist. Auf lange Sicht könnte die künstliche Intelligenz (KI) zudem erhebliche – wenn nicht gar transformative – wirtschaftliche Auswirkungen haben.

---

In unserem *Ausblick zur Jahresmitte* betrachten wir das aktuelle Umfeld und ziehen Bilanz.



Das derzeitige Umfeld  
erscheint „höher“, als  
wir es gewohnt sind.

---

Höheres Wachstum

---

Höhere Leitzinsen  
und Anleiherenditen

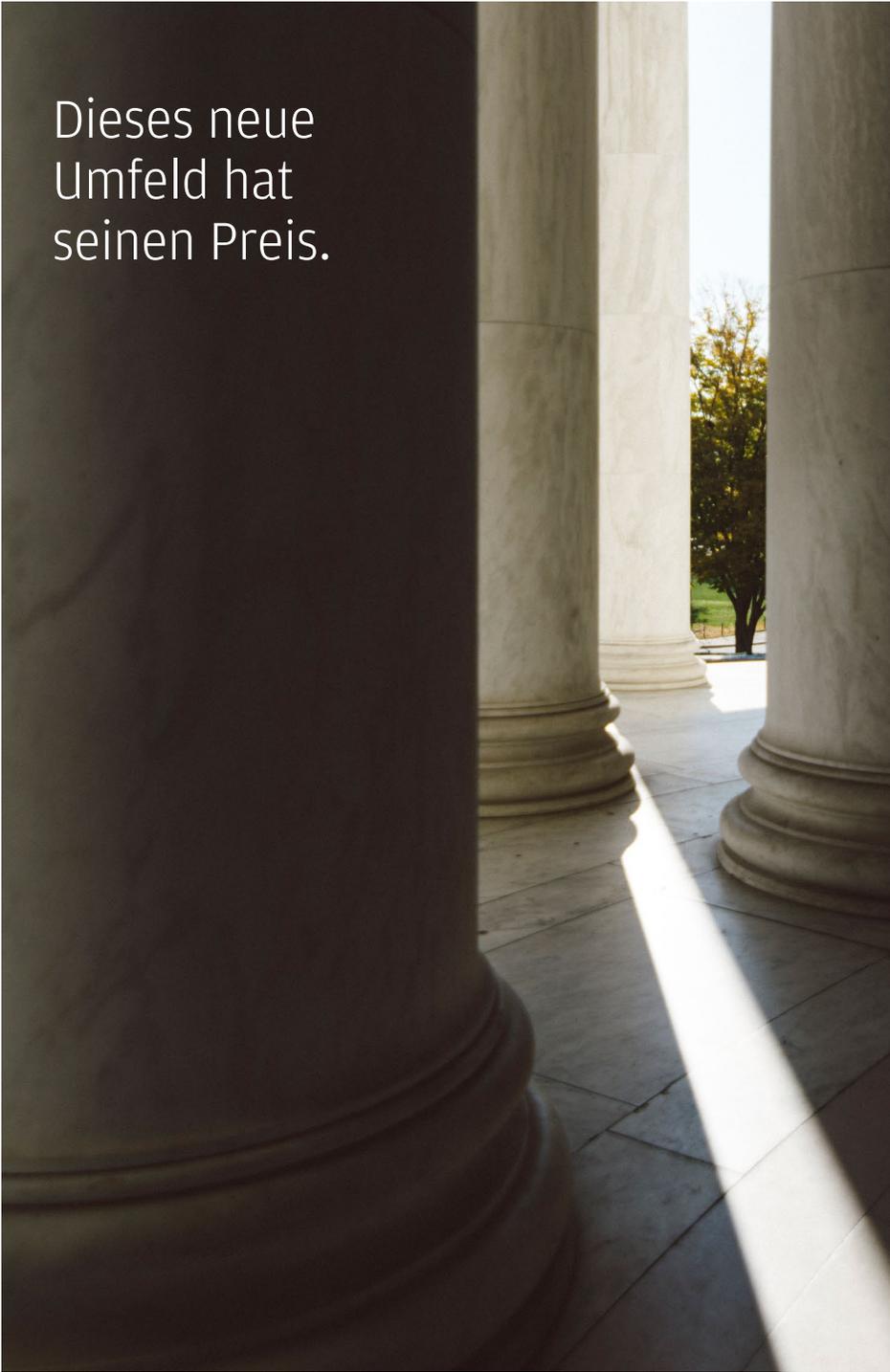
---

Höhere  
Aktienbewertungen

---

Eine ganze Reihe wichtiger Makro- und Marktvariablen (mit Ausnahme der Inflation) erscheint in den Industrieländern so gesund wie seit Jahrzehnten nicht mehr: von den Arbeitslosenquoten über die Renditen kurzfristiger Staatsanleihen bis hin zu den Gewinnmargen der Unternehmen. Wir gehen davon aus, dass globale Aktien die Portfoliorenditen im Laufe des Jahres weiter steigen lassen werden. Zugleich schaffen die höheren Finanzierungskosten das Potenzial für attraktive Erträge im Kreditbereich sowie für Abschläge bei Mid-Cap-Aktien, Immobilien und Private-Equity-Anlagen.

Und dennoch...



Dieses neue  
Umfeld hat  
seinen Preis.

WIR SEHEN DAS POTENZIAL FÜR:

---

## Höhere Inflation

---

## Höhere geopolitische Risiken

---

## Höhere Steuern

---

Wir sind der Meinung, dass unsere Kunden voll investiert sein sollten – aber auch wachsam für die potenziellen Risiken, denen eine starke Weltwirtschaft in einer fragilen Welt ausgesetzt ist.

Die geopolitischen Unwägbarkeiten stehen für große und kleine Anleger im Vordergrund. Die Möglichkeit einer Verschärfung globaler Konflikte – sei es ein regionaler Krieg im Nahen Osten oder eine Intensivierung des bereits jetzt größten Landkriegs in Europa seit dem Zweiten Weltkrieg – ist nicht von der Hand zu weisen. Die US-Wahl im November könnten bedeutende Auswirkungen auf die Wirtschaft und die Märkte haben, die niemand mit Sicherheit vorhersagen kann. Die Beziehung zwischen den USA und China, den beiden größten Volkswirtschaften und Handelspartnern weltweit, scheinen sich zusehends zu verschlechtern.

Eine starke Wirtschaft in einer fragilen Welt.  
So präsentiert sich das Umfeld für Anleger zur  
Jahresmitte 2024.



# Eine starke Wirtschaft

Ein grundlegender Gesundheitscheck zeigt, dass die Beschreibung der Weltwirtschaft als „widerstandsfähig“ ihrer tatsächlichen Stärke nicht gerecht wird.

In den USA wurde zuletzt ein realer Wachstumstrend von etwa 3% verzeichnet, die Arbeitslosenquote lag in den vergangenen zwei Jahren unter 4% (fast eine Rekordserie), und die Inflation ist von ihrem Höchststand im Jahr 2022 auf ein erträglicheres (wenn auch über der Zielmarke liegendes) Niveau von ca. 3% gesunken. In Europa zieht das Wachstum nach dem Zins- und Energiepreisschock allmählich wieder an, und auch im verarbeitenden Gewerbe könnte es weltweit endlich aufwärts gehen.

Aus der Marktperspektive sind globale Aktien im vergangenen Jahr um 20% gestiegen und sichere, kurzfristige Staatsanleihen bieten positive Realrenditen – was ist daran auszusetzen?

# Höheres Wachstum in einer starken Wirtschaft

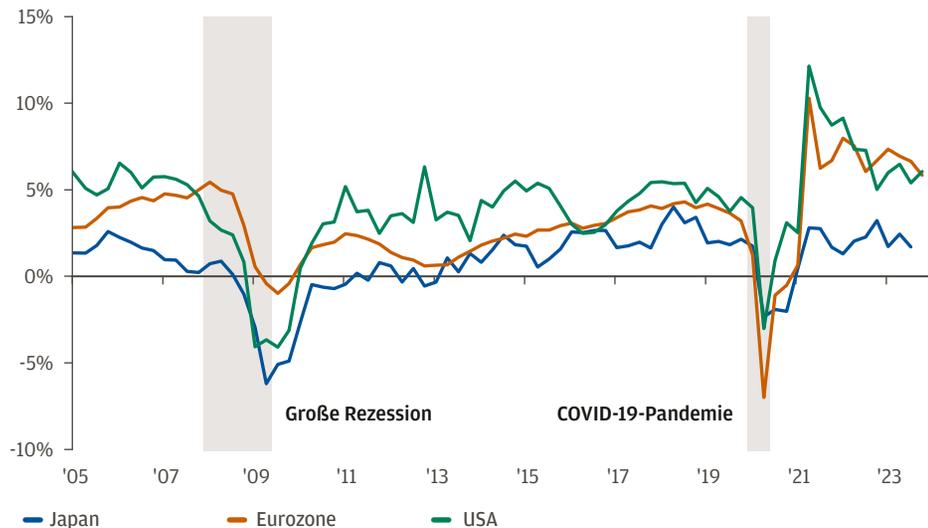
Der Konsum treibt eine voraussichtlich dauerhafte Expansion voran

Die Geschichte des höheren Wachstums beginnt mit der Pandemie. Massive geld- und fiskalpolitische Anreize sowie die Wiedereröffnung der Wirtschaft katapultierten die weltweite Wachstumsrate im Jahr 2021 nominal auf ein atemberaubendes Niveau von über 15%. Inzwischen hat sich das Wachstum nach drei Jahren und mit dem Ende des globalen Straffungszyklus auf etwa 6,5% verlangsamt. Obwohl das nominale Wachstum im Laufe des kommenden Jahres weiter nachlassen könnte, wird es sich wahrscheinlich immer noch über dem Niveau einpendeln, das den Großteil der 2010er Jahre kennzeichnete.

Das Wachstum der Haushaltseinkommen erreicht in Europa und den USA fast 6%, was den kräftigen Konsum begünstigt hat. Gleichzeitig stärken hohe Vermögenspreise und ein Rekordnettovermögen das Vertrauen. Dieser Konsum hilft den Unternehmen, die ihre Umsätze selten so gut in Gewinne umwandeln konnten. In den USA sind die Gewinnmargen außerhalb des Finanzsektors auf knapp 18% angewachsen, während sich die Margen in Europa und Japan in den letzten zehn Jahren auf 10% verdoppelt haben. Ohne erhebliche Einbußen bei den Margen oder Gewinnen ist eine weitreichende Entlassungswelle, die das Haushaltseinkommen gefährdet, schwer vorstellbar.

## Steigende Haushaltseinkommen finanzieren den starken Konsum

In % zum Vorjahr, Wachstum der Beschäftigungsvergütung insgesamt



Quellen: Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung, NBER, Haver Analytics. Stand der Daten: 31. März 2024.

## Die Unternehmen konnten ihre Umsätze selten so gut in Gewinne umwandeln

Unternehmensgewinne ohne Finanzsektor in % des Umsatzes

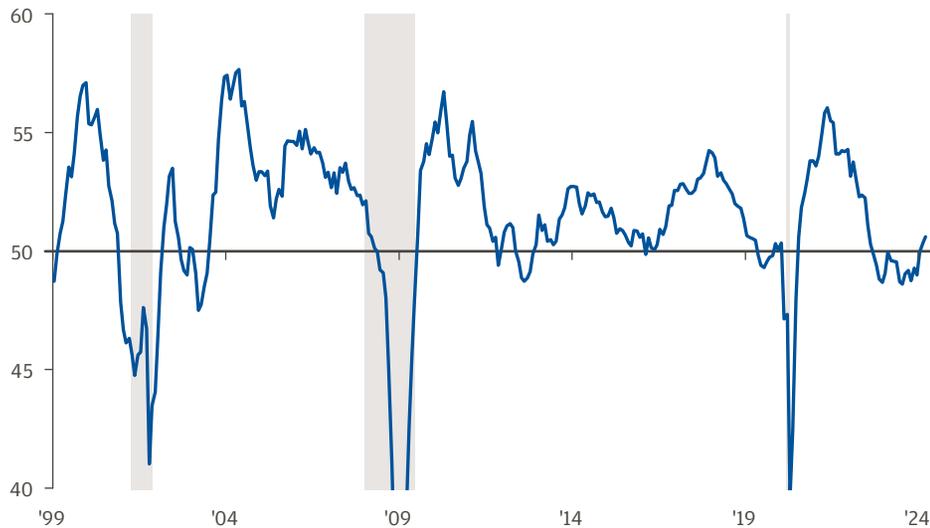


Quellen: Federal Reserve Board, MSCI, J.P. Morgan. Stand der Daten: 31. März 2024.

Außerhalb der USA könnte sich eine leichte Verbesserung der Wachstumsaussichten abzeichnen. Die weltweiten Konjunkturdaten fallen überraschend positiv aus und der globale Fertigungssektor könnte nach einem schwierigen Jahr zu neuem Leben erwachen, da die Unternehmen ihre erschöpften Lagerbestände wieder auffüllen. Selbst in China haben sich die Wirtschaftsdaten trotz der anhaltenden Belastung durch den Immobiliensektor stabilisiert.

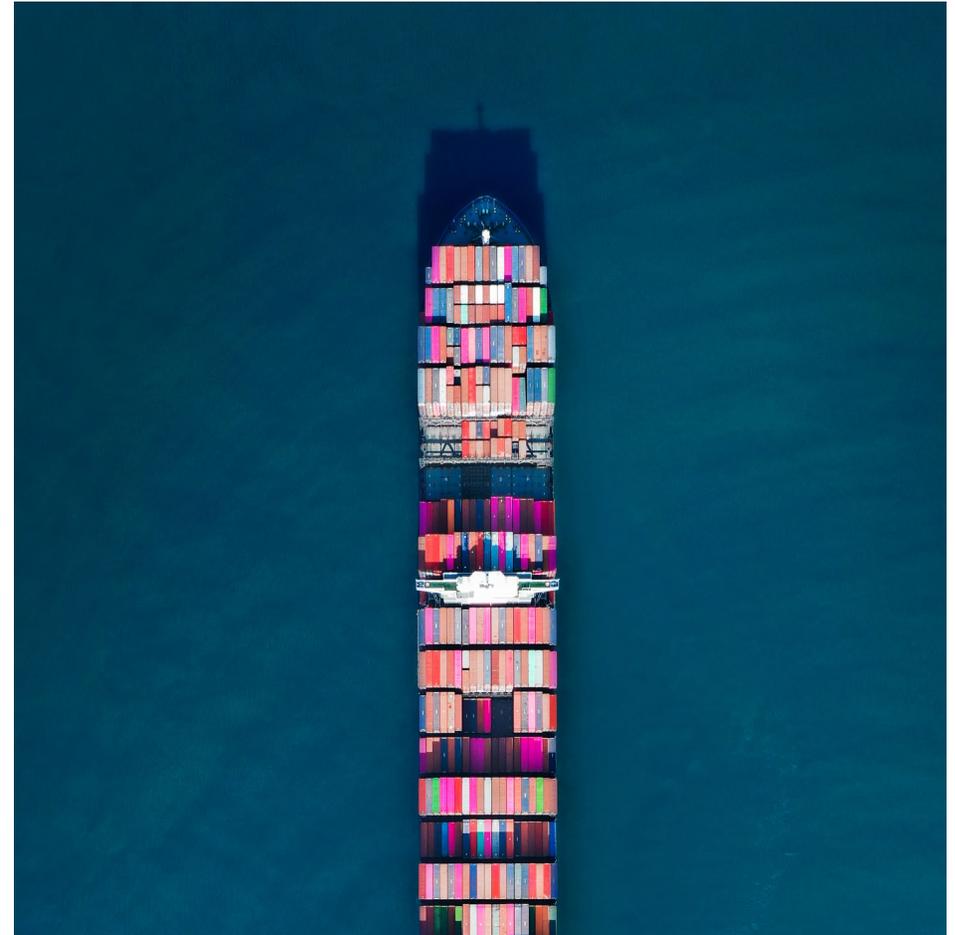
### Trendwende in der globalen Fertigungsindustrie

J.P. Morgan Global Manufacturing PMI (50+ = Expansion)



Quellen: J.P. Morgan, S&P Global, National Bureau of Economic Research, Haver Analytics.  
Stand der Daten: 30. April 2024.

Zudem sind die Unternehmen heute eher bereit, in Wachstum zu investieren. Das Vertrauen der CEOs ist auf dem höchsten Stand seit zwei Jahren, die Unternehmensgewinne sind robust, und verbesserte Kreditbedingungen dürften zu höheren Investitionsausgaben und Neueinstellungen führen. Zyklische, zinssensitive Sektoren könnten sich ebenfalls erholen, wenn die Geldpolitik gelockert wird. Anlageinvestitionen in Wohnimmobilien gehören zu den zinsensibelsten Wirtschaftszweigen. Während des Zinserhöhungszyklus brach die Wertschöpfung in diesem Bereich um fast 15% ein. Trotz des weiterhin hohen Zinsniveaus wächst der Sektor inzwischen wieder.



Das Rezessionsrisiko ist unserer Ansicht nach relativ gering. Manche Anleger befürchten jedoch nach wie vor, dass das Wachstumsumfeld erneut zu einer untragbaren Inflation und einer weiteren Runde destabilisierender Zinserhöhungen der globalen Zentralbanken führen könnte. Aufgrund der Wachstumsentwicklung dürfte die Inflation zwar für den Rest des Jahres über den Zielvorgaben der Währungshüter liegen, jedoch gehen wir nicht davon aus, dass deshalb eine weitere Straffungsrunde erforderlich sein wird, die den Konjunkturzyklus beeinträchtigt.

# Höhere Inflation in einer starken Wirtschaft

Die Teuerungsrate dürfte sich zwischen 2% und 3% einpendeln

Nachdem die globale Inflation auf eindrucksvolle (und marktfreundliche) Weise von beinahe 8% auf 3% gesunken ist, zeichnet sich nun eine gewisse Verlangsamung dieses Trends ab, insbesondere in den USA. Im ersten Quartal stiegen die Kern-PCE-Preise (die Verbraucherpreise ohne Nahrungsmittel und Energie) im Jahresvergleich um fast 4%. Der Beschäftigungskostenindex fiel höher aus als erwartet und die marktüblichen Kennzahlen für die Inflationserwartungen legten zu.

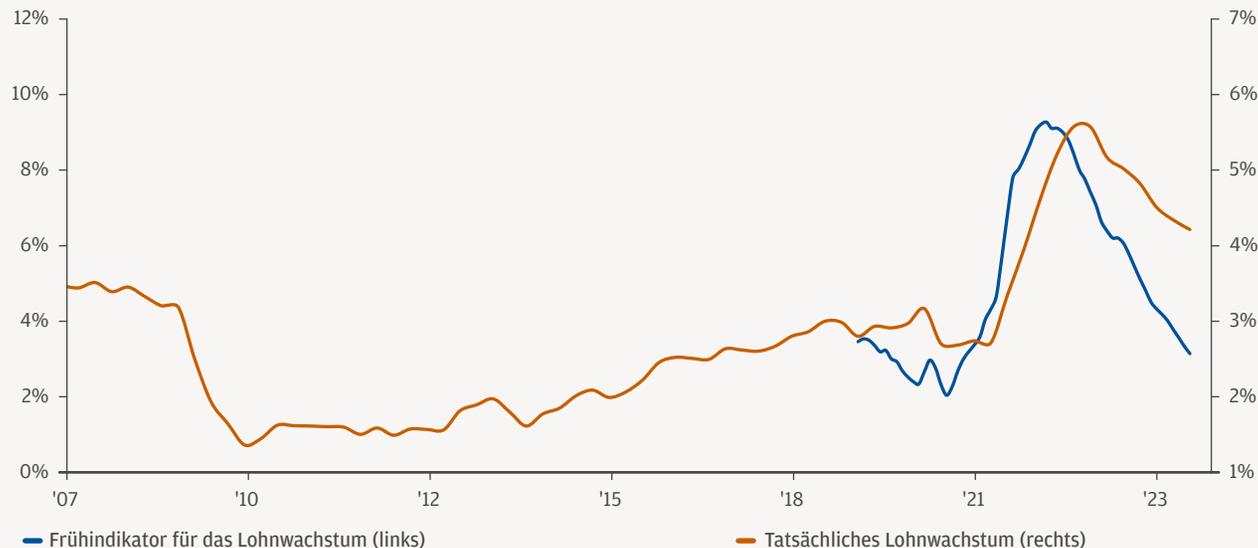
Für die zweite Jahreshälfte gehen wir davon aus, dass die US-Inflation von annualisierten 4% im ersten Quartal bis zum Jahresende auf unter 3% zurückgehen wird.

Wir glauben, dass die zyklische Disinflation vor allem durch eine Abkühlung der Wohnkosteninflation und des Lohnwachstums getrieben wird. Die Frühindikatoren für die Mietentwicklung legen nahe, dass sich der Trend bei den offiziellen Inflationskennzahlen für Wohnraum in diesem Jahr abschwächen wird. Dieser Effekt dürfte einen etwaigen Anstieg der Güterpreise ausgleichen, der sich durch die Aufstockung der Lagerbestände und die anhaltende Verbrauchernachfrage ergibt. Auf dem Arbeitsmarkt hat sich das Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage seit 2021 und 2022 deutlich verbessert. Die Frühindikatoren für das Lohnwachstum deuten darauf hin, dass sich der Sprung des ersten Quartals umkehren dürfte.

## Das Lohnwachstum dürfte sich in den kommenden Monaten verlangsamen

Lohn-Tracker von Indeed für die USA, gleitender 3-Monats-Durchschnitt in % zum Vorjahr

Lohnwachstum gemäß Beschäftigungskostenindex in % zum Vorjahr



Quellen: Indeed Hiring Lab, Bureau of Labor Statistics, Haver Analytics. Stand der Daten: 31. März 2024.

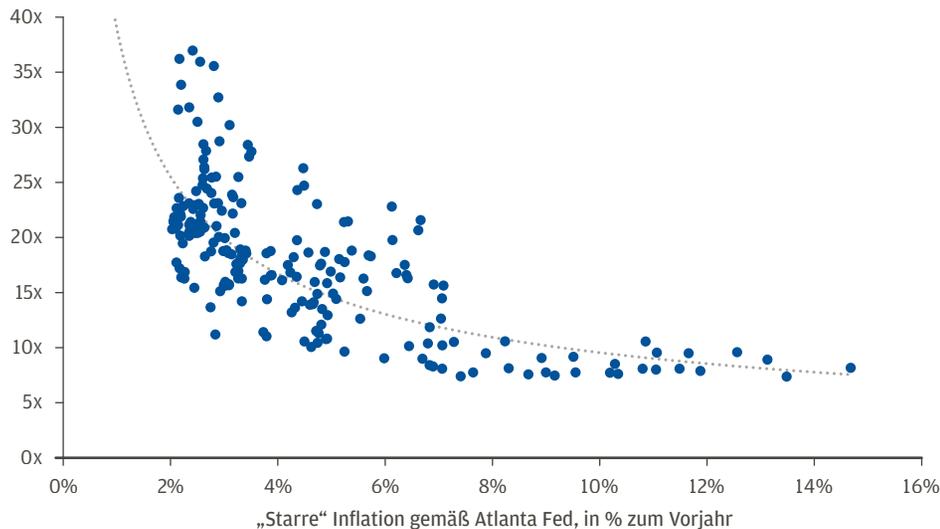
Aufgrund unserer Analyse halten wir es für wahrscheinlich, dass sich die US-Inflation in absehbarer Zukunft in einer Spanne von 2–3% einpendeln wird.

Erstens sind die Arbeitsmärkte weiterhin angespannter als vor der Pandemie, was ein stärkeres Lohnwachstum begünstigt. Auch wenn die Unternehmen höhere Löhne zahlen, verfügen sie über eine größere Preissetzungsmacht und geben die höheren Preise an die Verbraucherinnen und Verbraucher weiter.

Zweitens sind die Rohstoffpreise gestiegen. Dies ist zum Teil eine Folge der Industriepolitik und der Energiewende, die dazu geführt haben, dass die Nachfrage stärker gestiegen ist als das Angebot. Auch die höheren geopolitischen Risiken schlagen sich inzwischen vermehrt in den Rohstoffpreisen nieder.

### Aktienbewertungen werden bei weniger als 3% Inflation in der Regel unterstützt

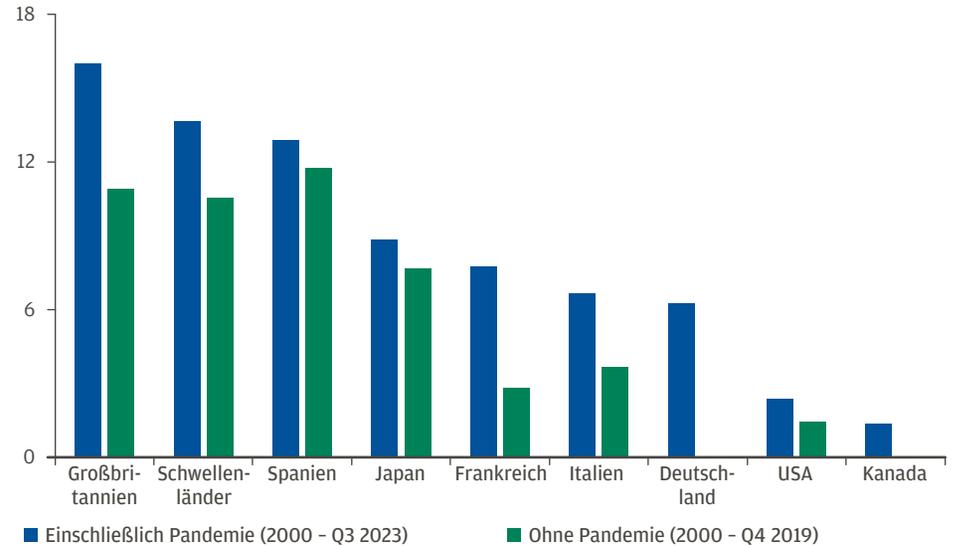
KGV des S&P 500



Quellen: S&P und Atlanta Federal Reserve. Stand der Daten: 30. September 2023.

### Ein Anstieg der Energiepreise würde unseren Inflationsausblick gefährden

Auswirkungen eines Anstiegs der Energieinflation um 1% auf die Teuerung außerhalb des Energiesektors (in Basispunkten)



Quellen: Oxford Economics, Haver Analytics. Stand der Daten: 31. Dezember 2023. Zu den Schwellenländern zählen die folgenden acht Länder: Brasilien, Chile, Tschechische Republik, Ungarn, Mexiko, Peru, Polen, Rumänien. Anmerkung: Um den Einfluss der Energieinflation zu schätzen, wird ein polynomisches Modell mit verteilten Verzögerungen verwendet. Die abhängige Variable ist der Verbraucherpreisindex ohne Energieinflation. Die unabhängigen Variablen sind Polynome der Energieinflation mit Verzögerungen bis einschließlich vier und Polynomordnungen bis einschließlich zwei. Eine Verzögerung der abhängigen Variable um ein Quartal wird als Kontrolle miteinbezogen. Das Ergebnis ist die Summe aller Koeffizienten der Energieinflationsvariablen. Das Modell wird anhand der Quartalsdaten von 2000 bis zum vierten Quartal 2019 (Ergebnis ohne Pandemie) bzw. bis zum dritten Quartal 2023 (Ergebnis einschließlich Pandemie) geschätzt.

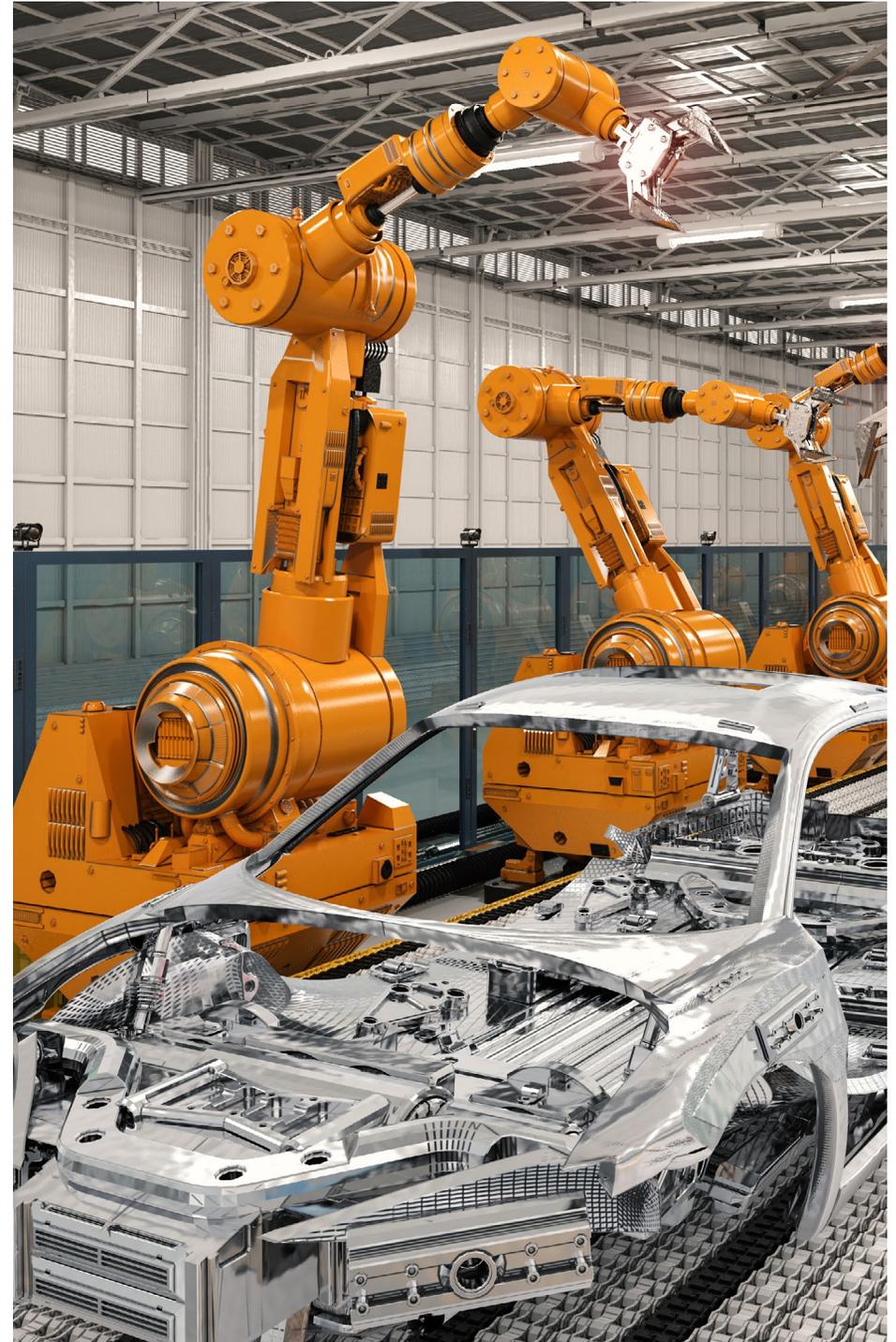
Hinzu kommt der Mangel an Wohnraum in zahlreichen Industrieländern, der noch viele Jahre lang ein ungelöstes Problem darstellen wird. Dies dürfte 2025 und darüber hinaus den Aufwärtsdruck auf die Wohnkosten verstärken.

Aus Sicht der Anleger wäre eine Teuerungsrate von 2–3% wahrscheinlich relativ vorteilhaft. BASIENREND auf unserer Analyse der letzten 60 Jahre markiert eine Inflation von 3% einen wichtigen Schwellenwert. Unterhalb dieses Niveaus bleiben die Bewertungskennzahlen am Aktienmarkt in der Regel gut unterstützt, und die negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen ist zuverlässig.

Natürlich würde ein neuerlicher Anstieg der Energiepreise – etwa infolge eines regionalen Krieges im Nahen Osten – unseren Inflationsausblick für die USA erheblich gefährden. Wie könnten höhere Energiepreise auf die Gesamtwirtschaft „durchschlagen“? Aus unserer Sicht wäre ein nachhaltiger Anstieg der Energiepreise um 50% erforderlich, um die Inflation außerhalb des Energiesektors um 1% zu steigern. Aufgrund der Kapazitätsreserven der OPEC, der Energieunabhängigkeit der USA und des geopolitischen Risikoaufschlags, der in den Ölpreisen vermutlich bereits enthalten ist, sehen wir einen Preisauftrieb in dieser Größenordnung jedoch als unwahrscheinlich an.

In Europa ist die Inflation in weitaus höherem Maße den potenziellen Schwankungen der Rohstoffpreise ausgesetzt. Mittlerweile hat der Preisauftrieb in der Europäischen Währungsunion jedoch wieder ein erträglicheres Niveau erreicht. Hierbei ist zu beachten, dass der massive Inflationsschub in Europa deutlich stärker auf Energie-, Nahrungsmittel- und Angebotsschocks zurückzuführen war; er wurde nicht durch angespannte Arbeitsmärkte und eine übermäßig hohe Nachfrage verursacht. Gegen Jahresende wird sich die europäische Teuerungsrate voraussichtlich wieder dem Richtwert der Europäischen Zentralbank annähern.

Durch den Aufwärtsdruck könnte die Inflation vorerst über den Zielvorgaben der Zentralbanken verharren, vor allem in den USA. Dies wird wahrscheinlich höhere Leitzinsen und Anleiherenditen zur Folge haben, aber eben auch stärkere Unternehmensgewinne und eine höhere Nachfrage nach Sachwerten. Somit ergeben sich konstruktive Rahmenbedingungen für Multi-Asset-Portfolios.



# Höhere Leitzinsen in einer starken Wirtschaft

Der Leitzins in den USA dürfte über der Inflationsrate bleiben

Zu Beginn des Jahres 2024 rechneten die Anleger mit einem deutlichen Zinssenkungszyklus. Dieser scheint nun weltweit in Gang zu kommen. Die Fed hingegen bleibt offenbar in Wartestellung, bis die Inflation etwas weiter sinkt.

Wie könnte die Fed ihre nächsten Schritte abwägen? Wir sehen die US-Notenbank in einer starken Position. Solange der Druck auf dem Arbeitsmarkt nicht zunimmt, kann die Fed abwarten, bis sich die Daten zur Wohnkosteninflation verbessern. Sollte sich das Wachstum unerwartet verlangsamen und daraufhin eine Rezession drohen, kann die Fed die Zinsen senken und die Aktivität in den Wirtschaftszweigen ankurbeln, die am meisten davon profitieren würden, insbesondere im Bereich Wohnimmobilien.

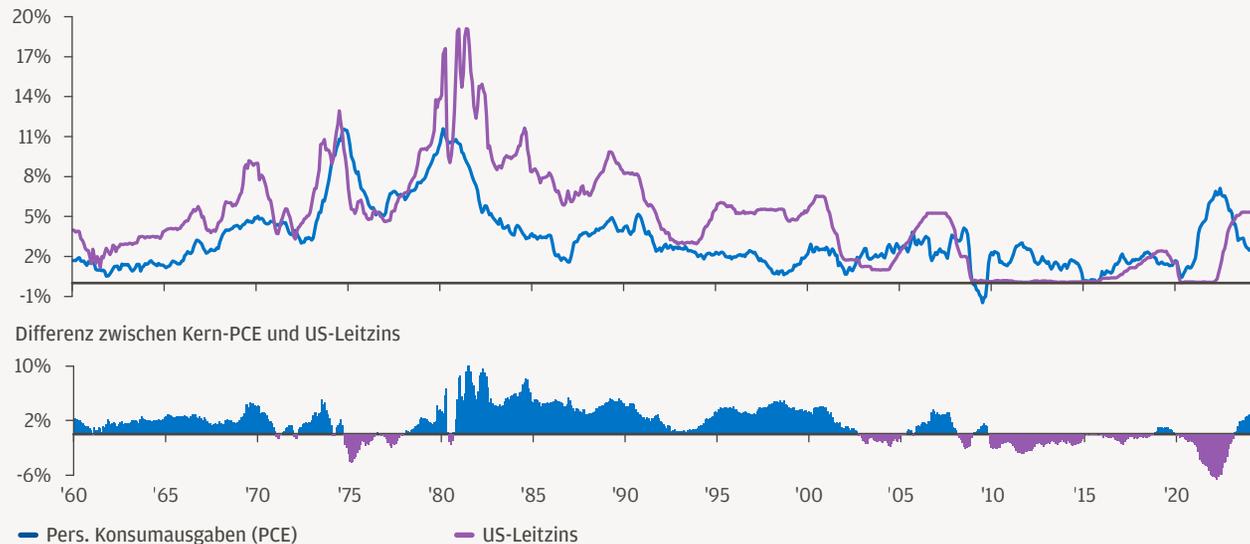
Sofern der Arbeitsmarkt nicht erneut unter Druck gerät, spricht relativ wenig für weitere Zinserhöhungen.

Wie bereits erwähnt, ist der US-Arbeitsmarkt inzwischen wesentlich gesünder als im Jahr 2022, was zum Teil daran liegt, dass das Arbeitskräfteangebot im ersten Quartal durch 700.000 im Ausland geborene Beschäftigte erweitert wurde. Darüber hinaus signalisieren die Frühindikatoren einen kontinuierlichen Abwärtstrend beim Lohnwachstum.

Vor allem aber sind die Inflationserwartungen eher moderat. Die Umfragen der New York Fed und der University of Michigan zu den Inflationserwartungen für das nächste Jahr liegen weiterhin bei etwa 3%. Die marktüblichen Indikatoren für die längerfristige Inflation lagen zuletzt stabil bei annähernd 2,5% im vergangenen Jahr.

## In der modernen Finanzgeschichte lagen die Leitzinsen zumeist über der Inflationsrate

Kern-PCE und US-Leitzins, in % zum Vorjahr



Quellen: Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board, Haver Analytics. Stand der Daten: 31. März 2024.

Wenn sich die Fed letztlich zu einer Zinssenkung entschließt, werden die Leitzinsen wahrscheinlich über der Inflationsrate bleiben. Dies würde mit den historischen Trends übereinstimmen, wie wir in der folgenden Grafik veranschaulichen.

Unabhängig vom Beginn der Zinssenkungen in den USA müssen sich die Anleger darüber im Klaren sein, dass wir uns in einem völlig anderen Zinsumfeld befinden. In den 2010er Jahren leitete die Fed eine beispiellose Lockerung ihrer Geldpolitik ein. Die Leitzinsen blieben deutlich unter der Inflationsrate, um Verbrauchern und Unternehmen dabei zu helfen, ihre Bilanzen nach der globalen Finanzkrise zu sanieren. Gleichzeitig stellte die ökonomische Fachwelt neue Theorien über eine „säkulare Stagnation“ und das Ende der Inflation auf.

Diese Zeiten sind vorbei. Das Risiko einer erhöhten Inflation ist ebenso groß wie das Risiko einer Rezession. Die Inflation weist eine stärkere Volatilität auf, und die Bilanzen im Privatsektor sind sehr solide. Für den Rest des laufenden Jahres und noch bis ins Jahr 2025 dürfte das Umfeld für die Barrenditen mit den 1990er Jahren vergleichbar sein, als die Leitzinsen rund 200 Basispunkte (Bp.) über der Inflationsrate lagen. Dadurch schaffen die Währungshüter einen Anreiz für eine

höhere Sparquote im Verhältnis zu den Investitionen, was dazu beitragen sollte, den Preisauftrieb in Grenzen zu halten.

Während sich der Senkungszyklus der Fed vorerst verzögert, hat weltweit eindeutig die Zinswende eingesetzt. Die Schweizerische Nationalbank hat als erste Zentralbank der G10 bereits die Zinsen gesenkt; 20 weitere Zentralbanken nehmen derzeit ebenfalls Zinssenkungen vor. Auch die Europäische Zentralbank und die Bank of Canada haben den Sommer mit Zinssenkungen eingeläutet. Die brasilianische Zentralbank hat ihren Leitzins von 13,75% im vergangenen Sommer auf aktuell 10,75% gesenkt, und einige Zentralbanken Lateinamerikas haben ihren Lockerungszyklus beendet.

Ganz anders dagegen die Bank of Japan. Die Inflation und das Lohnwachstum in Japan nähern sich endlich einem Niveau an, das mit den geldpolitischen Zielen der Zentralbank vereinbar ist. Japan bietet die niedrigsten Renditen der Welt (japanische Staatsanleihen verzeichnen weiterhin eine effektive Rendite von 0%), was den Yen unter Druck setzt. Das Zusammenspiel aus gesünderer Inflation und Währungsdruck deutet darauf hin, dass die Bank of Japan die Zinsen in Zukunft auf

### Die Fed wartet ab, aber weltweit werden die Zinsen gesenkt

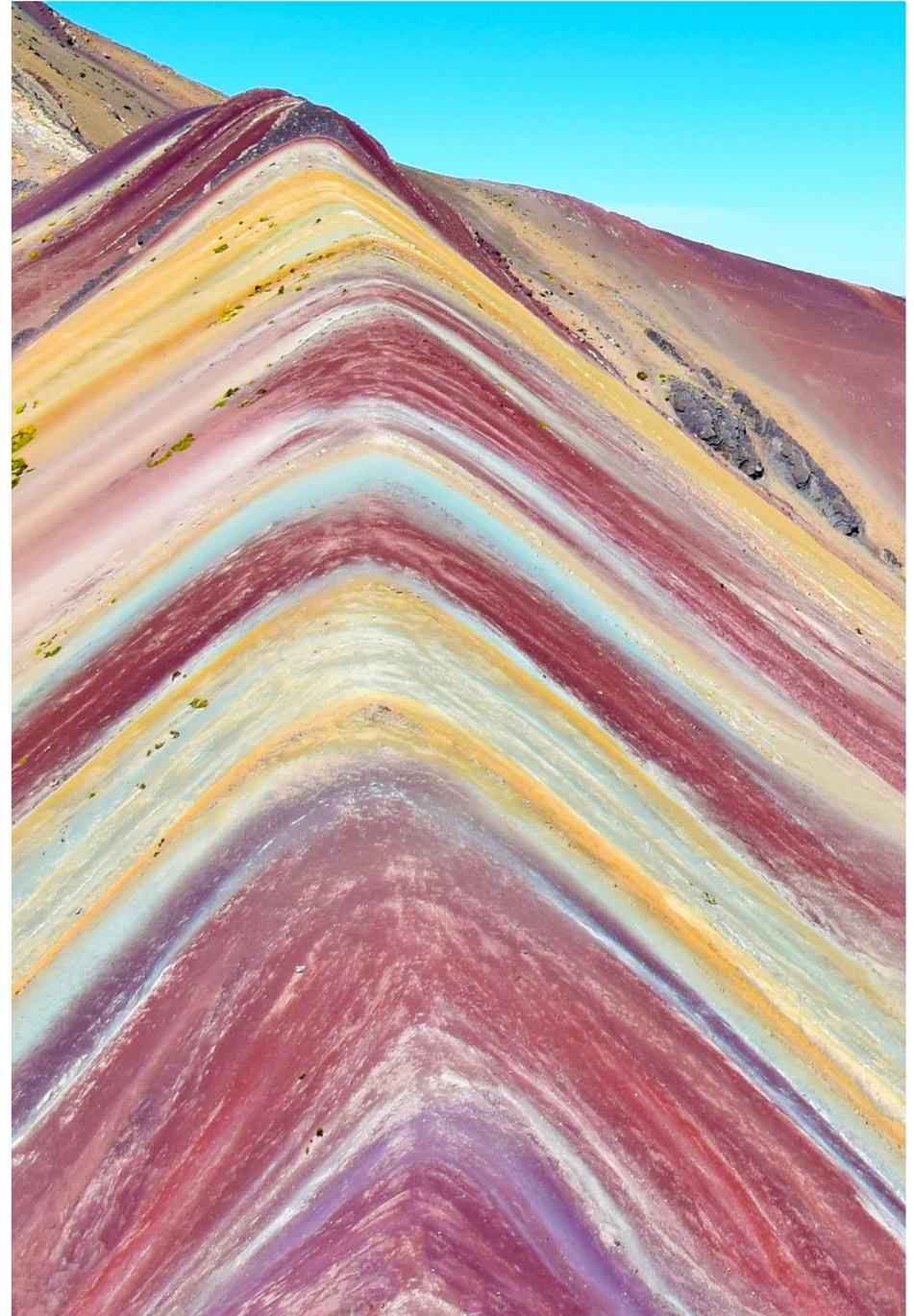
Anzahl der Zentralbanken, die zuletzt die Zinsen erhöht bzw. gesenkt haben



Quellen: Einzelne Zentralbanken, Bloomberg Finance L.P. Stand der Daten: 31. Mai 2024.

ein höheres Niveau normalisieren dürfte – auch wenn ihre Geldpolitik insgesamt unterstützend bleiben wird.

Diese Lockerungstendenz wird globalen Risikoanlagen voraussichtlich zugutekommen. Allerdings wird der weltweite Zinssenkungszyklus stärker gestaffelt verlaufen als der Straffungszyklus, der 2021 begann. Diese Differenzierung dürfte auch Chancen für Hedgefonds-Strategien eröffnen, die von höheren Leitzinsen profitieren. Darüber hinaus sehen wir bis Jahresende potenzielle Gelegenheiten auf den Devisenmärkten. Defensive Währungen mit niedriger Rendite wie der Schweizer Franken, der japanische Yen und der Chinesische Renminbi werden vermutlich weiterhin unter Druck stehen, insbesondere gegenüber dem US-Dollar.



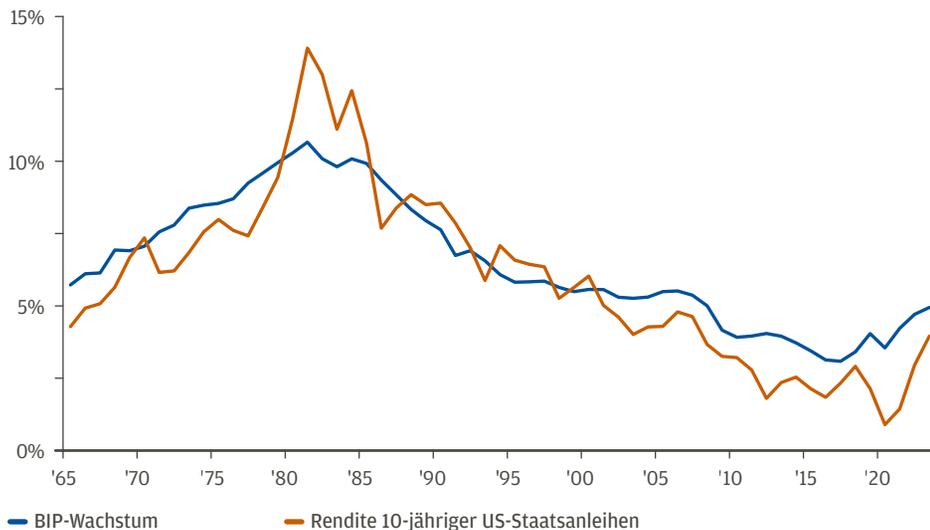
# Höhere Anleiherenditen in einer starken Wirtschaft

Die Anleiherenditen werden auf einem höheren Niveau bleiben als in den letzten zehn Jahren

Grundsätzlich spiegeln die Renditen von Staatsanleihen die Erwartungen der Anleger hinsichtlich der zukünftigen Leitzinsen, die Wachstums- und Inflationsaussichten sowie eine Risikoprämie wider, die alle anderen Faktoren berücksichtigt. Da wir von höheren Leitzinsen, einem anhaltenden weltweiten Wirtschaftswachstum und einer zähen Inflation ausgehen, halten wir es für wahrscheinlich, dass die Anleiherenditen aller Laufzeiten in einem höheren Bereich notieren werden als in der Zeit nach der globalen Finanzkrise.

Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen stehen in engem Zusammenhang mit dem nominalen BIP-Wachstum. Das nominale Wachstum in den USA liegt zurzeit bei über 5%. Auch die Erwartungen an die Geldpolitik der Zentralbanken haben sich verändert.

Renditen von US-Anleihen mit längerer Laufzeit schwanken entlang des BIP  
Annualisierte 10-Jahres-Veränderung des US-BIP in %, Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen



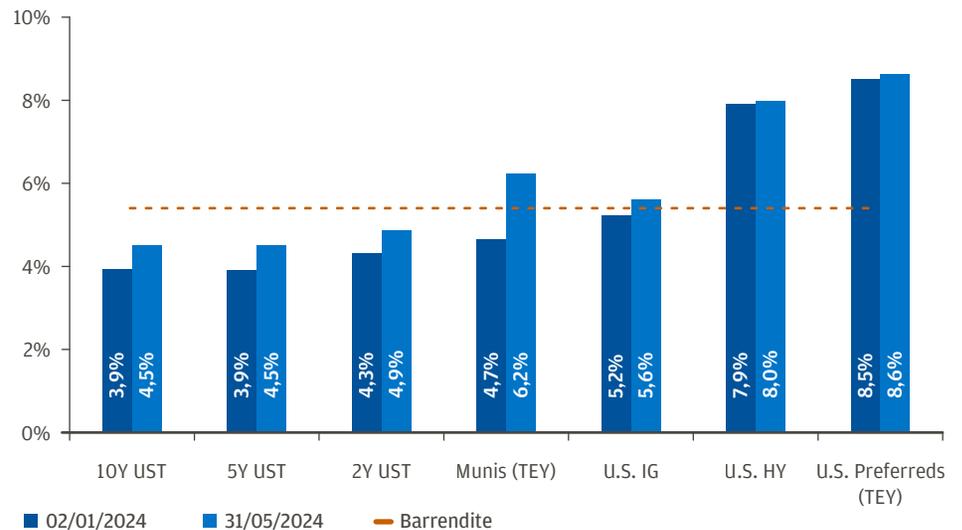
Quellen: Federal Reserve Board, Bureau of Economic Analysis, Haver Analytics. Stand der Daten: 31. März 2024.

Das Rezessionsrisiko ist relativ gering und es besteht die Gefahr, dass sich die Inflation verfestigt. Daher ist ein tiefgreifender globaler Lockerungszyklus der Zentralbanken eher nicht zu erwarten.

Sowohl die Theorie als auch die Praxis deuten unserer Meinung nach darauf hin, dass die Anleiherenditen voraussichtlich hoch bleiben werden, abgesehen von den Risiken einer übermäßigen Emission von Staatsanleihen, die das Angebot erhöht, oder eines Rohstoffpreisschocks, der die Inflationserwartungen steigern könnte. Wir sehen hier zwar einige Aufwärtsrisiken, jedoch sind wir aufgrund der Wende in der globalen Geldpolitik der Ansicht, dass die Anleiherenditen ihre Höchststände in diesem Zyklus bereits erreicht haben.

## Investment-Grade- und Kommunalanleihen rentieren inzwischen deutlich besser als Barmittel

Rendite in %



Quelle: Bloomberg Finance L.P. Stand der Daten: 31. Mai 2024.

Für Anleger dürfte die höhere Spanne der Anleiherenditen beruhigend sein. Wenn es zu einem Konjunkturabschwung kommt, sollten Kurssteigerungen bei Kernanleihen dazu beitragen, die Einbußen bei risikoreicheren Anlagen auszugleichen. Daher halten wir in Multi-Asset-Portfolios an vollen Durationspositionen fest.

Aus taktischer Sicht müssen Anleger nicht in Wertpapiere mit längeren Laufzeiten oder höherem Risiko investieren, um attraktive Erträge zu erzielen. US-Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating und einer Laufzeit von maximal drei Jahren rentieren derzeit mit über 5,5%. In Europa bieten Anleihen mit ähnlicher Bonität und Laufzeit eine Rendite von knapp 4%.

Das Herabstufungsrisiko für Emittenten mit hoher Kreditwürdigkeit erscheint uns relativ gering. Bei Nichtfinanzunternehmen in den Industrieländern liegt der Nettozinsaufwand in Prozent des Cashflows auf einem historischen Tiefstand.<sup>1</sup> Gleichzeitig waren die Bonitätsratings nie höher als derzeit: Über die Hälfte des US-Index für Investment-Grade-Anleihen ist mit A oder höher bewertet – ein Rekord.<sup>2</sup>

Die All-in-Renditen für US-Kommunalanleihen nähern sich ihrem 10-Jahres-Hoch, und der jüngste Ausverkauf bietet endlich die Chance auf attraktivere Bewertungen. Aufgrund ihrer Steuereffizienz, Stabilität und Erträge bildet diese Anlageklasse den Anker vieler Anleihenportfolios von US-Investoren.

Höhere Zinsen bieten Anlegern attraktive Erträge, wobei es in der zweiten Jahreshälfte sogar zu leichten Kursanstiegen aufgrund sinkender Zinsen kommen könnte. Wie wir bereits erwähnt haben, sind wir davon überzeugt, dass bonitätsstarke Anleihen einen angemessenen Ausgleich für die potenzielle Aktienvolatilität schaffen werden, falls sich die Wachstumsaussichten eintrüben. Dies gilt insbesondere, da wir davon ausgehen, dass die negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen bestehen bleiben wird, solange sich die Inflation weiter beruhigt.

Kurz gesagt: Kernanleihen können ihre Aufgabe in den Anlageportfolios erfüllen.

<sup>1</sup> JPMorgan Flows and Liquidity, Nikolaos Panigirtzoglou, 3. April 2024.

<sup>2</sup> JPMorgan Daily Credit Strategy, Eric Beinstein, 23. April 2024.

# Kreditmärkte in einer starken Wirtschaft

Das Risiko-Rendite-Profil könnte attraktiv sein

Angesichts des robusten Wirtschaftswachstums und hoher Zinsen ist jetzt ein guter Zeitpunkt, um als Kapitalgeber an den Kreditmärkten aufzutreten. Zurzeit konzentrieren wir uns auf einige Strategien mit wichtigen Unterschieden hinsichtlich ihres Risiko- und Renditepotenzials.

In riskanteren Segmenten der liquiden Rentenmärkte, wie etwa bei bestimmten Hochzinsanleihen, liegen die Renditen im hohen einstelligen Bereich.

Hochzinsanleihen können im Allgemeinen ein wertvoller Bestandteil von Multi-Asset-Portfolios sein. Tatsächlich haben Hochzinsanleihen im bisherigen Jahresverlauf eine Performance von fast 3% erzielt, während Kern- und Kommunalanleihen seit Jahresbeginn eine negative Wertentwicklung verzeichnen. Obwohl die Spreads ihren niedrigsten Stand seit fünf Jahren erreicht haben, liegen die Gesamt-Renditen über der Marke von 8%. Auch in Bezug auf etwaige Zahlungsausfälle ist der generelle Ausblick relativ günstig. Hochzinsanleihen könnten sogar eine Spread-Ausweitung von rund 75 Bp. oder einen Anstieg der Ausfallquote von derzeit unter 3% auf 4,4% verkraften und würden immer noch Renditen auf dem Niveau von US-Staatsanleihen erzielen.

Globale Anleiheinvestoren sollten zudem das Potenzial für attraktive Erträge und risikobereinigte Renditen erkennen, das sich bei verbrieften Krediten (z. B. durch Autokreditzahlungen besicherte Anleihen) und punktuell bei Investment-Grade- und Hochzinstiteln aus Europa und den Schwellenländern ergibt.

Vorzugsaktien und Hybridanleihen bieten im Vergleich zur risikofreien Verzinsung sogar noch höhere Überschussrenditen als Hochzinspapiere, zumal ihr hoher Anteil qualifizierter Dividendenerträge an den Kuponzahlungen die Steuereffizienz für US-Investoren verbessert. Wir bevorzugen weiterhin bonitätsstärkere Emittenten aus dem Finanz- und Versorgungssektor. Die steueräquivalenten Renditen liegen aktuell bei über 8%, bei einer Zinsduration von lediglich 3,5 Jahren.

Direktkredite bleiben ein Schwerpunkt für uns. Angesichts des aktuellen Preisniveaus mit einem Yield-to-Worst von mehr als 11% (Basiszins von über 5% und Spreads von über 6%) werden Anleger aus unserer Sicht mehr als ausreichend für potenzielle Ausfallverluste entschädigt. Diese Renditen schneiden auch im Vergleich zu den Renditen von rund 8% an den öffentlichen Hochzinsmärkten und 9% auf Leveraged Loans gut ab.

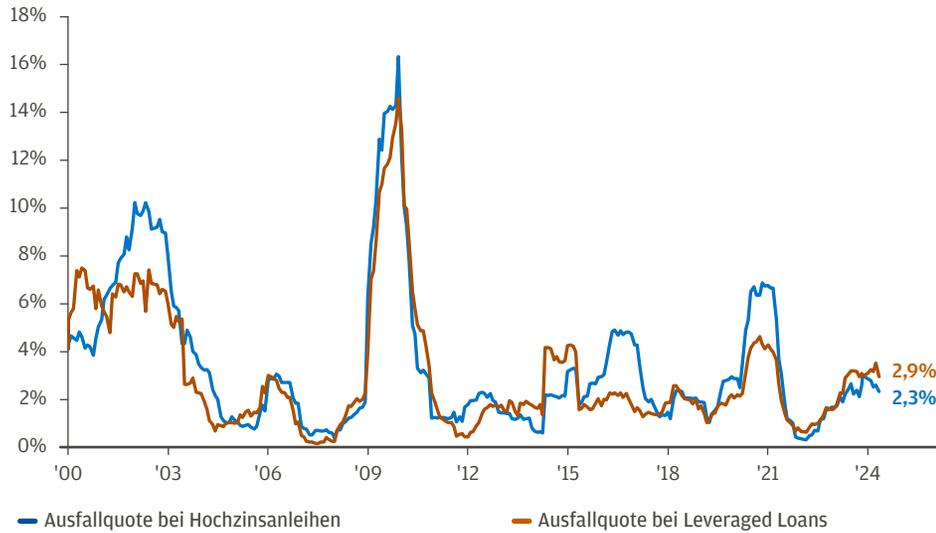
Obwohl wir erweiterten Krediten grundsätzlich positiv gegenüberstehen, sind nicht alle Kreditnehmer gleich. Gerade in jüngster Zeit sind die höheren Zinsen für kleinere Unternehmen mit fälligen Verbindlichkeiten zur Herausforderung geworden. So ist die Ausfallquote für Leveraged Loans auf 3% gestiegen, was für spezialisierte Kreditinvestoren eine gute Gelegenheit darstellen könnte. Wenn ein Unternehmenskredit fällig wird, gibt es drei mögliche Szenarien. Im ersten Szenario zahlt das Unternehmen den Kredit entweder zurück, oder es refinanziert ihn. Im zweiten Szenario gerät das Unternehmen in Zahlungsverzug, meldet Konkurs an und wird anschließend umstrukturiert oder aufgelöst.

Die Investitionsmöglichkeit liegt derzeit im dritten Szenario.

Viele Unternehmen können ihre Darlehen nicht zu ähnlichen Konditionen refinanzieren wie in ihren bestehenden Schuldvereinbarungen. Tatsächlich hat sich der Zinsdeckungsgrad für private Unternehmen, die an den Leveraged-Loan-Märkten Kredite aufnehmen, im Median von 2x im Jahr 2021 auf derzeit 1,5x verschlechtert. Anstatt jedoch in Verzug zu geraten und Konkurs anzumelden, kann das Unternehmen die Vereinbarung gemeinsam mit seinen Gläubigern neu verhandeln. Diese „Amend-and-Extend“-Transaktionen haben sich 2023 gegenüber dem Vorjahr verzehnfacht – ein Zeichen dafür, dass sich die höheren Zinsen schmerzhaft bemerkbar machen.

### Trotz höherer Zinsen haben sich die Zahlungsausfälle von Unternehmen stabilisiert

Ausfallquote bei Hochzinsanleihen und Leveraged Loans, %



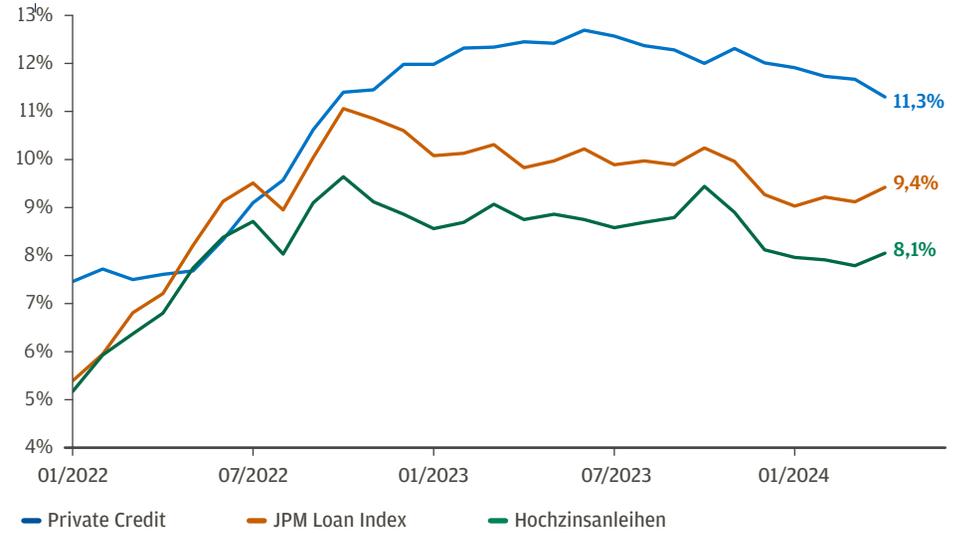
Quellen: J.P. Morgan, Pitchbook Data, Inc. Stand der Daten: 30. April 2024.

Kreditinvestoren, die das erforderliche Kapital für diese Transaktionen bereitstellen, können über die bereits attraktiven Spreads hinaus eine zusätzliche „Komplexitätsprämie“ erzielen.

Während die traditionellen Kreditgeber weiterhin außen vor bleiben und die Finanzierungskosten hoch sind, ist jetzt ein guter Zeitpunkt, um als neuer Kreditgeber aktiv zu werden. Bei der Beurteilung der Kreditlandschaft sehen wir zahlreiche Möglichkeiten, um potenziell Renditen im hohen einstelligen bis mittleren Zehnerbereich zu erzielen.

### Direktkreditgeschäfte bieten aktuell deutlich höhere Renditen als öffentlich gehandelte Hochzinsanleihen

Rendite, in %



Quelle: Bloomberg Finance L.P. Stand der Daten: 30. April 2024.

# Höhere Aktienkurse und Bewertungen in einer starken Wirtschaft

Aktien von Unternehmen mit einer hohen Marktkapitalisierung dürften vom stärkeren Gewinnwachstum und der Weitergabe der Inflation profitieren

Unsere vielleicht umstrittenste Ansicht lautet, dass die Aktienbewertungen in einem Umfeld höherer Wachstums- und Inflationsraten gut unterstützt bleiben dürften. Der allgemeinen Auffassung zufolge führen höhere Anleiherenditen zu niedrigeren Aktienbewertungen, da die Investoren den Gegenwartswert zukünftiger Cashflows mit einem höheren Zinssatz ermitteln als bei niedrigeren Anleiherenditen. Wir kommen aus folgenden Gründen zu einer anderen Einschätzung.

Aktien können in einem inflationären Umfeld profitieren, da die Unternehmen ihre Preise erhöhen und gleichzeitig ihre Kosten unter Kontrolle halten können. Wie bereits erwähnt, liegen die Gewinnmargen in den Industrieländern in einer Phase mit den höchsten Inflationsraten seit 1980 fast auf dem höchsten Stand in der Geschichte. Dies spiegelt den Einfluss der Technologiewerte und Mega-Caps wider, deren Geschäftsmodelle sich angesichts erhöhter Inflation und steigender Zinsen als widerstandsfähig erwiesen haben.

Darüber hinaus lehrt die Vergangenheit, dass Aktien bei einer Teuerungsrate von 2% bis 3% im Durchschnitt eine Rendite von fast 15% pro Jahr einbringen. Selbst bei einer Inflation von 3% bis 4% betragen die durchschnittlichen jährlichen Renditen mehr als 8%.

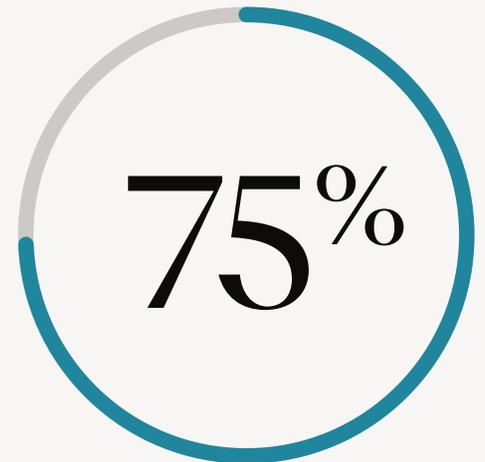
Der Inflationsschutz, den Aktien bieten können, wird für Anleger in einem Umfeld mit höherem Wachstum und höherer Inflation noch wertvoller sein als in der Zeit nach der globalen Finanzkrise. Wir sehen im gegenwärtigen Marktumfeld weitaus stärkere Parallelen zu den 1990er Jahren, als die Leitzinsen hoch und stabil waren, die Renditekurve flach verlief und die Aktienkurse von einer stärkeren Produktivität und Investitionstätigkeit profitierten.

Wenn Anleger die relative Bewertung von Aktien und Anleihen betrachten, vergleichen sie häufig die Gewinnrendite von Aktien (den Kehrwert des Kurs-Gewinn-Verhältnisses) mit der Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen.<sup>3</sup> Während der 2010er Jahre waren die Anleiherenditen größtenteils weitaus niedriger als die

Gewinnrendite des S&P 500, d. h. sicherere Anleihen wurden mit einem deutlichen Aufschlag gegenüber Aktien gehandelt.

Im damaligen Umfeld war das einleuchtend. Das größte Risiko für Anleihen (die Inflation) war in den 2010er Jahren sehr gering. Anleger befürchteten zudem, dass die Wirtschaft angesichts des schwächeren Wachstumsumfelds in eine Rezession geraten könnte (das größte Risiko für Aktien). Anleihen erschienen den Investoren daher weitaus weniger riskant als Aktien. Heute herrschen völlig andere Rahmenbedingungen. Das Verhältnis zwischen dem Rezessionsrisiko und der Gefahr einer erneuten Inflation ist wesentlich ausgewogener.

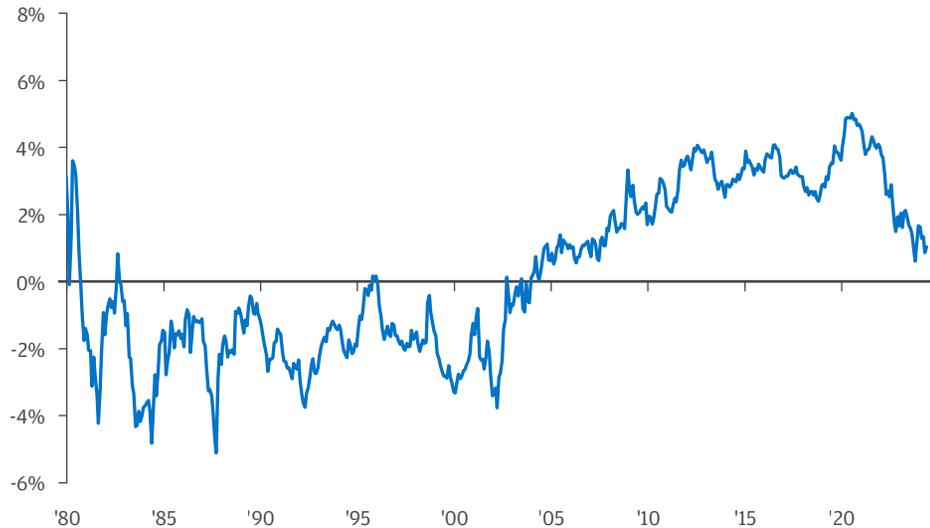
Prozentsatz der Jahresgewinne, den Unternehmen im S&P 500 Index in Form von Dividenden und Aktienrückkäufen an ihre Aktionäre ausschütten



<sup>3</sup> Das Kurs-Gewinn-Verhältnis leitet im Wesentlichen eine Rendite für den Aktienmarkt ab, die davon ausgeht, dass jeder Dollar der Unternehmensgewinne als Kupon ausgezahlt wird.

## Ist die Aktienrisikoprämie wieder auf dem Niveau der 1990er Jahre?

US-Aktienrisikoprämie (Gewinnrendite des S&P 500 – Rendite 10-jähr. US-Staatsanleihen), %



Quelle: Bloomberg Finance L.P. Stand der Daten: 31. März 2024. Aktienrisikoprämie dargestellt durch Gewinnrendite des S&P 500 minus Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen.

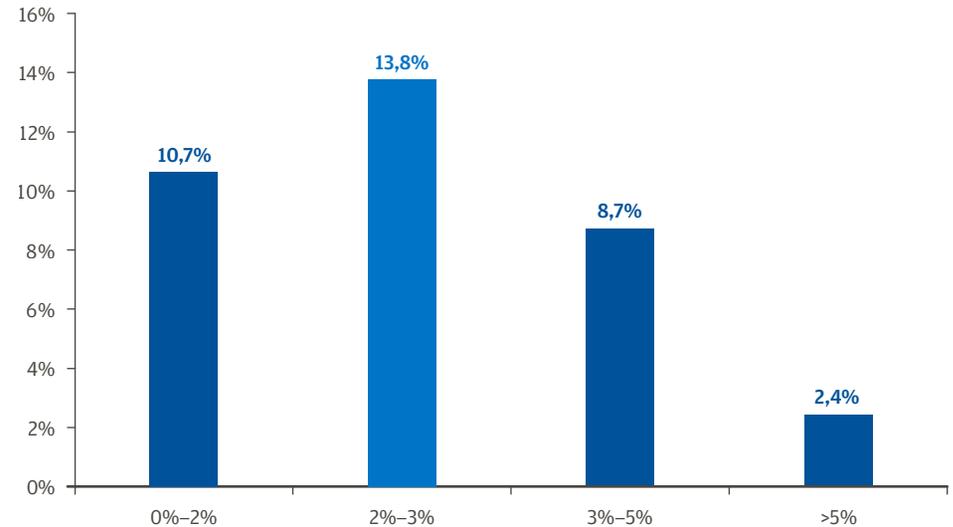
Vergleicht man das heutige Umfeld mit der Zeit nach der globalen Finanzkrise, könnte man meinen, dass Aktien im Vergleich zu Anleihen recht teuer sind. Blickt man jedoch mehrere Jahrzehnte zurück, ändert sich das Bild.

Wir glauben, dass Aktien heute – wie in den 1990er Jahren – ihre hohen Bewertungen trotz höherer Anleiherenditen aufrechterhalten können. Konkret bedeutet das: Wir gehen davon aus, dass die Gewinnrendite nahe an der Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen liegen dürfte. Somit ergibt sich ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 20, wenn die Rendite zehnjähriger Anleihen 5% beträgt. Von dort sollte das Gewinnwachstum die Aktienmärkte zu neuen Höchstständen treiben.

Abgesehen von den relativen Bewertungen gibt es noch weitere wichtige Faktoren, die den hohen Aktienbewertungen zugrunde liegen. Die Eigenkapitalrendite des S&P 500, ein Maßstab dafür, wie effizient die Unternehmen Erträge für die Aktionäre erwirtschaften, liegt derzeit bei 19% und damit fünf Prozentpunkte über dem

## Aktien können sich in den meisten Inflationsregimen gut entwickeln

Wertentwicklung des S&P 500 gegenüber dem Vorjahr in verschiedenen Inflationsregimen (1950–2024)



Quellen: J.P. Morgan, Bureau of Labor Statistics, Bloomberg Finance L.P. Stand der Daten: 31. März 2024.

langfristigen Durchschnitt. Außerdem geben die Unternehmen im Index rund 75% ihrer jährlichen Gewinne in Form von Dividenden und Aktienrückkäufen direkt an ihre Aktionäre weiter, das Doppelte des Durchschnittswerts von 1977 bis 2003.<sup>4</sup>

Wenn Anleger in Aktien mit hoher Marktkapitalisierung investieren, sind sie an den zukünftigen Gewinnen dieser Large-Cap-Unternehmen beteiligt. Die Aktienbewertungen dürften sich weiterhin auf hohem Niveau bewegen, solange der Ausblick für das Gewinnwachstum und die Aktionärsrendite so solide bleibt wie derzeit.

Mit anderen Worten: Wir sehen ein sehr attraktives Umfeld für Aktieninvestoren.

Angesichts der Trendwende im weltweiten Wachstum stehen wir europäischen Titeln an den globalen Aktienmärkten positiv gegenüber. Darüber hinaus legen europäische Unternehmen vermehrt aktionärsfreundliche Praktiken an den Tag, eine Eigenschaft, die sie mit japanischen Firmen gemeinsam haben (wir erläutern beide Trends in unseren Global Perspectives). Weitere Anlagemöglichkeiten

finden sich in Mexiko im Zusammenhang mit den Nearshoring-Trends, während brasilianische Aktien eine interessante Kombination aus stabilen wirtschaftlichen Fundamentaldaten und günstigen Bewertungen bieten: Der MSCI Brazil Index notiert derzeit mit dem 7,5-Fachen der prognostizierten Gewinne.

In den USA dürfte ein Gewinnwachstum im hohen einstelligen Bereich den Märkten bis Ende 2024 und darüber hinaus zu neuen Höchstständen verhelfen.

Auf Sektorebene konzentrieren wir uns auf Technologie, zyklische Konsumgüter, das Gesundheitswesen und Industriewerte. Die besten Aussichten auf Gewinnwachstum hat der Technologiesektor, der in den nächsten Quartalen wahrscheinlich Zuwächse im mittleren Zehnerbereich verzeichnen wird, verglichen mit hohen einstelligen Wachstumsraten für den Gesamtmarkt. Der Konsumsektor dürfte vom Ende der Lagerüberhänge profitieren, die entstanden waren, als sich der Konsum im Zuge der Wiedereröffnung nach der Corona-Pandemie von Waren auf Dienstleistungen verlagerte. Das Gewinnwachstum im Gesundheitswesen schwankt von -20% im Jahr 2023 bis +8% in diesem Jahr, wobei der Sektor langfristige Trends wie Medikamente zur Gewichtsabnahme (GLP-1) erschließen kann.

Dagegen möchten wir weiterhin Unternehmen meiden, deren Verbindlichkeiten in Kürze fällig werden (ihre Aktien sind seit Jahresbeginn 10% hinter dem Markt zurückgeblieben). Auch von unrentablen Firmen halten wir uns fern. Die Aktien von Unternehmen, die voraussichtlich erst nach 2026 profitabel sein werden, sind in diesem Jahr bisher um durchschnittlich 28% gefallen.<sup>5</sup>

Wir glauben, dass globale Aktien in der zweiten Jahreshälfte 2024 angesichts höherer Wachstumsraten, einer höheren Inflation und höherer Zinsen für neue Impulse in den Portfolios sorgen können.

---

5 David Kostin. U.S. Weekly Kickstart. Goldman Sachs, 2024.

# Marktübergreifende Anlagemöglichkeiten

Höhere Zinsen können für manche Unternehmen, Privathaushalte und Anlageklassen problematisch sein. Durch diese Stressfaktoren entstehen jedoch auch Anlagemöglichkeiten – wenn man weiß, wo man danach suchen muss. Mit ihrer Politik längerfristig höherer Zinsen hat die Fed die Chancen verlängert, die wir bei Immobilien, Private-Equity-Anlagen sowie Small- und Mid-Cap-Aktien in den USA sehen. Möglicherweise werden diese Chancen jedoch nur so lange anhalten, bis ein substantieller Zinssenkungszyklus einsetzt.

Gewerbeimmobilien: Ein neuer Blick auf die Anlageklasse nach einer turbulenten Anpassungsphase

Obwohl Gewerbeimmobilien von der Corona-Pandemie und der anschließenden Zinsanpassung hart getroffen wurden, hat die Anlageklasse in der Wahrnehmung der Anleger wahrscheinlich noch stärker gelitten (nicht zuletzt aufgrund der unvollständigen Medienberichterstattung).

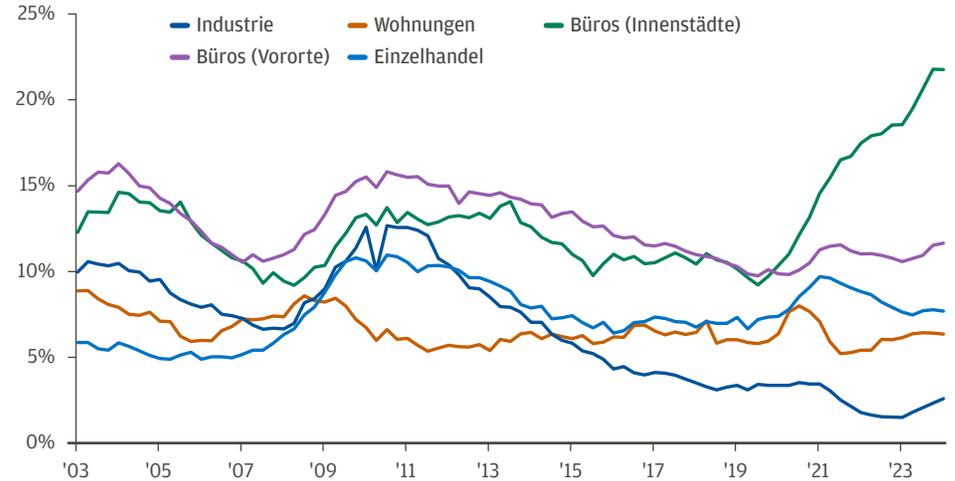
Die höheren Zinsen belasteten die Bewertungen. Die Abwanderung aus den Städten und der vermehrte Trend zum Homeoffice stellten die Rentabilität von Büroflächen in Frage. Die kurze, aber umso turbulenterer Bankenkrise im Frühjahr 2023 verstärkte die Sorgen hinsichtlich der Kreditverfügbarkeit.

An den öffentlichen Aktienmärkten war die Immobilienbranche seit Ende 2021 der Sektor mit der schlechtesten Wertentwicklung und blieb 35% hinter dem Rest des Marktes zurück. Gleichzeitig sind die Immobilienpreise laut National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF) gegenüber ihren Höchstständen von 2022 um 10% bis 20% gesunken.

Wir sind jedoch der Meinung, dass es nach einer unruhigen Anpassungsphase nun an der Zeit ist, in den Sektor zu investieren. Dafür gibt es einige wichtige Gründe:

Vor allem sind die Fundamentaldaten der Immobiliensektoren außerhalb des Bürosegments weiterhin robust.

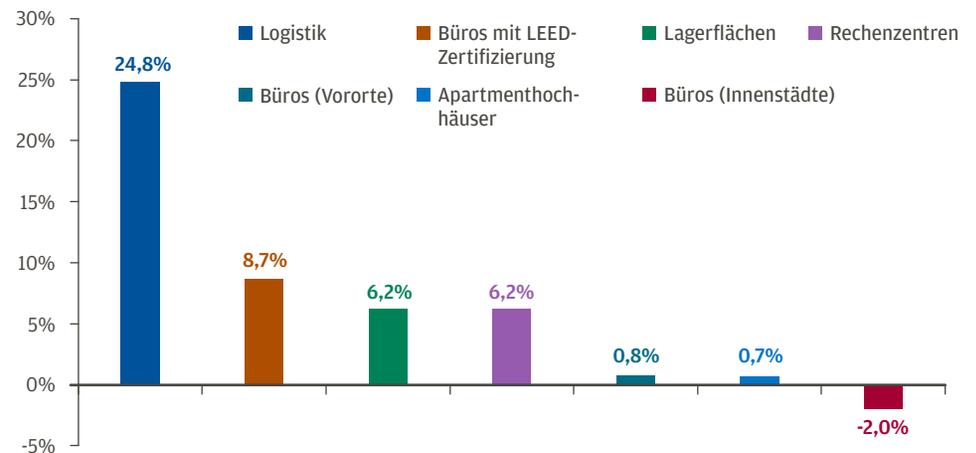
Mit Ausnahme des Büro-sektors sind die Leerstandsquoten stabil  
Leerstand von Gewerbeimmobilien in %, saisonbereinigt



Quelle: NCREIF. Stand der Daten: 31. März 2024.

Die Fundamentaldaten des Sektors sind mit Ausnahme von Büro- und Mehrfamilienhäusern weiterhin robust

Veränderung der Mieteinnahmen pro Quadratfuß seit dem 4. Quartal 2022



Quellen: CoStar, Goldman Sachs Investment Research. Stand der Daten: 31. März 2024.

Die Leerstandsquoten im Einzelhandel, bei Wohnungen und Industrieobjekten sind allesamt stabil. Der Leerstand bei Büroimmobilien in der Innenstadt ist auf einem historischen Höchststand, zeigt jedoch erste Anzeichen einer Stabilisierung. Interessanterweise schnitt der Büroleerstand in den Vororten zuletzt besser ab als in den Innenstädten.

Auch die Kreditbedingungen verbessern sich. Der Bürosektor ist das einzige Immobiliensegment, in dem die Zahlungsrückstände und Special-Servicing-Quoten einen Aufwärtstrend verzeichnen. Die Trends in den Bereichen Gastgewerbe, Einzelhandel, Mehrfamilienhäuser und Industrieobjekte sind entweder stabil oder sie verbessern sich.

Erstaunlicherweise sind die ausstehenden gewerblichen Immobilienkredite der Banken im letzten Jahr gestiegen, während die Primäremissionen am Markt für Commercial Mortgage-Backed Securities im ersten Quartal 2024 dreimal höher ausfielen als im Vergleichszeitraum des Vorjahres. Diese zarten Triebe an den Finanzierungsmärkten lassen darauf schließen, dass der Sektor für Gewerbeimmobilien das Kreditvolumen von 1,5 Bio. US-Dollar, das in den nächsten zwei Jahren fällig wird, bewältigen kann (vorausgesetzt, die Zinsen haben in diesem Zyklus annähernd ihren Höchststand erreicht).

Zu guter Letzt hat sich das Mietwachstum seit Ende 2022 stark entwickelt. Die beiden einzigen Immobilienarten mit negativem Mietwachstum sind Appartements mittlerer Höhe und Büros in zentralen Geschäftsvierteln. Die Segmente für Logistik, Rechenzentren, Lagerflächen, Businesshotels und neu errichtete Bürogebäude mit LEED-Zertifizierung konnten ihre Mieteinnahmen jeweils um mehr als 5% steigern.<sup>6</sup>

Die Immobilienbranche ist kein Monolith. Verschiedene Sektoren sind mit sehr unterschiedlichen Positiv- und Negativfaktoren konfrontiert. In Zukunft sind für uns vor allem Bereiche von Interesse, die von langfristigen Trends profitieren werden. Dazu gehören beispielsweise Rechenzentren, Studentenwohnheime und Logistik. Insbesondere der Wohnungssektor dürfte weiterhin von einem starken langfristigen Thema profitieren: Dem erheblichen Mangel an Ein- und Mehrfamilienhäusern. Wir schätzen den Wohnungsmangel in den USA auf 2 bis 2,5 Millionen Wohneinheiten. Dieses Defizit wird nicht so schnell verschwinden, da die höheren Zinsen den Neubau eingeschränkt und die Kaufpreise für Wohneigentum verteuert haben.

Dieses Umfeld hat den Mietmarkt begünstigt, vor allem für Einfamilienhäuser.

Gleichzeitig ist die Zahl der Baubeginne bei Mehrfamilienhäusern seit den Höchstständen von 2022 um 33% eingebrochen, was die Immobilienpreise in diesem Segment letztlich stützen dürfte.

Aus unserer Sicht befindet sich der Gewerbeimmobilienmarkt an einem Wendepunkt. Investoren können das Ertragspotenzial der Anlageklasse nutzen, die unkorrelierte Erträge und Inflationsschutz für Anlageportfolios bieten kann.

Der Mangel an Wohnimmobilien in den USA beträgt schätzungsweise 2 bis 2,5 Millionen Wohneinheiten.

<sup>6</sup> Lotfi Karoui. US CRE, one year later: Volatile, dispersed, but not systemic. Goldman Sachs, 2024.

## Private Equity: Neustart nach einer schwierigen Zeit

Ähnlich wie der Immobiliensektor kommt auch die Private-Equity-Branche nach einer schwierigen Zeit wieder in Schwung. Die höheren Zinsen haben die Anlageklasse in zweierlei Hinsicht beeinträchtigt. Erstens ist Fremdkapital, die Schlüsselkomponente von Leveraged-Buyout-Transaktionen, gleichzeitig teurer und schwerer zu beschaffen, weil die Nachfrage nach gehandelten Leveraged Loans versiegt ist. Zweitens ist es schwieriger geworden, Investitionen zu monetarisieren. Die Börsengänge und Exit-Transaktionen im Private-Equity-Bereich sind gegenüber den Höchstwerten von 2021 um etwa 50% zurückgegangen. Ein weiteres Hemmnis: Einige potenzielle Verkäufer sträuben sich, Transaktionen zu Bewertungen unterhalb der High-Water-Marks von 2021 abzuschließen.

Infolgedessen war der Netto-Cashflow für Limited-Partner-Investoren in Private-Equity-Fonds nun zum ersten Mal seit der globalen Finanzkrise zwei Jahre in Folge negativ. Ein Risiko für Anlegerinnen und Anleger in bestehenden Private-Equity-Fonds ist, dass die Bewertungen durch das höhere Zinsniveau zusätzlich unter Druck geraten und die Ausschüttungen aufgrund des schwachen Transaktionsvolumens weiterhin gering ausfallen.

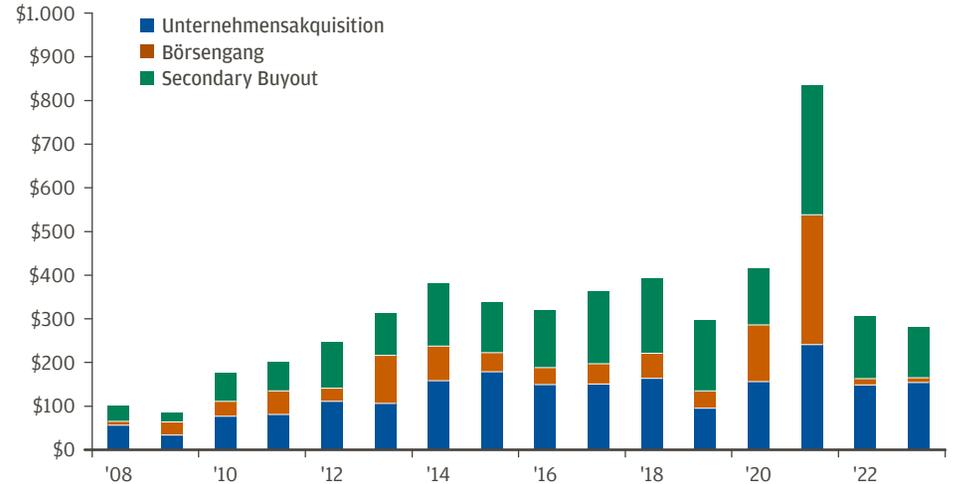
Wir glauben jedoch, dass dieser Gegenwind allmählich nachlässt. Dadurch entstehen interessante Rahmenbedingungen für neue Investitionen in diese Anlageklasse. Die höheren Aktienbewertungen an den öffentlichen Märkten dürften Börsengänge attraktiver machen, während stabile Zinssätze (und letztlich auch etwaige Zinssenkungen) die Transaktionsaktivität ankurbeln sollten.

Derzeit konzentrieren wir uns auf die Zusammenarbeit mit Managern, die durch organisches Wachstum und betriebliche Effizienz eine nachweisliche Wertschöpfung erzielen können, ohne dabei übermäßig auf Fremdkapital angewiesen zu sein. Die größte Bandbreite an Anlagemöglichkeiten finden wir in Branchen, die von langfristigen Trends profitieren. Ganz oben auf dieser Liste: Technologie, Verteidigung, das Gesundheitswesen und die Energiewende.

Solange der Ausstieg aus traditionellen Private-Equity-Anlagen nach wie vor erschwert wird, dürfte sich der Dealflow auf den Sekundärmärkten – wo Fonds bestehende Vermögenswerte aus den Portfolios anderer Private-Equity-Fonds aufkaufen – weiterhin auf Rekordniveau bewegen. In der Regel verlangen Secondary-Käufer für die Bereitstellung von Liquidität einen Abschlag auf den aktuellen Anteilswert der Anlage.

## Exit aus Private-Equity-Beteiligungen wird durch hohe Zinsen erschwert

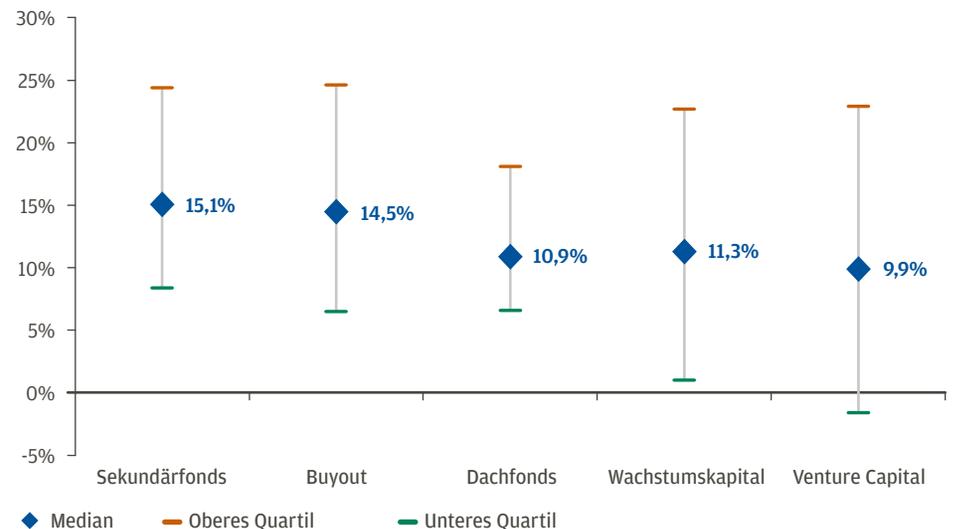
Mrd. USD



Quellen: PitchBook, J.P. Morgan Asset Management. Stand der Daten: 31. Dezember 2023.

## Secondary-Private-Equity-Fonds haben durchweg hohe Renditen erzielt

Netto-IRRs nach Strategie, in % (20-jährige Anlagehorizonte von 1978 bis 2023)



Quelle: Cambridge Associates. Stand der Daten: 2023.

Die Verkäufer waren zuletzt bereit, solche Abschlüsse in Kauf zu nehmen, um im Gegenzug das nötige Kapital für neue Investitionen aufbringen zu können. Private-Equity-Transaktionen am Sekundärmarkt bieten institutionellen Anlegern zudem die Möglichkeit, ihre privaten Anlageportfolios regelmäßiger neu auszurichten.

Darüber hinaus können Anleger in Secondary-Private-Equity-Fonds vom Kauf „reiferer“ Beteiligungen profitieren. Mit anderen Worten: Sie können mit schnelleren Ausschüttungen rechnen als bei einem traditionellen Primärfonds, da die Beteiligungen näher an der „Realisierung“ (dem Ende des Investitionszyklus) liegen. Hinzu kommt, dass sich Anleger am Sekundärmarkt für Private-Equity-Fonds sowohl nach dem Jahr der Erstinvestition als auch hinsichtlich der Manager diversifizieren können. Historisch betrachtet haben Secondary-Private-Equity-Fonds über alle Untergruppen privater Anlagestrategien hinweg im Median nicht nur die höchsten internen Nettoerträge (IRR) erzielt (15% in den letzten 20 Jahren),

## Qualitativ hochwertige Aktien Mittelständischer Unternehmen

Üblicherweise leiden kleine und mittlere Unternehmen (KMU) stärker unter höheren Zinsen als größere Unternehmen. Angesichts des dramatischen Zinsanstiegs im Jahr 2022 gerieten viele kleinere Unternehmen in Schwierigkeiten.

Mittlerweile wenden kleine US-amerikanische Firmen über 30% ihres EBITDA (Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen) für den Schuldendienst auf. Vor den Zinserhöhungen der Zentralbanken waren es nur 20%. Bei den Unternehmen im S&P 500 Index entfallen dagegen weniger als 10% des EBITDA auf den Schuldendienst. Insofern überrascht es nicht, dass Aktien kleiner Unternehmen in den letzten zwei Jahren um über 15% (kumulativ) hinter Titeln großer Unternehmen zurückgeblieben sind.

Ein Bewertungsabschlag für verschuldete KMU-Aktien mag durchaus angemessen erscheinen, für den derzeit fast rekordhohen Abschlag bei den qualitativ hochwertigsten KMU-Aktien gilt dies jedoch nicht. Dieser Abschlag bleibt bestehen, obwohl die oberste Riege der SMID-Unternehmen (gemessen an der Free-Cashflow-Marge) mit ihren Large-Cap-Konkurrenten mithalten kann. Daher könnte sich hier ein interessanter Einstiegspunkt ergeben, um ein Portfolio aus aktiv verwalteten, attraktiv bewerteten und qualitativ hochwertigen SMID-Unternehmen aufzubauen. Wir sind der Meinung, dass die Allokation von

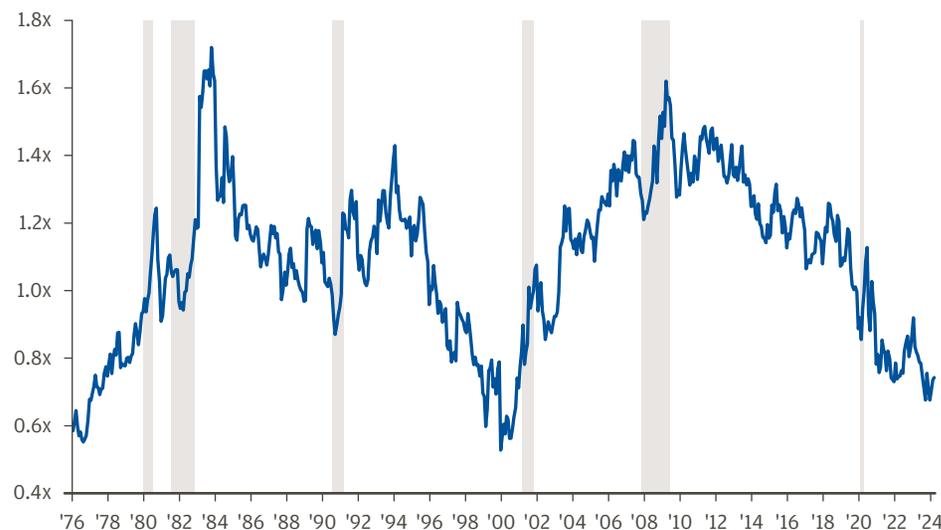
sondern auch die geringste Streuung der Ergebnisse zwischen Managern im oberen und unteren Quartil.

Des Weiteren sehen wir zunehmend die Chance, vorhandene „Altlasten“ aus Fonds zu erwerben, die älter als zehn Jahre sind und sich in der Abwicklung befinden. Dieses Segment des Private-Equity-Marktes könnte bis 2025 auf 1 Bio. US-Dollar anwachsen.<sup>7</sup> Die Abschlüsse betragen hier mitunter bis zu 50%, wobei die Monetarisierung innerhalb von zwei bis drei Jahren zu erwarten ist.

Aus all diesen Gründen bieten Secondary-Private-Equity-Fonds attraktive potenzielle Renditen. Aus unserer Sicht können Private-Equity-Investitionen am Sekundärmarkt dank ihrer Vorteile – die selbst eine Folgewirkung höherer Zinsen sind – potenzielle Renditen erzielen, die konstanter ausfallen als die traditionellen Private-Equity-Erträge und vergleichbare Anlagen am öffentlichen Markt übertreffen. Dies gilt insbesondere für erfahrene Anleger, die sich der Liquiditätsaspekte bewusst sind.

## Ein rekordverdächtiger Abschlag für Aktien kleinerer Unternehmen könnte eine Chance bieten

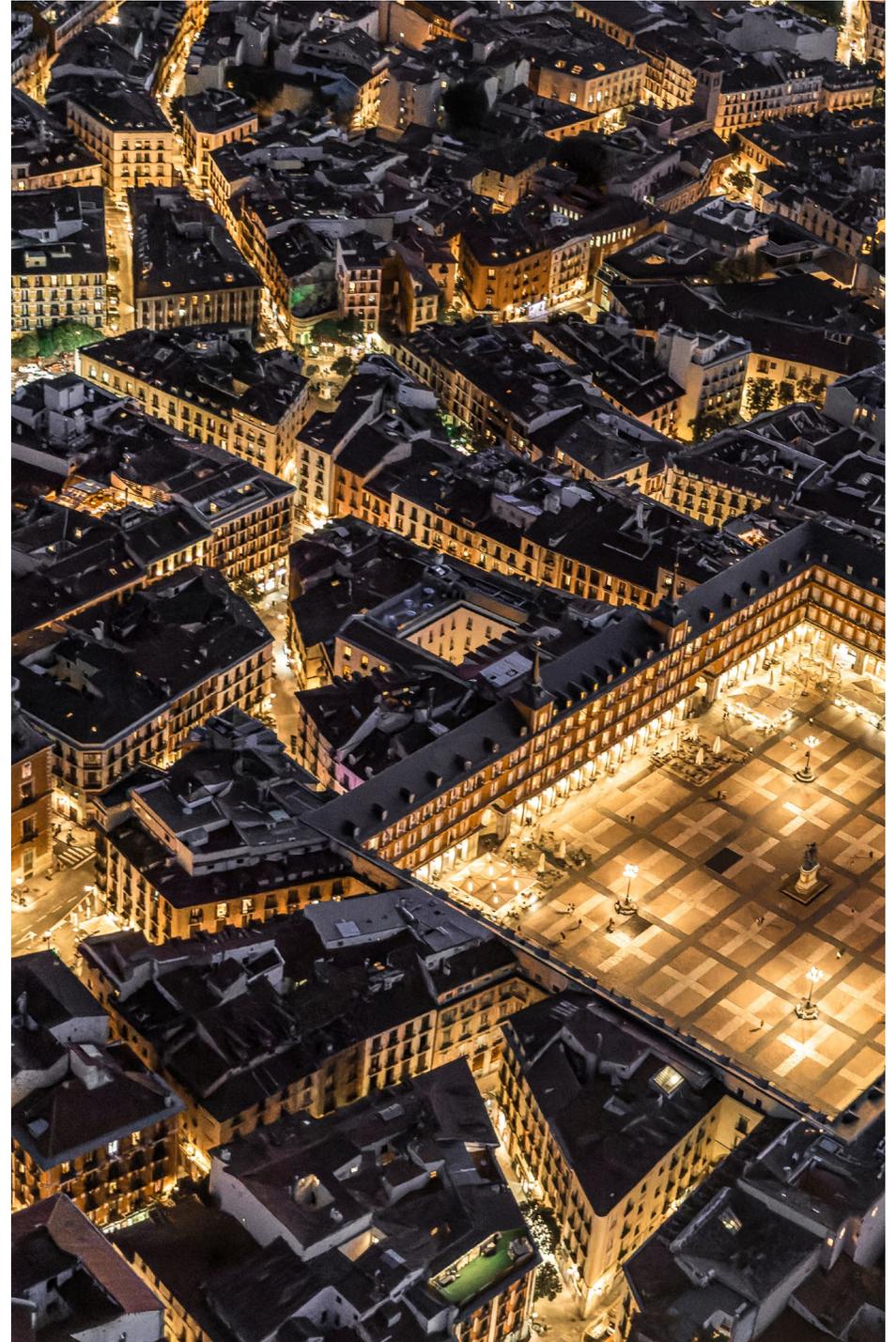
Oberstes Quintil der Free-Cashflow-Margen und erwartetes KGV in Relation zur gleichen Kohorte bei Aktien großer Unternehmen\*

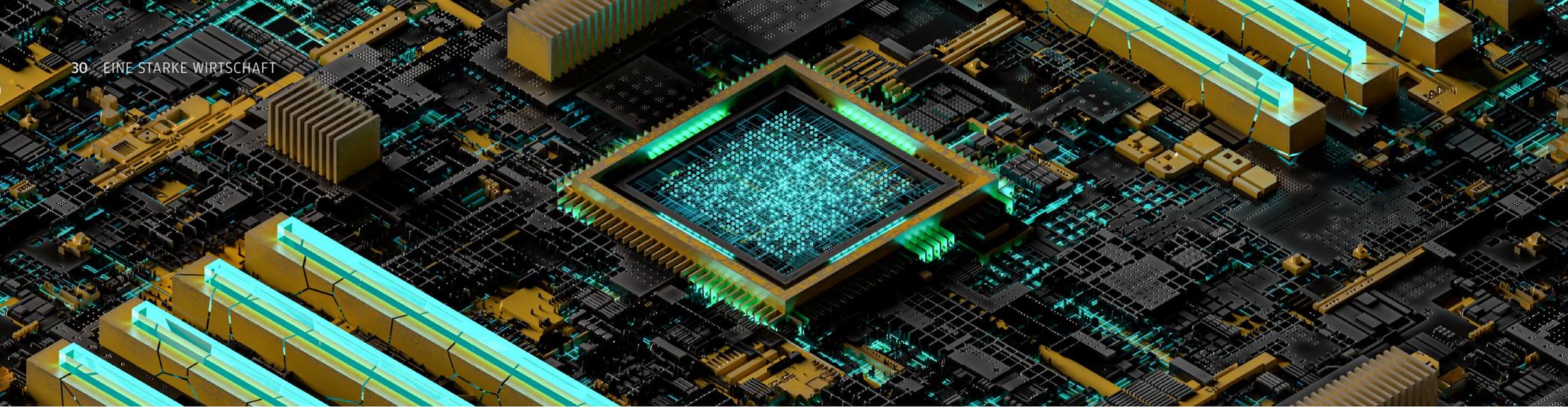


Quelle: Empirical Research Partners. Stand der Daten: 30. April 2024. \*Hinweis: Nach Marktkapitalisierung gewichtete Daten, Aktien mit geringer Marktkapitalisierung (ohne Rohstoffe und Biotechnologie).

etwa 5–10% des gesamten Aktienportfolios eines Anlegers in SMID-Aktien (bei geeignetem Zeithorizont und entsprechender Risikotoleranz) zur Steigerung der risikobereinigten Renditen beitragen kann.

In diesen drei Märkten - Immobilien, Private Equity, KMU-Unternehmen - wird die Zinsentwicklung von entscheidender Bedeutung sein. Bleiben die Zinsen länger auf hohem Niveau, ist mit anhaltendem Stress zu rechnen. Dieser Stress bringt jedoch auch Chancen mit sich. Sollte die Inflation schneller sinken als erwartet, sodass es zu einem deutlichen Zinssenkungszyklus kommt, könnten diese Gelegenheiten nicht lange andauern.





# Die KI-Revolution

Sie steht noch ganz am Anfang

Künstliche Intelligenz (KI) hat bereits eine Welle der Begeisterung, massive Investitionen und ein enormes Gewinnwachstum ausgelöst. Wir möchten langfristig in die gesamte Wertschöpfungskette investieren. Ende der 2020er Jahre könnte sich der Produktivitätsschub durch KI erstmals in den Wirtschaftsdaten niederschlagen. Die Produktivitätszuwächse werden vielleicht sogar noch größer ausfallen als der Einfluss von PC und Internet zusammen.

In seinem Aktionärsbrief verglich unser Vorsitzender und CEO Jamie Dimon die KI mit der Dampfmaschine, der Elektrizität und dem Personal Computer. Um die mögliche Tragweite der KI-Revolution zu verstehen, haben wir diese historischen Präzedenzfälle betrachtet.

Produktivitätsvorteile stellen sich nicht über Nacht ein. Es dauerte mehr als 60 Jahre, bis die Dampfmaschine einen erkennbaren gesamtwirtschaftlichen Produktivitätsgewinn bewirkte. Mit jeder weiteren technologischen Innovation verringert sich die Zeit, bis ein Produktivitätswachstum zu beobachten ist. Sollte sich dieses Muster fortsetzen, können wir davon ausgehen, dass sich die Wirkung der KI bis zum Ende des Jahrzehnts in der offiziellen Wirtschaftsstatistik abzeichnet.

Das bedeutet: Der wirtschaftliche Effekt der KI könnte sich doppelt so schnell bemerkbar machen wie im Falle des PC oder des Internet.

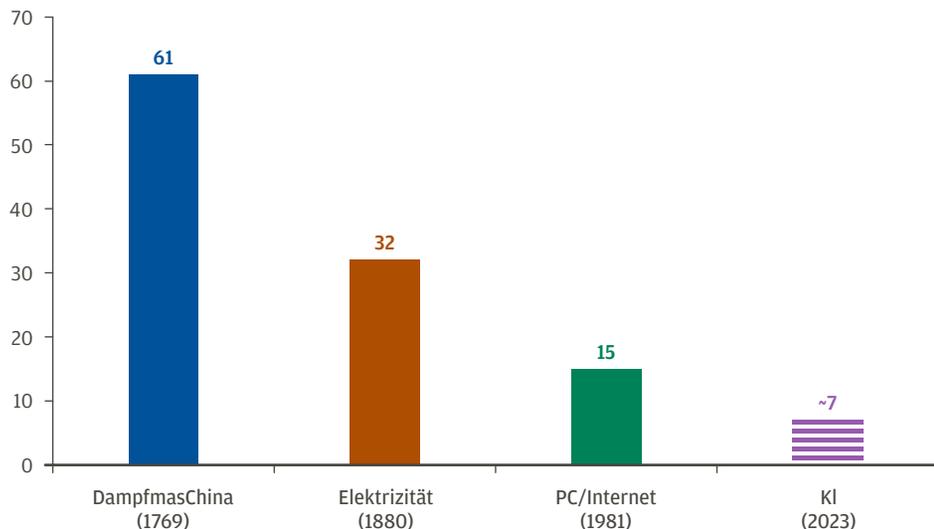
Welches Ausmaß könnte die Produktivitätssteigerung annehmen? Um diese Frage zu beantworten, haben wir ein Rahmenwerk des Internationalen Währungsfonds (IWF) modifiziert, das die potenziellen Arbeitsplätze beziffert, die durch KI verdrängt werden könnten. Anhand der Annahmen des IWF hinsichtlich Dauer und Umfang des Stellenabbaus können wir einen Schätzwert des potenziellen Produktivitätsschubs durch KI ermitteln.<sup>8</sup>

Wenn wir annehmen, dass die Hälfte der gefährdeten Arbeitsplätze in den USA im Laufe der nächsten zwanzig Jahre durch Automatisierung wegfällt, dann läge der kumulierte Produktivitätszuwachs bei annähernd 18% bzw. 7 Bio. US-Dollar über der aktuellen BIP-Prognose des Congressional Budget Office (CBO). Zum Vergleich: Der kumulierte Produktivitätszuwachs durch den PC und das Internet summierte sich über einen ähnlichen Zeitraum auf knapp 13%.

<sup>8</sup> Genauer gesagt hat der IWF berechnet, dass etwa 30% der US-Arbeitsplätze durch KI verdrängt werden könnten und in die Kategorie „hohes Risiko, geringe Komplementarität“ fallen. Wir gehen davon aus, dass die Hälfte dieser Stellen (15% der Erwerbsbevölkerung in den USA) in den nächsten 20 Jahren durch KI ersetzt wird und der Verlauf dieser Entwicklung einer Sigmoidfunktion folgt (also der klassischen „S-Kurve“). Damit verringern wir faktisch die Gesamtzahl der in der Wirtschaft geleisteten Arbeitsstunden im Zuge dieses Stellenabbaus, was bei unveränderter Produktionsleistung zu einem mechanischen Anstieg der Arbeitsproduktivität führt. Mauro Cazzaniga, Florence Jaumotte, Longji Li, Giovanni Melina, Augustus J. Pantoni, Carlo Pizzinelli, Emma Rockall und Marina M. Tavares, „Gen-AI: Artificial Intelligence and the Future of Work“, Internationaler Währungsfonds, Januar 2024.

## Selbst Optimisten könnten den Produktivitätsschub durch KI unterschätzen

Jahre von der Innovation bis zum Produktivitätswachstum



Quellen: U.S. Census Bureau, Business Trends and Outlook Survey, J.P. Morgan. Stand der Daten: November 2023.

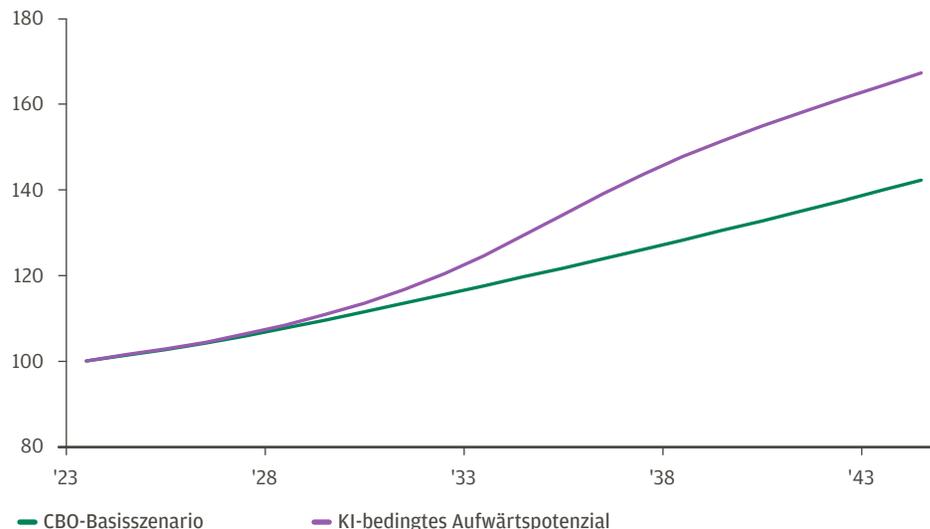
Doch was passiert mit den Beschäftigten, die Gefahr laufen, durch KI ersetzt zu werden? Obwohl es in bestimmten Branchen und Regionen unter Umständen zu einem massiven Stellenabbau kommen wird, dürften technologische Verbesserungen insgesamt mehr Arbeitsplätze schaffen als vernichten.

Der US-Agrarsektor ist ein gutes Beispiel für die Veränderung von Beschäftigungstrends. Im Jahr 1950 hingen fast 15% aller Arbeitsplätze in den USA mit der Landwirtschaft zusammen. Heute liegt dieser Anteil bei weniger als 1,5%. Wahrscheinlich werden sich die Erwerbstätigen an die veränderte Nachfrage nach Arbeitskräften anpassen. Davon dürften die Unternehmen profitieren, die nachweislich in der Lage sind, ihr bestehendes Personal zu halten und weiterzubilden.

Diese Schätzungen sind natürlich ungenau. Die Einführung künstlicher Intelligenz wird auf zahlreiche Hindernisse stoßen. Dazu gehören die Versorgung mit hochentwickelten Halbleitern, rechtliche und regulatorische Probleme, möglicherweise begrenzte Strom- und Energieressourcen für Rechenzentren

## Die aktuelle Prognose des CBO könnte die potenziellen Produktivitätszuwächse durch KI falsch einschätzen

Per 2023 auf 100 indiziert, US-Arbeitsproduktivität



Quellen: IWF, J.P. Morgan. Stand der Daten: 31. Januar 2024. Anmerkung: Das Basiszenario des CBO wurde berechnet, indem die Prognose zum realen BIP durch die Anzahl der geleisteten Arbeitsstunden dividiert wurde. Das voraussichtliche KI-bedingte Aufwärtspotenzial geht davon aus, dass in den nächsten 20 Jahren 15% der Arbeitsplätze durch KI ersetzt werden. Das entspricht der Hälfte dessen, was der IWF in seinen Analysen nahelegt.

oder die mangelnde Fähigkeit der Unternehmen, potenzielle Anwendungsfälle zu optimieren. Um den Stellenabbau sozialverträglich zu gestalten, werden wahrscheinlich staatliche Maßnahmen erforderlich sein, die sich auf die Berufsausbildung und den Transfer betroffener Arbeitnehmer konzentrieren. Nicht zuletzt müssen die Stakeholder die Kosten und Vorteile des deutlich höheren Energie- und Wasserverbrauchs von KI-Computing abwägen. Außerdem gilt es neue Anwendungsfälle für KI mit einer verantwortungsvollen Unternehmensführung in Einklang zu bringen.

Es kann einige Zeit dauern, bis die Vorteile der KI in den regulären Wirtschaftsdaten sichtbar werden. Wir beobachten jedoch, dass die KI-Revolution das Verhalten, die Investitionen und die Gewinne der Unternehmen bereits beeinflusst. Zwar beläuft sich der Anteil der US-Firmen, die derzeit aktiv KI einsetzen, auf weniger als 5% (so die Daten des Census Bureau). Allerdings machen die Unternehmen, die das Thema KI zuletzt in ihren Gewinnbesprechungen erwähnt haben, immerhin 50% der Marktkapitalisierung des S&P 500 aus.

Auch bei Regierungen weltweit besteht ein enormes Potenzial an möglichen KI-Anwendungen, das längst noch nicht erschlossen ist.

Unter den börsennotierten Unternehmen sind die anfänglichen Gewinner eng mit der Halbleiterfertigung und dem Cloud-Computing verbunden – der digitalen und physischen Infrastruktur, die der KI-Technologie zugrunde liegt. Nvidia, der führende Hersteller von Grafikprozessoren für große Sprachmodelle, konnte seinen Gewinn seit Ende 2021 um mehr als 400% steigern. Allein zwei Unternehmen, Alphabet und Microsoft, haben ihre Investitionsausgaben im ersten Quartal 2024 um 10 Mrd. US-Dollar erhöht, was sage und schreibe drei Viertel des Gesamtanstiegs im S&P 500 ausmacht.<sup>9</sup>

Allmählich wird den Anlegern jedoch klar, dass dieser Infrastrukturausbau relativ umfassend sein wird, weil einerseits die Akzeptanz zunimmt und andererseits die KI-Workloads erheblich mehr Energie benötigen als die herkömmliche Datenverarbeitung. Schätzungen zufolge verbraucht die Verwendung von ChatGPT bis zu zehnmal mehr Strom als eine traditionelle Internetsuche. Ferner ist davon auszugehen, dass Rechenzentren bis zum Ende dieses Jahrzehnts am meisten zum Anstieg des US-Strombedarfs beitragen werden.

In der Tat hat die industrielle Fertigung elektrischer Geräte bereits wieder das Niveau von Mitte der 2000er Jahre erreicht und dürfte weiter steigen.

### Auf Hochtouren: KI dürfte die Einnahmequellen erweitern, die Markteinführungszeit verkürzen und die Kosten senken

KI-Anwendungen auf Branchenebene

Gesundheitswesen	Finanzsektor	Werbung & Digitale Inhalte	Einzelhandel & Frachtverkehr	Energie & Industrie	Kundenbetreuung	KI-bezogene Beratung
Intelligente Implantate (z. B.: Hüfte u. Knie)	Angebote für thematische KI-Fonds	Marketingeffizienz	3D-Shopping & virtuelle Produkthanprobe	KI-Tools für Pipelines	Kundenanalyse	Integrierte Smart-Home-Schnittstelle
Medizinische Bildgebung	Neue Preisbildungstools im Handel	Verbessertes Ad-Targeting	Gehweg-Roboter für Lieferungen	Geologische Modelle	Versicherungsansprüche und -unterlagen	Automatisierte Back-Office-Aufgaben
Pathologieerkennung	Bewertungen von Kundenportfolios	EmpfehlungsmasChina	Effizienz der Lieferkette	KI-gestützte Mikronetz-Tools	Transkription und Zusammenfassung	Betrugsprävention und -schutz
Personalisierte Medizin	Automatisierte Handelspreise, Ausführung	Höhere Anzeigenkonvertierung	Bestandsmanagement	Analyse des Energieverbrauchs	Kunden-Onboarding	Cybersicherheitsfunktionen
Identifizierung von Biomarkern	KI-Portfoliomangement	Dynamik von Anzeigenauktionen	Nachfrageprognose	Verbesserungen im Energiehandel	Geschäftsanalytik	Risikobewertung und -management
Entwicklung neuer Medikamente	Erhöhung der Handelsgeschwindigkeit	Inhaltserstellung	LKW-Tourenplanung	Arbeitseinsatzplanung	Entwicklertools und unterstützter Code	Beschleunigte Datenanalyse
Analyse genomischer Daten	Cross-Selling von Produkten	Individuelle Reiserouten	Höhere Flottenauslastung	Reservoir-Optimierung		Prädiktive Modellierung
Point-of-Service-Tools für Ärzte		Entwicklung von Videospielen	Autonome Flottennetzwerke	Leckortung und Emissionsverfolgung		

Quellen: J.P. Morgan, Morgan Stanley. Stand der Daten: 31. März 2024.

<sup>9</sup> Michael Goldstein. Capital Spending Growth Accelerates: An Early Warning Sign? Empirical Research Partners, 2024.

Anbieter von Heiz- und Kühltechnologien, elektrischer Ausrüstung und Immobilien für Rechenzentren haben seit Jahresbeginn 2024 eine Outperformance erzielt.

Abgesehen von den Nutznießern des Ausbaus der digitalen und physischen Infrastruktur konzentrieren wir uns auf Investitionen in Unternehmen, die entweder von einer Produktivitätssteigerung (in Branchen wie Konsumgütern, Finanzdienstleistern, Transport und Energie), einer Umsatzsteigerung (Software, Robotik, Anwendungen) oder beidem (verarbeitendes Gewerbe, Gesundheitswesen) profitieren könnten. Die potenziellen Anwendungsfälle für KI erstrecken sich über fast alle Branchen.

Auf den privaten Märkten rechnen wir mit Anlagechancen bei jüngeren Unternehmen, die Anwendungen entwickeln, die KI-Technologie für Unternehmen und Verbraucher nutzbar machen. Eine weitere Möglichkeit sind Anbieter von innovativen Lösungen für „Edge-KI“, bei der die Berechnungen nicht in der Cloud,

### Der beträchtliche und wachsende Bedarf an Energiequellen für KI fördert die Elektrifizierung

Produktion elektrischer Ausrüstung, per 2017 auf 100 indiziert, gleitender 6-Monats-Durchschnitt



Quellen: Federal Reserve Board, Haver Analytics. Stand der Daten: 30. April 2024.

sondern direkt an der Datenquelle stattfinden (z. B. einem Smartphone, einem Auto, einem medizinischen Gerät oder einer Industriemaschine). Viele dieser Unternehmen existieren wahrscheinlich noch nicht einmal.

Aus unserer Sicht sollten Anlegerinnen und Anleger mit einer geduldrigen, langfristigen Denkweise an die KI-Revolution herangehen. Das Engagement in den potenziellen Nutznießern sollte auf verschiedene Sektoren und Regionen entfallen, sowohl im öffentlichen als auch im privaten Bereich. Das Potenzial dieser Anlagechance ist kaum zu überschätzen.





# Eine fragile Welt

---

Obwohl unser Markt- und Konjunkturausblick konstruktiv ausfällt, sehen wir in erster Linie zwei Unsicherheitsfaktoren: Die US-Wahl und die geopolitischen Risiken.

# US-Wahl

Sie wird wahrscheinlich einen marktfreundlichen Effekt haben, mittelfristig jedoch zu höheren persönlichen Steuersätzen führen

Zum ersten Mal seit 1892 waren die zwei Vorwahlkandidaten der kommenden Präsidentschaftswahl beide bereits US-Präsident und sind auch schon gegeneinander angetreten. Aus Anlegersicht möchten wir darauf hinweisen, dass sich die Märkte während der Amtszeiten beider Kandidaten gut entwickelt haben.

Von der Wahl Donald Trumps im Jahr 2016 bis zum Wahltag 2020 erzielten US-amerikanische Large Caps eine jährliche Rendite von 15,6% (im Vergleich zu einem langfristigen Durchschnitt von knapp 9%). Seit Joe Bidens Wahl im Jahr 2020 bis heute verbuchen US-amerikanische Large Caps eine jährliche Rendite von 12,4%. Beide Zeiträume waren in erheblichem Maße von politischer, wirtschaftlicher und

gesellschaftlicher Unsicherheit geprägt. Letzten Endes sorgten die wirtschaftlichen und gewinnbezogenen Fundamentaldaten jedoch für steigende Aktienmärkte, und der Einfluss des Präsidenten auf die Markterträge war relativ gering. Eine ähnliche Entwicklung erwarten wir auch in den nächsten vier Jahren.

Gleichwohl dürfte jeder Kandidat in fünf entscheidenden Bereichen (Steuern, Zölle, Energie, Gesundheitswesen und Regulierung) sehr unterschiedliche politische Maßnahmen umsetzen. Der möglicherweise wichtigste Aspekt aus der globalen Marktperspektive ist Trumps Vorschlag, alle Warenimporte mit Zöllen von bis zu 10% zu belegen.



## Politische Themen im US-Wahlkampf - was können wir erwarten?

### Mögliche Standpunkte in zentralen Fragen

Hauptthemen	Mögliche Haltung Bidens	Mögliche Haltung Trumps
 <b>Steuern</b>	Mögliche teilweise Verlängerung der Steuersenkungen von 2017. Größere Wahrscheinlichkeit höherer Steuern für vermögende Einzelpersonen und Unternehmen.	Verlängerung der Steuersenkungen von 2017 mit teilweisem Ausgleich durch reduzierte Staatsausgaben.
 <b>Zölle</b>	Fortsetzung der bisher harten Linie gegenüber China.	Anhebung der Zölle gegenüber Handelspartnern, insbesondere China.
 <b>Verteidigung</b>	Schwerpunkt wahrscheinlich weiterhin auf Allianzen und Multilateralismus.	Möglicher Vorstoß zu mehr Eigenständigkeit der NATO-Mitglieder.
 <b>Energie</b>	Reduzierung der Emissionen und Steigerung der Energieeffizienz. Höhere Besteuerung der fossilen Brennstoffindustrie.	Steigerung der herkömmlichen Energieerzeugung durch Bohrungen auf bundeseigenem Gebiet und den Ausbau von Pipelines.
 <b>Gesundheitswesen</b>	Schutz und Ausbau des Affordable Care Act.	Aufhebung des Affordable Care Act.
 <b>Regulierung</b>	Stärkere Regulierung der Bereiche Energie, Technologie und Finanzdienstleistungen.	Geringere Regulierung im Bereich Energie und Finanzdienstleistungen.

Quellen: Tax Foundation, J.P. Morgan. Standpunkte zum 30. April 2024.

## Welche Märkte am stärksten auf politische Entscheidungen reagieren könnten



### Small- und Mid-Cap-Aktien

die eine gelockerte Regulierung wahrscheinlich begrüßen würden

### Der US-Dollar

der vermutlich aufwerten würde, wenn Zölle wahrscheinlicher werden

### Unternehmen für saubere und traditionelle Energie

die wahrscheinlich auf das Potenzial weiterer Subventionen oder eine erhöhte Ölförderung reagieren würden

Ein Risiko für Anlegerinnen und Anleger besteht unserer Ansicht nach darin, dass keiner der beiden Kandidaten für einen fiskalkonservativen Kurs stehen dürfte. Daher wird sich wahrscheinlich sowohl die Staatsverschuldung als auch das Haushaltsdefizit der USA weiter verschlechtern. Somit könnte die Volatilität am Anleihenmarkt kurzfristig zunehmen. Auf längere Sicht werden höhere Steuern erforderlich sein, um die Schuldenlast auf Bundesebene zu reduzieren. Schon jetzt beläuft sich die US-Staatsverschuldung auf 100% des BIP, und das Congressional Budget Office (CBO) schätzt, dass diese Quote in den nächsten zehn Jahren auf 120% ansteigen wird. Der Zinsaufwand der US-Regierung könnte in diesem Jahr

auf 900 Mrd. US-Dollar anwachsen, also fast 3% des BIP.<sup>10</sup> Gleichzeitig entsprechen die Steuereinnahmen weniger als 30% des BIP, der niedrigste Anteil unter den Volkswirtschaften der G10.

Wenn zudem der Tax Cuts and Jobs Act (TCJA) wie geplant nach 2025 ausläuft (ein mögliches Szenario, falls die Spitzenpolitiker in Washington bei unterschiedlichen parteipolitischen Mehrheiten in Senat und Repräsentantenhaus keine Einigung erzielen können), steigt der Spitzensteuersatz von derzeit 37% auf 39,6%. Gleichzeitig halbiert sich der lebenslange Freibetrag für die Erbschafts- und Schenkungssteuer von derzeit 13,61 Mio. US-Dollar auf etwa 7 Mio. US-Dollar pro Person.

<sup>10</sup> Alec Phillips, Tim Krupa. US Economics Analyst: The Fiscal Outlook: Not Good, But a Little Better. Goldman Sachs, 2024.

## Anlegerfokus auf Steuereffizienz

Wenn höhere US-Steuersätze unausweichlich erscheinen (was der Fall ist), sollten Anlegerinnen und Anleger in den USA besonderen Wert auf Steuereffizienz legen, und zwar nicht nur in ihren Anlageportfolios, sondern in ihrer gesamten Bilanz. Wir bezeichnen diese Praxis als „steuerbewusste Vermögensverwaltung“.

Durch gezielte Vermögensaufteilung, Verlustverrechnung, steuerintelligente Entnahmen, integrierte Planung und eine durchdachte Kreditaufnahme können Steuerpflichtige in den USA einen größeren Teil ihrer am Markt erzielten Erträge behalten.

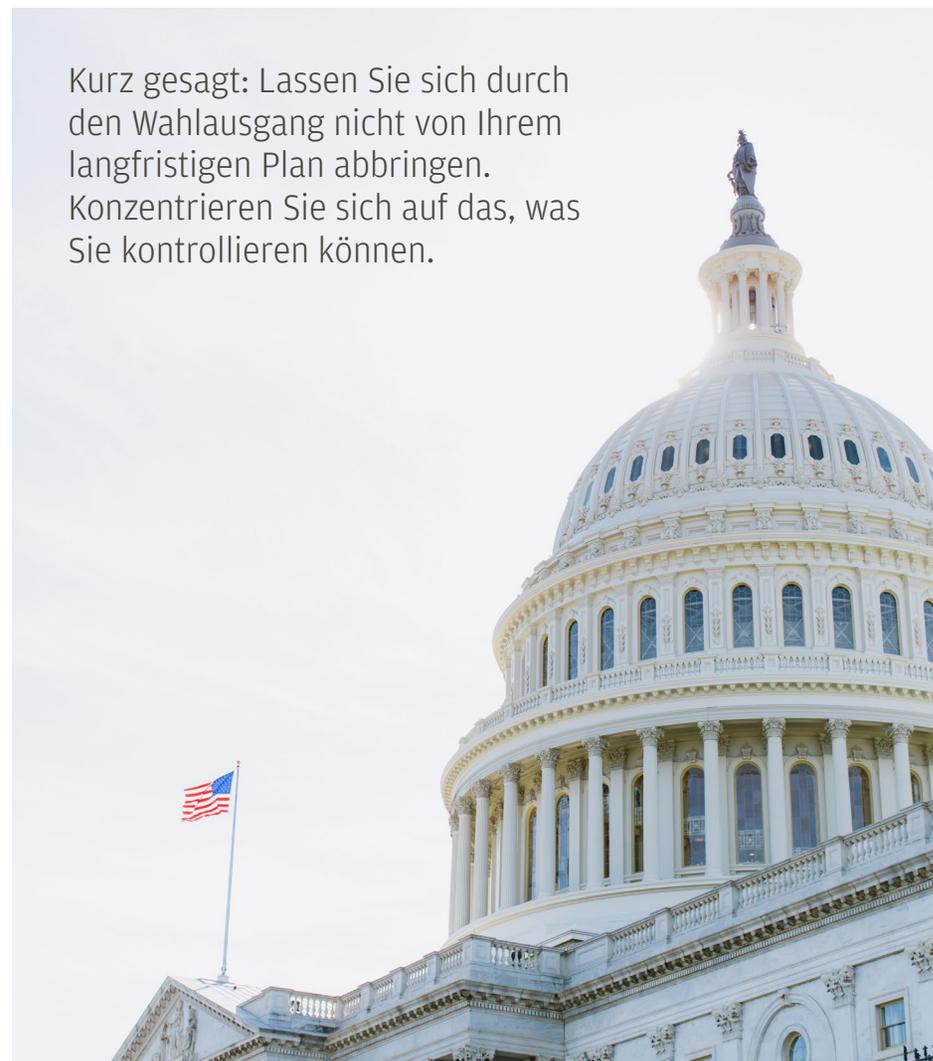
Was die Vermögensaufteilung (Asset Location) betrifft, sollten in den USA steuerpflichtige Personen unserer Meinung nach darauf achten, steuereffiziente Vermögenswerte wie Aktien, Kommunalanleihen, Hybridanleihen und Private Equity in erster Linie in steuerpflichtigen Konten zu platzieren. Die Steueroptimierung durch Verlustverrechnung (Tax Loss Harvesting) kann die Nachsteuerrenditen steuerpflichtiger Konten erhöhen. Steuerlich „ineffiziente“ Vermögenswerte, die den Großteil ihrer Rendite aus Zinserträgen oder kurzfristigen Kapitalgewinnen erzielen (Private Credit, einige Hedgefonds und Hochzinsanleihen), eignen sich am besten für Konten mit nachgelagerter Besteuerung, z. B. IRAs oder möglicherweise kostengünstige fondsgebundene Rentenversicherungen (Variable Annuities).

Wer sorgfältig darüber nachdenkt, „wo“ bestimmte Investitionen getätigt werden sollen, kann von erheblichen Steuerersparnissen profitieren.

Die steuerbewusste Vermögensverwaltung umfasst eine Reihe von Planungsansätzen, die noch wirkungsvoller sein können als die Asset Location. Die Beschleunigung des zu versteuernden Einkommens vor Ablauf der niedrigeren Steuersätze des TCJA (etwa durch Umwandlung in ein Roth IRA) könnte je nach Ihrer Situation eine sinnvolle Strategie sein. Die Spende von Aktien mit langfristiger Wertsteigerung für wohltätige Zwecke bietet einen doppelten Steuervorteil: Die Vermeidung jeglicher Steuern auf eingebettete Gewinne und die Gewährung eines Abzugs von Ihren sonstigen steuerpflichtigen Einkünften. Für Personen mit steuerpflichtigem Nachlass können Schenkungen an die Familie im Rahmen jährlicher oder lebenslanger Freibeträge erhebliche Auswirkungen auf Nachsteuerbasis haben, da der künftige Kapitalzuwachs aus Ihrer Bilanz herausfällt.

Zu guter Letzt kann auch eine Kreditaufnahme als strategischer Hebel dienen, um unregelmäßige Cashflows zu überbrücken (Vermeidung steuerpflichtiger Ereignisse und Beibehaltung der Marktallokation). Alternativ können die gezahlten Kreditzinsen bei entsprechender Ausgestaltung als Abzug geltend gemacht und mit den steuerpflichtigen Kapitalerträgen verrechnet werden.

Kurz gesagt: Lassen Sie sich durch den Wahlausgang nicht von Ihrem langfristigen Plan abbringen. Konzentrieren Sie sich auf das, was Sie kontrollieren können.





# Geopolitik: Die Risiken sind real – ebenso wie die Anlagechancen

Geopolitische Ereignisse und Markttrenditen

Zunächst einmal sollten Anlegerinnen und Anleger bedenken, dass geopolitische Ereignisse nur sehr selten einen dauerhaften negativen Einfluss auf die Märkte für US-amerikanische Standardwerte ausüben (wie die Analysen unseres Vorsitzenden für Markt- und Anlagestrategie, Michael Cembalest, gezeigt haben).<sup>11</sup> Aus diesem Grund sind angemessen diversifizierte, langfristige Anlageportfolios in der Regel gut gegen destabilisierende Ereignisse geschützt, zu den beispielsweise Kriege, Invasionen, Terroranschläge, Staatsstriche, Referenden und die Ermordung politischer Führungsfiguren gehören.

Die Geopolitik und das Potenzial globaler Konflikte sind das zweite zentrale Risiko, dem die Märkte in der zweiten Jahreshälfte 2024 ausgesetzt sind.

<sup>11</sup> J.P. Morgan, Michael Cembalest, *Eye on the Market*, 14. Nov. 2023, Anhang.

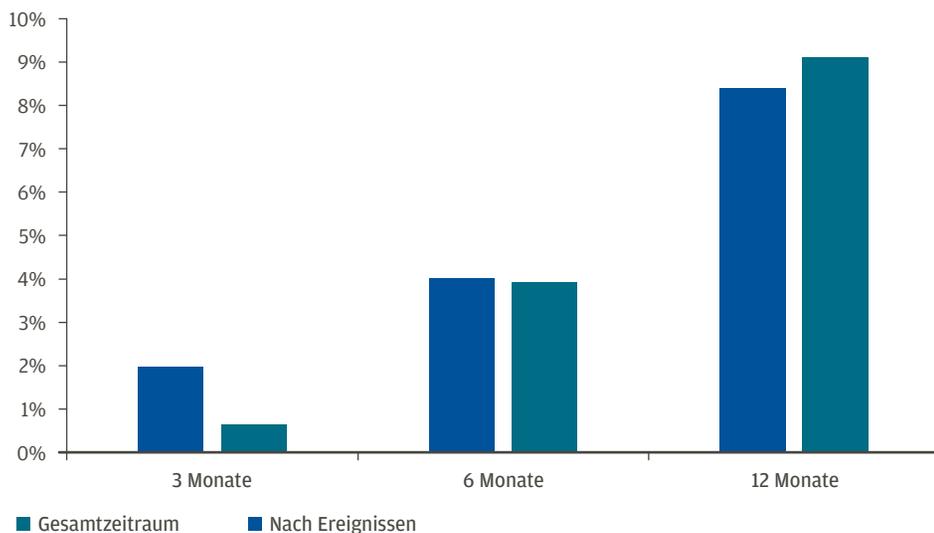
Wir haben 36 solcher Ereignisse seit Beginn des Zweiten Weltkriegs untersucht. Dabei haben wir festgestellt, dass die Renditen sechs und zwölf Monate nach diesen Ereignissen mit den durchschnittlichen Renditen identisch sind, die in Zeiträumen ohne nennenswerte geopolitische Ereignisse verzeichnet werden.

Nichtsdestotrotz kann die Geopolitik tiefgreifende Auswirkungen auf der lokalen Marktebene haben. So schnitten deutsche Small-Cap-Aktien beispielsweise deutlich schlechter ab als deutsche Large-Cap-Werte und ihre internationalen Pendanten, was größtenteils auf die russische Invasion in der Ukraine und die anschließende Beeinträchtigung der Energieversorgung zurückzuführen war.

Für eher taktisch orientierte Anlegerinnen und Anleger, die sich absichern möchten, sind Gold und Rohöl empfehlenswert. Diese Vermögenswerte neigen dazu, in dem kurzen Zeitfenster vor und während eines geopolitischen Ereignisses eine Rally zu verzeichnen. Wenn das geopolitische Ereignis vorüber ist, verlieren diese Absicherungen in der Regel an Wert, da die Investoren aufatmen und wieder zu risikoreicheren Anlagen übergehen.

### Large-Cap-Aktien waren gegen Schocks gut geschützt

Durchschnittliche Rendite des S&P 500 nach geopolitischen Ereignissen, %



Quellen: S&P, Haver Analytics. Stand der Daten: 31. Dezember 2023.

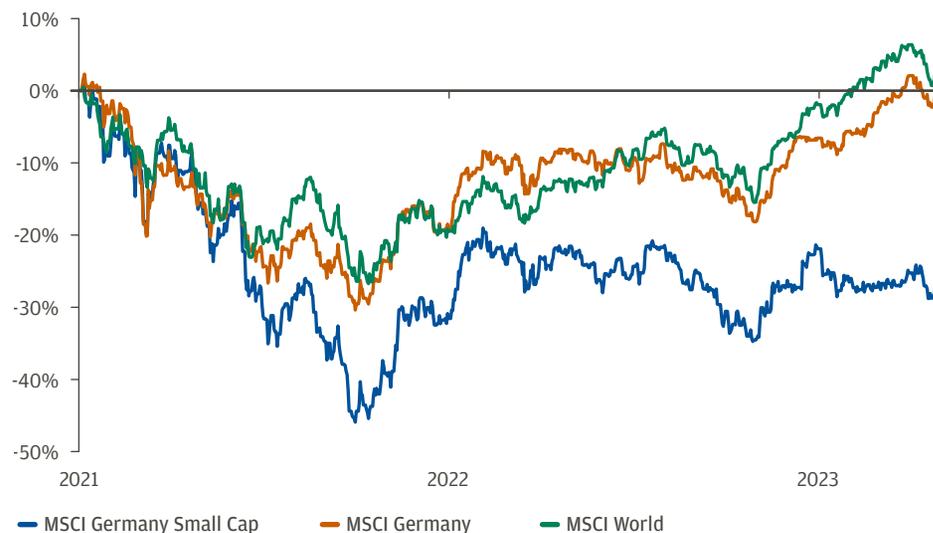
Dieses Muster unterstreicht, dass diese Allokationen aktiv verwaltet werden müssen, was durch Optionen und andere Derivate oft am besten umzusetzen ist. Kurzfristig sehen wir für Gold sehr gute Renditeaussichten. Darin spiegelt sich die geopolitische Risikoprämie des Edelmetalls und die Nachfrage der weltweiten Zentralbanken wider, die ihre Reservebestände jenseits des US-Dollar diversifizieren möchten. Taktische Anleger sollten dies zur Kenntnis nehmen.

Die Märkte werden sich vor weiteren Konflikten wahrscheinlich auch künftig in Acht nehmen. Wir glauben jedoch nicht, dass diese Risiken unsere Gesamteinschätzung beeinträchtigen werden. Diversifizierung kann den meisten Anlegerinnen und Anlegern helfen, geopolitische Risiken für ihr Portfolio zu mindern.

Eine Schlussfolgerung: Investoren mit einem konzentrierten Engagement haben angesichts der geopolitischen Risiken wahrscheinlich mehr Grund zur Sorge als Anleger mit global diversifizierten Portfolios.

### Geopolitische Ereignisse können erhebliche lokale Auswirkungen haben

Kumulative Performance seit Januar 2022, %



Quelle: Bloomberg Finance L.P. Stand der Daten: 30. April 2024.

Über die akuten geopolitischen Risiken hinaus sind wir davon überzeugt, dass viele große und wirtschaftlich bedeutende Länder ein nachhaltiges Interesse daran haben werden, ihre nationale Sicherheit in drei wichtigen Bereichen zu stärken:

---

## 01 Verteidigung

---

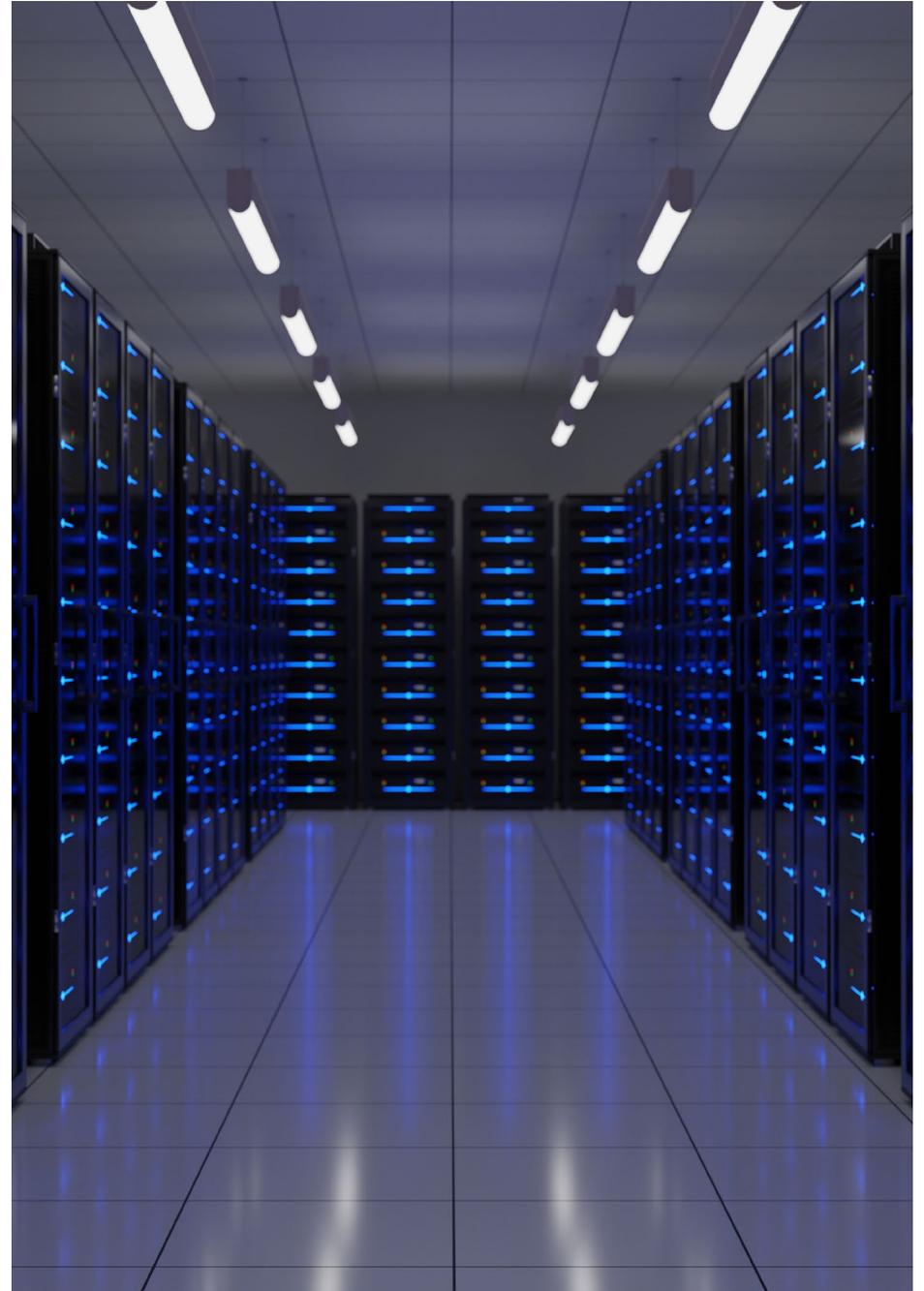
## 02 Lieferketten

---

## 03 Energie

---

Dabei handelt es sich um langfristige globale Trends, die einen strategischen Anlageansatz erfordern werden.



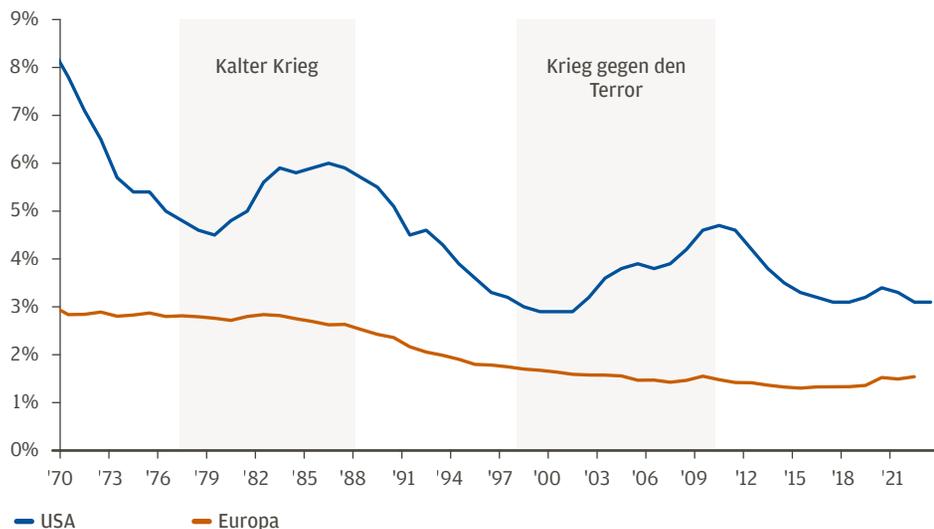
## Verteidigung

Trotz der stetigen Zunahme globaler Konflikte bewegen sich die US-Verteidigungsausgaben gemessen am BIP auf dem niedrigsten Stand seit dem Zweiten Weltkrieg. Nur zwölf NATO-Länder halten derzeit ihre zugesagten Verteidigungsausgaben ein; sieben weitere werden ihre Ausgaben in diesem Jahr voraussichtlich erhöhen. Wir erwarten, dass sich der jahrzehntelange Abwärtstrend in den Verteidigungsetats umkehren wird.

Gleichzeitig müssen sich Regierungen, Unternehmen und Privathaushalte vor Cyberbedrohungen schützen. Verstöße gegen die Cybersicherheit ereignen sich mittlerweile fast täglich, und mit der Häufigkeit der Angriffe steigen auch die damit verbundenen Schäden. Die durchschnittlichen Kosten eines einzelnen Datenverstoßes sind von 3,62 Mio. US-Dollar im Jahr 2017 auf 4,45 Mio. US-Dollar im Jahr 2023 angewachsen – ein Anstieg von 23%. Sowohl Regierungen als auch Unternehmen werden ihre Investitionen in die Cybersicherheit weiter erhöhen müssen. In den Technologiebudgets der Unternehmen machen diese Ausgaben bereits einen Anteil von 12% aus, der im Laufe des Jahrzehnts aber voraussichtlich noch steigen wird.

### Geopolitische Risiken haben jahrzehntelange Investitionszyklen im Verteidigungsbereich ausgelöst

US-Verteidigungsausgaben in % des BIP



Quellen: U.S. Congressional Budget Office, Weltbank, Haver Analytics. Stand der Daten: Dezember 2023.

## Lieferketten

Man könnte argumentieren, dass der Handelskrieg zwischen den USA und China, der 2018 begann, der Auftakt zu stärker koordinierten politischen Bemühungen war, den Welthandel zu beeinflussen und die Versorgung mit kritischen Gütern und Rohstoffen von China abzukoppeln.

Während der Pandemie erschwerte die Instabilität der Lieferketten die Betriebsabläufe der Unternehmen und trug zur Steigerung der Inflation bei. Heute sind die Lieferketten wesentlich widerstandsfähiger. Zum Teil kam ihre Neuausrichtung nach der Pandemie Ländern wie Mexiko, Vietnam und Indien zugute. Dennoch liegt der Fokus der politischen Entscheidungsträger weiterhin auf den Bezugsquellen von Gütern, die für die nationale Sicherheit von entscheidender Bedeutung sind.

Insbesondere China ist mit über 165 Mrd. US-Dollar pro Jahr noch immer der größte Exporteur hochtechnologischer Produkte in die USA. Wir rechnen im Zusammenhang mit hochentwickelten Technologieprodukten weiterhin mit Handelskonflikten, die zu weitreichenden Zöllen und zusätzlichen Nachteilen für Chinesische Unternehmen führen könnten.

Darüber hinaus werden die Regierungen wahrscheinlich auch in Zukunft auf Anreize für die heimische Produktion von Gütern wie Halbleitern und Batterien setzen. Der zu diesem Zweck geschaffene Inflation Reduction Act (IRA) hat in den USA bereits einen sprunghaften Anstieg der Bautätigkeit für neue Produktionsanlagen in der verarbeitenden Industrie ausgelöst.





## Energie

Die russische Invasion in der Ukraine hat die europäische Erdgasversorgung beeinträchtigt, und die Energiewende erfordert Investitionen in die heimische Produktion erneuerbarer Energien. Wir gehen davon aus, dass sich die Ausgaben für saubere Energietechnologien bis 2030 auf 4,6 Bio. US-Dollar mehr als verdoppeln werden. Sowohl die Energieinfrastruktur (z. B. Kraftwerke und Energiespeicher) als auch der Transport (z. B. Pipelines, Flüssigerdgastanker) werden weiterhin neue Investitionen anziehen.

In Verbindung mit dem Inflation Reduction Act und der KI-Revolution ist dieser Trend ein gutes Zeichen für heimische Vermögenswerte im Bereich Infrastruktur, Energie und Stromerzeugung. Seit Verabschiedung des IRA belaufen sich die angekündigten Investitionen in saubere Energie in den USA auf 473 Mrd. US-Dollar – das entspricht ungefähr 152 neuen (oder erweiterten) Produktionsanlagen für Solarmodule, Windräder und Batterien.

Wie bei KI erfordern Investitionen in diese Bereiche eine Kombination aus Allokationen über öffentliche Märkte und Private Equity. Dabei handelt es sich, wie bereits erläutert, um langfristige, strategische Anlagetrends, die einen geduldigen Kapitaleinsatz erfordern.

FAZIT

---

# *Geopolitische Fragilität,* **wirtschaftliche Stärke.**

Trotz der hartnäckigen Inflation sind die übrigen Markt- und Makrovariablen in den Industrieländern bemerkenswert solide. Die Unternehmen haben die höheren Zinsen gut verkraftet. Die Gewinne dürften weiter steigen. An den Arbeitsmärkten herrscht ein angemessenes Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage.

Die Märkte dürften dank der robusten Weltwirtschaft eine erneute Dynamik entwickeln. Wir gehen davon aus, dass globale Aktien die Portfoliorenditen im Laufe des Jahres weiter antreiben werden. Wenn das globale Wachstum ins Stocken gerät, können Anleihen als Portfolioanker dienen. Anlegerinnen und Anleger sollten darauf vertrauen, dass die Vermögenswerte ihren Zweck in einem langfristig ausgerichteten, zielorientierten Anlageportfolio erfüllen können.

Eine starke Wirtschaft in einer fragilen Welt. Im Großen und Ganzen blicken Anlegerinnen und Anleger in der zweiten Jahreshälfte 2024 einem gesunden Umfeld entgegen.

---

# Globale Perspektiven

WIR BELEUCHTEN DREI BEREICHE MIT CHANCEN FÜR GLOBALE INVESTOREN:

---

**01** Die Unternehmen kaufen Aktien zurück, der Konsum ist robust – die europäische Wirtschaft schlägt ein neues Kapitel auf.

---

**02** Lateinamerika liefert wichtige Rohstoffe für Energiewende und Digitalisierung – und Investoren können auf mehrfache Weise davon profitieren.

---

**03** Dank überwundener Deflation und Unternehmensreformen bieten japanische Aktien eine attraktive Anlagemöglichkeit.

---

Wir glauben, dass sich die globale Aktienrally 2024 auf neue Regionen (über die USA hinaus) und Marktkapitalisierungen (jenseits der beliebten Mega Caps) ausdehnen wird.



# Europa

Die europäische Wirtschaft schlägt ein neues Kapitel auf

---

Auf dem Höhepunkt der globalen Finanzkrise und der Staatsschuldenkrise einige Jahre später haben viele europäische Unternehmen ihre Dividenden drastisch gekürzt. Die Aktionäre waren nicht erfreut, konnten jedoch nicht viel dagegen tun. Zeitsprung bis Anfang 2024: Europäische Kreditgeber und Unternehmen kamen branchenübergreifend zu dem Schluss, dass ihre Bilanzen solide genug seien, um Kapital an die Anteilseigner auszuschütten.

Machen wir uns nichts vor: Die europäische Wirtschaft schlägt ein neues Kapitel auf. Die Unternehmen sind wesentlich aktionärsfreundlicher geworden. Der entscheidende Beweis, wichtiger noch als steigende Dividenden: Die Unternehmen kaufen ihre Aktien zurück. Rückkäufe sind seit Langem ein Merkmal der US-Märkte und haben im Laufe der Jahre zur Outperformance von US-Aktien beigetragen. In Europa ist diese Praxis dagegen traditionell weitaus weniger verbreitet. Zugleich hat die Nettoemission europäischer Aktien einen negativen Wert erreicht, was den Anteilseignern ebenfalls zugutekommt.

Der Trend zu einer aktionärsfreundlichen Unternehmensführung – von den Marktteilnehmern bislang unterschätzt – geht mit einer Verbesserung der wirtschaftlichen Fundamentaldaten in der Eurozone einher. Der Konsum ist robust und wird durch steigende Löhne begünstigt. Die Aussichten für die Unternehmensgewinne sind positiv. Auch das Zinsniveau dürfte sich verringern und Verbrauchern wie Unternehmen einen gewissen Rückenwind verschaffen. Bis Jahresende wird die Europäische Zentralbank (EZB) wahrscheinlich mehr Zinssenkungen vorgenommen haben als die Fed.

Somit deutet alles auf ein günstiges Umfeld für europäische Aktien hin. Es bekräftigt zudem unsere Einschätzung, dass sich die globale Aktienrally im Jahr 2024 auf neue

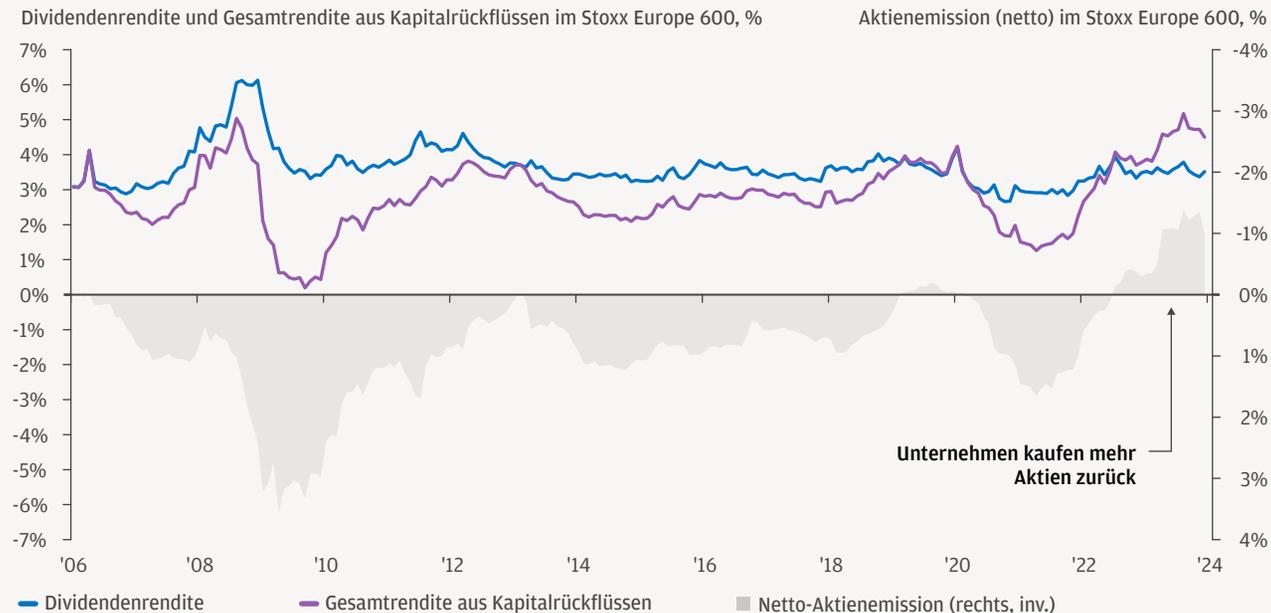
Regionen (über die USA hinaus) und Marktkapitalisierungen (jenseits der beliebten Mega Caps) ausdehnen wird.

Natürlich haben sich optimistische Prognosen für Europa in der Vergangenheit als falsch erwiesen, da europäische Aktien die Erwartungen nicht erfüllen konnten. Aus strukturellen und konjunkturellen Gründen sind wir jedoch der Ansicht, dass sich die europäischen Märkte an einem Wendepunkt befinden. Eine aktionärsfreundliche Unternehmensführung stellt einen grundlegenden Strukturwandel dar. Da zudem die zyklischen Sektoren an den europäischen Märkten dominieren, könnte ein prozyklischer Impuls wie eine Zinssenkung bei Anlegerinnen und Anlegern neues Interesse an der Region wecken.

## Strukturwandel: Aktionärsfreundliche Unternehmen

Ein Diagramm veranschaulicht die Quintessenz dieses Strukturwandels:

### Traditionsbruch: Aktienrückkäufe nehmen zu



Quellen: Datastream, Haver Analytics, Goldman Sachs Investment Research, J.P. Morgan. Stand der Daten: 29. Februar 2024.



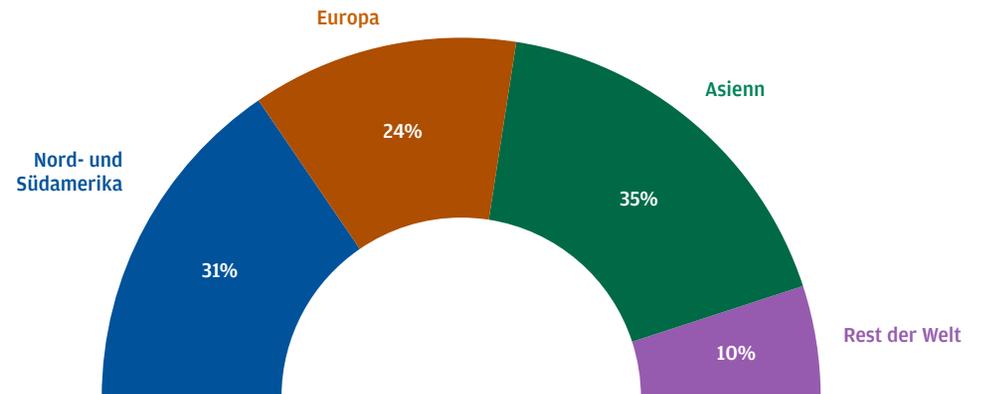
Jahrzehntlang hatten europäische Unternehmen mit einem schleppenden Wirtschaftswachstum und schwachen Bilanzen zu kämpfen und waren noch dazu auf einen fragilen Bankensektor angewiesen. Jahr für Jahr wurden Aktien emittiert, während Unternehmen und Märkte praktisch eine Krise nach der anderen bewältigen mussten. Viele globale Anlegerinnen und Anleger haben ihre Allokation in Europa daraufhin reduziert. Oft haben sie seitdem nicht zurückgeschaut.

In den letzten Quartalen haben die Investoren die aktionärsfreundliche Neuausrichtung jedoch zu schätzen gelernt. (Ein ähnlicher Wandel vollzieht sich gerade in Japan, wie wir in den *Globalen Perspektiven* erläutern.)

Aus Sicht eines Investors signalisiert ein Aktienrückkauf die Zuversicht im Unternehmen sowie die Übereinstimmung der Interessen von Management und Aktionären. Da sich durch die Rückkäufe die Anzahl der Aktien auf dem Markt verringert, entsteht für die Anleger ein günstigeres Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage.

Schließlich dürften die Anlegerinnen und Anleger zunehmend erkennen, dass führende europäische Unternehmen – die „nationalen Champions“ der Region – eine wahrhaft globale Kundenbasis bedienen. Sie profitieren in der Regel von einer Weltwirtschaft, die das höhere Zinsumfeld besser verkraftet hat, als viele erwartet hatten. Wir glauben, dass die europäische Wirtschaft auch im kommenden Jahr robust bleiben wird.

Europas „nationale Champions“ profitieren von einem globalen Kundenstamm  
Umsatzverteilung der nationalen Champions in Europa nach Region (2023)



Quellen: Unternehmensberichte, Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan. Stand der Daten: 31. Dezember 2023.  
Anmerkung: Zu den nationalen Champions in Europa zählen Safran, Schneider Electric, LVMH, Hermès, Ferrari, Novo Nordisk und ASML.

## Die Wirtschaft wächst - und mit ihr die Reallöhne

Bessere wirtschaftliche Fundamentaldaten bieten über Branchen und Unternehmen hinweg das Potenzial für ein stärkeres Wirtschaftswachstum und somit auch für steigende Umsätze und Gewinne.

Das BIP der Eurozone wuchs im ersten Quartal um 0,5% zum Vorjahr, nachdem es im zweiten Halbjahr 2023 im Wesentlichen stagniert hatte. Der Gesamteinkaufsmanagerindex (EMI) für den Euroraum stieg im März auf 50,3 und lag damit zum ersten Mal seit Mai 2023 im Expansionsbereich.<sup>12</sup> Wir gehen davon aus, dass sich das Wachstum in der Eurozone bis Ende 2024 in Richtung 1% beschleunigen wird.

Darüber hinaus wird ein Reallohnwachstum von fast 2% sowohl der Wirtschaft als auch den Unternehmensgewinnen zugutekommen. Das ist ein deutlicher Anstieg gegenüber -6% vor einem Jahr und fast doppelt so hoch wie der Durchschnittswert vor der Pandemie. Die Verbraucherinnen und Verbraucher verdienen gutes Geld.

Zu guter Letzt stellen wir fest, dass die Belastung durch restriktivere Finanzierungs- und Kreditbedingungen nachlässt. In der jüngsten Kreditumfrage der EZB sank die Nettoanzahl der Banken mit strengeren Vergaberichtlinien erstmals seit vier Jahren auf null.

Wir sind uns der Risiken für unseren Ausblick bewusst. Die Konkurrenz Chinesischer Hersteller stellt für europäische Unternehmen eine erhebliche Bedrohung dar. Der Chinesische Elektroautohersteller BYD beispielsweise könnte zu einem harten Konkurrenten für die deutschen Autobauer werden.

Hinzu kommen die geopolitischen Risiken. Russlands Einmarsch in die Ukraine und die anschließende Energiekrise haben die Risiken einer Abhängigkeit Europas von Energieimporten verschärft. Der Konflikt im Roten Meer hat die Schifffahrtswege beeinträchtigt und damit zu höheren Kosten für Energierohstoffe geführt.



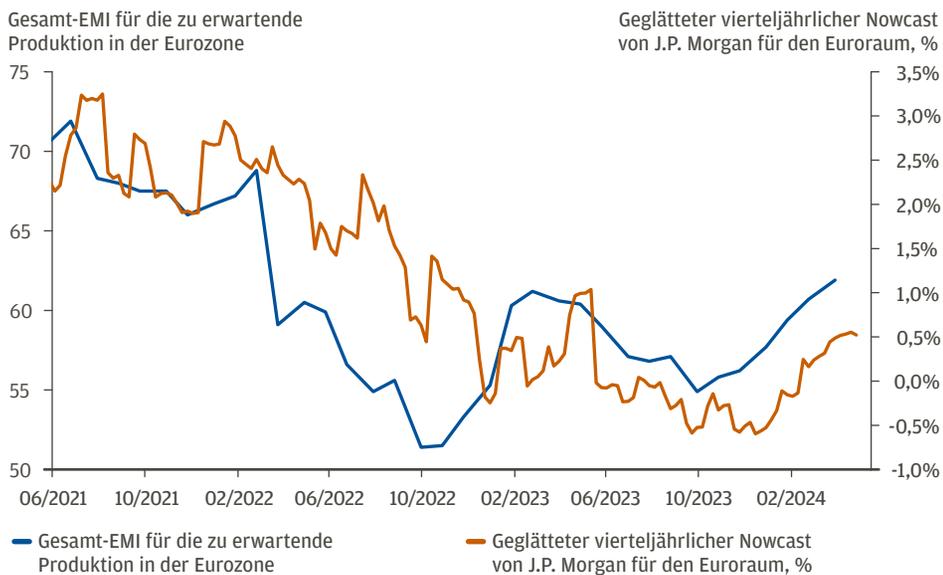
Ein Reallohnwachstum von fast 2% wird der Wirtschaft und den Unternehmensgewinnen zugutekommen.

Das ist ein deutlicher Anstieg gegenüber -6% vor einem Jahr und fast doppelt so hoch wie der Durchschnittswert vor der Pandemie.



Da der Nahe Osten etwa ein Drittel der weltweiten Ölproduktion ausmacht, könnten eskalierende Spannungen in der Region eine destabilisierende Wirkung entfalten. Insbesondere ein gestörter Öltransport in der so wichtigen Straße von Hormus hätte möglicherweise einen Anstieg der Ölpreise und der allgemeinen Inflation zur Folge. Es bestehen weiterhin Bedenken, ob die Region ihre Energieversorgung unabhängig von ausländischem Öl diversifizieren kann, zumal es den europäischen Autoherstellern schwerfällt, ihre Elektrofahrzeuge zu wettbewerbsfähigen Preisen zu verkaufen.

### Die europäischen Wachstumsgrundlagen dürften sich verbessern



Quellen: J.P. Morgan, S&P Global, Bloomberg Finance L.P. Stand der Daten: April 2024. Anmerkung: Der geglättete vierteljährliche Nowcast von J.P. Morgan analysiert alle makroökonomischen Daten eines Landes, um ein annualisiertes vierteljährliches BIP-Wachstum zu ermitteln.

### Eine Ausweitung der Aktienrally

Mit einer Übergewichtung von US-Aktien sind Anlegerinnen und Anleger schon seit einiger Zeit gut gefahren. Wir sind der Meinung, dass dieser Ansatz langfristig weiterhin sinnvoll ist. Mit der Ausweitung der Aktienrally auf neue Regionen bieten jedoch insbesondere die verbesserten wirtschaftlichen Fundamentaldaten und die aktionärsfreundliche Unternehmensführung in der Eurozone das Potenzial für attraktive Renditen, und zwar sowohl im Jahr 2024 als auch darüber hinaus. Investoren sollten dies berücksichtigen.





# Latein- amerika

Starke Nachfrage, knappes Angebot:  
Gewinne mit kritischen Rohstoffen erzielen

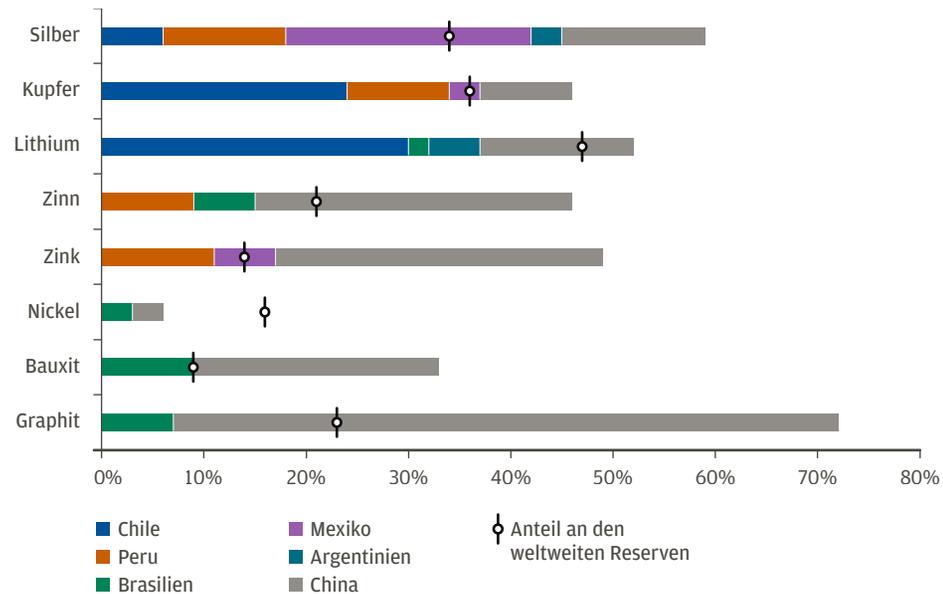
Besitzer von Elektrofahrzeugen (EV) kennen das Problem: Sie suchen angespannt nach einer Ladestation in der Nähe und haben nicht viel Zeit. Möglicherweise ist ihnen auch klar, dass Lithium, ein Schlüsselement in der Herstellung von Batterien für Elektrofahrzeuge, zur Mangelware geworden ist.

Folgendes ist dagegen weniger bekannt: Eine Vielzahl unterschiedlicher Rohstoffe, die für die Energiewende und Digitalisierung (einschließlich der Verbreitung von KI) und für die Sicherheit im Allgemeinen (nationale Sicherheit, Cybersicherheit, Energiesicherheit) von entscheidender Bedeutung sind, konzentriert sich auf eine Handvoll Länder Lateinamerikas.

Chile und Peru produzieren 40% des weltweiten Kupferangebots, währen Chile und Argentinien 32% des weltweiten Lithiums beisteuern. Die Nachfrage nach unentbehrlichen Rohstoffen (vor allem Kupfer, Lithium, Kobalt und Nickel) ist enorm und wächst stetig, während das Angebot relativ knapp ist.

### Wenige Länder kontrollieren einen beträchtlichen Teil wichtiger Mineralreserven

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



Quellen: Mineral Commodity Summaries, US-Innenministerium, U.S. Geological Survey. Anmerkung: Die Zahlen sind geschätzt. Stand der Daten: 31. Dezember 2022.

Die dominante Rolle Lateinamerikas hat weitreichende Auswirkungen auf die Anlagestrategie. Das Spektrum der Anlagemöglichkeiten reicht von ausländischen Direktinvestitionen über die Aktien globaler Bergbaugiganten bis hin zu börsennotierten Unternehmen, die von der wirtschaftlichen Aktivität in der Region profitieren.

Lateinamerika macht sich seine natürlichen Ressourcen schon seit langem zunutze, und der Bergbau nimmt in den Handelsbilanzen seiner größten Länder eine herausragende Stellung ein. Wir glauben, dass die langfristigen Chancen, die mit der Digitalisierung und der Energiewende einhergehen, auch das Potenzial für weiteres Exportwachstum erhöhen.



## Steigende Nachfrage

Kupfer und Lithium sind die vielleicht wichtigsten Rohstoffe für diese Transformation. Kupfer spielt eine Schlüsselrolle in Solar-, Wasser- und Windkraftsystemen. Im Bereich der künstlichen Intelligenz ist es sogar das Zünglein an der Waage: Ein KI-Rechenzentrum verbraucht laut einem aktuellen Bericht der J.P. Morgan Investment Bank dreimal so viel Strom wie ein herkömmliches Rechenzentrum und wird daher auch deutlich mehr Kupfer benötigen. Auch Lithium dürfte zunehmend gefragt sein, da es in Batterien für Elektrofahrzeuge und Energiespeichersysteme eine wichtige Funktion erfüllt (in einem durchschnittlichen Elektrofahrzeug werden 8,9 Kilogramm Lithium verbaut, eine beträchtliche Menge).<sup>13</sup>

In jedem Fall nimmt die Nachfrage nach wichtigen Rohstoffen rasant zu, eine Entwicklung, die sich im Zuge der Digitalisierung und Klimatransformation nur noch beschleunigen wird. Die Internationale Energieagentur (IEA) prognostiziert, dass sich der Stromverbrauch von Rechenzentren, KI und Kryptowährungen bis 2026 verdoppeln könnte. Laut Schätzungen der J.P. Morgan Investment Bank wird diese Wachstumsrate womöglich einen zusätzlichen Kupferbedarf von 3% mit sich bringen – also eine Steigerung von 3% über den aktuell erwarteten Nachfrageverlauf hinaus.

Die Energieagentur hat außerdem errechnet, dass die Lithiumnachfrage in einem Netto-Null-Szenario bis 2030 voraussichtlich ein Volumen von 717 Kilotonnen (kt) erreichen würde, bei einem Angebot von lediglich 485 kt.

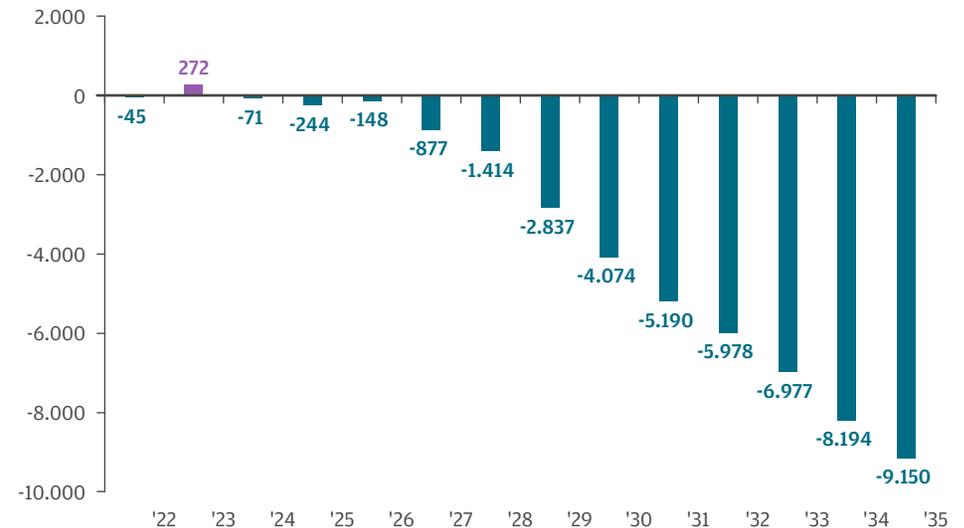
Insofern ist mit steigenden Preisen zu rechnen. BloombergNEF schätzt, dass sich die Kupferpreise bis 2027 um 20% verteuern könnten. Fortune Business Insights geht davon aus, dass der weltweite Lithiummarkt, der 2023 auf 22,2 Mrd. US-Dollar beziffert wurde, im Jahr 2024 auf 26,9 Mrd. US-Dollar und bis 2032 auf 134 Mrd. US-Dollar anwachsen wird.

## Knapperes Angebot

Die drängende Nachfrage wird das Problem eines ohnehin knappen Rohstoffangebots in den nächsten zehn Jahren voraussichtlich noch verschärfen.

Aus verschiedenen Gründen (darunter fehlende Infrastruktur, eine stärkere Nachfrage nach höherwertigen Raffinerieprodukten und politischer Widerstand gegen neue Projekte) ist die weltweite Produktion mehrerer wichtiger Mineralien zuletzt nur relativ langsam gewachsen.

### Steigende Kupfernachfrage steht begrenztem Angebot gegenüber Geschätztes Defizit im weltweiten Kupferangebot, kt



Quellen: J.P. Morgan, CRU, Wood Mackenzie, BGRIMM, Weltbank, OECD, Bloomberg New Energy Finance, Prognosen der Autohersteller, Regierungsbehörden, IA. Stand der Analyse: 20. April 2024.

13 IEA. Stand der Daten: März 2024.

## Fokus auf Sicherheit

Die Diskrepanz zwischen Angebot und Nachfrage wichtiger Rohstoffe verstärkt die Sicherheitsbedenken, sowohl in der Politik als auch in den Führungsetagen der Unternehmen. Bei 12 der 50 Mineralien, die das U.S. Geological Survey im Innenministerium als kritisch eingestuft hat, sind die USA beispielsweise zu 100% auf Importe angewiesen. Bei 29 weiteren beträgt die Abhängigkeit immerhin 50%. Im Jahr 2023 bezogen die USA den größten Teil dieser Mineralien aus China.

Die sichere Versorgung mit Lithium hat für Technologieunternehmen und Fahrzeughersteller in Asien, Europa und den USA mittlerweile hohe Priorität. Eine Konsequenz: Die Hersteller (die Abnehmer der Mineralien) haben strategische Allianzen und Joint Ventures mit den Bergbaukonzernen geschlossen, um zu gewährleisten, dass sie auf einen zuverlässigen und diversifizierten Stamm an Zulieferern zurückgreifen können.

Im Gegensatz zu Russland – ein weiterer wichtiger Rohstofflieferant für die Energiewende und die digitale Transformation – gilt Lateinamerika bei westlichen Käufern als „freundliches“ Territorium.

Außerdem werden die Hersteller durch Anreize im Rahmen des US-amerikanischen Inflation Reduction Act (IRA) dazu ermutigt, die Beschaffung kritischer Materialien bzw. die Montage von Komponenten in Nordamerika (einschließlich Mexiko) oder bei Freihandelspartnern vorzunehmen. Nach Angaben des mexikanischen Verbands der Automobilindustrie hat sich die Zahl der in Mexiko hergestellten Elektrofahrzeuge, die pro Jahr in die USA exportiert werden, von 2021 bis 2023 nahezu verdoppelt. Die Automobilhersteller profitieren dabei von der teilweisen steuerlichen Anrechnung im Rahmen des IRA, wenn diese Fahrzeuge in den USA verkauft werden.

## Konsequenzen für die Anlagestrategie

Der weltweite Bergbausektor bietet den wohl direktesten Zugang zu unentbehrlichen Rohstoffen für die Energie-, Digitalisierungs- und Sicherheitswende. Wir sind der Meinung, dass die Marktteilnehmer die Nachhaltigkeit der Gewinne und Cashflows von Bergbauunternehmen möglicherweise unterschätzen.

Als zyklischer Sektor könnte der Bergbau von einer Erholung der globalen Fertigungsindustrie sowie einer Stabilisierung der chinesischen Wirtschaft profitieren. Im verarbeitenden Gewerbe haben einige Bergbauunternehmen in lateinamerikanischen Ländern zudem Fortschritte erzielt, was die Reduzierung ihrer Kohlenstoffemissionen und die Eindämmung der Risiken aufgrund von Wasserknappheit angeht.

Globalen Anlegerinnen und Anlegern bieten die Aktienmärkte Lateinamerikas zurzeit solide Gewinne und attraktive Bewertungen, sowohl gegenüber anderen Märkten weltweit als auch im Vergleich zu ihrer eigenen Geschichte. Lateinamerikanische Aktien werden mit dem 9-fachen Kurs-Gewinn-Verhältnis für die nächsten zwölf Monate gehandelt, verglichen mit einem 10-Jahres-Durchschnitt von 12. Aktuell gilt Lateinamerika als die Region mit den weltweit günstigsten Aktienbewertungen.<sup>14</sup>

Darüber hinaus könnten lateinamerikanische Aktien vom Rückenwind der sinkenden Zinsen profitieren. Die Zentralbanken in Lateinamerika haben ihre Leitzinsen im Durchschnitt bereits um fast 200 Bp. gesenkt, weitere Zinsschritte von 300 Bp. könnten 2024 und 2025 folgen.

Ferner könnten steigende Exporte das Wirtschaftswachstum in der Region ankurbeln und die Gewinne lateinamerikanischer Unternehmen zusätzlich beflügeln.

Investoren können sich gezielt auf den globalen Bergbausektor oder die Kapitalmärkte im Allgemeinen fokussieren: Mit beiden Ansätzen stehen ihnen zahlreiche Möglichkeiten offen, um von der Rolle Lateinamerikas als Lieferant kritischer Rohstoffe für die Energiewende und Digitalisierung zu profitieren.

# Asien

## Japanische Aktien: Dieses Mal ist es anders

---

Viele Anlegerinnen und Anleger dachten, dieser Tag würde nie kommen. Doch nach Jahrzehnten der wirtschaftlichen Malaise kann Japan seine Deflationsspirale endlich überwinden, da die Inflation und das nominale Wirtschaftswachstum steigen. Gleichzeitig forcieren die Unternehmensreformen einen grundlegenden Wandel im Umgang mit den Aktionären. Neue Vorschriften zwingen die Unternehmen dazu, ihren Fokus auf die Verbesserung ihrer Effizienz und Rentabilität zu legen. Dies hat zur Folge, dass sie einen größeren Teil der Wertschöpfung an ihre Anteilseigner ausschütten als jemals zuvor.

Das makroökonomische Umfeld überzeugt. Während Chinas Wirtschaft weiterhin mit Gegenwind zu kämpfen hat und die allgemeine geopolitische Lage zunehmend angespannt erscheint, sticht Japan als Insel relativer Stabilität hervor. Das Land gehört zu den asiatischen Volkswirtschaften, die am wenigsten auf die chinesische Nachfrage angewiesen sind. Seine wirtschaftlichen Rahmenbedingungen verbessern sich, und die Politik wirkt unterstützend.

Strukturelle Veränderungen in der Corporate Governance und ein positiver Makroausblick machen japanische Aktien zu einer der interessantesten Anlagemöglichkeiten weltweit.



Den Investoren ist dies nicht entgangen. Im Jahr 2023 legte der Nikkei Index in lokaler Währung um 30% zu und übertraf damit nicht nur den S&P 500, sondern auch den Höchststand der japanischen Spekulationsblase von 1989. Unter Berücksichtigung der Währungsabwertung erzielten japanische Aktien in US-Dollar gerechnet immer noch eine Rendite von 22%.<sup>15</sup>

Dennoch halten globale Investoren auf relativer Basis weiterhin kaum japanische Titel. Mit einem geschätzten Anteil von etwa 4% an den weltweiten Aktienportfolios ist Japan im Vergleich zu globalen Aktienbenchmarks wie dem MSCI World Index nach wie vor untergewichtet. Wir glauben jedoch, dass diese untergewichtete Positionierung bald der Vergangenheit angehören könnte.

Hier sind drei wichtige Gründe, warum Anlegerinnen und Anleger eine Aufstockung ihrer Allokation in japanischen Aktien in Erwägung ziehen sollten.

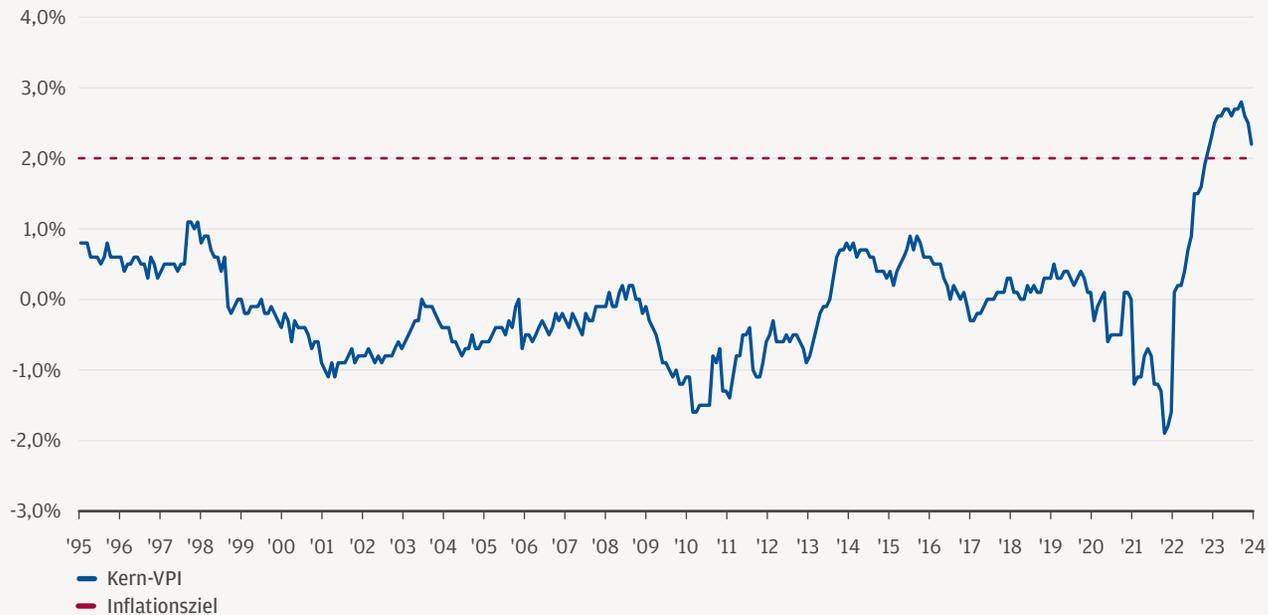
## Erfreuliche Inflation

Japan steht kurz davor, das zu überwinden, was wie eine fest verankerte Deflationsspirale aussah. Das ist keine geringe Leistung: Eine Deflation kann verheerende Auswirkungen auf eine Volkswirtschaft haben. Wenn Unternehmen und Verbraucher sinkende Preise erwarten, zögern sie ihre Ausgaben hinaus und die Konjunktur schwächt sich weiter ab. Dieses Schicksal hat Japan im Wesentlichen zwei Jahrzehnte lang zu schaffen gemacht.

Im Zuge der pandemiebedingten Engpässe schossen die Preise dann in die Höhe, und mit der Wiedereröffnung der japanischen Wirtschaft erhielt die Aktivität neue Impulse. In Japan sorgt die Inflation geradezu für frischen Wind – ein willkommenes Zeichen dafür, dass sich die Wirtschaft endlich normalisiert.

### Japans Inflation signalisiert endlich eine Normalisierung der Wirtschaft

Kern-VPI in Japan, in % zum Vorjahr



Quellen: Japanisches Ministerium für Innere Angelegenheiten und Kommunikation, Haver Analytics. Stand der Daten: April 2024.

<sup>15</sup> Bloomberg Finance L.P. Stand der Daten: 31. Dezember 2023.

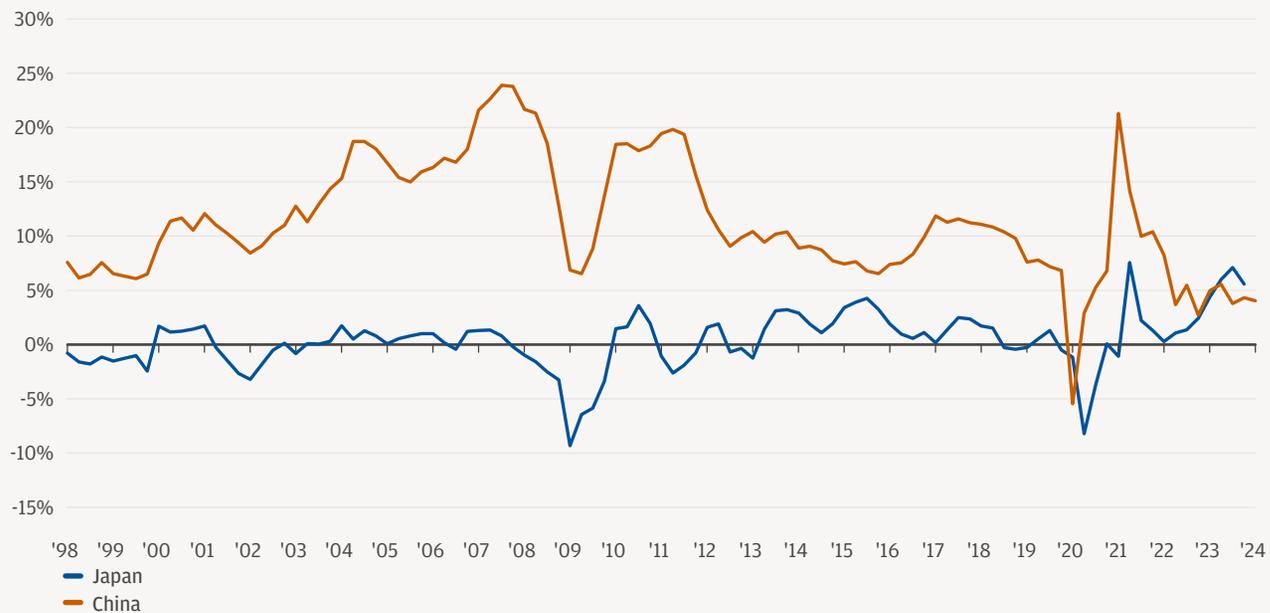
Die wirtschaftliche Normalisierung führt zu einem positiven Kreislauf aus steigenden Gewinnen, Löhnen, Immobilienpreisen und – insbesondere – einer Verbesserung des Verbraucher- und Marktvertrauens. Höhere Preise führen zu höheren Umsätzen, was wiederum höhere Löhne zur Folge hat. Diese positive Rückkopplung kann Jahrzehnte der Stagnation umkehren.

Ein Beispiel für diesen Strukturwandel: Japan hat zum ersten Mal seit über 30 Jahren ein höheres nominales Wachstum verzeichnet als China.

Wenn sich Japans Wirtschaft normalisiert und für die chinesische Volkswirtschaft eine Phase mit strukturell schwächerem Wachstum und geringerer Inflation anbricht, könnte sich die Wachstumslücke zwischen den beiden asiatischen Ländern in Zukunft verringern.

### Japan verzeichnet erstmals seit über 30 Jahren ein höheres nominales Wachstum als China

Nominales BIP-Wachstum, in % zum Vorjahr



Quellen: Kabinettsbüro Japan, Nationale Statistikbehörde China, Haver Analytics. Stand der Daten: 1. Quartal 2024.

## Eine neue Ära der Corporate Governance

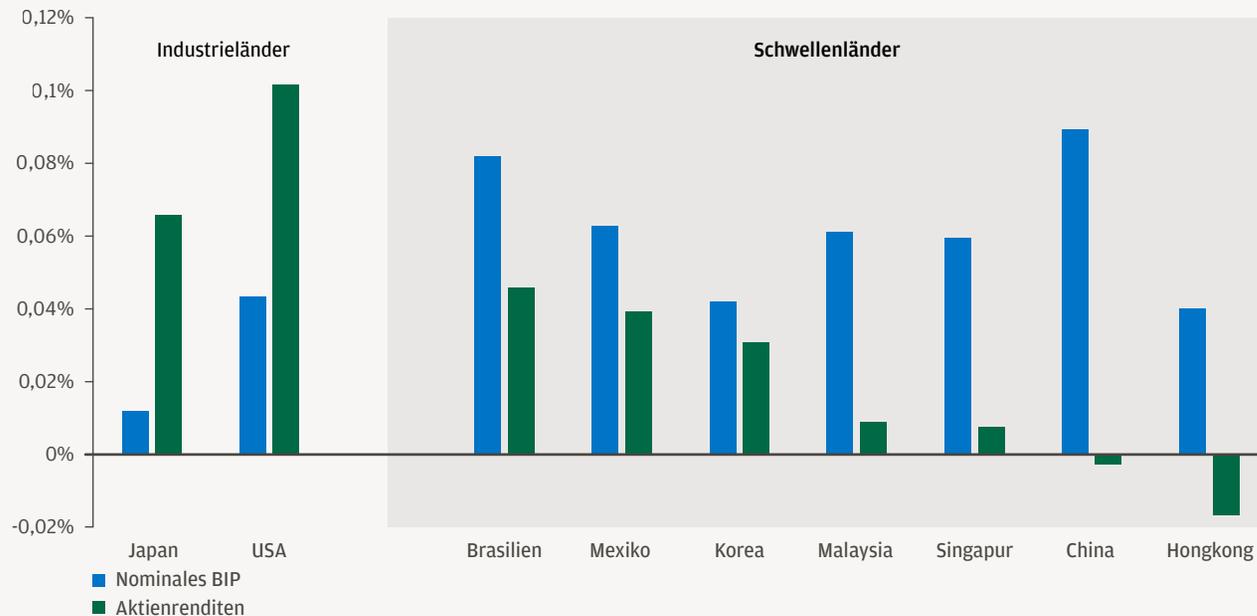
An den japanischen Kapitalmärkten vollzieht sich derzeit ein tiefgreifender Wandel. Durch die Reformen an der Tokioter Börse (TSE) sind japanische Unternehmen gezwungen, ein grundsätzlich anderes Verhältnis zwischen Konzernen und ihren Aktionären aufzubauen. Das Ziel: Eine Verbesserung der Corporate Governance und letztlich auch der Aktionärsrenditen.

Ebenso wie der Übergang von der Deflation zur Reflation bedeutende Auswirkungen auf die Wirtschaft haben kann, können Reformen zur Verbesserung der Unternehmensführung beträchtlichen Einfluss auf die Aktionärsrenditen

haben. Nehmen Sie die Beziehung zwischen Wirtschaftswachstum und Unternehmensgewinnen. In vielen Volkswirtschaften mit schwacher Corporate Governance hinken die Gewinne dem Wirtschaftswachstum oft erheblich hinterher. Die Unternehmen können den Shareholder Value verwässern, indem sie mehr Aktien ausgeben, mehr unnötige Ausgaben tätigen oder auf andere Weise geschäftliche Entscheidungen treffen, die den Gewinn je Aktie schmälern. Infolgedessen sind die Aktionärsrenditen in vielen Schwellenländern trotz eines jahrelangen hohen Wirtschaftswachstums hinter den Industrieländern zurückgeblieben.

### Aktieninvestoren müssen den Zusammenhang zwischen Wirtschaftswachstum und Unternehmensgewinnen berücksichtigen

Annualisiertes nominales BIP-Wachstum ggü. Kursrenditen im lokalen Aktienindex, Lokalwährung, %, 2009-2023



Quellen: Nationale Quellen, Bloomberg Finance L.P., Haver Analytics. Stand der Daten: 4. Quartal 2023.

Amerikanische Unternehmen sind ein gutes Beispiel. Die US-Wirtschaft ist in den letzten zehn Jahren langsamer gewachsen als viele andere große Volkswirtschaften. Dennoch haben die Unternehmensgewinne (und damit die Renditen) das Wirtschaftswachstum deutlich übertroffen. Ein wesentlicher Grund besteht darin, dass US-Unternehmen eine wirtschaftliche Wertschöpfung anstreben und diese dann an die Anteilseigner zurückgeben möchten (wobei es natürlich nennenswerte Ausnahmen gibt). Die Corporate Governance erklärt größtenteils, warum die Aktionärsrenditen von US-Unternehmen bislang weit über den Renditen in schneller wachsenden Volkswirtschaften lagen.

Japanische Unternehmen nähern sich mittlerweile dem US-Modell an. Die von der Tokioter Börse umgesetzten Reformen verändern die Unternehmenskultur, sodass sich japanische Firmen zwangsläufig vermehrt auf die Rentabilität konzentrieren müssen. Das Ergebnis: Die Gewinne japanischer Unternehmen, die sich zuletzt bereits besser entwickelt haben als die Wirtschaft insgesamt, werden voraussichtlich noch weiter zulegen und mit einem Plus von etwa 11–13% in diesem Jahr die Spitzenposition unter den Industrieländern einnehmen. Dies deutet auf ein erhebliches Aufwärtspotenzial der japanischen Aktienkurse hin.

## Lieferketten und Geopolitik

---

Japan nimmt in Asien eine Sonderstellung ein. Denn das Land:

- gehört zu den Volkswirtschaften, die am wenigsten auf die Nachfrage aus China angewiesen sind
- ist ein wichtiger Akteur in der Lieferkette für Halbleiter
- profitiert davon, dass ausländische Unternehmen versuchen, ihre Lieferketten zu stärken

Nach Angaben des japanischen Finanzministeriums hat Japan für die Jahre 2021 bis 2023 Investitionen von 4 Bio. Yen in die Halbleiter- und Digitalindustrie veranschlagt. Dies entspricht einem größeren Anteil des BIP im Vergleich zu den Bemühungen der USA, ihre eigene heimische Halbleiterversorgung auszubauen.

Der Halbleiterhersteller TSMC veranschaulicht das Thema der Lieferketten. Da das Unternehmen seine Fertigung außerhalb Taiwans diversifizieren möchte, kündigte es den geplanten Bau eines Werks in den USA an. Während das Projekt unter

zahlreichen Verzögerungen litt, hat TSMC eine neue Fabrik in Japan gebaut, die nun vollständig in Betrieb ist. Dank dieses Erfolgs hat das Unternehmen seine Pläne für eine weitere Expansion in Japan bekannt gegeben.

Auf geopolitischer Ebene scheint Japan gut aufgestellt zu sein, um einige der bevorstehenden Turbulenzen zu meistern. Angesichts der Gefahr zunehmender Handelskonflikte unter einer neuen US-Regierung, der Rolle Japans als Verbündeter der USA und seiner entscheidenden Funktion in der globalen Lieferkette glauben wir, dass Japan einen klaren wirtschaftlichen Kurs verfolgen kann. Allerdings ist das Land in seiner Energieversorgung weitestgehend auf Importe angewiesen, was sich als problematisch erweisen könnte, wenn die Ölpreise steigen.

## Fazit

---

Trotz der jüngsten Rally japanischer Aktien gehen wir davon aus, dass die Transformationsprozesse, die sich in der Wirtschaft und an den Märkten des Landes vollziehen, auch in Zukunft neue Anlagenechanzen hervorbringen können. Aus unserer Sicht spiegeln die Aktienkurse noch nicht das volle Potenzial des Marktes wider. Obwohl japanische Aktien zuletzt im Mittelfeld ihrer Bewertungen der letzten 15 Jahre gehandelt wurden, sind sie in der weltweiten Positionierung weiterhin untergewichtet. Wir glauben, dass die Bewertungskennzahlen steigen könnten, sobald die globalen Investoren die aktuellen Strukturveränderungen zu schätzen wissen.

Gewiss haben sich optimistische Prognosen in der Vergangenheit als falsch erwiesen. Wir sind uns des Risikos bewusst, dass der Erfolgszyklus der japanischen Wirtschaft ins Stocken geraten könnte, bevor er richtig in Gang gekommen ist. Doch nach Jahrzehnten der wirtschaftlichen Malaise und der weitgehenden Ignoranz der globalen Anleger gegenüber den Aktienmärkten sind die Aussichten unserer Ansicht nach gut. Es ist an der Zeit, den Investment Case für Japan neu zu überdenken.

# Unsere Mission

---

Die Global Investment Strategy Group bietet branchenführende Einblicke und Anlageberatung, um unseren Kundinnen und Kunden bei der Realisierung ihrer langfristigen Ziele zu helfen. Die Gruppe stützt sich auf das umfassende Wissen und die Erfahrung ihrer Ökonomen, Anlagestrategen und Anlageklassenexperten, um eine einzigartige Perspektive auf die globalen Finanzmärkte zu bieten.

Es wird nicht gewährleistet, dass einzelne oder alle Mitglieder im Unternehmen verbleiben oder dass die Wertentwicklung der Vergangenheit bzw. frühere Erfolge einzelner Fachkräfte ein Indikator für künftige Erfolge sind.

## EXECUTIVE SPONSORS

### **Clay Erwin**

Global Head of Investments Sales & Trading

### **Russell Budnick**

Global Head of Market Strategy and Trading

### **Grace Peters**

Global Head of Investment Strategy

## 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**

Head of Market Intelligence

### **Aaron Goldstein**

Head of Digital Investment Strategy

### **Stephen Jury**

Global Commodity Strategist

### **Tom Kennedy**

Chief Investment Strategist

### **Jacob Manoukian**

Head of U.S. Investment Strategy

### **Kristin Kallergis Rowland**

Global Head of Alternative Investments

### **Joe Seydl**

Senior Markets Economist

### **Xavier Vegas**

Global Head of Credit Strategy

### **Alex Wolf**

Head of Asia Investment Strategy

### **Erik Wytenus**

Head of EMEA Investment Strategy

### **Samuel Zief**

Head of Global FX Strategy

## WICHTIGE INFORMATIONEN

Sämtliche Markt- und Wirtschaftsdaten entsprechen dem Stand vom Dezember 2023 und wurden von Bloomberg Finance L.P. und FactSet bezogen (soweit nicht anders angegeben).

Die präsentierten Informationen sollen keine Werturteile über das bevorzugte Ergebnis einer Regierungsentscheidung oder politischen Wahl abgeben.

Alle genannten Unternehmen dienen nur zur Veranschaulichung und sind in diesem Kontext nicht als Empfehlung oder Befürwortung seitens J.P. Morgan zu verstehen.

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Ihrer Information über ausgewählte Produkte und Dienstleistungen, die vom Bereich Wealth Management von J.P. Morgan, welcher ein Teil von JPMorgan Chase & Co. („J.P. Morgan“) ist, angeboten werden. Die beschriebenen Produkte und Dienstleistungen sowie die damit verbundenen Gebühren, Kosten und Zinssätze können sich gemäß den geltenden Kontovereinbarungen ändern und je nach geografischem Standort abweichen. Nicht alle Produkte und Dienstleistungen werden an allen Standorten angeboten. Wenn Sie eine Person mit einer Behinderung sind und zusätzliche Unterstützung benötigen, um auf diese Unterlagen zuzugreifen, wenden Sie sich bitte an Ihren Kundenberater bei J.P. Morgan oder schicken Sie uns eine E-Mail unter [accessibility.support@jpmorgan.com](mailto:accessibility.support@jpmorgan.com). Bitte lesen Sie diese wichtigen Hinweise sorgfältig durch.

Direkte Anlagen in einen Index sind nicht möglich.

## INDEXDEFINITIONEN

Der **Bloomberg US Agg Index** ist eine breit aufgestellte Flaggschiff-Benchmark, die den Markt für auf US-Dollar lautende festverzinsliche und steuerpflichtige Anleihen mit Investment-Grade-Rating abbildet. Der Index umfasst Staatsanleihen, staatsnahe und Unternehmensanleihen, MBS (festverzinsliche Pass-Throughs von staatlichen Emittenten), ABS und CMBS (staatliche und nicht-staatliche Emittenten).

Der **Bloomberg U.S. Municipal Index** bildet den Markt für langfristige, steuerbefreite Anleihen in US-Dollar ab. Der Index besteht in erster Linie aus vier Sektoren: Kommunalanleihen auf Ebene der US-Bundesstaaten und Kommunen, Revenue Bonds, versicherte Anleihen und vorzeitig zurückgezahlte Anleihen.

Die **Citi Economic Surprise Indices** messen Datenüberraschungen im Verhältnis zu den Markterwartungen. Ein positiver Wert bedeutet, dass die Datenveröffentlichungen besser ausfielen als erwartet, und ein negativer Wert bedeutet, dass die Datenveröffentlichungen schlechter ausfielen als erwartet.

Der **Verbraucherpreisindex (VPI)** misst die durchschnittlichen Veränderungen der Preise, die private Konsumenten für einen bestimmten Warenkorb aus Gütern und Dienstleistungen bezahlen.

Der **Kern-PCE** misst die Preise, die Menschen in den Estados Unidos oder diejenigen, die in ihrem Namen einkaufen, für Güter und Dienstleistungen zahlen. Nahrungsmittel und Energie werden aufgrund ihrer häufigen Preisschwankungen ausgeklammert, um die zugrunde liegende Inflation leichter erkennen zu können.

Der **Beschäftigungskostenindex (Employment Cost Index, ECI)** misst die Veränderung der Arbeitskosten pro Stunde, die von Arbeitgebern gezahlt werden. Der ECI verwendet einen festen „Korb“ von Arbeitskräften, um eine reine Kostenänderung zu ermitteln. Die Auswirkungen des Wechsels der Beschäftigten zwischen Berufen und Branchen werden dabei nicht berücksichtigt. Der Index bezieht sowohl die Kosten für Löhne und Gehälter als auch die Kosten für Sozialleistungen ein.

Der **MSCI Brazil Index** soll die Wertentwicklung der Large- und Mid-Cap-Segmente des brasilianischen Marktes abbilden.

Die **MSCI Developed Markets Small Cap Indices** bieten eine umfassende Darstellung dieses Größensegments, indem sie auf Unternehmen abzielen, die im Investable Market Index, jedoch nicht im Standard Index eines bestimmten entwickelten Marktes enthalten sind. Die Indizes beinhalten Stilindizes für Substanz- und Wachstumswerte sowie Branchenindizes, die auf dem Global Industry Classification Standard (GICS®) beruhen.

Der **MSCI EM Latin America Index** ist ein nach Streubesitz gewichteter Aktienindex. Der Index wurde am 31. Dezember 1987 mit einem Basiswert von 100 errichtet.

Der **MSCI Germany Index** ist ein nach Streubesitz gewichteter Aktienindex. Der Index wurde am 31. Dezember 1998 mit einem Basiswert von 100 errichtet.

Der **MSCI World Index** ist ein um den Streubesitz bereinigter und nach Marktkapitalisierung im SPX gewichteter Index, der die Aktienmarktentwicklung in den Industrieländern abbilden soll. Der Index besteht aus 23 Länderindizes von Industrieländern.

Der **Nikkei 225 Index** umfasst 225 Aktien, die aus inländischen Stammaktien der ersten Sektion der Tokioter Börse ausgewählt werden, ausgenommen ETFs, REITs, Vorzugsaktien, Tracking Stocks (Aktien, die an die Dividenden von Tochtergesellschaften gebunden sind) usw., die keine Stammaktien sind.

Der **S&P 500®** gilt weithin als der beste Einzelindikator für Large-Cap-Aktien in den Estados Unidos und dient als Grundlage für ein breites Spektrum von Anlageprodukten. Der Index umfasst 500 führende Unternehmen und deckt ungefähr 80% der verfügbaren Marktkapitalisierung ab.

## WICHTIGE RISIKEN

Der Preis von Beteiligungspapieren kann aufgrund der Veränderungen am breiten Markt oder der finanziellen Verhältnisse eines Unternehmens steigen oder fallen, was mitunter sehr schnell oder unerwartet geschehen kann. Beteiligungspapiere unterliegen dem „Aktienmarktrisiko“, d. h. die Aktienkurse können generell über einen kürzeren oder längeren Zeitraum sinken.

Investitionen in alternative Anlagestrategien sind spekulativ. Sie bergen häufig ein höheres Risiko als herkömmliche Anlagen. Hierzu gehören u. a. begrenzte Liquidität und eingeschränkte Transparenz sowie andere Faktoren. Solche Strategien sollten nur von erfahrenen Anlegerinnen und Anlegern in Betracht gezogen werden, die finanziell in der Lage sind, den vollständigen oder teilweisen Verlust der Vermögenswerte zu verkraften.

Private Investitionen unterliegen besonderen Risiken. Einzelpersonen müssen für eine Investition bestimmte Eignungsstandards erfüllen. Diese Informationen stellen weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Kaufangebots dar. Zur Erinnerung:

Hedge- (oder Dach-Hedge-), Private-Equity- und Immobilienfonds tätigen häufig gehebelte und andere spekulative Anlagen, die das Risiko eines Kapitalverlusts erhöhen können. Diese Anlagen können äußerst illiquide sein und sind den Investoren gegenüber nicht zu einer regelmäßigen Berichterstattung über Preise und Bewertungen verpflichtet. Sie weisen unter Umständen komplexe steuerliche Strukturen auf und die Weitergabe wichtiger Steuerinformationen erfolgt möglicherweise mit Verzögerung. Diese Anlagen unterliegen nicht den gleichen aufsichtsrechtlichen Anforderungen wie Investmentfonds, und sie erheben häufig hohe Gebühren. Darüber hinaus können sich im Zusammenhang mit dem Management und/oder dem Betrieb eines solchen Fonds Interessenkonflikte ergeben. Vollständige Informationen entnehmen Sie bitte dem jeweiligen Verkaufsprospekt. Die Bereitstellung der Wertpapiere erfolgt durch J.P. Morgan Securities LLC, Mitglied der FINRA und SIPC, sowie deren Broker-Dealer-Tochtergesellschaften.

Rohstoffanlagen können eine größere Volatilität aufweisen als Anlagen in traditionelle Wertpapiere. Der Wert von Rohstoffen kann durch Veränderungen der allgemeinen Marktbewegungen, die Volatilität von Rohstoffindizes, Zinsänderungen oder Faktoren, die sich auf eine bestimmte Branche oder einen bestimmten Rohstoff auswirken, wie Dürre, Überschwemmungen, Wetterbedingungen, Tierseuchen, Embargos, Zölle und internationale wirtschaftliche, politische und regulatorische Entwicklungen, beeinflusst werden. In Rohstoffe zu investieren, bietet die Chance auf höhere Erträge, birgt aber auch ein höheres Verlustrisiko.

Anleihen unterliegen den Zins-, Bonitäts- und Ausfallrisiken des Emittenten. Die Kurse von Anleihen fallen normalerweise, wenn die Zinsen steigen.

Investoren sollten sich über die potenziellen Steuerverbindlichkeiten im Zusammenhang mit dem Kauf einer Kommunalanleihe im Klaren sein. Einige Kommunalanleihen werden auf Bundesebene besteuert, wenn der Inhaber der Mindestbesteuerung („Alternative Minimum Tax“, AMT) unterliegt. Kapitalerträge werden auf Bundesebene besteuert. Anleger sollten beachten, dass Erträge aus steuerfreien Kommunalanleihenfonds auf Ebene der einzelnen Bundesstaaten und auf Kommunalebene besteuert werden können und möglicherweise der „Alternative Minimum Tax“ (AMT) unterliegen.

Anlagen in Vorzugspapiere weisen sowohl Merkmale von Aktien als auch von Anleihen auf. Vorzugspapiere sind in der Regel langfristige Wertpapiere mit Rückkaufschutz, die in der Kapitalstruktur zwischen Fremd- und Eigenkapital angesiedelt sind. Vorzugspapiere sind mit verschiedenen Risiken und Überlegungen verbunden, darunter: das Konzentrationsrisiko, das Zinsrisiko, niedrigere Bonitätsratings als einzelne Anleihen, ein geringerer Anspruch auf Vermögenswerte als bei einzelnen Anleihen eines Unternehmens, höhere Renditen aufgrund dieser Risikomerkmale und „kündbare“ Eigenschaften, d. h. das emittierende Unternehmen kann die Aktie nach einem bestimmten Datum zu einem bestimmten Preis zurückkaufen.

Unternehmen mit geringer Kapitalisierung weisen in der Regel ein höheres Risiko auf als etablierte „Blue Chips“ oder Standardwerte, da kleinere Unternehmen einem höheren Grad an Marktvolatilität ausgesetzt sein können als die meisten Large-Cap- und/oder Blue-Chip-Unternehmen.

Internationale Anlagen sind unter Umständen nicht für alle Investoren geeignet. Sie sind mit einem höheren Risiko und mehr Volatilität verbunden. Änderungen der Wechselkurse sowie Bilanzierungs- und Steuerunterschiede außerhalb der Estados Unidos können die Rendite positiv oder negativ beeinflussen. Einige ausländische Märkte sind möglicherweise politisch und wirtschaftlich weniger stabil als die Estados Unidos oder andere Länder. Anlagen an den internationalen Märkten können stärkeren Schwankungen unterliegen.

Derivate können risikoreicher sein als andere Anlageformen, da sie mitunter empfindlicher auf Veränderungen der Wirtschafts- oder Marktbedingungen reagieren und zu Verlusten führen können, die den ursprünglich investierten Betrag erheblich übersteigen. Der Einsatz von Derivaten kann sich als erfolglos erweisen und zu Anlageverlusten führen, und die Kosten solcher Strategien können die Anlageerträge schmälern.

Die Steueroptimierung durch Verlustverrechnung (Tax Loss Harvesting) ist unter Umständen nicht für jeden geeignet. Wenn Sie in diesem Jahr nicht mit der Erzielung von Nettokapitalgewinnen rechnen, über Verlustvorträge verfügen, hinsichtlich der Abweichung von Ihrem Modellportfolio besorgt sind und/oder niedrigen Einkommensteuersätzen unterliegen bzw. über ein Konto mit nachgelagerter Besteuerung investieren, ist die steuerliche Verlustverrechnung für Ihr Konto möglicherweise nicht optimal. Sie sollten diese Thematik mit Ihrem Anlage- und Steuerberater besprechen.

Wenn Sie die Website eines Drittanbieters besuchen, rufen Sie möglicherweise eine ungesicherte Website auf, die eventuell andere Datenschutzrichtlinien und Sicherheitspraktiken aufweist als die Standards von J.P. Morgan. J.P. Morgan ist für etwaige Aspekte von verlinkten Websites Dritter nicht verantwortlich und kann diese weder kontrollieren noch befürworten oder garantieren. J.P. Morgan akzeptiert keine direkten oder Folgeschäden, die sich aus der Nutzung solcher Websites ergeben.

Alle genannten Unternehmen dienen nur zur Information und sind in diesem Kontext nicht als Empfehlung oder Befürwortung seitens J.P. Morgan zu verstehen.

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 Dienstleistungen 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 Dienstleistungen werden an allen Standorten angeboten. Wenn Sie eine Person mit einer Behinderung sind und zusätzliche Unterstützung beim Zugriff auf diese Unterlagen benötigen, wenden Sie sich bitte an Ihr Team bei J.P. Morgan oder senden Sie uns eine E-Mail an [accessibility.support@jpmorgan.com](mailto:accessibility.support@jpmorgan.com). **Bitte lesen Sie diese wichtigen Informationen sorgfältig durch.**

## ALLGEMEINE RISIKEN & ÜBERLEGUNGEN

Die hierin beschriebenen Einschätzungen, Strategien und Produkte eignen sich möglicherweise nicht für alle Anleger und können mit Risiken verbunden sein. **Die Anleger erhalten unter Umständen weniger als ihren ursprünglichen Anlagebetrag zurück, und die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Ergebnisse.** Die Anlageallokation 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. Anteilinhaberbetreuung, 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 („JPMS“)**, 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 Europaan 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** 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 Finanzinspektionen (schwedische Finanzmarktaufsicht) und ist bei der Finanzinspektionen 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. Der Inhalt dieses Dokuments wurde von keiner Aufsichtsbehörde in Hongkong, Singapur oder einer anderen Gerichtsbarkeit überprüft. Wir empfehlen Ihnen daher, dieses Dokument sorgfältig zu prüfen. Sollten Sie Fragen zum Inhalt dieses Dokuments haben, wenden Sie sich bitte an einen unabhängigen professionellen Berater. 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.

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.

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.

JPMorgan Chase Bank, N.A. (JPMCBNA) (ABN 43 074 112 011/AFS-Lizenz Nr.: 238367) wird von der Australian Securities and Investment Commission sowie der Australian Prudential Regulation Authority reguliert. Das von JPMCBNA in Australien zur Verfügung gestellte Material ist ausschließlich für „Wholesale-Kunden“ bestimmt. Für die Zwecke dieses Absatzes hat der Begriff „Wholesale-Kunde“ die in Abschnitt 761G des Corporations Act von 2001 (Cth) angegebene Bedeutung. Bitte informieren Sie uns, wenn Sie gegenwärtig oder zu einem zukünftigen Zeitpunkt kein Wholesale-Kunde mehr sind. JPMS ist ein eingetragenes ausländisches Unternehmen (Übersee) (ARBN 109293610) mit Geschäftssitz in Delaware, Estados Unidos.

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, das vom australischen Recht abweicht, von der SEC, der FINRA und der CFTC reguliert. Das von JPMS 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.

Dieses Material wurde nicht speziell für Anleger in Australien erstellt. Das Material:

- kann Hinweise auf Beträge in Dollar enthalten, die sich nicht auf australische Dollar beziehen;
- kann finanzielle Informationen enthalten, die nicht australischen Gesetzen oder Praktiken entsprechen;
- bezieht sich möglicherweise nicht auf Risiken, die mit Anlagen in Fremdwährung assoziiert sind; und
- bezieht sich nicht auf australische Steuerfragen.

© 2024 JPMorgan Chase & Co. Alle Rechte vorbehalten.

J.P.Morgan PRIVATE BANK