

2025

Themen des Jahres

Ausblick Auf den Stärken aufbauen

Weltweit expansive Geldpolitik

- Normalisierung der Leitzinsen
- USA und Japan vs. Schwellenländer
- Anhaltender Wohnungsmangel in den USA
- Produktivitätssteigerungen
- Erhöhtes Dealmaking

Kapitalinvestitionen

- KI: Boom oder Einbruch?
- Disruption im Gesundheitswesen
- Automatisierung und Robotik
- Ausbau der Strominfrastruktur
- Sicherheit neu definiert

Auswirkungen von Wahlen

- Was Trump 2.0 bedeutet
- Auslaufende Steuerregelungen
- Der Umgang mit der Zinsvolatilität
- Kartellrechtliches Risiko
- Anti-Establishment-Bewegung

Portfolioresilienz

- Der Vermögens-Check
- Nutzen aus Erträgen ziehen
- Schutz vor Inflation
- Neuausrichtung der Renditen
- Der Goldrausch

Investitionslandschaften

- Evergreen-Alternativen
- Sport und Streaming
- Das Weltraumrennen im 21. Jahrhundert
- Liability Management
- Neu konzipierte Städte



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



Während wir uns dem Jahresende nähern und auf 2025 blicken, bringt das wirtschaftliche Umfeld eine Mischung aus Chancen und Herausforderungen mit sich.

Die Weltwirtschaft hat zu einer konstruktiven Balance zwischen solidem Wachstum und nachlassender Inflation gefunden. Gleichzeitig gilt es, verschiedene geopolitische Faktoren zu berücksichtigen, darunter die weltweit steigende Staatsverschuldung. Die Wahlen in den USA sind vorbei, und die Märkte werden in den kommenden Monaten die zu erwartenden politischen Initiativen der neuen Regierung genau analysieren. Unsere erste Einschätzung: Wir könnten eine erhöhte Volatilität an den Anleihenmärkten und eine Erholung im Dealmaking beobachten.

Wenn wir auf 2024 zurückblicken, ein beeindruckendes Jahr für die Renditen risikoreicher Anlagen, stellen wir fest, dass unsere Marktprognosen im Allgemeinen belohnt wurden. Da unsere Kundinnen und Kunden hervorragend aufgestellt sind, um von der starken Wertentwicklung des vergangenen Jahres zu profitieren, möchten wir sie vor allem dabei unterstützen, auf dieser Stärke aufzubauen.

In unserem Ausblick auf 2025 erläutert unsere Global Investment Strategy Group, wie die Fortschritte bei künstlicher Intelligenz und Innovationen, die weltweite Lockerung der Geldpolitik und steigende Kapitalinvestitionen dazu beitragen können, sowohl Volkswirtschaften als auch Märkte weiter voranzutreiben. Wir sind überzeugt, dass Kundinnen und Kunden ihre Portfolios durch zusätzliche Diversifizierung und Erträge stärken können, um auf das sich verändernde wirtschaftliche Umfeld zu reagieren.

Unser oberstes Ziel besteht darin, resiliente Portfolios aufzubauen, die nicht nur mit unseren zentralen Markteinschätzungen übereinstimmen, sondern auch verschiedenen Risikoszenarien standhalten können.

Als Ihr vertrauenswürdiger Partner möchten wir unsere starken Beziehungen und unsere Expertise nutzen, um optimale Ergebnisse zu erzielen und Sie bei der Erreichung Ihrer Ziele zu unterstützen. Es ist uns eine Ehre, an Ihrer Seite zu stehen.

Mit freundlichen Grüßen

David Frame
CEO, U.S. Private Bank

Adam Tejpaul
CEO, International Private Bank

Zentrale Erkenntnisse

Wir glauben, dass folgende Themen 2025 im Mittelpunkt stehen werden:

- 01 **Weltweit expansive Geldpolitik**
Wir gehen davon aus, dass sich die Leitzinsen normalisieren und die Volkswirtschaften weiter wachsen werden.
- 02 **Beschleunigung der Kapitalinvestitionen**
Wir erwarten kontinuierliche Ausgaben für KI, Energie, Infrastruktur und Sicherheit.
- 03 **Die Auswirkungen von Wahlen verstehen**
In den USA rechnen wir mit weniger Regulierung, höheren Defiziten und mehr Zöllen.
- 04 **Erneuerung der Portfolioresilienz**
In den Portfolios liegt unser Schwerpunkt auf Erträgen und Sachwerten.
- 05 **Sich entwickelnde Investitionslandschaften**
Wir erwarten Chancen bei Evergreen-Alternativen, im Sport und in Städten.

Inhalt

Normalisierung der Leitzinsen
USA und Japan vor Schwellenländern und China
Anhaltender Wohnungsmangel in den USA
Produktivitätssteigerungen
Erhöhtes Dealmaking

KI: Boom oder Einbruch?
Disruption im Gesundheitswesen
Automatisierung und Robotik
Ausbau der Strominfrastruktur
Sicherheit neu definiert

Was Trump 2.0 bedeutet
Auslaufende Steuerregelungen
Der Umgang mit der Zinsvolatilität
Kartellrechtliches Risiko
Aufstieg der Anti-Establishment-Bewegungen

Der Vermögens-Check
Nutzen aus Erträgen ziehen
Schutz vor Inflation
Neuausrichtung der Renditen
Der Goldrausch

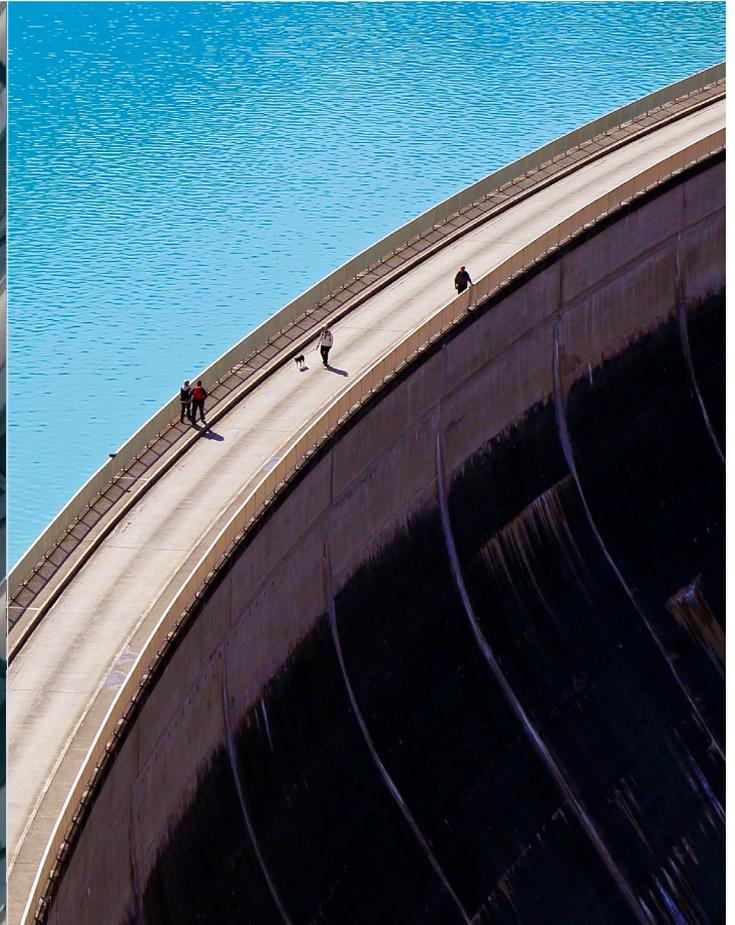
Evergreen-Alternativen
Sport und Streaming
Das Weltraumrennen im 21. Jahrhundert
Liability Management
Neu konzipierte Städte

Asien
Lateinamerika
Europa

Einführung

Im Jahr 2024 standen die makroökonomischen Sterne günstig und sorgten für eine außergewöhnliche Marktperformance. Die Inflation fiel auf ein erträgliches Niveau, das BIP-Wachstum erwies sich als robust, das Wachstum der Unternehmensgewinne beschleunigte sich und die Zentralbanken senkten die Leitzinsen. Globale Aktien erzielten eine Rendite von über 20%, während Anleihen zulegten. Globale Multi-Asset-Portfolios bauten auf ihrem Zugewinn von 16,5% aus dem Jahr 2023 auf und verzeichneten eine Gesamtrendite von 12,5%.

Hier ist die gute Nachricht, wenn Sie an Ihre Planung für 2025 denken: Sie können auf Ihren Stärken aufbauen. Die Marktgewinne des vergangenen Jahres bilden eine solide Grundlage und - was ebenso wichtig ist - ermöglichen die Flexibilität, unterschiedliche Ansätze und neue Perspektiven abzuwägen.



In unserem Ausblick auf 2025 stellen wir eine Reihe von Ideen vor – unsere Top 25 für 2025. Sie sollen Ihnen dabei helfen, sich auf das kommende Jahr vorzubereiten. Wir sind der Ansicht, dass fünf Schlüsselthemen die Märkte im Jahr 2025 bestimmen werden:

- **Weltweit expansive Geldpolitik**

Die Weltwirtschaft befindet sich in einem besseren Gleichgewicht. Dies ermöglicht es den Zentralbanken weltweit, die Zinsen zu senken und das Wirtschaftswachstum zu unterstützen. Sinkende Leitzinsen könnten sich überall bemerkbar machen, vom US-Wohnungsmarkt bis hin zur europäischen Produktivität. Wir beleuchten unter anderem folgende Fragen: Sollten sich Anleger an früheren Strategien für einen Lockerungszyklus orientieren und zyklische Vermögenswerte kaufen, etwa in den Schwellenländern? Wird das Dealmaking wieder Fahrt aufnehmen?

- **Beschleunigung der Kapitalinvestitionen**

Die politischen Entscheidungsträger konzentrieren sich auf die Wachstumsförderung, die Unternehmen sind dank sprudelnder Gewinne in Spendierlaune, und drei starke Trends erfordern enorme Kapitalspritzen: Künstliche Intelligenz (KI), Strom und Energie sowie Sicherheit. Wie lange wird es dauern, bis Roboter Teil unseres täglichen Lebens sind? Welcher Sektor ist am stärksten von der KI-Disruption betroffen?

- **Die Auswirkungen von Wahlen verstehen**

Nach den US-Wahlen im November wägen Anleger die künftige Entwicklung der Staatsverschuldung und Haushaltsdefizite ab und überlegen, was uns die Wahlergebnisse auf der ganzen Welt über die Macht der Anti-Establishment-Bewegungen sagen. Wie sind die Aussichten für die Steuerpolitik? Wird der Trend zu Kartellmaßnahmen anhalten?

- **Erneuerung der Portfolioresilienz**

Um den jüngsten Vermögensanstieg bei den Privathaushalten zu schützen und die zunehmende makroökonomische Volatilität zu bewältigen, brauchen Kundinnen und Kunden resiliente Portfolios. Dies könnte eine stärkere Konzentration auf Erträge, Renditen mit geringerer Korrelation zu Aktien und Anleihen sowie Strategien bedeuten, die Schutz vor Verlusten bieten, ohne auf potenzielle Erträge zu verzichten. Worauf sollten sich Anleger konzentrieren?

- **Sich entwickelnde Investitionslandschaften**

Das Jahr 2025 wird von neuen Grenzen in einer sich entwickelnden Investitionslandschaft geprägt sein. Darunter: Evergreen-Alternativen (Investmentfonds mit unbestimmter Laufzeit) und Sport-Investitionen. Wer gewinnt das Weltrennen des 21. Jahrhunderts? Wie verändert die „neue Normalität“ der Work-Life-Balance das Stadtbild?

Unser Ausblick 2025 untersucht die Dimensionen und Auswirkungen dieser Themen und zeigt, wie sie in Ihre eigene Planung sowohl bis Ende 2024 als auch für das gesamte Jahr 2025 einfließen könnten.

Ein Hinweis zur Vorsicht: Wir gehen nicht davon aus, dass sich die kräftigen Gewinne des vergangenen Jahres an den öffentlichen Märkten wiederholen werden. Die Bewertungen spiegeln bereits die wirtschaftlichen Bedingungen wider, von denen wir dachten, dass sie 2024 zu starken Erträgen führen würden. Der Wirtschaft scheint eine Soft Landing gelungen zu sein (die Rezessionsfixierung, wie wir sie nannten, ist verblasst) und die Inflation hat sich abgekühlt. Für 2025 lässt das Gleichgewicht zwischen Rückenwind (anhaltendes globales Wirtschaftswachstum, sinkende Zinsen, gesundes Gewinnwachstum) und Gegenwind (hohe Bewertungen, vor allem bei Large-Cap-Aktien in den USA, enge Spreads bei Investment-Grade- und Hochzinsanleihen, erhöhte makroökonomische Volatilität und fortwährende geopolitische Risiken) darauf schließen, dass die Portfoliorenditen wahrscheinlich besser abschneiden werden als Liquidität, aber auch wieder zu trendähnlichen Werten zurückkehren dürften.

Wir empfehlen Anlegern, auf eine ausgewogene Positionierung zwischen Angriff und Verteidigung, Aktien und Anleihen sowie Erträgen und Kapitalzuwachs zu achten. Private Equity könnte von wachsenden Kapitalinvestitionen und einer Erholung des Dealmaking profitieren, während Infrastruktur, Immobilien und andere reale Vermögenswerte sowohl vor geopolitischen Risiken als auch vor Inflationsgefahren schützen könnten. Unserer Meinung nach sollten Anleger in Erwägung ziehen, etwas Kapital verfügbar zu halten, um eventuell entstehende Chancen nutzen zu können.

Auf den folgenden Seiten erläutern wir einige dieser potenziellen Chancen.

Teil 01

Weltweit expansive Geldpolitik

Normalisierung der
Leitzinsen

USA und Japan vor
Schwellenländern
und China

Anhaltender
Wohnungsmangel in
den USA

Produktivitätssteigerungen

Erhöhtes Dealmaking



Wir glauben, dass 2025 das Jahr des globalen Lockerungszyklus sein wird. Dieser Gedanke liegt unseren ersten fünf Ideen zugrunde. Sinkende Leitzinsen werden ein trendmäßiges Wirtschaftswachstum in den USA und der Eurozone fördern, die Nachfrage jedoch nicht so stark ankurbeln, dass es zu einem erneuten Aufflammen der Inflation kommt. In China scheinen die politischen Entscheidungsträger entschlossen zu sein, für eine Stabilisierung des Wachstums zu sorgen, vor allem aufgrund der größeren Wahrscheinlichkeit höherer US-Zölle.



01

Normalisierung der Leitzinsen

2024 erhielten wir die Antwort auf die Frage: „Wann kommt die erste Zinssenkung?“ Das Jahr 2025 wird die Frage beantworten: „Wie tief könnten die Zinsen fallen?“

27 der 37 von uns beobachteten Zentralbanken weltweit senken derzeit ihre Leitzinsen, darunter alle Notenbanken der G10-Staaten mit Ausnahme Japans. Wir gehen davon aus, dass die Währungshüter die Zinsschraube weiter nach unten drehen werden. In den USA deuten die Bewertungen am Anleihenmarkt auf einen Lockerungszyklus hin, der im ersten Quartal 2026 mit einem Leitzins von etwa 3,5% endet. In Europa rechnen die Anleger damit, dass die Leitzinsen bis Ende 2025 unter 2% fallen werden. Wir haben wenig Anlass, der Einschätzung des Marktes zu widersprechen.

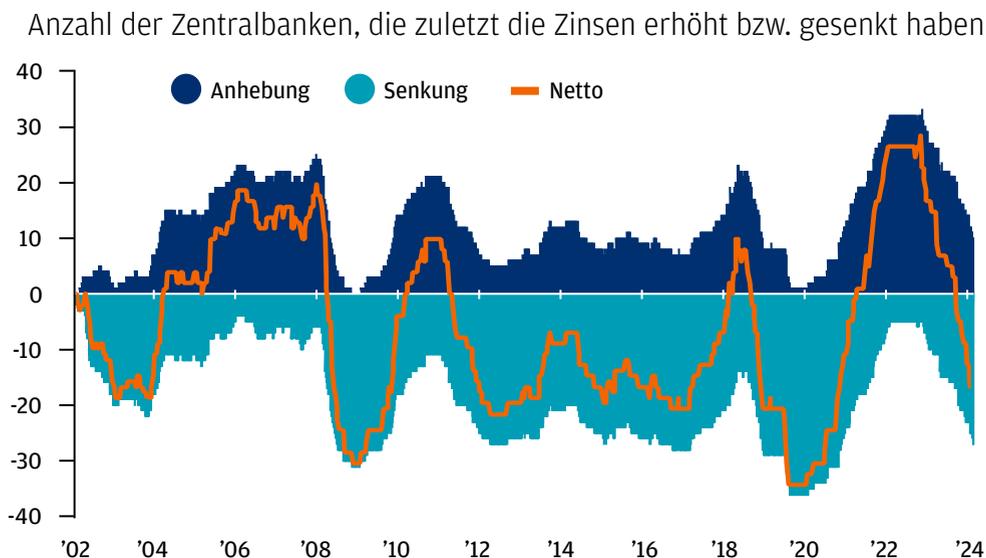
Trotz der Zinswende sind die Renditen längerfristiger Anleihen im vergangenen Jahr nur geringfügig gefallen. Festverzinsliche Wertpapiere bieten noch immer ein gewisses Ertragspotenzial – sogar in erheblichem Maße, falls es zu einem schwächeren Wachstum kommen sollte. Dies könnte insbesondere an den europäischen Märkten von Bedeutung sein, wo die Wachstumsaussichten schlechter sind als in den USA. Die laufenden Rendi-

ten sorgen zudem für Erträge. An den US-Märkten für Unternehmens- und Kommunalanleihen liegen die All-in-Renditen auf steueräquivalenter Basis nach wie vor deutlich über 5%.

Wie könnten sich die niedrigeren Leitzinsen auf die Wirtschaft auswirken? Im jüngsten Zyklus hatten die Zinserhöhungen erstaunlich wenig Einfluss auf die Gesamtwirtschaft. Zinssenkungen könnten daher einen ähnlich geringen Effekt haben. **Der globale Lockerungszyklus wird sich wahrscheinlich positiv auf das Wirtschaftswachstum und Risikoanlagen wie Aktien und Hochzinsanleihen auswirken. Wir gehen jedoch nicht davon aus, dass er zu einer Kreditexplosion führen wird, die das Wachstum und die Inflation über das Trendniveau hinaus erhöht.**

Der Markt für Gewerbeimmobilien könnte an einem Wendepunkt stehen. Außerdem sehen wir potenzielle Chancen für ein wachsendes Nettobetriebsergebnis bei Wohnimmobilien, Industrieliegenschaften und Immobilien im Energiebereich sowie spezialisierten Arbeitsbereichen (z. B. Biowissenschaften, Gesundheitswesen und Medien).

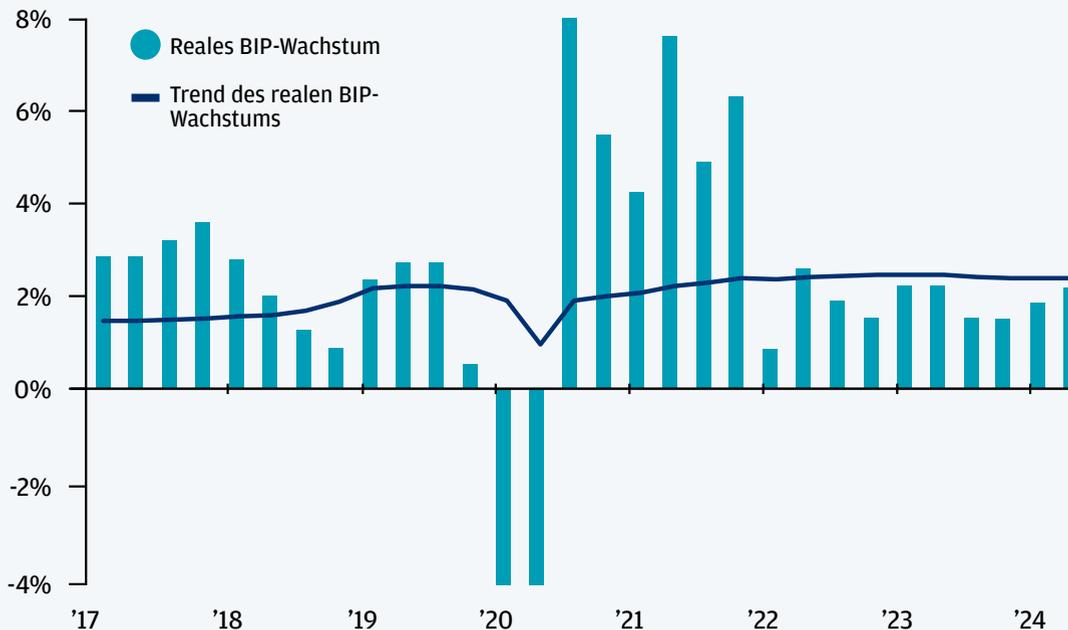
27 DER 37 VON UNS BEOBACHTETEN ZENTRALBANKEN SENKEN DERZEIT IHRE LEITZINSEN



Quellen: Einzelne Zentralbanken, FactSet. Stand der Daten: 25. Oktober 2024. Anmerkung: Diese Analyse umfasst 37 Zentralbanken.

VOLKSWIRTSCHAFTEN DER OECD WACHSEN WIEDER MIT TRENDÄHNLICHEM TEMPO

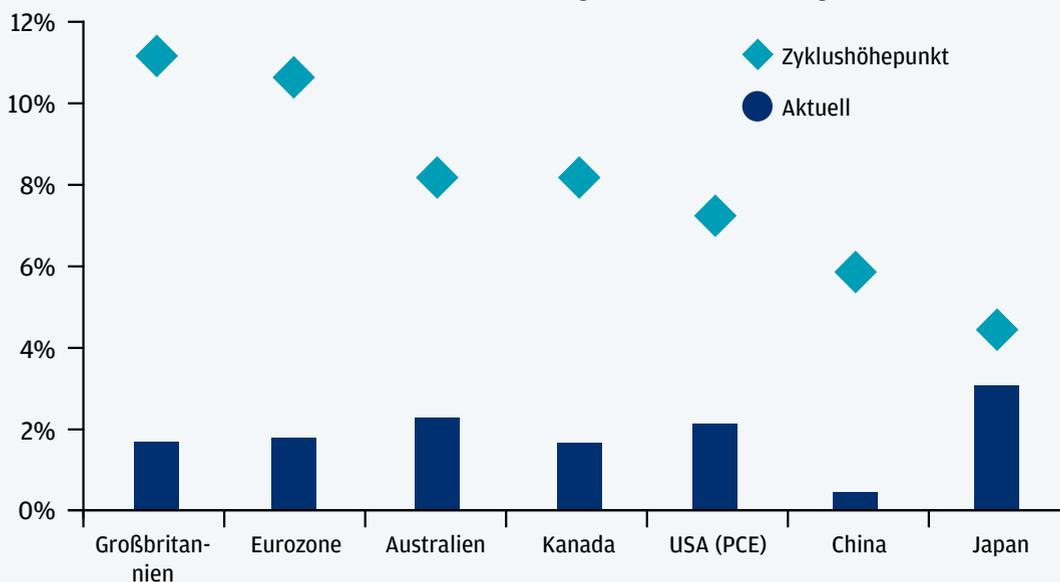
Reales BIP-Wachstum und Trend, vierteljährliche Rate in % (saisonbereinigt, annualisiert)



Quellen: OECD, Haver Analytics. Stand der Daten: 30. Juni 2024.

INFLATION ENTSPRICHT WIEDER DEM ZIELNIVEAU

Gesamtinflation im Jahresvergleich, Veränderung in %



Quellen: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Australisches Statistikamt, Bureau of Economic Analysis, Nationales Statistikamt Chinas, Haver Analytics. Stand der Daten: 30. September 2024.

02

USA und Japan vor Schwellenländern und China

Angesichts der lockeren Geldpolitik der globalen Zentralbanken könnten einige Anleger in Versuchung geraten, ihr Engagement in den Schwellenländern auszuweiten. In früheren Zinssenkungszyklen profitierten die Vermögenswerte der Schwellenländer von einem höheren Wachstum, vermehrten Kapitalflüssen und schwächeren Währungen, die die Exporte ankurbelten. Wir sind allerdings vorsichtiger. Wir gehen davon aus, dass Aktien der Industrieländer 2025 besser abschneiden werden als ihre Pendants aus Schwellenländern, wie dies in acht der letzten zehn Jahre der Fall war.

Die Volkswirtschaften der Schwellenländer stehen vor zahlreichen Herausforderungen. Das Wichtigste dabei ist, dass China mit einer Krise des Verbrauchervertrauens konfrontiert ist (die durch das kürzlich angekündigte Konjunkturpaket der Regierung nur etwas abgemildert wurde). Das Platzen der chinesischen Immobilienblase hat sich für Haushalte und Unternehmen als äußerst schmerzhaft erwiesen. Ein deutliches Zeichen der Skepsis: Die chinesischen Einzelhandelsumsätze liegen 16% unter ihrem Trend vor der Pandemie.¹ Hinzu kommt die Aussicht auf einen erneuten Handelskrieg mit den USA.

Allgemeiner ausgedrückt: Auch wenn Unternehmen in Schwellenländern hohe Umsätze und Gewinne erzielen, führt die Verwässerung der Aktionäre dazu, dass sich das BIP-Wachstum nicht in einem Wachstum des Gewinns je Aktie oder den Markterträgen niederschlägt. Auch die Volatilität der Gewinne und Währungsbewertungen beeinträchtigt die Kapitalvermehrung.

Die Aussichten für Aktien in den Industrieländern, insbesondere in den USA und Japan, sind wesentlich erfreulicher.

Die Gewinnmargen in den USA scheinen sich auf ihren historischen Höchstständen zu stabilisieren. In diesem Jahrzehnt haben die Unternehmen im S&P 500 fast 75% ihrer jährlichen

Gewinne in Form von Dividenden und Nettorückkäufen an die Aktionäre ausgeschüttet. In den 2000er Jahren lag dieser Anteil nur bei 50%.²

Zwar gibt die Konzentration des Index auf Big-Tech-Unternehmen nach wie vor Anlass zur Sorge (die zehn größten Unternehmen machen 36% der Marktkapitalisierung des S&P 500 aus, das ist der höchste Wert aller Zeiten). Im Jahr 2025 wird jedoch für jeden Sektor im S&P 500 ein positives Gewinnwachstum prognostiziert. Das war seit 2018 nicht mehr der Fall.³

Die Kombination aus starkem Gewinnwachstum und hohen Bewertungen am US-Markt für Large Caps könnte zu attraktiven Erträgen führen.

Unterdessen haben japanische Unternehmen in den letzten Jahren große Fortschritte bei der Verbesserung ihrer Corporate Governance und einer aktionärsfreundlicheren Politik gemacht. Die 2024 angekündigten Aktienrückkäufe haben den bisherigen Rekord um das Doppelte übertroffen.⁴ Dieser Trend sollte auch Private-Equity-Investoren in Japan zugutekommen.

Wir gehen zwar davon aus, dass sich Aktien aus Industrieländern im kommenden Jahr besser entwickeln werden als Aktien aus Schwellenländern. Dennoch sehen wir Taiwan, Indien, Indonesien und Mexiko als Regionen, die sowohl an den öffentlichen als auch an den privaten Märkten solide Erträge für die Aktionäre bieten könnten.

¹ Klein, M. C. (2024). Deeper Inside the Chinese Consumer Spending Data. The Overshoot.

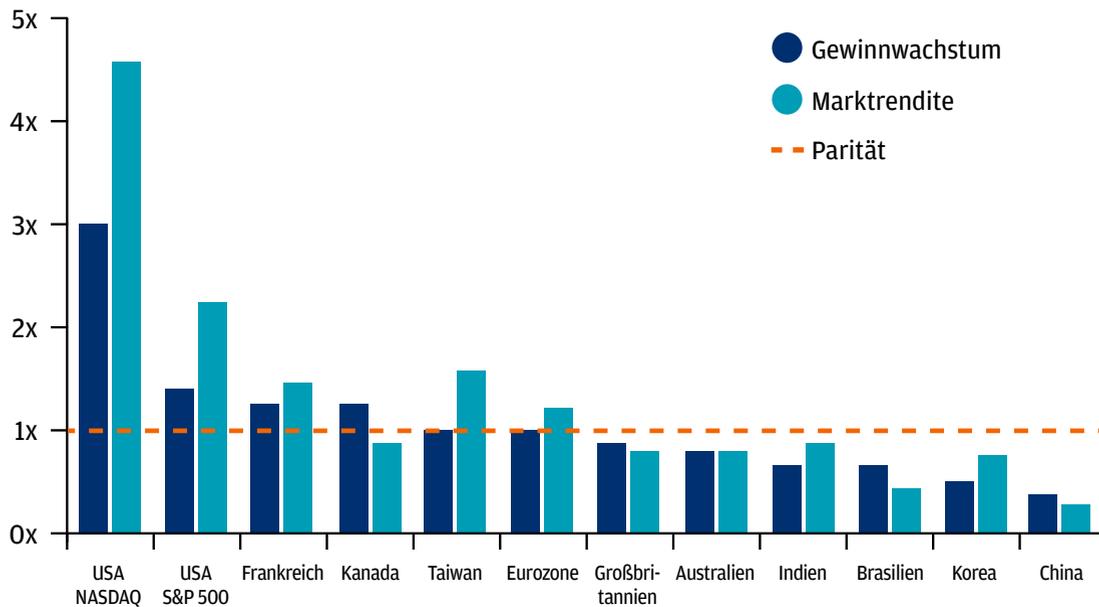
² Goldstein, M. L. und Zhao, L. (2024). Market Valuation: A Deal Breaker? Empirical Research Partners.

³ Kostin, D. J., Chavez, D., Snider, B., Hammond, R. und Ma, J. (2024). Updating our long term return forecast for U.S. equities to incorporate the current high level of market concentration. Goldman Sachs.

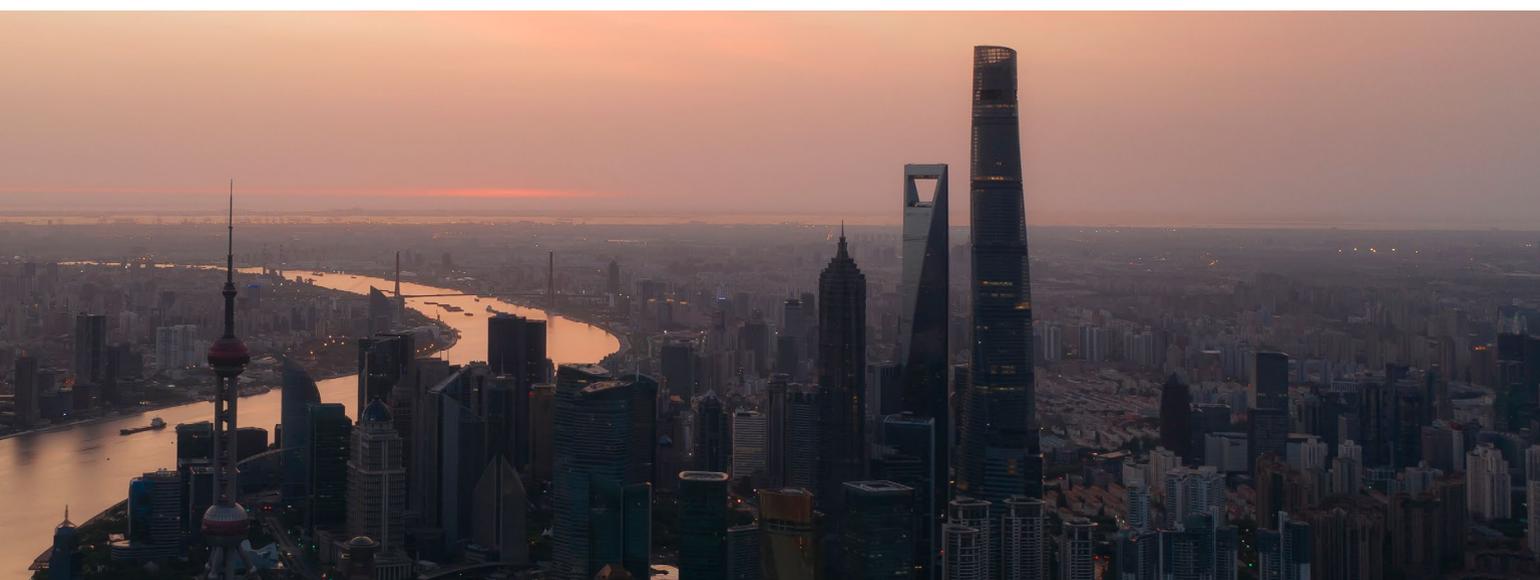
⁴ Goldman Sachs. Stand der Daten: 19. August 2024.

IN VIELEN WICHTIGEN SCHWELLENLÄNDERN HINKEN DIE GEWINNE UND RENDITEN DEM BIP-WACHSTUM HINTERHER

Gewinnwachstum und Marktrendite, Vielfaches des BIP-Wachstums von 2010 bis 2024



Quellen: Bloomberg Finance L.P., Michael Cembalest, J.P. Morgan Asset Management. Stand der Daten: 2024.
Anmerkung: Japan wurde aufgrund des rückläufigen BIP nicht berücksichtigt.





03 Anhaltender Wohnungsmangel in den USA

Niedrigere Hypothekenzinsen könnten zwar den Verkauf von Wohnimmobilien ankurbeln, werden aber nicht ausreichen, um den Besitz von Wohneigentum für genügend neue Käufer erschwinglich zu machen.

Die Nachfrage nach Wohnraum übersteigt das verfügbare Angebot bei weitem. Wir schätzen den Mangel an neuen Wohnimmobilien im Verhältnis zur Trendnachfrage der Privathaushalte auf 2 bis 2,5 Millionen Einheiten. Die Verkäufe bestehender Wohnobjekte - die derzeit 25% unter dem durchschnittlichen Niveau von 2017 bis 2019 liegen - werden vorerst nicht zunehmen. **Darüber hinaus bereiten die zunehmenden Schäden durch häufigere und extremere Wetterereignisse in Verbindung mit unzureichenden und unerschwinglichen Hochwasser- und Feuerversicherungen den Eigenheimkäufern wachsende Sorgen.**

Um die Erschwinglichkeit wieder auf das Niveau von 2019 zu bringen, müssten die Hypothekenzinsen von etwa 7% auf 3% sinken oder die Löhne müssten fast neun Jahre in Folge

im derzeitigen Tempo steigen. Bis die Erschwinglichkeit von Wohnraum wieder das Niveau vor der globalen Finanzkrise erreicht hat, könnte es in Orten wie San Diego und Denver bis zum Ende des Jahrzehnts dauern, in Las Vegas und Miami sogar noch länger.

Die Immobilienpreise könnten weiter steigen, wenn auch in moderatem Tempo. Die Dynamik der begrenzten Umschlagshäufigkeit bestehender Wohnobjekte und die langfristige Nachfrage nach Wohnraum verheißen Gutes für die operativen Margen der Bauunternehmen, die von 21% vor der Pandemie auf 26% gestiegen sind (im gleichen Zeitraum hat sich der Gewinn je Aktie nahezu verdreifacht). Für die größten Akteure bietet sich die Chance, Marktanteile zu gewinnen. Im Jahr 2025 erwarten wir ein anhaltendes Gewinnwachstum sowohl für große Bauunternehmen als auch für Immobilieninvestoren, die Einfamilienhäuser besitzen.

ES KÖNNTE VIELE JAHRE DAUERN, BIS WOHN EIGENTUM WIEDER ERSCHWINGLICH IST

Erwartete Wiederherstellung der Erschwinglichkeit von Wohneigentum basierend auf dem Median von 1991 bis 2006

Ballungszentrum	Wann die Erschwinglichkeit bei unveränderten Hypothekenzinsen wiederhergestellt ist	Wann die Erschwinglichkeit bei einem Rückgang der Hypothekenzinsen um 1% wiederhergestellt ist
Cleveland	Bereits wiederhergestellt	Bereits wiederhergestellt
Detroit	Bereits wiederhergestellt	Bereits wiederhergestellt
Minneapolis	Q4 2026	Q3 2025
Austin	Q1 2027	Q1 2026
Washington D.C.	Q2 2027	Q1 2026
Landesweit	Q3 2027	Q1 2026
Charlotte	Q4 2027	Q4 2026
San Francisco	Q4 2027	Q4 2026
Boston	Q2 2028	Q1 2027
Portland	Q3 2028	Q2 2027
Atlanta	Q1 2029	Q1 2028
San Diego	Q1 2029	Q1 2028
Dallas	Q2 2029	Q1 2028
New York	Q2 2029	Q2 2028
Phoenix	Q1 2030	Q1 2029
Seattle	Q1 2030	Q1 2029
Denver	Q2 2030	Q1 2029
Tampa	Q4 2030	Q4 2029
Las Vegas	Q3 2031	Q1 2030
Los Angeles	Q4 2032	Q4 2031
Miami	Q1 2035	Q1 2034

Quellen: Federal Home Loan Mortgage Corporation, National Association of Home Builders, National Association of Realtors, Haver Analytics. Stand der Daten: Dezember 2023.

Anmerkung: Die regionale Erschwinglichkeit wird auf der Grundlage des Medians der Eigenheimpreise der Region mit einer Anzahlung von 20% zum aktuellen 30-jährigen Festhypotheken-Zins von Freddie Mac berechnet. Um den Erschwinglichkeitsindex zu ermitteln, wird das mediane Familieneinkommen durch die jährliche Hypothekenzahlung dividiert. Die Prognose des medianen Familieneinkommens basiert auf dem vorherrschenden HP-bereinigten Einkommenswachstum im Jahresvergleich (Hodrick-Prescott Lambda = 500). Der Rückgang der Hypothekenzinsen um 1% wird mit 0,25% pro Quartal angenommen. Die Analyse geht von stabilen Immobilienpreisen aus.



04 Produktivitätssteigerungen

Die Lockerung der Geldpolitik durch die Europäische Zentralbank (EZB) dürfte das Wirtschaftswachstum stützen, aber die schwache Produktivität in Europa nicht verbessern. Die Arbeitsproduktivität in Europa liegt rund vier Prozentpunkte unter dem Wert, der vor der Pandemie prognostiziert wurde. Diese Lücke führt zu einem kumulierten Produktionsverlust von etwa 2,2 Bio. Euro seit 2019.

Dies steht im krassen Gegensatz zu den USA, wo die Erwartungen vor der Pandemie leicht übertroffen wurden.⁵

Wie lässt sich die schwache Produktivität in Europa erklären? Dafür gibt es mehrere Gründe: Europas Abhängigkeit von externen Energiequellen (die Erdgaspreise sind in Europa fast 30-mal höher als in den USA), sein weniger dynamischer Technologiesektor und seine weniger flexiblen Arbeitsmärkte.

Der vielleicht größte potenzielle Schub für die globale Produktivität in den nächsten zehn Jahren könnte von der künstlichen Intelligenz (KI) ausgehen, bei deren Erforschung und Investition US-Unternehmen derzeit einen deutlichen Vorsprung haben. Die privaten Investitionen in KI beliefen sich in den USA im Jahr 2023 auf fast 70 Mrd. US-Dollar. Im Vergleich dazu investierten Deutschland, Frankreich und Schweden jeweils weniger als 2 Mrd. US-Dollar.⁶

Wenn die durch KI erzielten Produktivitätssteigerungen anhalten, könnte dies das BIP-Wachstum ankurbeln, ohne die Inflation anzuheizen (und den Druck durch eine alternde Bevölkerung hilfreich abfedern). Die Aktienerträge könnten durch höhere Umsätze und Margen ebenfalls davon profitieren. Auch politisch könnte eine gesteigerte Produktivität dazu beitragen, dass die Haushaltsdefizite überschaubarer bleiben, da ein höheres Wirtschaftswachstum zu höheren Steuereinnahmen führt.

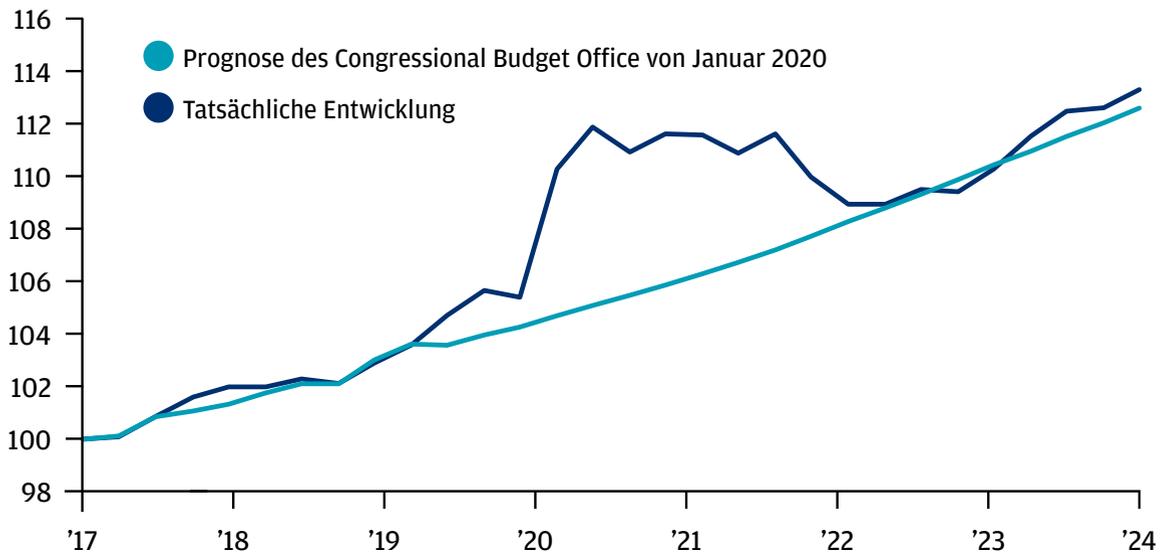
Die Produktivitätsprobleme in Europa bedeuten indes nicht, dass Anleger die führenden europäischen Unternehmen ignorieren sollten. Die 50 größten europäischen Firmen erwirtschafteten lediglich rund 40% ihrer Umsätze in Europa, und die nationalen Vorzeigeunternehmen in dieser Gruppe sind dominierende Global Player und Branchenführer. Dennoch geben wir US-Aktien im Jahr 2025 den Vorzug gegenüber europäischen Aktien.

⁵ Das relativ starke Produktivitätswachstum in den USA wurde vermutlich nicht durch KI bewirkt, zumindest noch nicht. Vielmehr könnte die Fluktuation auf dem Arbeitsmarkt in den Jahren 2021 und 2022 zu einer besseren Abstimmung zwischen den Fähigkeiten der Arbeitnehmer und den Anforderungen der Arbeitgeber geführt haben. Es ist durchaus realistisch, dass die Integration von KI-Technologie in den nächsten 20 Jahren zu einer kumulativen Produktivitätssteigerung von 17% führen könnte. [Mehr lesen](#)

⁶ Meeker, M. (2024). AI + Universities. BOND.

ANGENEHME ÜBERRASCHUNG: US-PRODUKTIVITÄT ÜBERTRIFFT ERWARTUNGEN

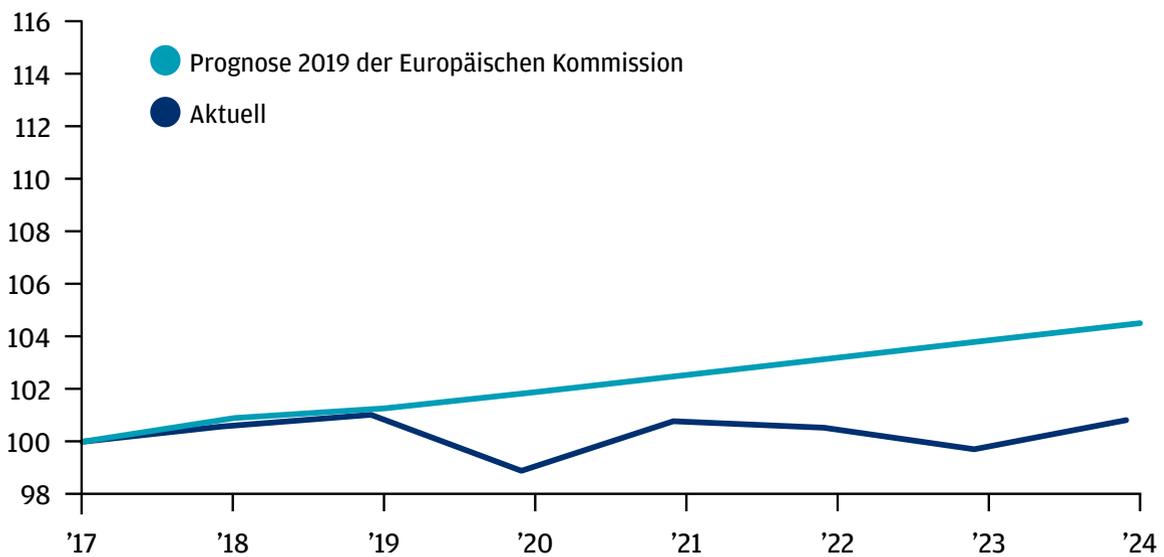
US-Arbeitsproduktivitätsindex, 100 = 2017



Quellen: Congressional Budget Office (CBO) und Bureau of Labor Statistics (BLS). Stand der Daten: 30. Juni 2024.

DIE PRODUKTIVITÄT IN DER EU HAT DIE NIEDRIGEN ERWARTUNGEN NICHT ERFÜLLT

Arbeitsproduktivitätsindex der Europäischen Union, 100 = 2017



Quelle: EU-Kommission. Stand der Daten: 1. Januar 2024.

05 Erhöhtes Dealmaking



DIE KAPITALMARKTLIQUIDITÄT BEGINNT SICH GERADE ERST ZU ERHOLEN

Volumen von Hochzinsanleihen, Leveraged Loans und Börsengängen der letzten 12 Monate in % des BIP



Quellen: J.P. Morgan, Bank of America, Bloomberg Finance L.P. Stand der Daten: 30. September 2024.
Anmerkung: Liquidität definiert als Börsengänge, Hochzinsanleihen und Leveraged-Loan-Emissionen.

Sinkende Zinsen und ein weniger restriktives regulatorisches Umfeld könnten dazu beitragen, die beginnende Erholung im Dealmaking aufrechtzuerhalten, das seit 2021 im Wesentlichen eingefroren war. Angesichts der Zinserhöhungen, Rezessionsrisiken und geopolitischer Spannungen blieben die Managementteams trotz starker Unternehmensgewinne verständlicherweise vorsichtig. Die Fusions- und Übernahmeaktivität ist derzeit auf dem niedrigsten Stand seit 2013.

Die eingeschränkte Liquidität des Kapitalmarkts war sowohl Ursache als auch Symptom des begrenzten Dealflows. **Auf der Suche nach Liquidität wenden sich Private-Equity-Investoren zunehmend den Sekundärmärkten zu, wo das Handelsvolumen ein Rekordniveau erreicht hat.** Auch im Private-Credit-Bereich sind neue Liquiditätsinstrumente entstanden, etwa Portfoliofinanzierungen (NAV-Kredite) und Rekapitalisierungen von Single-Asset-Transaktionen.

Inzwischen sind die Dealmaker jedoch zuversichtlicher. Die Leitzinsen sinken und die regulatorischen Rahmenbedingungen dürften in Zukunft günstiger sein.

Da eine ganze Reihe von Deals zur Abwicklung ansteht, sollte eine verstärkte private Kreditvergabe dazu beitragen, die Transaktionen anzukurbeln. Chancen bieten sich entlang der gesamten Kapitalstruktur. Transaktionen mit Private-Equity-Sponsoren werden weiterhin durch vorrangig besicherte Direktkredite finanziert. Unternehmen werden nachrangige und strukturierte Kapitallösungen einsetzen, um ihr strategisches Wachstum zu unterstützen, ihre Schuldenstruktur zu optimieren und Flexibilität bei den Zinszahlungen zu gewährleisten.

Wer wird voraussichtlich von einem besseren Umfeld für Dealmaker profitieren? Wall-Street-Banken, Private-Equity- und Kreditfirmen sowie private Unternehmer.

Teil 02

Beschleunigung der Kapitalinvestitionen

■
KI: Boom oder Einbruch?

Disruption im Gesundheitswesen

Automatisierung und Robotik

Ausbau der Strominfrastruktur

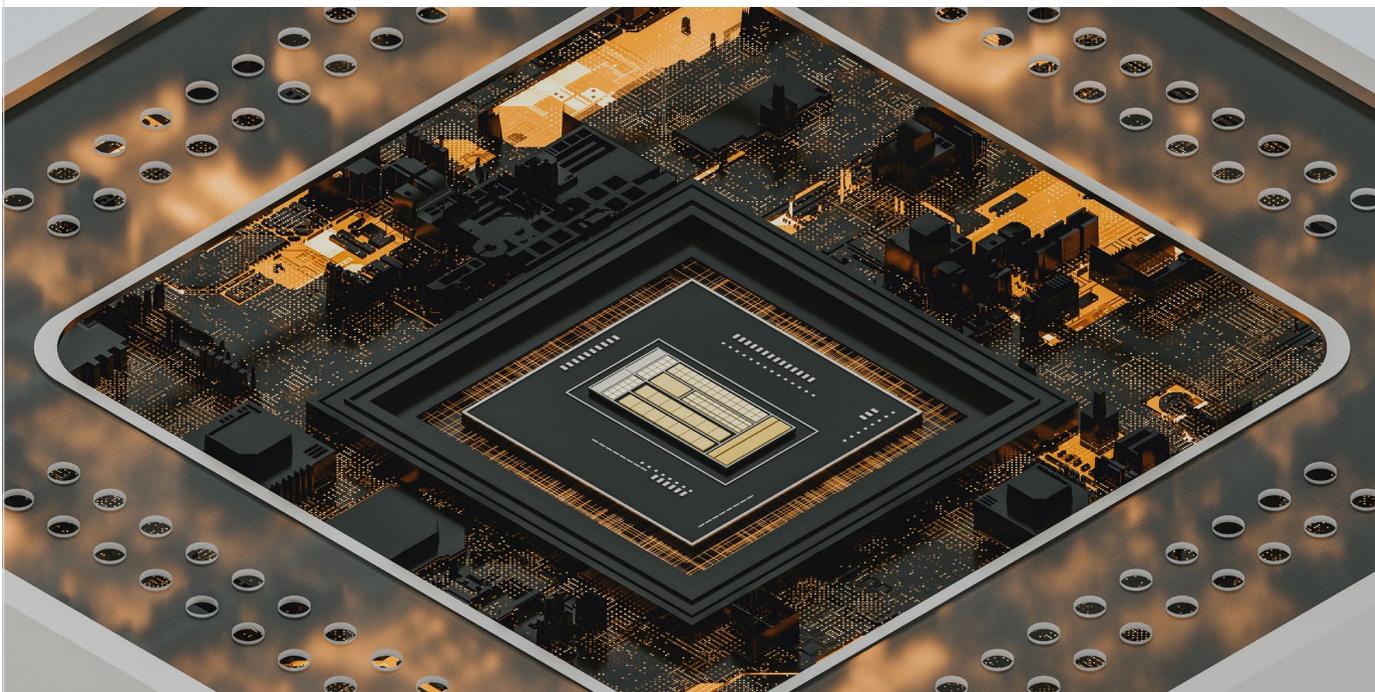
Sicherheit neu definiert



BESCHLEUNIGUNG DER KAPITALINVESTITIONEN

Unternehmen und Regierungen sind bereit, viel Geld auszugeben: 2025 wird das Jahr der Kapitalinvestitionen sein. Die Margen sind hoch, die Gewinne und die Zuversicht in den Chefetagen steigen, und die Politik konzentriert sich auf die Förderung des Wachstums. Drei globale Trends erfordern enorme Kapitalspritzen: KI, Strom und Energie sowie Sicherheit.





06

KI: Boom oder Einbruch?

Ja, die großen US-Technologiekonzerne haben ihre Ausgaben für KI hochgefahren, aber noch stehen wir ganz am Anfang. Wir glauben, dass die Kapitalinvestitionen in KI in den kommenden Jahren deutlich steigen könnten, vor allem dank der raschen Verbesserungen bei KI-Modellen und der Akzeptanz in den Unternehmen.⁷ **Bedenken Sie: KI könnte sämtliche Dienstleistungsaktivitäten in der Wirtschaft beeinflussen.**

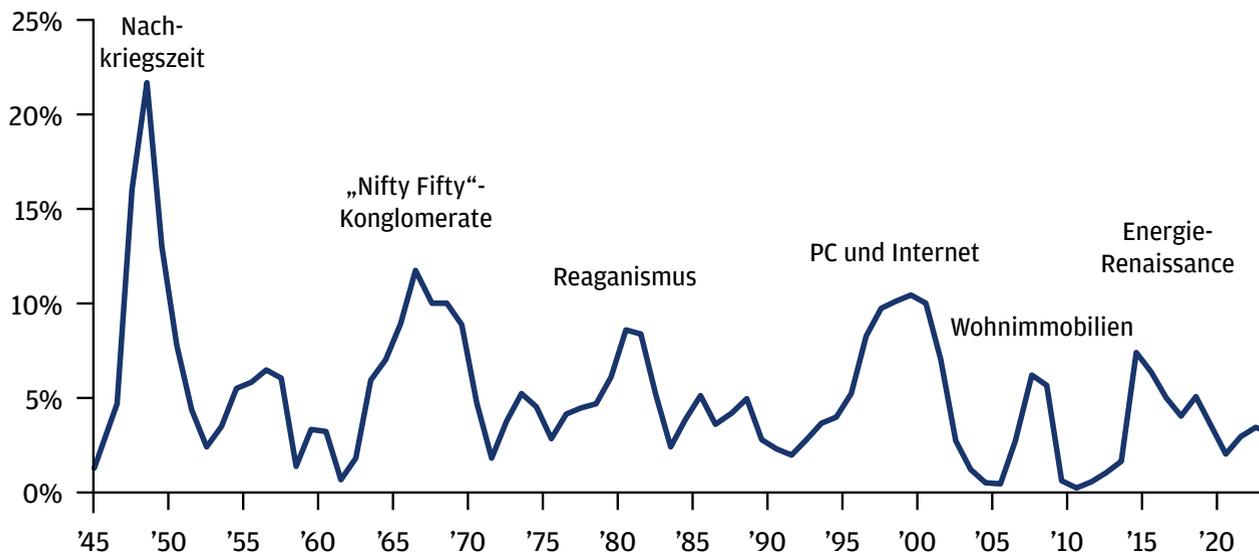
Warum sind wir so optimistisch? Erstens, weil sich die KI-Modelle rasant verbessern. Noch im Jahr 2021 konnten große Sprachmodelle (LLMs, eine Art KI) nicht einmal 10% der fortgeschrittenen mathematischen Fragen richtig beantworten. 2024 stieg dieser Anteil auf 90%.⁸

Außerdem werden die Modelle immer billiger: Der Preis pro Token sowohl für das leistungsstärkere GPT-4o-Minimodell von OpenAI als auch für das Modell Claude 3.5 Haiku von Anthropic ist 90-98% niedriger als bei ihren Vorgängern.

Zweitens waren die gesamten Kapitalinvestitionen der Unternehmen in letzter Zeit mit einer jährlichen Rate von 2,5% relativ niedrig. Zum Vergleich: Am Ende des Dotcom-Booms um die Jahrtausendwende lagen die Unternehmensinvestitionen bei 10% pro Jahr (auf rollierender Fünfjahresbasis). Mit anderen Worten: Unternehmen aller Branchen haben reichlich Spielraum, ihre Ausgaben für KI zu erhöhen, da die Anwendungsfälle immer klarer - und überzeugender - werden.

BEI UNTERNEHMENSINVESTITIONEN BESTEHT VERBESSERUNGSSPIELRAUM

Annualisierte Veränderung der Unternehmensinvestitionen über 5 Jahre, %



Quellen: Bureau of Economic Analysis, Haver Analytics. Stand der Daten: 31. Dezember 2023.

Drittens sehen wir bei KI das Potenzial, „Arbeit in Software zu verwandeln“, wie Sequoia Capital es ausgedrückt hat.⁹ Indem die Modelle ihre logische Denkfähigkeit verbessern, anstatt nur vorgefertigte Antworten zu generieren, werden sie neue Möglichkeiten für einen Umbruch im Dienstleistungssektor schaffen. KI-Anwälte, KI-Softwareentwickler und - wer weiß? - KI-Anlagestrategen könnten zur Gewohnheit werden.

Die öffentlichen Märkte und ihre privaten Partner haben in der digitalen KI-Infrastruktur eine starke Präsenz aufgebaut. Auch die Industrie- und Versorgungsunternehmen, die die für KI benötigten physischen Komponenten und die Energie bereitstellen, werden wahrscheinlich weiterhin davon profitieren. Darüber hinaus dürften die Unternehmen, die ihre Kostenstrukturen am effektivsten verbessern und ihre Produktivität durch die Einbindung von KI-Tools in ihre Arbeitsabläufe steigern, eine bessere Performance erzielen.

An den privaten Märkten werden reine KI-Investments zu überhöhten Bewertungen gehandelt, aber wir sehen weiterhin Anlagechancen bei Start-ups, die Aufgaben automatisieren und Kosteneinsparungen für Unternehmen ermöglichen können. Auch durch potenzielle Anwendungen, die dazu beitragen, die Technologie für Verbraucher nutzbar zu machen, kann ein

Mehrwert geschaffen werden. Während der Umstellung auf die Cloud und mobile Dienste wurden auf der Anwendungsebene mehr als 20 große Unternehmen gegründet (z. B. Salesforce, Meta, Uber).¹⁰ KI könnte ein ähnliches Ökosystem erschaffen.

Natürlich könnte die Einführung der künstlichen Intelligenz auch ins Stocken geraten. Regulierung könnte die Innovation bremsen. Die Energieversorgung könnte sich als problematisch erweisen. Den Modellen könnten die Daten ausgehen, die für ihr Training verwendet werden. Unsere Analyse - bei der wir über den Hype hinausblicken und die Lehren aus der Geschichte ziehen - zeigt jedoch, dass KI bedeutende Investitionsmöglichkeiten bietet. Wir sehen das Potenzial für ein deutliches Aufwärtsszenario für die Weltwirtschaft und die Aktienmärkte im nächsten Jahr und darüber hinaus.

⁷ Bick, A., Blandin, A. und Deming, D. J. (2024). The Rapid Adoption of Generative AI. National Bureau of Economic Research.

⁸ Jensen, G., Narayan, A., Greene, A. und Simon, L. (2024). Is an AI Bubble Ahead of Us or Behind Us? Bridgewater.

⁹ Wir gehen zwar davon aus, dass die Produktivitätssteigerungen durch KI mit einer potenziellen Zunahme von Disruptionen in der Arbeitswelt einhergehen werden. Dennoch sehen wir überzeugende Belege dafür, dass unter dem Strich neue Arbeitsplätze geschaffen werden. Zudem beobachten wir bereits, dass die Unternehmen Maßnahmen ergreifen, um ihren Talentpool durch Weiterbildung und Umschulung zu stärken.

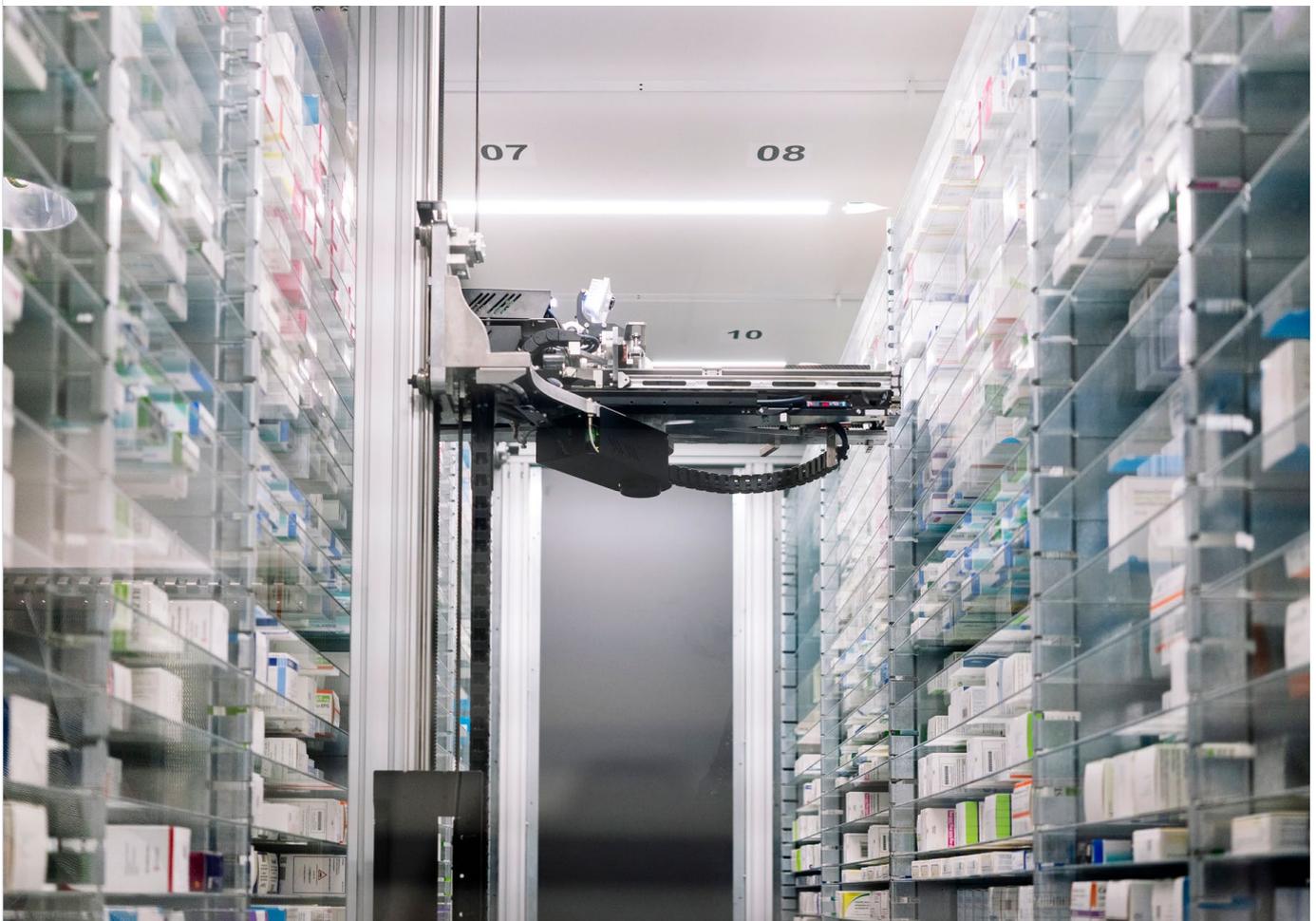
¹⁰ Huang, S. und Grady, P. (2024). Generative AI's Act of: The Agentic Reasoning Era Begins.

07 Disruption im Gesundheitswesen

KI könnte sich im Gesundheitswesen rasch bemerkbar machen.

Die folgende Grafik veranschaulicht, warum. Die Branchen, die am stärksten von KI betroffen sein könnten, weisen einen hohen Anteil an Lohnkosten in Aufgabenbereichen auf, die durch große Sprachmodelle verbessert oder verdrängt werden könnten. In der Gesundheitstechnologie beispielsweise entsprechen die Lohnkosten etwa 35% des Umsatzes.

Gleichzeitig gehen Ökonomen davon aus, dass 65% der ausgeführten Aufgaben in der Gesundheitstechnologie von KI-bedingten Disruptionen betroffen sein werden. So könnten Unternehmen wie Veeva Systems, Teladoc und GoodRx, die Softwarelösungen entlang der gesamten Wertschöpfungskette im Gesundheitswesen anbieten, durch die Integration von KI in ihr Geschäft sowohl ihre Arbeitskosten senken als auch ihren Umsatz steigern.¹¹

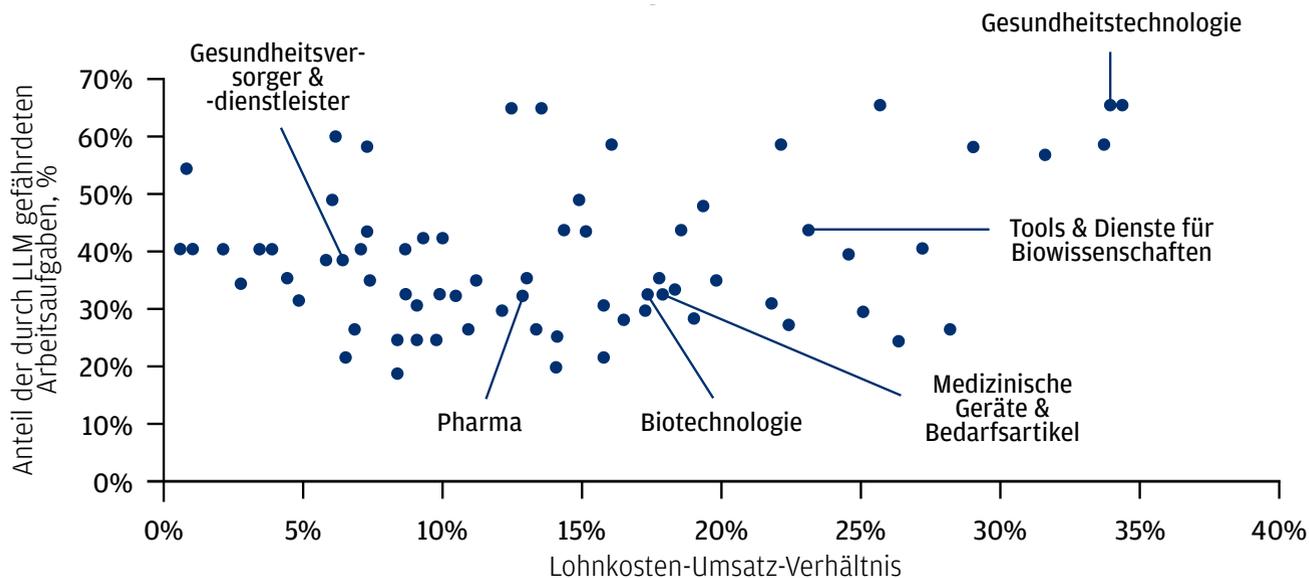


BESCHLEUNIGUNG DER KAPITALINVESTITIONEN

Auch im Pharma- und Biotechsektor könnte KI die Qualität und Quantität von Medikamenten verbessern, die von der Erprobung im Frühstadium bis zur Marktreife gelangen. Derzeit schaffen es nur 7% der neuen Arzneimittel tatsächlich auf den Markt. Schon eine Steigerung dieser Erfolgsquote um 5% könnte über einen Zeitraum von zehn Jahren 60 neue Medikamente und zusätzliche Einnahmen von 70 Mrd. US-Dollar bedeuten.¹² Im Bereich der Biowissenschaften könnten Unternehmen KI einsetzen, um ihre Medikamentenstudien zu optimieren: Von der Identifizierung des Wirkstoffs bis hin zur Teilnehmerauswahl.

Ferner sind wir der Meinung, dass GLP-1-Präparate weiterhin für Umsatzwachstum sorgen werden (Glucagon-ähnliche Peptide kontrollieren den Blutzucker und hemmen den Appetit). **Unseren Schätzungen zufolge könnte der gesamte adressierbare Markt von 16 Millionen Menschen in den USA und der Europäischen Union auf über 40 Millionen Menschen im Jahr 2027 anwachsen.** Über GLP-1 hinaus konzentrieren wir uns auf die Identifizierung von Unternehmen im Gesundheitssektor, die ihre Geschäftsmodelle mithilfe von KI modernisieren und so das Gewinnwachstum beflügeln können. Die deutlichsten Beispiele hierfür finden sich derzeit in der roboterassistierten Chirurgie und in bildgebenden Verfahren zur Diagnostik.

WER WIRKT ANFÄLLIG? KI KÖNNTE SICH AUF DIE GESUNDHEITSTECHNOLOGIE AUSWIRKEN



Quellen: Von Empirical Research Partners erstellte Analyse von 72 GICS-Branchengruppen für Large- und Small-Cap-Aktien. Eloundou, T., Manning, S., Mishkin, P. und Daniel Rock. „GPTs are GPTs: An Early Look at the Labor Market Impact Potential of Large Language Models“. Stand der Daten: Mai 2024.

¹¹ Datenlecks im Gesundheitswesen sind im Branchenvergleich am kostspieligsten. Sie verursachen im Durchschnitt Schäden von 9,8 Mio. US-Dollar pro Vorfall - rund 60% mehr als im Finanzsektor, der den zweiten Platz belegt. Grund dafür sind anfällige veraltete Technologien und strenge Datenschutzbestimmungen. Zwar wird diese Bedrohung durch KI noch verstärkt, weil Cyberkriminelle komplexere Angriffe ausführen können. Wenn sie defensiv eingesetzt wird, hat KI jedoch auch dazu beigetragen, die durch Datenschutzverletzungen verursachten Kosten um 33% zu senken.

¹² Morgan Stanley. (2022). Why Artificial Intelligence Could Speed Drug Discovery.



08 Automatisierung und Robotik

Die Kapitalinvestitionen in KI werden zudem die Verbreitung von Automatisierung und Robotik beschleunigen und sich sowohl auf den Industrie- als auch auf den Verbrauchersektor auswirken. Industrieunternehmen in den USA werden in den nächsten fünf Jahren 25–30% ihrer Investitionen in die Automatisierung stecken. In den letzten fünf Jahren lag dieser Anteil bei 15–20%.¹³

Dieses Thema ist nicht neu. Einzweckroboter gibt es bereits seit über einem halben Jahrhundert, und die Erträge im Bereich der Robotik waren für Investoren bislang bescheiden. Wir glauben jedoch, dass eine neue Dynamik für breitere Anwendungen entsteht. Dank des besseren Zugriffs auf Trainingsdaten und sinkender Kosten für die Hardware könnten Allzweckroboter der Fähigkeit zum logischen Denken einen Schritt näher kommen. **Weltweit haben Unternehmen über 4 Mrd. US-Dollar in die Finanzierung von mehr als 20 „humanoiden“ Robotern investiert.**¹⁴

Irgendwann könnten Roboter (ob humanoid oder nicht) ein Teil unseres täglichen Lebens werden. Waymo bietet bereits mehr als 100.000 autonome Taxifahrten pro Woche an.¹⁵

Das Gesundheitswesen und die Verteidigung sind zwei weitere Bereiche, in denen die Robotik eine immer größere Rolle spielen wird. Im Oktober lieferte Intuitive Surgical 110 seiner halbautonomen, KI-gestützten Roboterchirurgiesysteme Da Vinci 5 aus und übertraf damit die 70 Auslieferungen des Vorquartals. Anfang des Jahres gab die U.S. Air Force die Auftragsvergabe an Anduril und General Atomics zur Entwicklung autonomer kollaborativer Kampfflugzeuge bekannt. Das US-Verteidigungsministerium geht davon aus, bis 2029 jährlich fast 3 Mrd. US-Dollar in das Programm zu investieren.

Wir sehen Anlagechancen sowohl an den öffentlichen als auch an den privaten Märkten, bei den Halbleiterunternehmen, die die Rechenleistung bereitstellen, bei den Softwareunternehmen, die diese Rechenleistung nutzbar machen, bei den Industrieunternehmen, die von einer höheren Effizienz profitieren und bei den Konsumgüterunternehmen, die bahnbrechende Produkte entwickeln können.

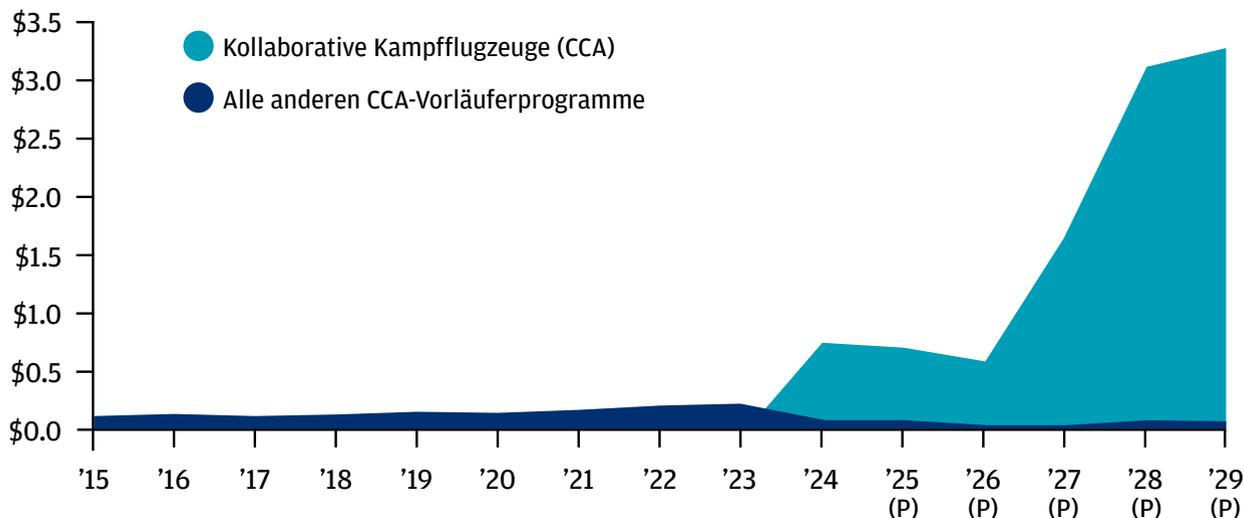
¹³ Ajewole, F., Kelkar, A., Moore, D., Shao, E. und Thirtha, M. (2023). Unlocking the industrial potential of robotics and automation. McKinsey & Company.

¹⁴ Viswanath, S., Khanna, V., Liang, Y., Srinivas, A. und Cherian, Z. (2024). Robotics won't have a ChatGPT Moment. Coatue.

¹⁵ Thompson, B. (2024). Taking Waymo, Uber and Waymo.

AUSGABEN FÜR AUTONOME FLUGZEUGE WERDEN STARK STEIGEN

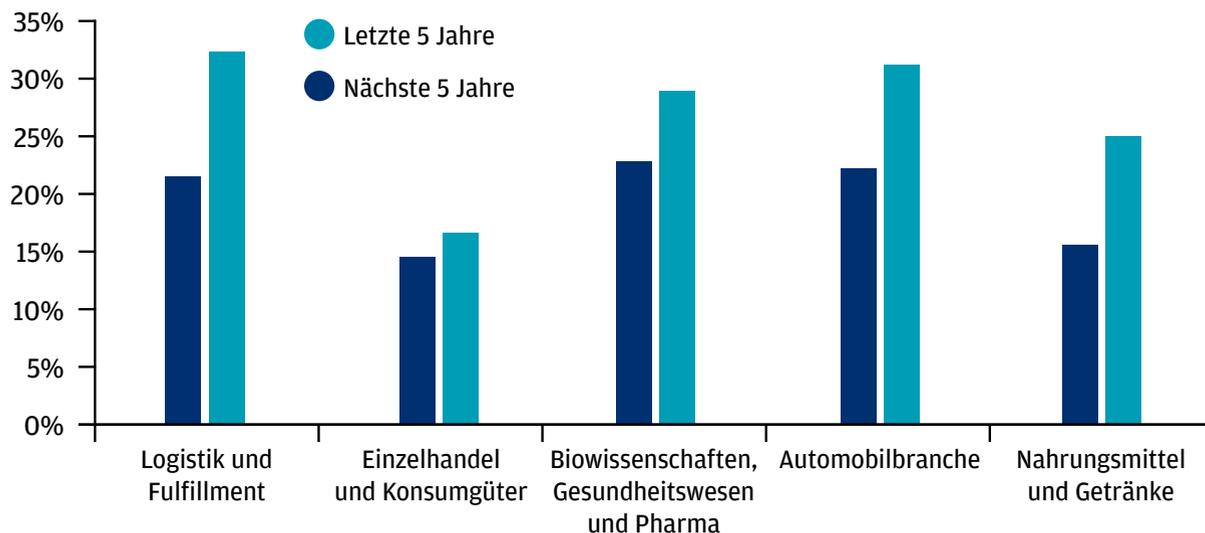
Ausgaben des US-Verteidigungsministeriums für ausgewählte autonome Flugzeugprogramme, in Mrd. USD



Quelle: CSIS-Analyse der RDT&E-Budgetanfragen des US-Verteidigungsministeriums für die Haushaltsjahre 2015-29. Stand der Daten: 6. August 2024.
Anmerkung: Der CCA-Wert für das Haushaltsjahr 2024 beinhaltet einen gemeldeten Antrag auf Umwidmung von Haushaltsmitteln in Höhe von 150 Mio. US-Dollar.

AUTOMATISIERUNG KÖNNTE IN DEN NÄCHSTEN 5 JAHREN 25% DER INDUSTRIELLEN INVESTITIONEN AUSMACHEN

Durchschnittlicher Anteil der Investitionen in die Automatisierung nach Branchen in % der Kapitalausgaben



Quelle: McKinsey & Company. Stand der Daten: 2022.

09 Ausbau der Strominfra- struktur

Wir sehen vor allem drei Gründe dafür, dass es bald zu verstärkten Investitionen in den Stromsektor kommen wird: Die Reindustrialisierung des verarbeitenden Gewerbes in den USA, die zunehmende Nutzung der Elektrifizierung in Lösungen für saubere Energie und die steigende Nachfrage von Rechenzentren. Insgesamt erwarten wir, dass die Stromnachfrage in den USA in den nächsten drei bis fünf Jahren um das Fünf- bis Siebenfache steigen wird.

Das Wachstum von Rechenzentren ist ein globales Phänomen. Die Zahl der Rechenzentren in den USA, die 40% des Weltmarkts ausmachen, wächst jährlich um etwa 25%. Im ersten Quartal 2024 verzeichneten die Rechenzentrumsmärkte in Europa, Lateinamerika und der Region Asien-Pazifik einen Bestandszuwachs von 20%, 15% bzw. 22% im Vergleich zum Vorjahr.¹⁶

Eine höhere Leistung von Rechenzentren erfordert mehr Wasser für die Kühlung und Chipherstellung, häufig in Gebieten mit Wasserknappheit. Es wird erwartet, dass der Wasserverbrauch von Rechenzentren weltweit jährlich um 6% steigen wird.¹⁷ Große Halbleiterfabriken verbrauchen so viel Wasser wie 300.000 Haushalte.¹⁸ Parallel zum steigenden Strombedarf sehen wir Chancen in der Wasserinfrastruktur und bei Effizienzlösungen.

Die Kernenergie wird wahrscheinlich einen größeren Beitrag leisten. Wir verweisen auf die positive Reaktion des Aktienmarktes, nachdem Constellation Energy und



Microsoft eine Vereinbarung zur Wiederinbetriebnahme des Kernkraftwerks Three Mile Island bekannt gaben, um die Rechenzentren des Technologieriesen mit Energie zu versorgen. Dies sollte zu weiteren Reinvestitionen in die Atomkraft führen. Tatsächlich beruht der starke Anstieg des Nuclear Renaissance Index (+75% seit Jahresbeginn) auf Marktspekulationen, dass kleine modulare Reaktoren in den nächsten Jahren erfolgreich eingesetzt werden.

Zwar werden erneuerbare Energiequellen weiter wachsen (die Internationale Energieagentur geht davon aus, dass für jede Investition von 1 US-Dollar in fossile Brennstoffe 2 US-Dollar in saubere Energie investiert werden). Aufgrund der Latenz-, Übertragungs- und Speicherkosten wird Erdgas aber auch in Zukunft ein entscheidender Energieträger bleiben.¹⁹

Anleger, die vom steigenden Strombedarf profitieren möchten, können sich auf breit aufgestellte Infrastrukturfonds sowie Stromerzeugungs- und Versorgungsunternehmen konzentrieren.

¹⁶ CBRE. (2024). Global Data Center Trends 2024. CBRE. Thompson, B. (2024). Taking Waymo, Uber and Waymo.

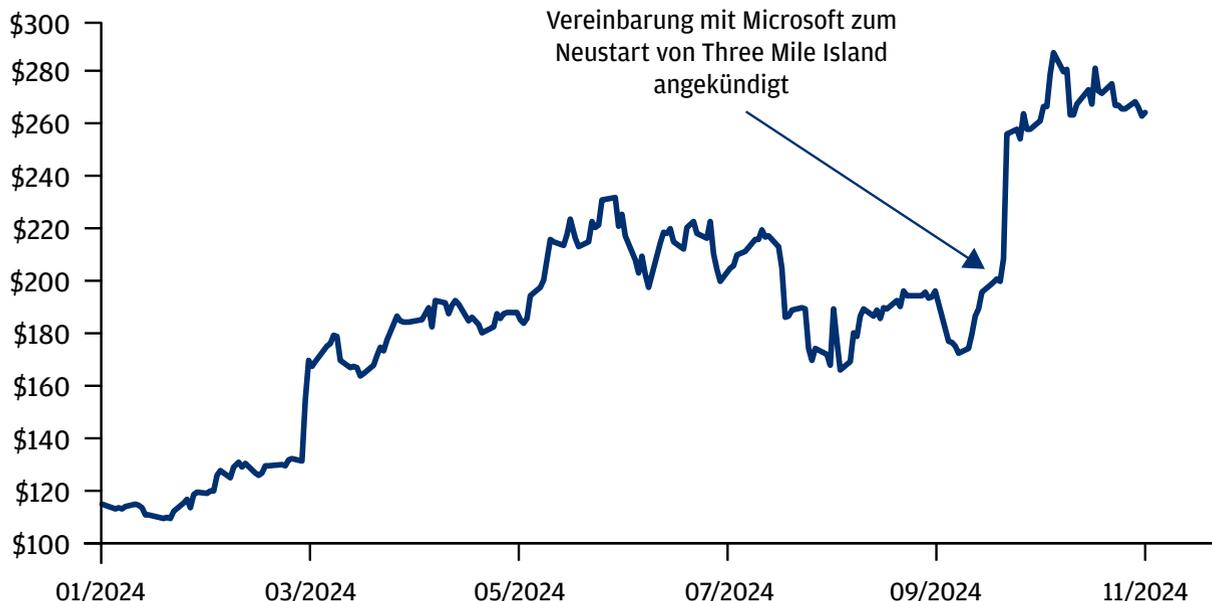
¹⁷ Walsh, A. (2023). Behind the Data: Unveiling the Water Footprint of Artificial Intelligence. Bluefield Research.

¹⁸ Hess, J. C. (2024). Chip Production's Ecological Footprint: Mapping Climate and Environmental Impact. Interface.

¹⁹ Internationale Energieagentur. (2024). Investment in clean energy this year is set to be twice the amount going to fossil fuels.

DER MARKT HAT DEN ATOMENERGIEAUSBAU BESTÄTIGT

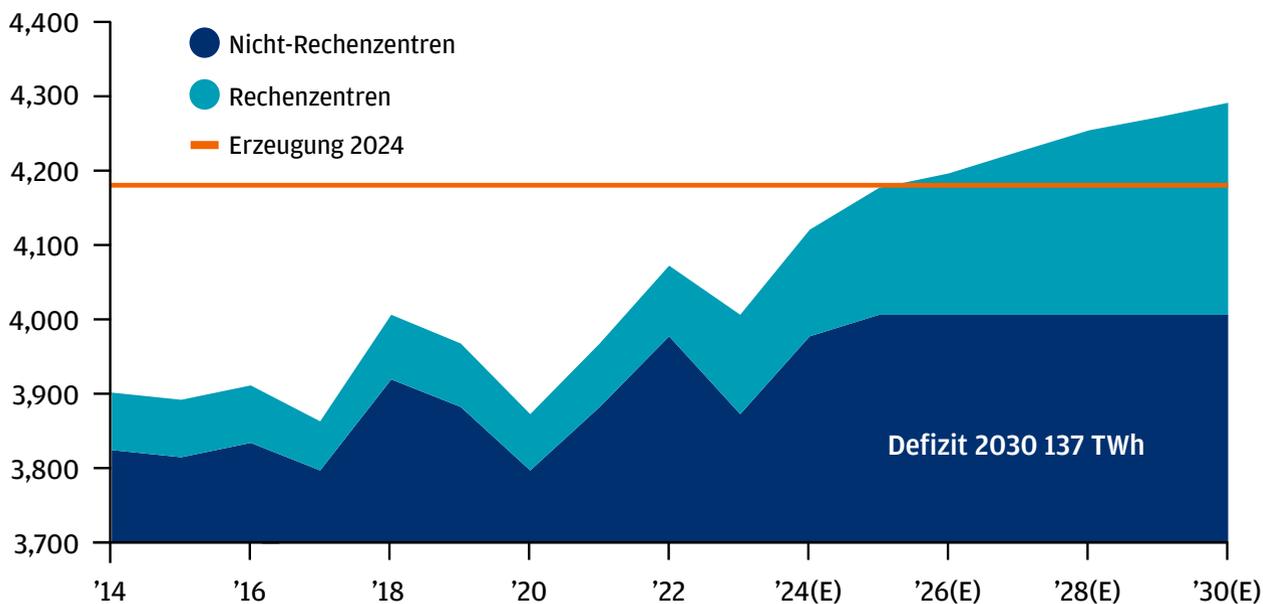
Aktienkurs von Constellation Energy, USD



Quelle: FactSet. Stand der Daten: 31. Oktober 2024.

RECHENZENTREN KÖNNTEN EINEN ANSTIEG DER STROMNACHFRAGE AUSLÖSEN

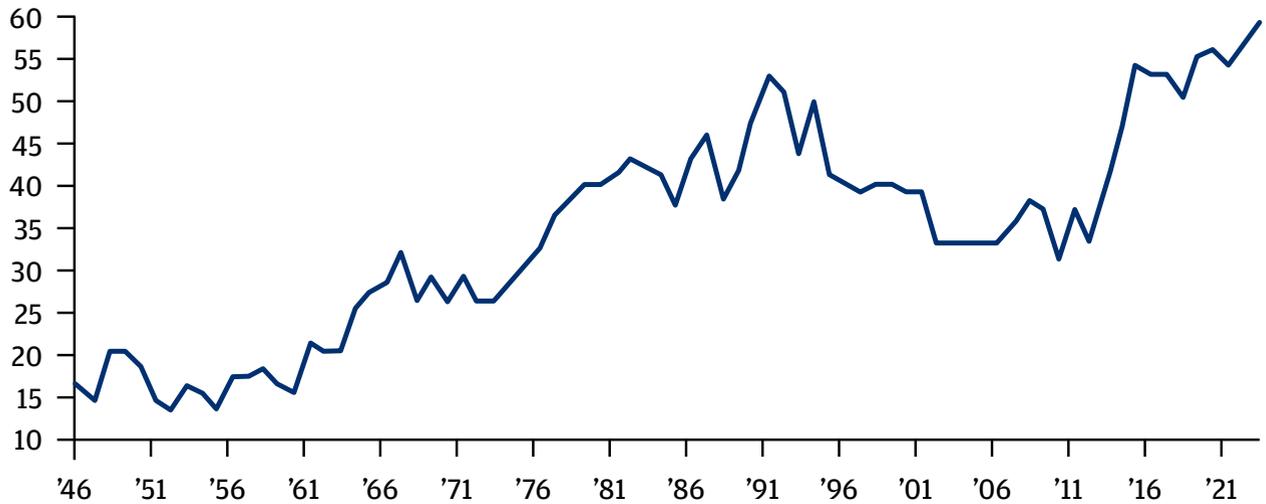
Strombedarf und Erzeugungskapazität der USA im Jahr 2024, TWh



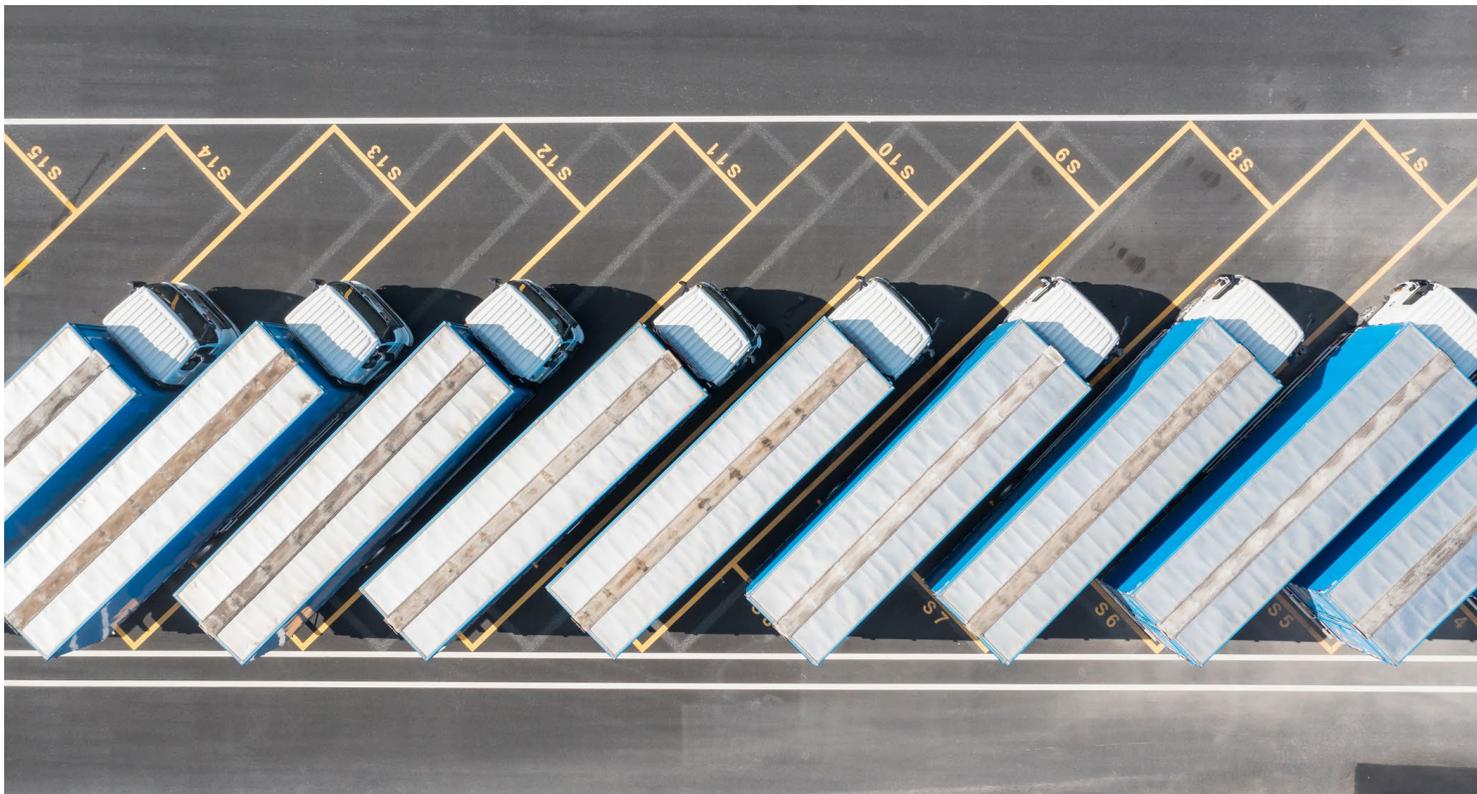
Quellen: EIA, McKinsey & Company, Public Power, Bernstein. Stand der Daten: 31. Dezember 2023.

BEWAFFNETE KONFLIKTE SIND AUF DEM HÖCHSTEN STAND SEIT 80 JAHREN

Anzahl der bewaffneten Konflikte weltweit



Quellen: UCDP, Davies, Shawn, Therese Patterson, Magnus Öberg, Gleditsch, Nils Petter, Peter Wallensteen, Mikael Eriksson, Margareta Sollenberg und Håvard Strand. Stand der Daten: 31. Dezember 2023.



10 Sicherheit neu definiert

Im Zuge der Neubewertung ihrer nationalen Sicherheit werden die Regierungen wahrscheinlich höhere Investitionen tätigen. Sicherheit umfasst nicht nur die traditionelle militärische Verteidigung, sondern auch Cybersicherheit, die Versorgung mit kritischen natürlichen Ressourcen, Energieerzeugung, Transport und Infrastruktur. Unserer Meinung nach haben die Märkte die Anlageaussichten, die dieser langfristige Wandel mit sich bringt, noch nicht vollständig erfasst.

In den USA wird die Regierung voraussichtlich auch weiterhin Anreize für die heimische Produktion kritischer Versorgungsgüter schaffen. Die Aktien eines Chipherstellers mit Sitz in North Carolina stiegen um 40%, als bekannt wurde, dass er sich im Rahmen des CHIPS Act Mittel in Höhe von 750 Mio. US-Dollar gesichert hatte, um zwei neue Halbleiterwerke in den USA zu bauen.

Darüber hinaus verfolgt die US-Regierung das Ziel, ihre Abhängigkeit von einigen wenigen Spezialisten für Luft- und Raumfahrt sowie Verteidigung zu verringern²⁰ (auf die derzeit 90% des US-Budgets für die Waffenproduktion entfallen)²¹ und sich auf etablierte kommerzielle Unternehmen und Start-ups mit Kompetenzen in Bereichen wie KI, maschinelles Lernen und 5G-Technologie zu diversifizieren. Unternehmen außerhalb des traditionellen Verteidigungssektors könnten auf diese Weise potenzielle Umsätze und Marktanteile auf dem Verteidigungsmarkt generieren.

Der Etat des US-Verteidigungsministeriums hat sich seit dem Höhepunkt des Kalten Krieges im Verhältnis zum BIP halbiert. Gegenwärtig sind 16 der 23 NATO-Mitglieder auf dem besten Weg, das Ziel von 2% des BIP im Jahr 2024 zu überschreiten. Vor zehn Jahren machten die durchschnittlichen Verteidigungsausgaben der Mitgliedstaaten lediglich 1,2% des BIP aus. Die weltweiten Militärausgaben scheinen noch

ausbaufähig zu sein, insbesondere in Bereichen wie der Entwicklung netzwerkfähiger Waffen, die auf Mensch-Maschine-Interaktion basieren oder völlig autonom sein könnten.

Die Sicherheitsbedenken Europas spiegeln seine Abhängigkeit von externen Quellen für wichtige Güter und Waren wider. Die Europäische Union importiert über 90% ihrer digitalen Produkte und Dienstleistungen, ist bei der Waferherstellung zu 75-90% auf Asien angewiesen und verlässt sich bei bis zu 70% der wichtigen Rohstoffe wie Nickel, Kupfer und Kobalt auf China.²²

Derweil verfügen die BRICS+-Länder²³ über fünfmal mehr Erdgasreserven als die G7-Staaten, dreimal mehr Militärpersonal im aktiven Dienst und doppelt so viel Ölreserven und Uranproduktion.²⁴ Russland erhöhte seinen Verteidigungshaushalt im vergangenen Jahr um 25% und stellte damit einen neuen Rekord auf.²⁵

Insgesamt gehen wir davon aus, dass die weltweiten Ausgaben für Sicherheit mit den jährlichen Investitionen in Cloud Computing und E-Commerce in den 2010er Jahren vergleichbar sein werden. Der Ausbau der Halbleiterindustrie, der Infrastruktur und einer zuverlässigen, bezahlbaren Energieversorgung sind nicht nur entscheidende Hebel für die nationale Sicherheit, sondern auch für den globalen wirtschaftlichen Wettbewerb.

Wir suchen nach Anlagechancen in den Sektoren Industrie, Versorger, Grundstoffe und Energie. Mit Ausnahme des Industriesektors werden all diese Branchen mit einem Abschlag gegenüber dem Gesamtmarkt gehandelt. **Die Anleger scheinen diesen Unternehmen kein allzu großes Gewinnwachstum zuzutrauen, das nach unserer Einschätzung in den nächsten Jahren fast doppelt so hoch ausfallen dürfte wie der Marktdurchschnitt.**

An den privaten Märkten finden Anleger interessante Aussichten bei kleineren Unternehmen, die sich auf Innovationen in den Bereichen technologiebasierte Verteidigungssysteme und Cybersicherheit konzentrieren.

²⁰ Definiert als Unternehmen, deren einziger Kunde die Regierung ist oder deren einziges kommerzielles Engagement in der Luft- und Raumfahrt besteht.

²¹ Allen, G. C. und Berenson, D. (2024). Why Is the U.S. Defense Industrial Base So Isolated from the U.S. Economy? CSIS.

²² Draghi, M. (2024). The future of European competitiveness. EU-Kommission.

²³ Liste der BRICS+-Länder.

²⁴ Seydl, J. (2024). How do geopolitical shocks impact markets? J.P. Morgan.

²⁵ Sauer, P. (2024). Last year, Russia boosted its defense budget by 25% to hit a new record. The Guardian.

Teil 03

Die Auswirkungen von Wahlen verstehen

Was Trump 2.0 bedeutet

Auslaufende
Steuerregelungen

Der Umgang mit der
Zinsvolatilität

Kartellrechtliches Risiko

Aufstieg der Anti-
Establishment-
Bewegungen



Im Jahr 2025 stehen für Anleger nicht mehr die Wahlergebnisse im Vordergrund. Vielmehr geht es darum, die Auswirkungen der Wahlen abzuwägen. Die Wahlergebnisse weltweit werden die Ausrichtung der Steuerpolitik, die Entwicklung von Staatsverschuldung und Haushaltsdefiziten, die Handelspolitik, kartellrechtliche Maßnahmen und die Popularität von Anti-Establishment-Kandidaten beeinflussen.



11 Was Trump 2.0 bedeutet

Der deutliche Sieg von Präsident Trump und der Republikanischen Partei bei den Wahlen 2024 bereiten die Bühne für Trumps zweite Amtszeit. Was könnte das für die Märkte und die Wirtschaft bedeuten? Deregulierung, eine erhöhte Fusions- und Übernahmehaktivität, die Konzentration auf die wirtschaftliche Entwicklung im Inland und die geringe Chance auf niedrigere Körperschaftsteuersätze bilden den Rahmen für das optimistische Szenario. In der Tat zeigte die unmittelbare Marktreaktion auf das Wahlergebnis, dass die Anleger die USA gegenüber dem Rest der Welt bevorzugen, ebenso wie Small-Cap-Aktien und Regionalbanken.

Allerdings könnten wachstumsfördernde Initiativen auch zu einer höheren Inflation und größeren Haushaltsdefiziten führen. So haben sich etwa die Renditen von US-Staatsanleihen wieder ihren diesjährigen Höchstständen angenähert. Hohe Hypothekenzinsen könnten die Aktivität auf dem Wohnimmobilienmarkt weiter dämpfen und die Erschwinglichkeitskrise verschärfen. Die Zollpolitik stellt vielleicht das größte Risiko für das globale Wachstum dar. Zwar rechnen wir nicht mit pauschalen Abgaben auf alle Importe, doch sind Zölle für bestimmte Güter oder Handelspartner durchaus wahrscheinlich. Vergeltungsmaßnahmen von Handelspartnern würden den negativen Schock für den Welthandel noch verstärken.

Aufgrund des Wahlausgangs sind wir in Bezug auf Anlagen in Schwellenländern, Industrierohstoffe und die Energiepreise etwas weniger optimistisch. 2025 werden die Verhandlungen über den Tax Cuts and Jobs Act (TCJA) von 2017 im Vordergrund stehen, während die potenziellen wirtschaftlichen Auswirkungen der Fiskalpolitik eher im Jahr 2026 spürbar sein dürften.



12 Auslaufende Steuerrege- lungen

Der US-Kongress muss sich im kommenden Jahr auf die Steuerpolitik konzentrieren. Ende 2025 laufen viele Bestimmungen des TCJA von 2017 aus. Wenn der Kongress nichts unternimmt, steigen die individuellen Steuersätze wieder auf das Niveau von 2017, die Mindestbesteuerung (Alternative Minimum Tax) wird viele weitere Personen mit hohem Einkommen belasten, der 20-prozentige Abzug für Einkünfte von Pass-Through-Unternehmen entfällt (was viele Personengesellschaften, S-Corporations und Einzelunternehmen betrifft) und die lebenslange Befreiung von der Erbschafts-, Schenkungs- und Übertragungssteuer wird halbiert (von etwa 28 Mio. US-Dollar auf 14 Mio. US-Dollar für ein verheiratetes Paar). Wichtig ist, dass der im TCJA enthaltene Körperschaftsteuersatz von 21% dauerhaft festgeschrieben wurde.

Wenn die befristeten Bestimmungen des TCJA auslaufen, würde sich das Einkommen nach Steuern insgesamt für alle US-Haushalte um 1,8% und für das oberste 1% der Einkommensbezieher um 3,1% verringern.²⁶ Die Tax Foundation schätzt, dass etwa 62% der Steuerzahler mit einer Steuererhöhung rechnen müssten.

Da die Republikanische Partei nun beide Kammern im US-Kongress kontrolliert, gehen wir davon aus, dass die meisten oder sogar alle der vorübergehenden Bestimmungen, die Einzelpersonen betreffen, für einige Zeit verlängert werden. Angesichts der knappen Mehrheiten im Repräsentantenhaus und im Senat



könnten jedoch Kompromisse erforderlich sein, etwa im Hinblick auf die Obergrenze für staatliche und lokale Steuerabzüge. Darüber hinaus sieht der Abstimmungsprozess vor, dass die Gesetzgebung über einen Zeitraum von zehn Jahren defizitneutral bleibt. Dies bedeutet, dass eine weitere Senkung der Körperschaftssteuersätze selbst unter einem republikanischen Präsidenten und einem von den Republikanern dominierten Kongress auf Gegenwind stoßen könnte. Die wirtschaftlichen und persönlichen Auswirkungen etwaiger Steueränderungen werden voraussichtlich nicht vor 2026 spürbar sein.

Darüber hinaus beobachten wir, wie sich die Steuerpolitik auf die Binnenmigration auswirkt. Unser Vorsitzender für Markt- und Anlagestrategie, Michael Cembalest, zeigt in seinen Analysen, dass die 20 größten zwischenstaatlichen Wanderungsbewegungen innerhalb der USA fast ausnahmslos von Bundesstaaten mit hohen Steuern wie New York, Kalifornien und Illinois in Bundesstaaten mit niedrigen oder keinen Steuern wie Florida, Texas, Arizona und Nevada erfolgen. Außerhalb der USA beobachten wir ähnliche Muster. Immer mehr Familien ziehen an Orte wie Italien, die Schweiz, Dubai, Griechenland und Spanien. Zu den wichtigsten Ursachen zählen die Attraktivität der Steuerpolitik sowie Bedenken hinsichtlich geopolitischer Turbulenzen und Sicherheit.

²⁶ Oshagbemi, C. und Sheiner, L. (2024). Which provisions of the Tax Cuts and Jobs Act expire in 2025? Brookings.

EINIGE WICHTIGE BESTIMMUNGEN DES TCJA LAUFEN ENDE 2025 AUS

Einkommensteuer- klassen

Die meisten Einzelsteuerzahler würden in eine höhere Steuerklasse rutschen (der Spitzensteuersatz würde von 37% auf 39,6% steigen).

Alternative Mindest- steuer (Alternative Minimum Tax, AMT)

Der TCJA hat die Befreiung von der AMT für Einzelpersonen von 54.300 US-Dollar auf 70.300 US-Dollar und für verheiratete Paare von 84.500 US-Dollar auf 109.400 US-Dollar erhöht. Darüber hinaus wurde die Abzugsfähigkeit zahlreicher Ausgaben aufgehoben, beispielsweise für bestimmte Gebühren zur Anlageverwaltung. Mit dem Auslaufen wären diese Ausgaben wieder abzugsfähig, wodurch indirekt weitaus mehr Steuerzahler der AMT unterliegen würden, die diese Abzüge nicht zulässt.

Staatliche und lokale Steuerabzüge

Laut TCJA kann ein Steuerzahler für die Gesamtsumme der gezahlten staatlichen und lokalen Einkommenssteuern lediglich einen Einzelabzug von bis zu 10.000 US-Dollar (5.000 US-Dollar bei getrennter Veranlagung von Ehepaaren) geltend machen. Mit dem Auslaufen würde diese Obergrenze aufgehoben. Wie oben erwähnt könnten jedoch viele Steuerzahler aufgrund des geringeren Freibetrags der AMT von diesem Abzug nicht mehr profitieren, da Zahlungen auf staatlicher und lokaler Ebene laut AMT nicht abzugsfähig sind.

Abzug von Hypothekenzinsen

Der Abzug für Zinsen auf „Anschaffungsschulden“ ist auf die Verzinsung der Kreditsumme bis zu einer Höhe von 750.000 US-Dollar (375.000 US-Dollar bei getrennter Veranlagung von Ehepaaren) begrenzt. Mit dem Auslaufen wäre die Kreditsumme wieder auf 1 Mio. US-Dollar bzw. 500.000 US-Dollar beschränkt. Darüber hinaus besteht möglicherweise mehr Freiheit beim Abzug der Zinsen für Home Equity Loans wie HELOCs.

Abzug von qualifizier- ten Geschäftseinkünf- ten (Qualified Business Income, QBI)

Der Abzug von qualifizierten Geschäftseinkünften wurde durch das TCJA eingeführt. Die Bestimmung ermöglicht es nicht-körperschaftlichen Steuerzahlern, bis zu 20% ihrer „qualifizierten Geschäftseinkünfte“ aus einer Personengesellschaft, einer S-Corporation oder einem Einzelunternehmen abzuziehen. Mit dem Auslaufen würde dieser Abzug entfallen.

Karitative Spenden

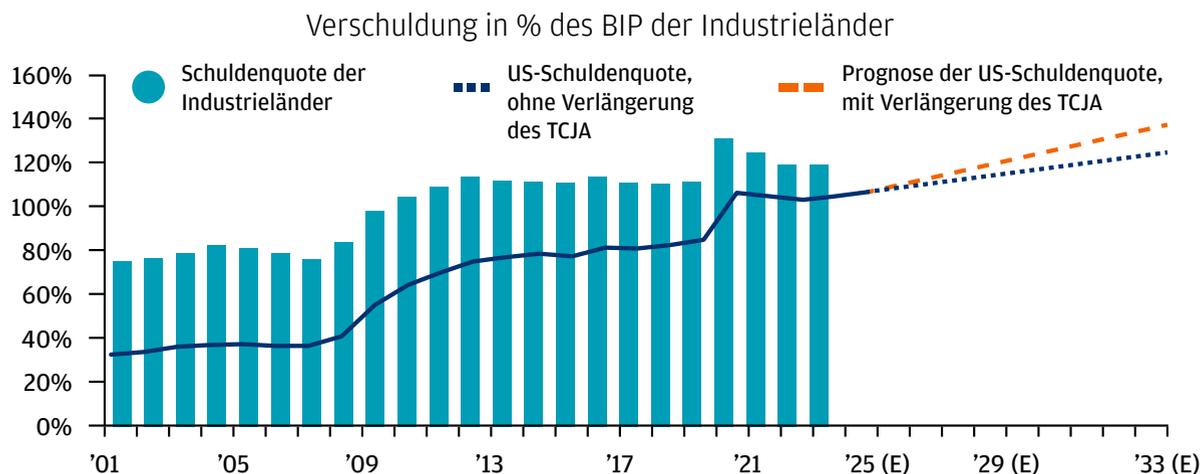
Von 2018 bis 2025 wurde die jährliche Abzugsgrenze für Spenden an öffentliche Wohltätigkeitsorganisationen auf 60% des bereinigten Bruttoeinkommens erhöht. Diese Grenze soll wieder auf 50% zurückgesetzt werden.

Erbschafts- und Schenkungssteuer

Im Rahmen des TCJA wurde der lebenslange Basisfreibetrag für die Schenkungs- und Erbschaftssteuer auf 10 Mio. US-Dollar verdoppelt und jährlich an die Inflation angepasst. Im Jahr 2024 ergibt sich ein lebenslanger Freibetrag von 13,61 Mio. US-Dollar für Einzelpersonen und 27,22 Mio. US-Dollar für Paare. Mit dem Auslaufen könnte die Möglichkeit zur Schenkung und/oder Übertragung im Todesfall drastisch eingeschränkt werden, indem dieser Betrag auf wahrscheinlich etwas über 7 Mio. US-Dollar für Einzelpersonen (ca. 14 Mio. US-Dollar für verheiratete Paare) zurückgesetzt wird, bevor der Freibetrag maximiert und auf den Überschuss eine Pauschalsteuer von 40% erhoben wird.

Quelle: „A Look Ahead at Expiring Tax Provisions“, Tax Foundation. Abgerufen am 12. Dezember 2023.

WACHSENDE SCHULDENLAST: WELTWEITE STAATVERSCHULDUNG STEIGT WEITER AN, VOR ALLEM IN DEN USA



Quellen: Internationaler Währungsfonds. Stand der Daten: 31. Dezember 2023.
Congressional Budget Office, Haver Analytics. Stand der Daten: 18. Juni 2024.

13

Der Umgang mit der Zinsvolatilität

2025 könnte ein weiteres Jahr sein, in dem das aktive Management festverzinslicher Wertpapiere eine bedeutende Rolle in den Anlageportfolios spielt. Im Jahr 2024 haben unsere Kundinnen und Kunden über 20 Mrd. US-Dollar zu ihren Leiterstrategien für Anleihen hinzugefügt. Obwohl wir davon überzeugt sind, dass die Anfangsrenditen im Fixed-Income-Bereich insbesondere im Kontext des Lockerungszyklus ein Ertragspotenzial bieten, raten wir Anlegern dringend, aktive Anleihenstrategien als Ergänzung zu passiven Strategien in Betracht zu ziehen.

Erstens müssen Anleger die voraussichtliche Entwicklung der Staatsverschuldung und der Haushaltsdefizite in vielen Industrieländern berücksichtigen. Die weltweite Staatsverschuldung der Industrieländer liegt derzeit bei 110% des BIP. Das Congressional Budget Office (CBO) prognostiziert, dass die öffentliche Schuldenlast der USA bis 2034 122% der Wirtschaftsleistung erreichen wird. **Die Märkte könnten jede Art expansiver Fiskalpolitik und erhöhter Staatsausgaben zum Anlass nehmen, um höhere Renditen für die Investition in Staatsanleihen mit langer Laufzeit zu verlangen.**

Die Inflation hat sich zwar stabilisiert, ist jedoch immer noch höher als im vorangegangenen Zyklus. Schon ein leichter fiskalischer Impuls könnte den Preisdruck wieder anfachen. Die implizite Volatilität am Anleihenmarkt ist doppelt so hoch wie vor Beginn des globalen Zinserhöhungszyklus Ende 2021.

Passive Anlagen in festverzinsliche Wertpapiere können eine effiziente Möglichkeit sein, um Anleihen zu kaufen und bis zur Fälligkeit zu halten. Wir sind jedoch der Meinung, dass ein aktives Management des Zinsrisikos (Duration) und des Kreditrisikos die Chance auf höhere Renditen bieten kann. Die Investition in aktive Rentenfonds ermöglicht zudem den Zugang zu weiteren Subsektoren des Fixed-Income-Segments (wie etwa verbriefte Kredite und hochverzinsliche Kommunalanleihen), die in den Indizes kaum vertreten sind. Tatsächlich haben aktive Anleihenmanager ihre Benchmark in den letzten fünf Jahren im Median um 20 bis 60 Basispunkte übertroffen.²⁷

Für welchen Ansatz Sie sich auch entscheiden, treten Sie einen Schritt zurück und betrachten Sie das Gesamtbild: Der Besitz

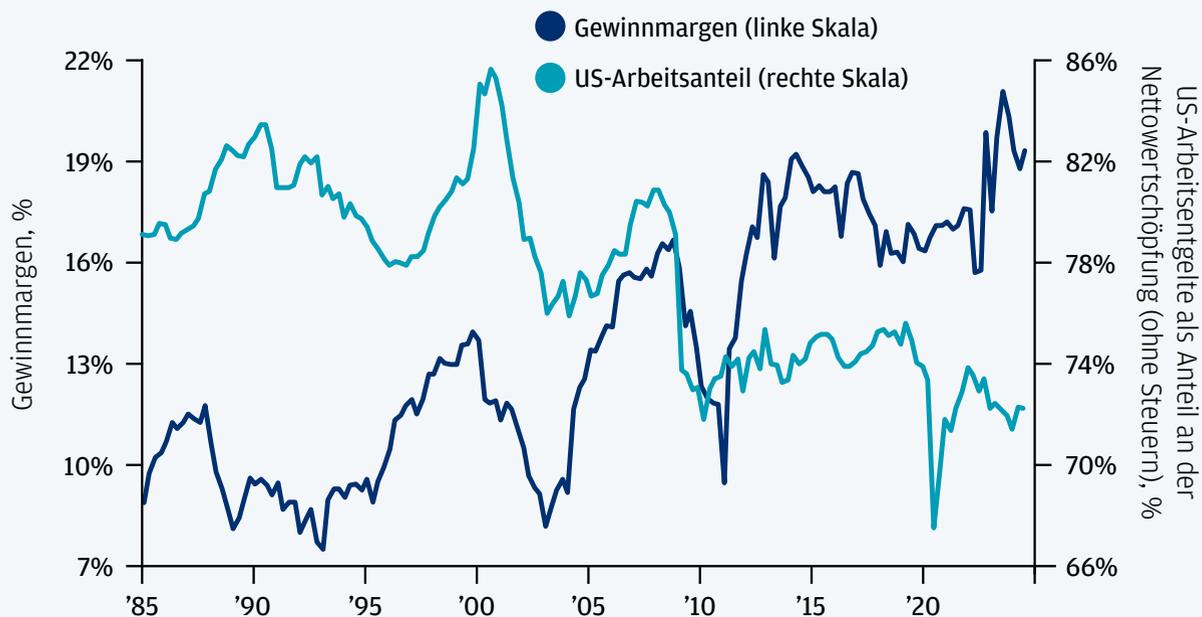
²⁷ SimFund, Morningstar-Kategorien dienen zur Klassifizierung. (30. Juni 2024).

DIE AUSWIRKUNGEN VON WAHLEN VERSTEHEN

von Anleihen ist eine wichtige Strategie zur Diversifizierung des Aktienrisikos in einem Portfolio. Unsere Kundinnen und Kunden haben nach wie vor über 600 Mrd. US-Dollar (26% ihrer betreuten Vermögenswerte) in Wertpapiere investiert,

die innerhalb eines Jahres fällig werden. Wir sind davon überzeugt, dass Anleihen besser abschneiden werden als Cash, und halten den Einsatz sowohl aktiver als auch passiver Strategien für sinnvoll.

WÄHREND DIE GEWINNMARGEN STEIGEN, SCHRUMPT DER ARBEITSANTEIL AM UMSATZ



Quelle: Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Haver Analytics. Stand der Daten: 30. Juni 2024.

14

Kartellrechtliches Risiko

Auch wenn wir unter der Trump-Regierung mit einer Erholung des Dealmaking und weniger Kartellmaßnahmen rechnen, stellt die Kartellpolitik für die Märkte auf längere Sicht weiterhin ein Risiko dar. Steigende Gewinnmargen der US-Unternehmen (derzeit 2,5 Prozentpunkte über dem Niveau vor der Pandemie) und ein sinkender Arbeitsanteil an den Unternehmenserträgen könnten diesen Widerstand seitens der Regierung verstärken. Es ist durchaus möglich, dass sowohl das US-Justizministerium als auch die Europäische Kommission weitere Maßnahmen ergreifen werden.

Politiker und Wähler scheinen zu spüren, dass der langfristige Rückgang des Arbeitsanteils an der Unternehmensleistung - ohne weitere Eingriffe - zu einer

stärkeren Unternehmenskonzentration, einer geringeren Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer und einem Übergang zu einem Steuersystem führen könnte, das Kapital und Unternehmen gegenüber dem Erwerbseinkommen bevorzugt. Mit anderen Worten: Sowohl die Wähler als auch die Politiker könnten versuchen, diesen langfristigen Rückgang durch die Einschränkung großer Fusions- und Übernahmetransaktionen einzudämmen, wenn nicht sogar umzukehren.

Wir weisen hier jedoch auf einen wichtigen Vorbehalt hin: Da die Regierungen Daten und Technologien zunehmend als strategische Vermögenswerte betrachten, agieren einige große Technologieunternehmen de facto als geduldete Monopolisten. Daran wird sich möglicherweise auch dann nichts ändern, wenn die Kartellmaßnahmen insgesamt zunehmen.

15

Aufstieg der Anti-Establishment-Bewegungen



Die US-Wahlen haben die Aufmerksamkeit der Anleger in der zweiten Jahreshälfte 2024 dominiert, die Auswirkungen des globalen Superwahljahrs werden jedoch erst 2025 zu spüren sein. Auf der ganzen Welt zeichnete sich ein klarer Trend ab. Zum ersten Mal seit Beginn der Datenerfassung im Jahr 1905 hat jede einzelne der regierenden politischen Parteien in den Industrieländern, die 2024 zur Wiederwahl antraten, Stimmenanteile verloren.

Zu den Wahlen des vergangenen Jahres gehören:

- **Parlament der Europäischen Union**
Die Präsidentin der EU-Kommission, Ursula von der Leyen, erhält eine weitere Amtszeit, doch mehrere einwanderungsfeindliche und euroskeptische Parteien konnten Zugewinne verzeichnen.
- **Frankreich**
Präsident Emmanuel Macron konnte eine Koalition retten, doch Marine Le Pens Rassemblement National stellt weiterhin eine Bedrohung für das politische Establishment dar.
- **Großbritannien**
Die Konservativen erlitten eine gewaltige Niederlage.
- **Japan**
Wahlverluste für die Liberaldemokratische Partei.
- **Schweden, Finnland und Neuseeland**
Wahlverluste für die Mitte-Links-Regierungen.
- **Australien und Belgien**
Wahlverluste für die Mitte-Rechts-Regierungen.
- **Indien**
Die BJP von Premierminister Narendra Modi verlor ihre Mehrheit.

Darüber hinaus sicherte sich der russische Präsident Wladimir Putin bei einer Wahl ohne ernsthafte Opposition eine sechsjährige Amtszeit. In Mexiko errang Präsidentin Claudia Sheinbaum einen Erdrutschsieg, der eine umstrittene Justizreform und ein neues Gesetz ermöglichte, wonach die Löhne schneller steigen müssen als die Inflation.

Während sich die Anleger mit den Auswirkungen der weltweiten Regierungswechsel auseinandersetzen, sollten sie zugleich das Risiko im Auge behalten, das nach wie vor von Politikern ausgeht, die sich gegen das Establishment richten. Anleger sollten bei politischen Risiken künftig nicht nur die Zugehörigkeit zum rechten oder linken Lager berücksichtigen, sondern auch die Frage nach Establishment und Anti-Establishment. Unserer Ansicht nach könnte die Bedrohung durch Anti-Establishment-Parteien zu einer erhöhten politischen und wirtschaftlichen Volatilität führen. Dies wiederum unterstreicht die Notwendigkeit, resiliente Anlageportfolios aufzubauen.

Teil 04

Erneuerung der Portfolio- resilienz

Der Vermögens-Check

Nutzen aus Erträgen ziehen

Schutz vor Inflation

Neuausrichtung der
Renditen

Der Goldtausch



Um das jüngste Wachstum des Privatvermögens abzusichern und sich gegen die erhöhte makroökonomische Volatilität (aufgrund der höheren Inflation, aktiverer politischer Entscheidungsträger und der geringeren Globalisierung, um nur einige Ursachen zu nennen) zu wappnen, brauchen Anleger resiliente Portfolios. Aus unserer Sicht können drei Ansätze - eine stärkere Fokussierung auf regelmäßige Erträge, die Beimischung von Vermögenswerten, die zur Eindämmung der Inflationsgefahr beitragen können, und der Einsatz von Options- und Derivatestrategien, um die Risiko- und Renditeprofile neu auszurichten - dabei helfen, unerwartete Schocks in den Portfolios abzufedern.





16 Der Vermögens- Check

Im vergangenen Jahr ist das Nettovermögen der US-Haushalte auf einen Rekordwert von fast 160 Bio. US-Dollar gestiegen.²⁸ Aus den Daten der Europäischen Zentralbank geht hervor, dass das Vermögen der Privathaushalte in der Eurozone von weniger als 50 Bio. Euro vor der Pandemie auf mittlerweile 60 Bio. Euro angewachsen ist. Seit 2019 haben die Millennials (Jahrgänge 1981-1996) ihr Nettovermögen fast verdoppelt und liegen damit vor der Generation X (1965-1980) oder den Babyboomern (1946-1964) im vergleichbaren Alter.

Das sind natürlich gute Nachrichten. Dieser Vermögenszuwachs bietet aber auch die Chance, aus einer Position der Stärke heraus eine strategische Neubewertung des eigenen Portfolios vorzunehmen. Für den einen oder anderen mag dies eine dringende Notwendigkeit sein. Bedenken Sie: Ein Aktien-Anleihen-Portfolio, das Anfang 2020 im Verhältnis 60:40 aufgebaut wurde, hätte ohne Neugewichtung heute eine Vermögensaufteilung von 80:20. Für viele andere sind möglicherweise keine größeren Änderungen erforderlich.

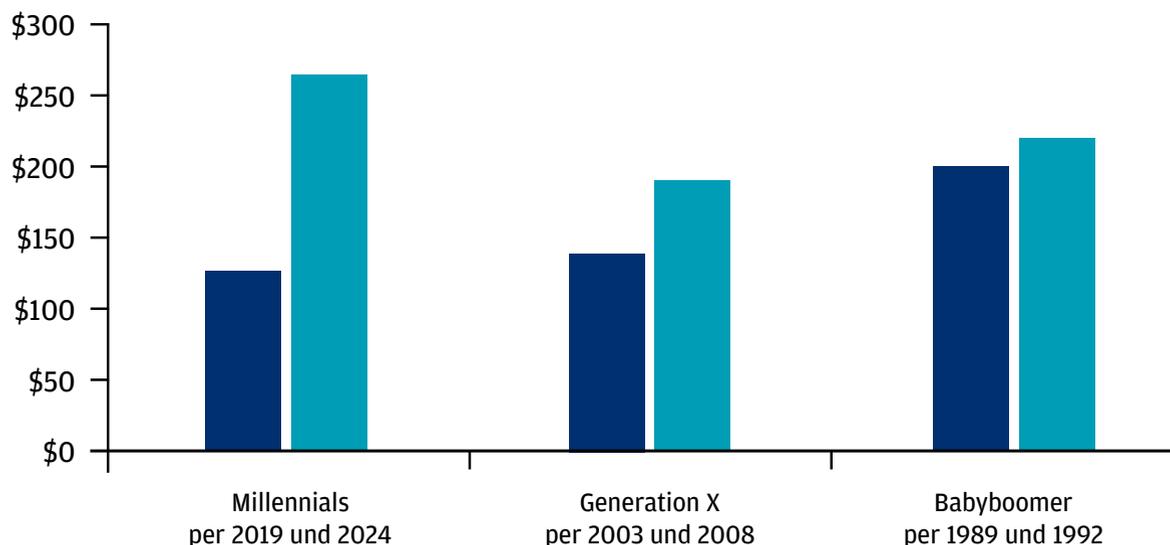
ERNEUERUNG DER PORTFOLIORESILIENZ

Auch die Verwaltung konzentrierter Positionen ist für die Widerstandsfähigkeit eines Portfolios von entscheidender Bedeutung. **Unsere Analysen haben ergeben, dass fast die Hälfte aller börsennotierten Unternehmen irgendwann einen katastrophalen Wertverlust erleidet und fast zwei Drittel schlechter abschneiden als der Index.**²⁹ Darüber hinaus kann eine konzentrierte Cash-Position die Erreichung langfristiger Ziele oder sogar die Erhaltung der Kaufkraft beeinträchtigen. Jetzt ist für Anleger ein guter Zeitpunkt, ihre Ziele und ihre Risikobereitschaft auf den Prüfstand zu stellen und

darüber nachzudenken, inwieweit ihre Anlagen diesen Zielen entsprechen. Viele Anleger könnten es für angebracht halten, Gewinne mitzunehmen und ihr Engagement in hoch bewerteten Indizes zu reduzieren, um ihre primären Lifestyle-Ziele mit geringerem Risiko zu erreichen. Es gibt verschiedene Möglichkeiten, dies auf steuerlich effiziente Weise zu tun, etwa durch die Schenkung von Positionen mit langfristigem Wertzuwachs an wohltätige Organisationen oder durch Strategien wie variable Prepaid-Forwards, um konzentrierte Positionen zu monetarisieren und zu diversifizieren.

MILLENNIALS HABEN EIN HÖHERES NETTOVERMÖGEN ALS BOOMER UND GEN X IM GLEICHEN ALTER

Inflationsbereinigtes Nettovermögen nach Generation in ähnlichem Alter, Tsd. USD



Quellen: Federal Reserve, Bureau of Labor Statistics, Rubinson Research. Stand der Daten: 30. Juni 2024.

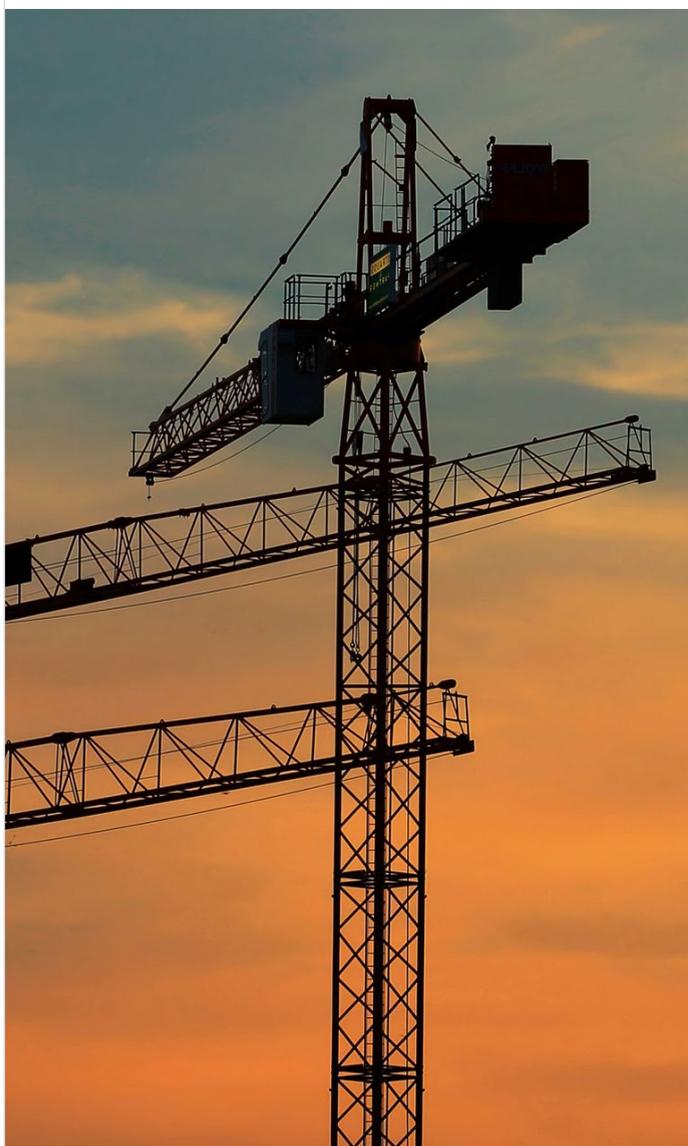
Anmerkung: Realer Wert pro Haushalt gemessen in US-Dollar von 2017, angepasst anhand des Verbraucherpreisindex. Die dunklen Balken geben das Vermögen jeder Generation im Alter von 23-38 Jahren an. Die hellen Balken geben das Vermögen jeder Generation im Alter von 28-43 Jahren an.

²⁸ Gouverneursrat des Federal Reserve Systems (USA), Haushalte; Nettovermögen, Niveau, Federal Reserve Bank of St. Louis, 8. November 2024.

²⁹ Cembalest, M., Manoukian, J. und Datta, K. (2024). The Agony & The Ecstasy: The risks and rewards of a concentrated stock position, part IV. J.P. Morgan.

17

Nutzen aus Erträgen ziehen



Eine Möglichkeit, um die Resilienz eines Portfolios zu erhöhen, besteht darin, den durch regelmäßige Erträge erzielten Anteil der Gesamrendite zu steigern. Viele Anleger werden angesichts sinkender Renditen auf Barmittel und US-Staatsanleihen nach neuen Ertragsquellen suchen. Geht man von den bisherigen Erfahrungswerten aus, dürften Vermögenswerte zwischen 600 Mrd. US-Dollar und 2,2 Bio. US-Dollar aus Geldmarktfonds in neue Anlagemöglichkeiten fließen.

Kernanleihen (Staats-, Kommunal- und Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating) sind die erste Anlaufstelle auf der Suche nach Rendite. Unternehmensanleihen mit Investment Grade erzielen nach wie vor Renditen von über 5%. Die Kreditspreads sind eng, profitieren jedoch von einem geringen Herabstufungsrisiko und einer hohen Bonität.

Während die Renditen den Marktschwankungen unterliegen, könnte sich für Anleger in Hochzinsanleihen die Chance auf attraktive Erträge oberhalb von 5% ergeben, selbst wenn sich die Spreads ausweiten sollten. US-Steuerzahler könnten darüber hinaus Hybridanleihen in Betracht ziehen, die steuereffiziente Erträge von etwa 6-7% abwerfen können.

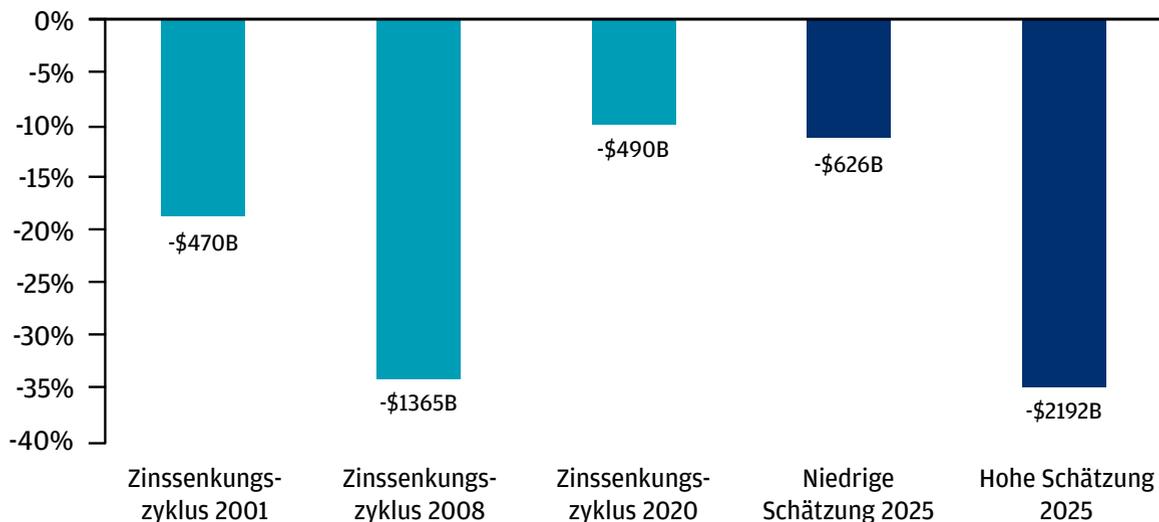
Nicht zu vergessen sind dividendenausschüttende Aktien, die im Vergleich zum Markt mit einem erheblichen Abschlag gehandelt werden. Zudem weisen hochwertige Dividendenaktien in der Regel nur 80% der Volatilität des Gesamtmarktes auf. Mit anderen Worten: Sie bieten möglicherweise ein weniger volatiles Anlageerlebnis bei einer potenziell niedrigeren Bewertung.

Schließlich können auch illiquide Anlagen in Sektoren wie Direktkredite, Infrastruktur, Immobilien und forderungsbesicherten Finanzierungen potenzielle Ertragschancen im mittleren bis hohen einstelligen Bereich bieten, wobei sich diese Anlagen häufig durch eine geringe Korrelation mit Aktien und Anleihen auszeichnen.

Wenn der globale Lockerungszyklus weiter voranschreitet und die risikofreien Zinssätze sinken, könnten risikoreichere Ertragsquellen im Laufe des Jahres 2025 attraktiver werden.

LIQUIDE MITTEL VON BIS ZU 2 BIO. US-DOLLAR KÖNNTEN IN NEUE ANLAGECHANCEN FLIESEN

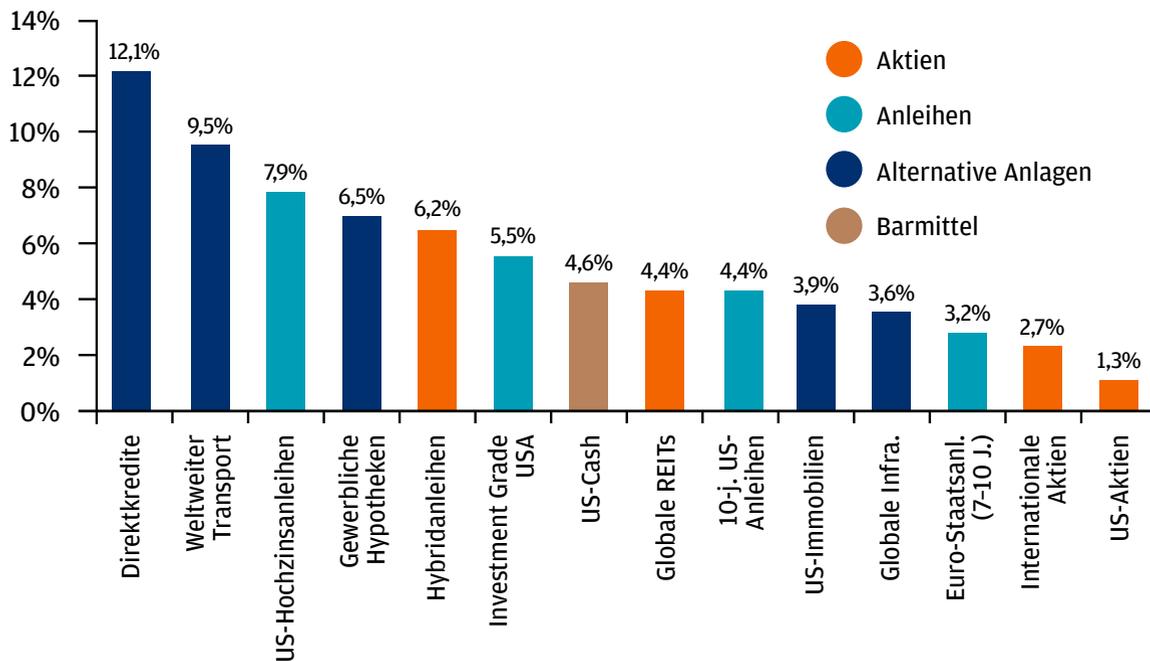
Kumulativer Rückgang der Geldmarktfondsanlagen in früheren Zinssenkungszyklen, %



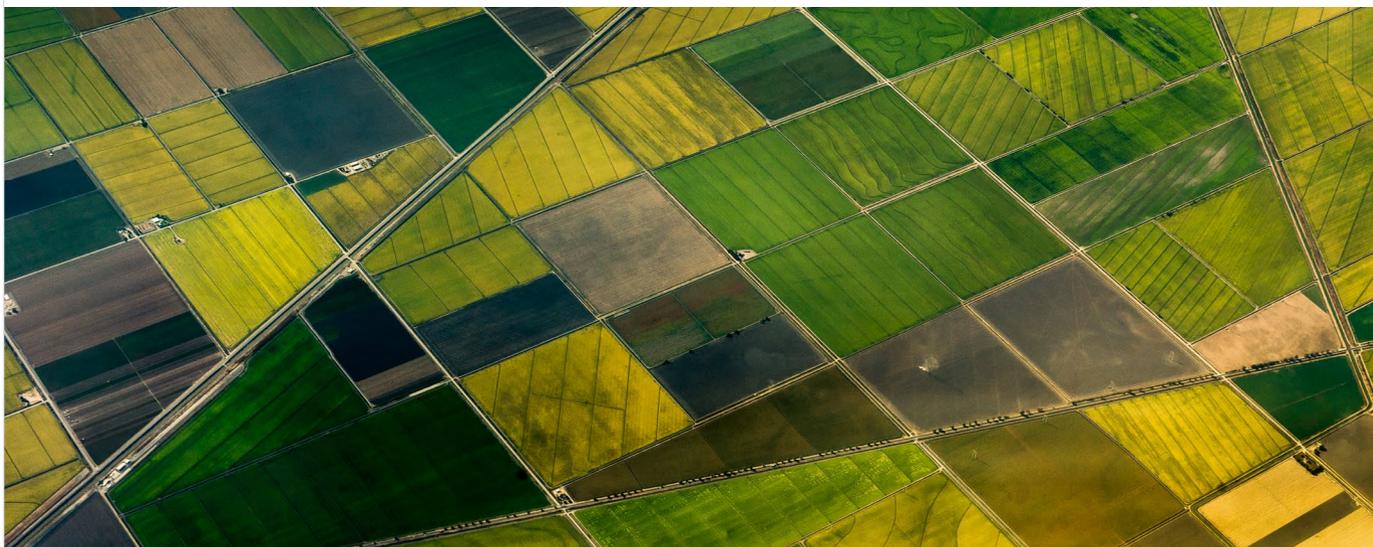
Quelle: Bloomberg Finance L.P. Stand der Daten: 30. September 2024.

RENDITE WIRD IMMER WERTVOLLER, WENN DIE LEITZINSEN SINKEN

Renditen vor Steuern in verschiedenen Anlageklassen, %



Quellen: BAML, Bloomberg Finance L.P., Clarkson, Cliffwater, Drewry Maritime Consultants, Federal Reserve, FTSE, MSCI, NCREIF, FactSet, Wells Fargo, J.P. Morgan Asset Management. Stand der Daten: 31. August 2024.



18 Schutz vor Inflation

Kernanleihen sind nach wie vor ein wichtiger Diversifikationsfaktor in den Anlageportfolios. Eine weitere Möglichkeit, die Widerstandsfähigkeit eines Portfolios zu erhöhen, besteht in der Beimischung von Anlagen, die das Inflationsrisiko mindern können. Traditionell diversifizierte Portfolios standen in den letzten vier Jahren vor einer großen Herausforderung, da sich Aktien und Anleihen häufig in die gleiche Richtung bewegten, das heißt positiv korreliert waren. Als die Inflation im Jahr 2022 sprunghaft anstieg, gaben sowohl Aktien als auch Anleihen deutlich nach.

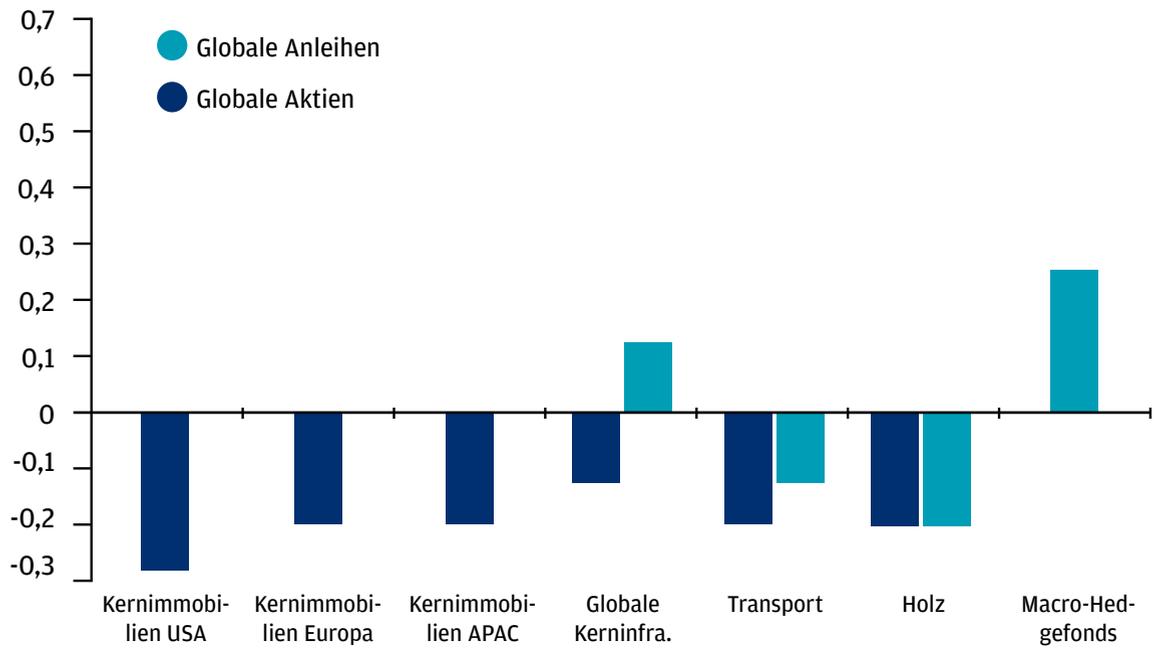
Die Anleger wurden daran erinnert, dass Anleihen zwar zur Diversifikation gegen Wachstumsschocks beitragen können, jedoch keinen Schutz gegen Inflationsschocks bieten. **Auf lange Sicht gehen wir davon aus, dass die negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen bestehen bleibt.**

Allerdings sehen wir überzeugende Argumente für Anlagen, die eine Diversifikation weg sowohl von Aktien als auch von Anleihen bieten können.

Welche Anlagen kommen dafür in Frage? In der Vergangenheit wiesen Immobilien, Rohstoffe und Infrastruktur eine geringe Korrelation zu Aktien und Anleihen auf. Gleichzeitig haben sich diversifizierte Hedgefonds-Strategien in der Zeit nach der Pandemie bewährt. Composite-Hedgefonds haben seit Ende 2020 eine bemerkenswerte kumulative Outperformance von 20% gegenüber Kernanleihen erzielt. Wir gehen davon aus, dass Hedgefonds künftig über 80% des Aufwärtspotenzials eines traditionellen 60/40-Portfolios erzielen könnten, dabei aber nur etwa die Hälfte der Volatilität verzeichnen. Darüber hinaus sind wir an noch stärker spezialisierten Vermögenswerten (wie etwa Lizenzgebühren) interessiert, die stabile Cashflows mit geringer oder gar keiner Korrelation zu den traditionellen Märkten bieten.

MEHRERE VERMÖGENSWERTE AN DEN PRIVATEN MÄRKTEN WEISEN NEGATIVE KORRELATIONEN ZU AKTIEN UND ANLEIHEN AUF

Korrelation der Quartalsrenditen vom Q2 2008 bis zum Q1 2024



Quellen: Bloomberg Finance L.P., Burgiss, Cliffwater, FTSE, HFRI, MSCI, NCREIF, J.P. Morgan Asset Management.
Stand der Daten: 31. August 2024.

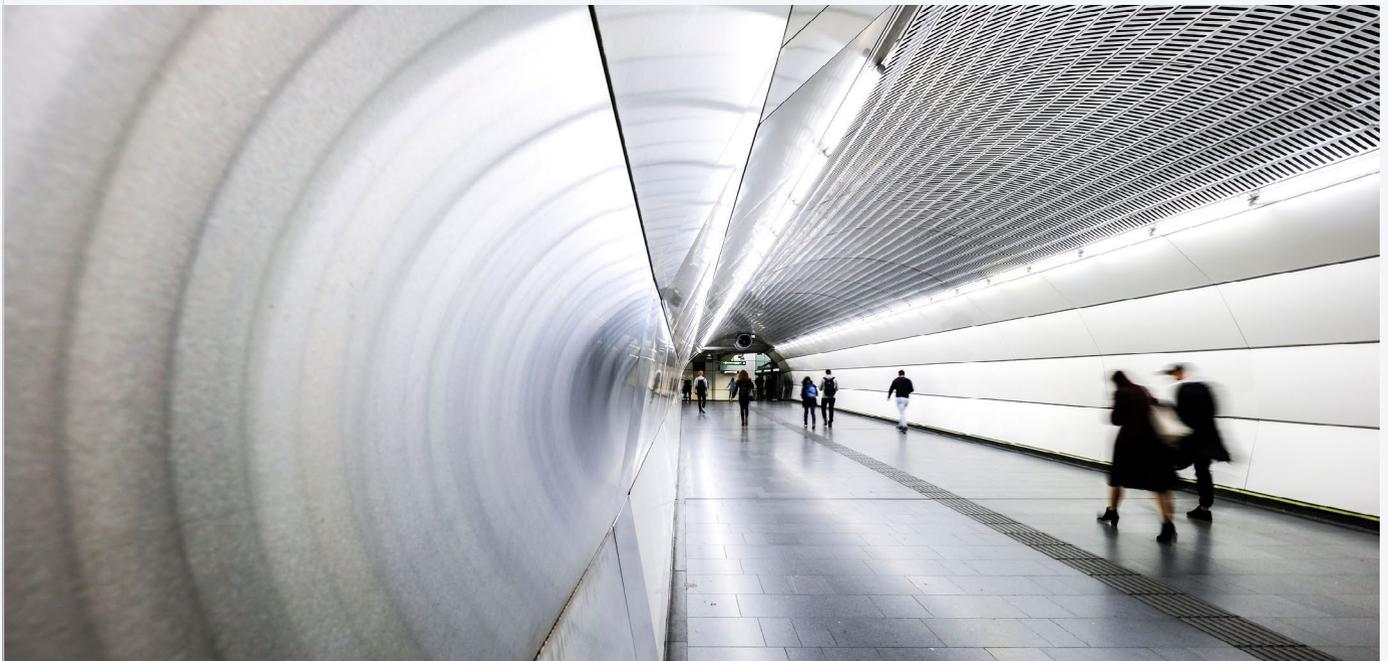
19

Neuausrichtung der Renditen

Es gibt noch eine dritte Möglichkeit, die Portfolioresilienz anzugehen: Erwägen Sie den Einsatz von Optionen, um das Risiko- und Renditeprofil der zugrunde liegenden Vermögenswerte neu auszurichten. Mit dieser Strategie können Sie sich potenziell gegen Abwärtsrisiken absichern und gleichzeitig ein gewisses Aufwärtspotenzial bewahren.

Optionen können zum Kapitalerhalt beitragen, ein Nischen-Engagement ermöglichen und Erträge generieren. Auch aktive börsengehandelte Fonds (ETFs) können Optionsstrategien einsetzen, um die Erträge einer zugrunde liegenden Anlageklasse zu nutzen oder die Volatilität im Vergleich zu einem direkten Aktienengagement zu reduzieren.

Mit strukturierten Schuldverschreibungen lassen sich ähnliche Ergebnisse mit größerer individueller Genauigkeit erzielen. In der Vergangenheit haben wir festgestellt, dass Equity-Linked Notes zwei Drittel der Rendite der breiten Aktienmärkte verzeichneten und gleichzeitig - und das ist entscheidend - positive Renditen in rückläufigen Aktienmärkten einfuhren. Historisch gesehen haben Equity-Linked Notes auch Vorzugskapital und Hochzinsanleihen übertroffen, sowohl in steigenden als auch in fallenden Märkten. Wir sind der Ansicht, dass Anleger Strategien in Betracht ziehen sollten, die ihre Renditen nach unten absichern und es ihnen gleichzeitig ermöglichen, an potenziellen Aufwärtstrends im Jahr 2025 zu partizipieren.



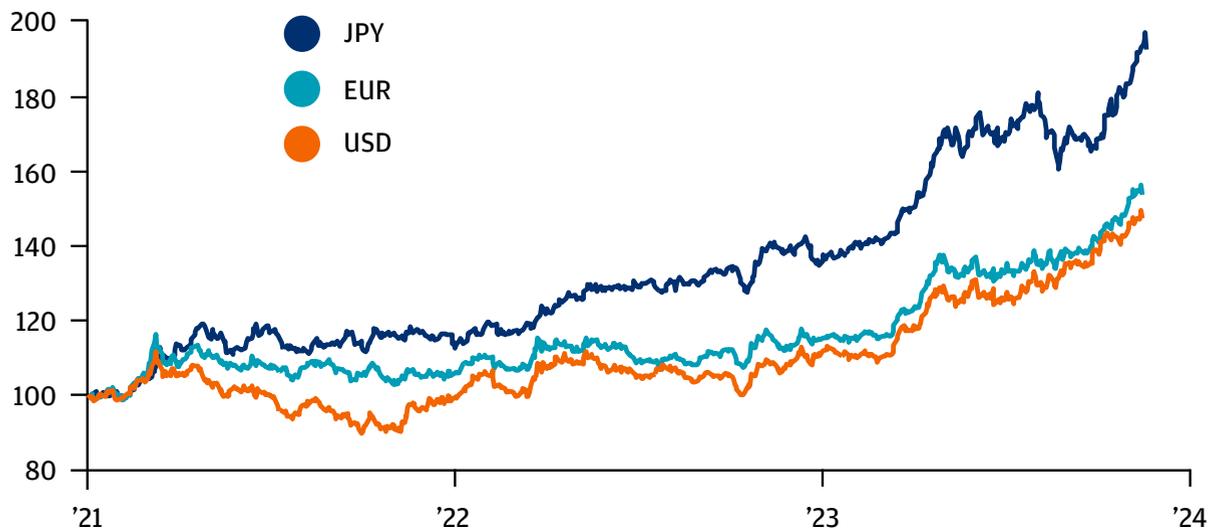
20 Der Goldrausch

Der Goldpreis erreichte 2024 ein neues Allzeithoch und wir sehen gute Gründe für einen anhaltenden Goldrausch im Jahr 2025. Das Edelmetall kann beim Aufbau widerstandsfähiger Portfolios eine wichtige Rolle spielen. Wir erwarten, dass der Goldpreis weiterhin Unterstützung von den Zentralbanken erhält, insbesondere in den Schwellenländern, die pro Jahr 1.500 Tonnen mehr Gold kaufen als vor dem russischen Einmarsch in die Ukraine. Die chinesische Zentralbank hält nach wie vor lediglich 5% ihrer Reserven in Gold, verglichen mit 60% bei der EZB und 73% bei der US-Notenbank (Fed).³⁰ **Gold-ETFs verzeichneten 2024 keine Mittelzuflüsse, aber die neue Nachfrage von Privatanlegern, die 2025 mit sinkenden risikofreien Zinssätzen konfrontiert sein werden, könnte die Preise in die Höhe treiben.**

Entscheidend ist, dass Gold – der klassische sichere Hafen – als attraktive Absicherung sowohl gegen geopolitische Risiken als auch gegen die Unsicherheit im Hinblick auf die Staatsverschuldung und die Haushaltsdefizite dienen kann. In einer Studie zu etwa 50 geopolitischen Ereignissen seit dem Zweiten Weltkrieg kamen wir zu dem Schluss, dass Gold eine zuverlässige kurzfristige Absicherung gegen die Volatilität am Aktienmarkt darstellt.³¹ Zu guter Letzt sind wir der Ansicht, dass der US-Dollar strukturell überbewertet ist. Gold ist ein effizientes Mittel zur Diversifizierung des Währungsrisikos.

GOLD HAT DIE WICHTIGSTEN WÄHRUNGEN ÜBERHOLT, INSBESONDERE DEN YEN

Goldpreisindex, 100 = 2021



Quelle: FactSet. Stand der Daten: 31. Oktober 2024.

³⁰Attar, H. und Ademolu-Odeneye, I. (2024). The Next Shift in the Gold Market. Bridgewater.

³¹Seydl, J. (2024). How do geopolitical shocks impact markets? J.P. Morgan.

Teil 05

Sich entwi- ckelnde Investitions- landschaften

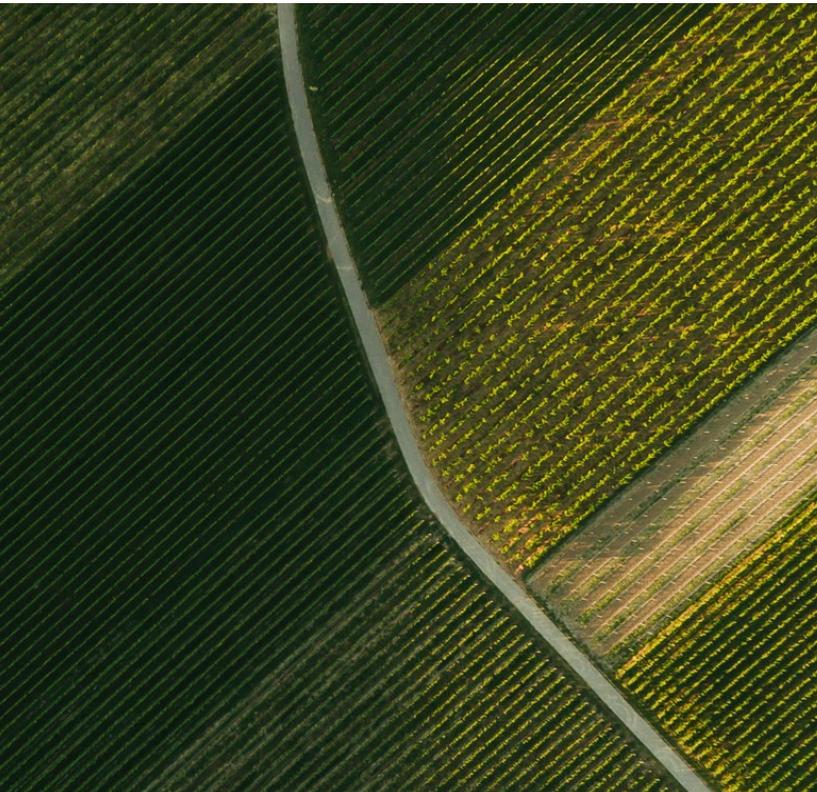
Evergreen Alternativen

Sport & Streaming

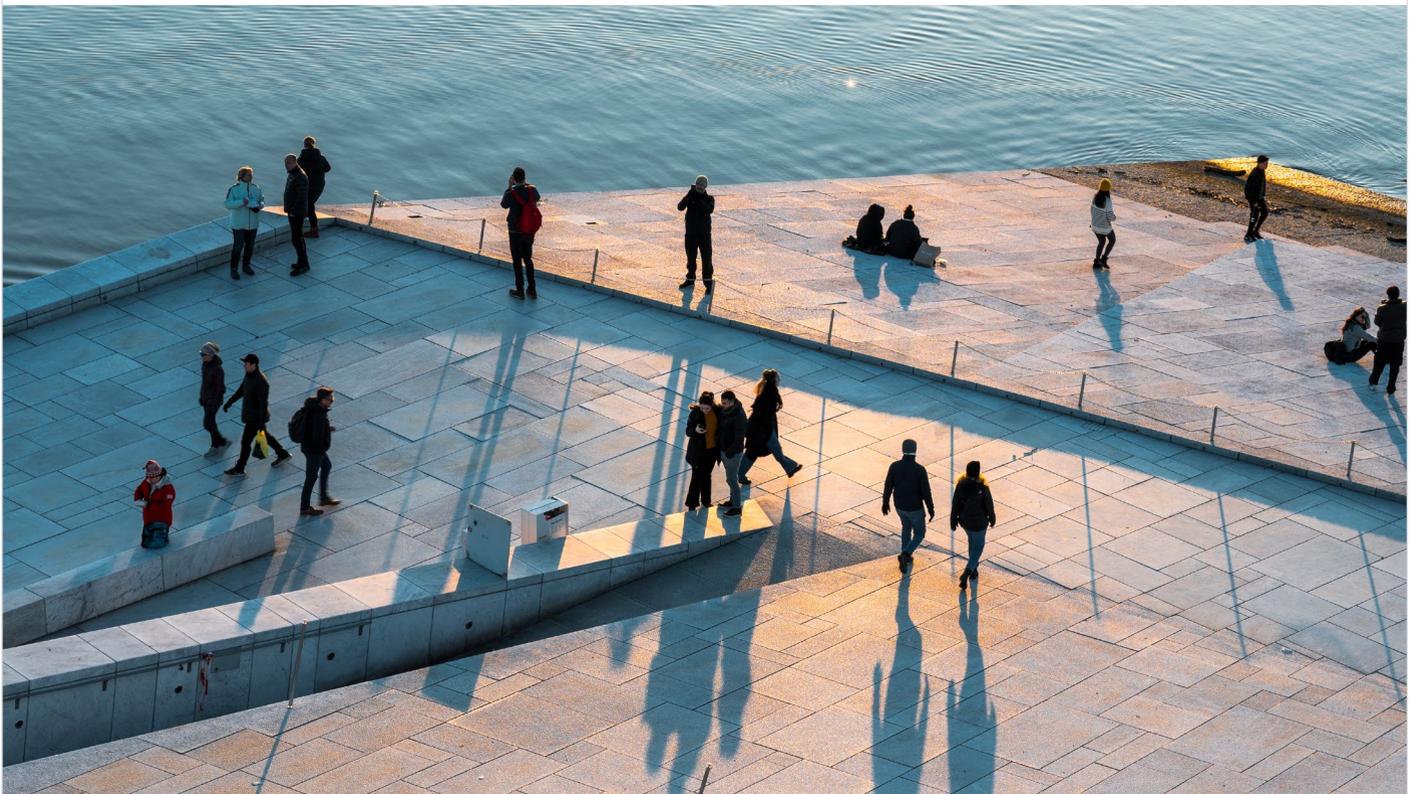
Das Weltraumrennen im
21. Jahrhundert

Liability Management

Neu konzipierte Städte



Investitionsinnovationen kommen manchmal in Wellen; wir glauben, dass 2025 ein Jahr der Innovation sein wird, da die Branche neue Grenzen erkundet. Auch wenn diese Möglichkeiten möglicherweise nicht zu einem Kernbestandteil Ihres Portfolios werden, könnten Sie kleine, aber bedeutende Ergänzungen zu Ihren Vermögenswerten finden.



21 Evergreen Alternativen



Ein neues Gebiet, offene Evergreen Alternative Fonds, gewinnt an Beliebtheit. Tatsächlich entfielen 50 % unserer alternativen Verpflichtungen im Jahr 2024 auf Evergreen Fondsstrukturen, gegenüber 33 % im Vorjahr. Während viele alternative Anlagefonds ein festes Enddatum oder eine Fälligkeit haben, beginnen offene Evergreen Fonds (ohne festes Enddatum) an Fahrt zu gewinnen.

Evergreen private Kreditfonds sammelten in den frühen 2020er Jahren Vermögenswerte an, teilweise weil Vorschriften die Fähigkeit der Banken einschränkten, Kredite zu vergeben. Im Jahr 2025 erwarten wir, dass Evergreen Private-Equity-Fonds einen ähnlichen Wachstumspfad erleben werden.

Heute ist das Evergreen Private Equity konzentriert: Rund 75 % der derzeit verwalteten Vermögenswerte sind in den Top-20-Strategien investiert. Aber im Jahr 2025 werden wir mit mehreren Managern zusammenarbeiten, um Strategien zu entwickeln, von denen wir glauben, dass sie differenzierte Private-Equity-Expositionen in semi-liquiden Vehikeln bieten können. Tatsächlich befinden sich derzeit 50 Fonds im SEC-Registrierungsprozess, die in den nächsten Monaten starten sollen.³²

Evergreen Alternativen bieten einige wesentliche Vorteile: Zugang zu privaten Anlagestrategien bei niedrigeren Mindestanlagebeträgen; die Möglichkeit, in ein erfahrenes Anlageportfolio einzusteigen; und vor allem das Potenzial, periodisch (z. B. monatlich oder vierteljährlich) Liquidität zu erhalten.

Evergreen Fonds bieten auch einen einfacheren Ansatz im Vergleich zu geschlossenen Fonds. Um vollständig in das richtige strategische Gewicht zu investieren, ist nur eine einmalige Entscheidung erforderlich, und Ihr Kapital kann über die Zeit hinweg reinvestiert werden, um zu wachsen.

Gleichzeitig weisen wir auf einige Vorbehalte hin. Evergreen Strategien neigen dazu, höhere Gebühren und niedrigere Renditen zu haben als geschlossene Fonds, die ihr Kapital von Investoren „abziehen“. Wichtig ist, dass die Rückzahlungspläne von Evergreen Fonds durch die gelegentliche Illiquidität ihrer zugrunde liegenden Investitionen beeinträchtigt werden können. Das könnte eine Herausforderung sein: Investoren neigen dazu, in Zeiten wirtschaftlicher und marktbedingter Stresssituationen am meisten Liquidität zu wünschen.

Wir glauben, dass offene Evergreen und geschlossene Drawdown-Strategien in einem diversifizierten Anlageportfolio komplementär sein können. Investoren, die Einfachheit priorisieren, könnten Evergreen Strategien betonen, während diejenigen, die sich auf absolute Rendite konzentrieren, eher zu traditionellen Drawdown-Fonds tendieren könnten.

³² Flynn, K., McCulloch, B., Hagen, J., Gaskill, L., & Becker, L. (2024). Marktbericht Q2 2024 für nicht börsennotierte CEF von XA Investments. XA Investments.



22 Sport & Streaming

Traditionell hatte der Besitz eines Sportteams mehr mit dem Besitz eines Rembrandts oder einer Sammlung klassischer Autos gemeinsam als mit dem Besitz von öffentlichen und privaten Aktien. Aber da Sportligen ihre Eigentumsregeln lockern, können potenzielle Sportinvestoren neue Grenzen erkunden.

Das Argument für Investitionen in Sport ist einfach. **Erstens sind Sportveranstaltungen eine der wenigen Medienereignisse, die zuverlässig eine signifikante Zuschauerschaft anziehen.** Kein Wunder, dass der Gesamtwert von Sport-M&A und Investitionen in den letzten fünf Jahren um das Achtfache gestiegen ist, während alle öffentlichen M&A und Investitionen um 40 % zurückgegangen sind.³³

Zweitens bleiben die Eintrittsbarrieren für jede neue Sportfranchise hoch, ein Vorteil für jeden bestehenden Franchisebesitzer. Die Anzahl der Franchises in den Vereinigten Staaten wird streng durch die jeweiligen Ligaregeln geregelt, und die globale Hierarchie der Ligen scheint etabliert.³⁴

SICH ENTWICKELNDE INVESTITIONSLANDSCHAFTEN

Aber Investitionen in Sport bringen Herausforderungen mit sich. Die wichtigsten historischen Partner der Ligen, traditionelle Rundfunkfernnetzwerke, scheinen sich in einem unaufhaltsamen Rückgang zu befinden. Wir wären nicht überrascht, wenn sich die traditionellen Medienakteure konsolidieren, während die technologiegestützten Streaming-Dienste zunehmend Prämien zahlen, um Zugang zu Sportrechten zu erhalten.

Letztendlich scheint der Bullenfall für Sportinvestitionen wahrscheinlich zu überwiegen. Die National Football League (NFL) lockert ebenfalls ihre Investitionsregeln, um mehr institutionelles Kapital zuzulassen, und große Veränderungen im College-Sport werden wahrscheinlich Kapitallösungen erfordern. Wir erwarten, dass die Aktivität bei Transaktionen sowie Eigenkapital- und Kreditinvestitionen in Sport und sportbezogene Vermögenswerte andere Branchen übertreffen werden.

SPIELN SIE BALL: SPORTINVESTITIONEN KÖNNEN VON GELOCKERTEN EIGENTUMSREGELN PROFITIEREN

Private-Equity-Fonds geplante Investitionsthemen

Teams	Spieler/Talente
Mehrheitseigentum an Sportfranchises*	Spielerleistungsbezogene Dienstleistungen
Mehrheitseigentum an Sportfranchises	Sportagenturen
Spieler/Talente	Real Estate
Spielerleistungsbezogene Dienstleistungen	Finanzierung von Sportteams und Stadien
Sportanalysesoftware	Arenen/Rennstrecken/Golfplätze
Sportagenturen	Immobilienentwicklungen in Arenennähe
Spielerverträge zeichnen	Sportnahe Fitness-Franchiseunternehmen
Medien	Betrieb
Medienrechte und Streaming	Verwaltung von Veranstaltungsorten (Tickets, Sponsoren, usw.)
Soziale Medien/Fan-Engagement	Ausrüstung für Arenen, Veranstaltungsbetrieb und Athleten
Medienkanäle, die sich an Sportfans richten	Drittanbieter-Ticketing-Apps
Ligen	Wetten
Aufkommende Sportligen	Fantasy-Sportarten
Jugendportakademien	Wett-Apps/-Websites
Sommercamps	Live-Sportwettenanbieter
Videospiele	
Esports (Streaming, Wettbewerbe)	
Sportvideospiele	

Quellen: Michael Cembalest, J.P. Morgan Asset Management. Datenstand 2024. *Während Mehrheitseigentum durch Private-Equity-Fonds derzeit in den vier größten US-Sportligen nicht erlaubt ist, erlauben es einige aufstrebende und internationale Ligen. Umfasst Spielertraining, Coaching und Entwicklung; physische Rehabilitation, Biomechanik, Ernährung, mentale Strategie usw.

³³ Cembalest, M. (2024). Ein Stück vom Kuchen. J.P. Morgan Asset Management. Für weitere Informationen siehe unseren Artikel über Sportinvestitionen [hier](#).

³⁴ National Football League und Premier League, gefolgt von der National Basketball Association, dann Major League Baseball und der National Hockey League, der Women's National Basketball Association, der Formel 1 und anderen europäischen Fußballligen in einer bestimmten Reihenfolge.

23

Das Weltraumrennen im 21. Jahrhundert

Die globale Wirtschaft ist bereits auf den Weltraum angewiesen. Satelliten und andere Positionierungs-, Navigations- und Zeitmesstechnologien sind integraler Bestandteil von Standort- und Kommunikationsdiensten, die Branchen von Fernsehen bis Essenslieferung ermöglichen. Innovationen von Unternehmen wie SpaceX haben die Kosten für den Start eines Satelliten in den letzten 20 Jahren um das Zehnfache gesenkt, und wir erwarten, dass Satellitenverbesserungen effektivere Kommunikations- und Beobachtungstechnologien unterstützen werden. Dies könnte entscheidend für die globale Konnektivität sein und Durchbrüche in datenintensiven Prozessen wie der Automatisierung ermöglichen. Weitere Anwendungsfälle umfassen die Bildgebung zur Verfolgung von Bewegungen, die helfen könnte, Lieferketten zu verwalten, Naturkatastrophen vorherzusagen und darauf zu reagieren sowie Bauprojekte zu überwachen.

Der Weltraum wird auch weiterhin ein Schwerpunkt für die nationale Sicherheit sein. **Die Budgetanfragen des US-Verteidigungsministeriums für weltraumgestützte Systeme sind von etwa 9 Milliarden USD im Jahr 2019 auf mehr als 25 Milliarden USD im Jahr 2025 gestiegen.** Indien hat ein Raumfahrzeug am Südpol des Mondes gelandet. Japan und die Vereinigten Staaten arbeiten an genaueren Positionierungstechnologien zusammen. Peru, Saudi-Arabien und Thailand haben den Weltraum in ihren wirtschaftlichen Entwicklungsplänen priorisiert.

Der Weltraumtourismus könnte in den nächsten zehn Jahren zu einer Branche mit einem Umsatz von 5 Milliarden USD pro Jahr heranwachsen. Die Beratungsfirma McKinsey & Co. prognostiziert, dass die Weltraumwirtschaft in den nächsten zehn Jahren mehr als doppelt so schnell wachsen wird wie das globale BIP und bis 2035 zu einer 2-Billionen-USD-Industrie wird.³⁵



³⁵ Acket-Goemaere, A., Brukart, R., Klempner, J., Sierra, A., & Stokes, B. (2024). Space: The \$1.8 trillion opportunity for global economic growth. McKinsey & Company.

24

Liability Management

In den letzten zwei Jahren haben viele Kreditnehmer Zinskosten getragen, die auf kurzfristigen Zinssätzen von über 5 % basierten. **Da der Markt beginnt, zukünftige Zinssenkungen der Geldpolitik zu antizipieren, können Kreditnehmer niedrigere Zinssätze festzuschreiben, unabhängig davon, ob die Zinssenkungen tatsächlich eintreten.** Im September war es möglich, die Basis-SOFR-Zinskosten für 2-5 Jahre bei 2,90 %-3,25 % zu fixieren, da die Märkte einen aggressiven Zinssenkungszyklus der Federal Reserve widerspiegeln. Kunden können ihre Kreditkosten weiter anpassen, indem sie Instrumente wie einfache und strukturierte Zinsswaps, Caps und Collars verwenden, um noch niedrigere Zinssätze als die derzeit vom Markt angebotenen festzuschreiben oder zu steuern.

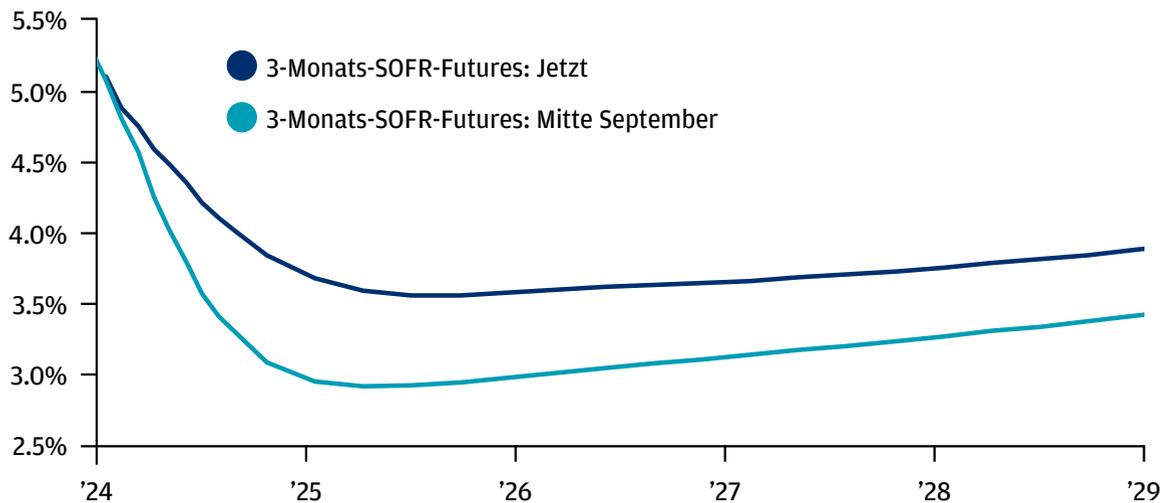
Auch die Hypothekenaktivität spiegelt das dynamische Management der Marktbedingungen wider, insbesondere die Zinserwartungen. Im September waren die Hypothekenaufträge der J.P. Morgan Private Bank auf ihrem höchsten Stand seit Juni 2023, und die Refinanzierungsanträge waren auf ihrem höchsten Stand seit dem Sommer 2022. Rund 70 % unserer Hypothekenaufträge waren für variabel verzinsliche Darlehen, der höchste Anteil seit mindestens fünf Jahren.

Dies deutet darauf hin, dass Kreditnehmer ihr Bestes tun, um die niedrigstmöglichen Zinssätze zu finden, und sie erwarten, dass die Zinssätze in Zukunft fallen werden.

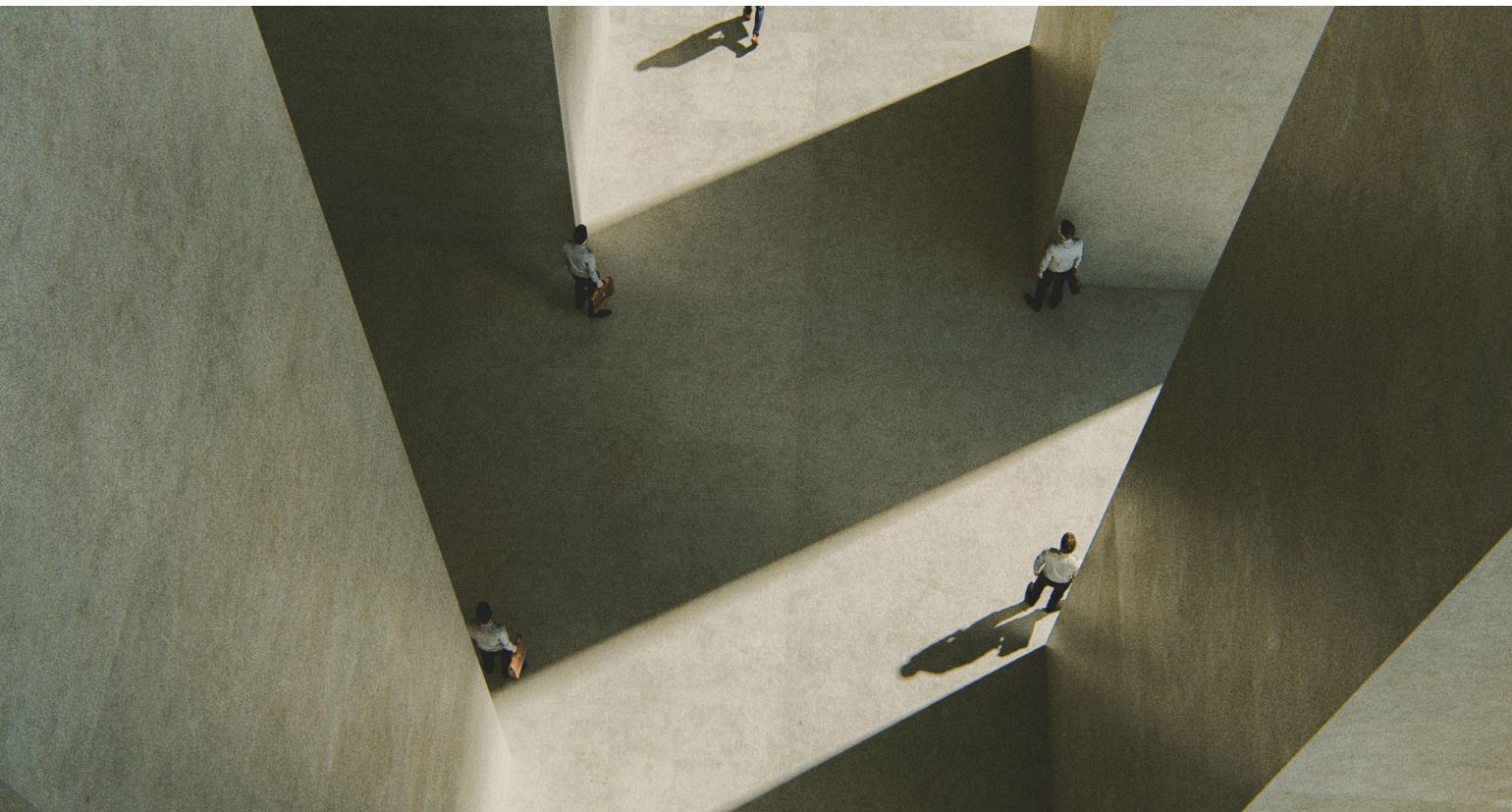
Wir könnten im kommenden Jahr weitere Gelegenheiten wie diese sehen. Unabhängig davon, ob Sie sich mit Liability Management beschäftigen oder nicht, erwarten wir, dass die Kreditnachfrage aus Eigenheimkreditlinien (HELOCs), Portfoliokreditlinien sowie Hypothekenkäufen und -refinanzierungen steigen wird, wenn die Kreditkosten sinken. Sinkende Zinssätze sind auch für die Nachlassplanung von Bedeutung: Intra-Familien-Darlehenszinsen sind weniger belastend, ebenso wie Hürdenraten für Grantor Retained Annuity Trusts (Fahrzeuge, bei denen die Wertsteigerung über die Hürdenrate hinaus steuerfrei an den Begünstigten weitergegeben wird).

VERÄNDERTE ERWARTUNGEN AN FED-POLITIKBEWEGUNGEN KÖNNEN MÖGLICHKEITEN ZUR FESTSCHREIBUNG VON ZINSEN SCHAFFEN

Erwarteter 3-Monats-Zinssatz, impliziert durch SOFR-Futures, %



Quelle: Bloomberg Finance L.P. Datenstand 23. Oktober 2024.



25 Neu konzipierte Städte



SICH ENTWICKELNDE INVESTITIONSLANDSCHAFTEN

Die physische Landschaft der Städte verändert sich. Es ist ein post-pandemisches Phänomen mit globaler Reichweite.

Schon vor COVID veränderten sich die Städte. In den Vereinigten Staaten zogen alternde Millennials in erschwinglichere Vorstadtgebiete. Die Pandemie und die Verbreitung von Homeoffice-Arrangements haben diese Dynamik verstärkt. Jetzt zeichnen sich neue Entwicklungen in vielen US-Städten (einschließlich Boston, Indianapolis und der Dallas/Fort Worth-Metropolregion) durch niedriggeschossige, gartenartige Mehrfamilienhäuser aus; Bürogebäude in erstklassigen Vororten und Randgebieten der Städte; und umgestaltete gemischt genutzte Einzelhandelsflächen.

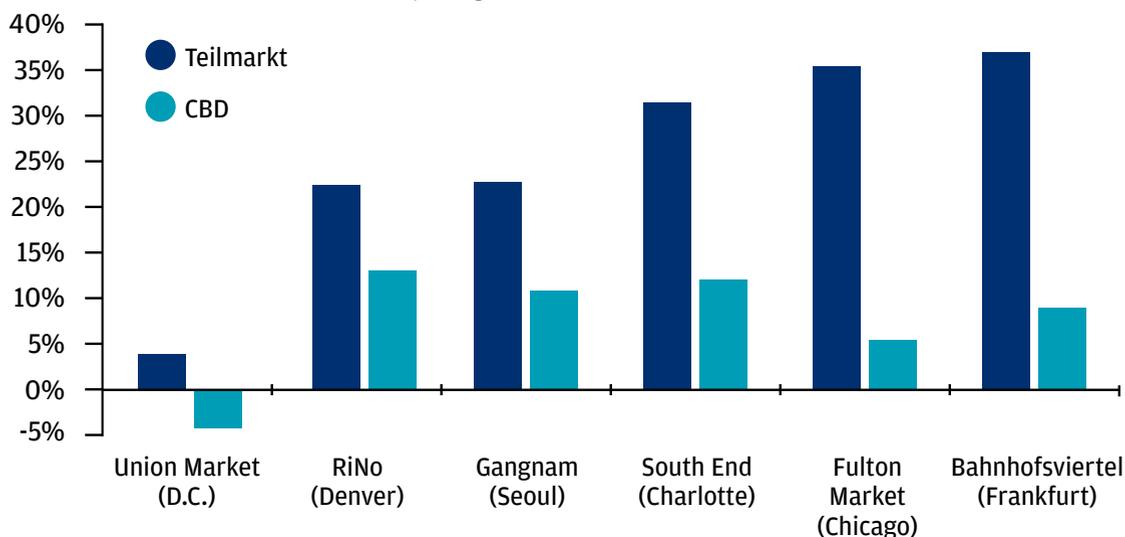
Weltweit hat das Mietwachstum in städtischen Rand- und Vorstadtmärkten wie Gangnam (Seoul), Fulton Market (Chicago) und Bahnhofsviertel (Frankfurt) das Mietwachstum in zentralen Geschäftsvierteln (CBD) in den letzten fünf Jahren um das 2,5- bis 9-fache übertroffen. Wir erwarten, dass sich dieser Trend fortsetzen wird.

In der Zwischenzeit werden Stadtregierungen und Investoren zunehmend zusammenarbeiten, um ältere, minderwertige Bürogebäude der Klassen B und C in produktivere Nutzungen (z. B. Wohnraum oder sogar Rechenzentren) umzuwandeln. Über 80% der Büroflächen in Städten wie Chicago, Frankfurt und Singapur wurden vor 2015 gebaut.

Das heißt, der Neubau von LEED-zertifizierten Büroflächen der Klasse A floriert weiterhin. Einige Beispiele sind der Salesforce Tower in Sydney und CapitaSpring in Singapur. Das neue Hauptquartier von J.P. Morgan, das im Sommer 2025 in New York City eröffnet werden soll, wird eines der neuen Bürogebäude sein, die die Skylines von Städten auf der ganzen Welt verändern.

AUSSERHALB DER ZENTRALEN GESCHÄFTSVIERTEL DER STÄDTE NIMMT DAS MIETWACHSTUM ZU

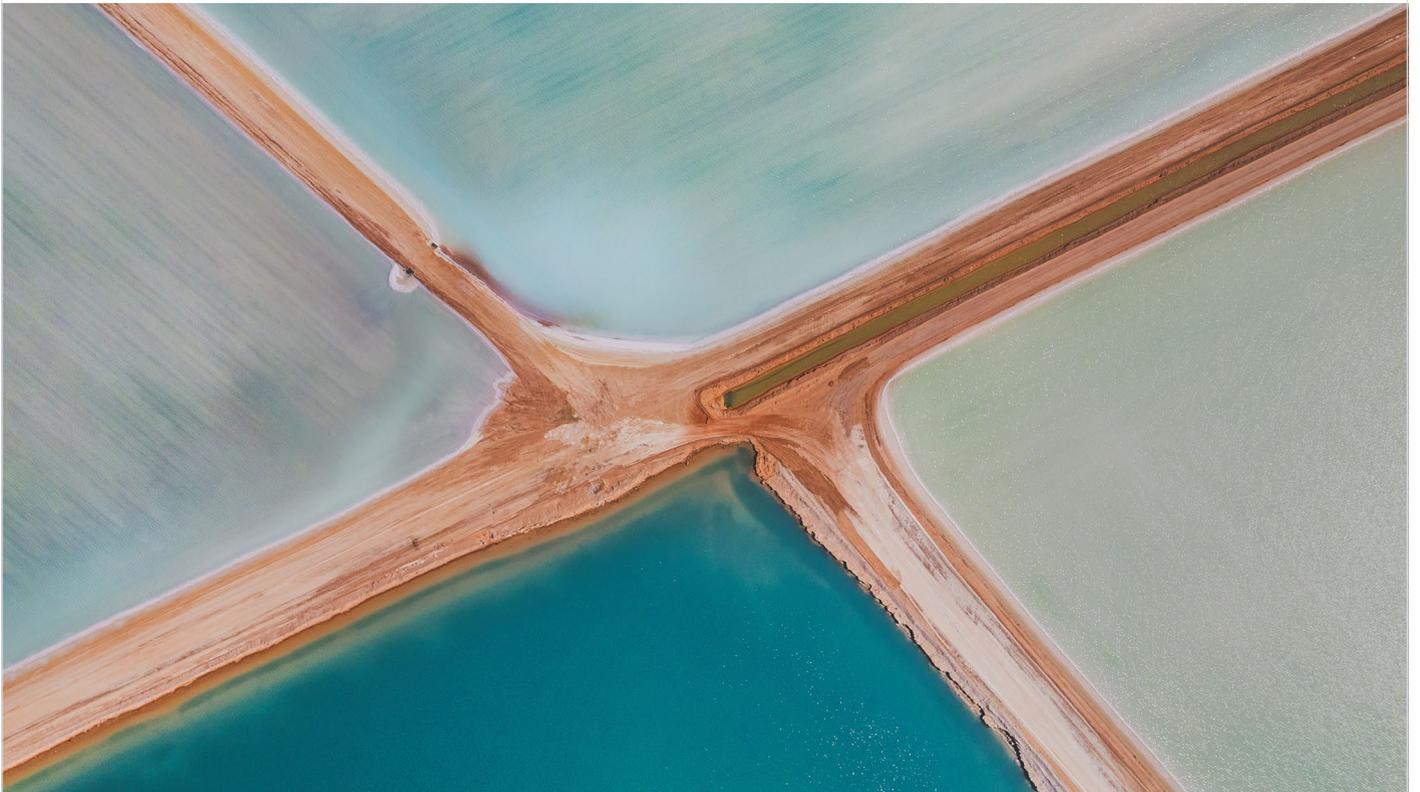
5-jähriges Mietwachstum, %



Quelle: JLL Research. Datenstand Mai 2023.

Fazit

2024 hat sich als außergewöhnliches Jahr für Anlagerenditen erwiesen. Wir freuen uns darauf, mit Ihnen und Ihrer Familie im Jahr 2025 auf dieser Stärke aufzubauen. Ob es darum geht, die Chancen in der beschleunigten Kapitalinvestition zu nutzen, die Portfolioresilienz durch Einkommen und reale Vermögenswerte sicherzustellen oder die potenziellen Auswirkungen des jüngsten globalen Wahlzyklus zu verstehen, Ihr J.P. Morgan-Team ist hier, um Ihnen und Ihrer Familie zu helfen, Ihre Ziele zu erreichen.



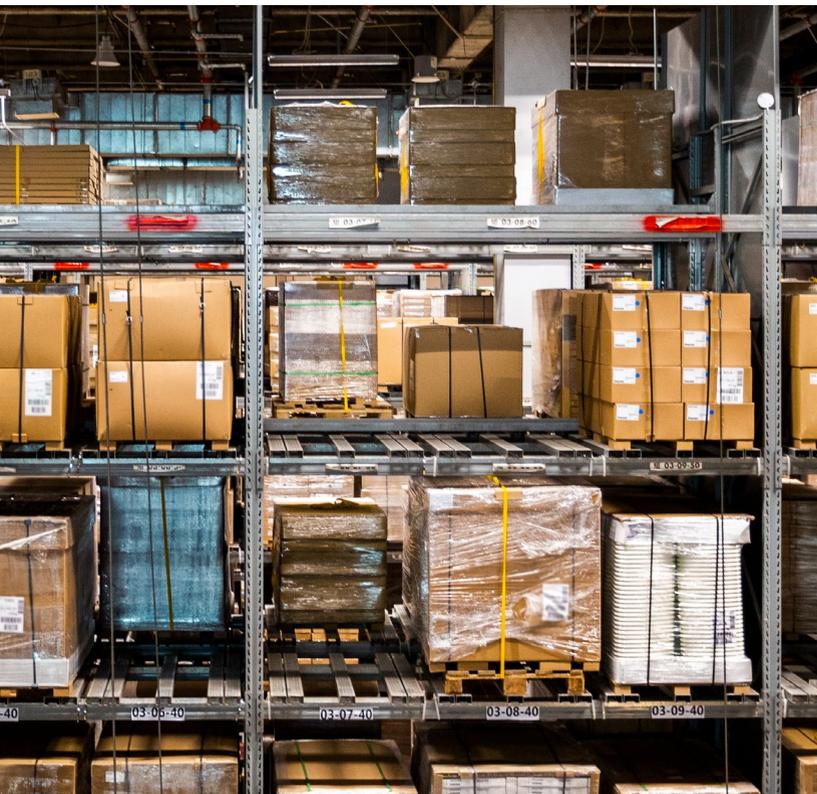
Teil 06

Globale Perspektiven

Asien

Lateinamerika

Europa



Asien



Wie man Chancen in Schwellenländern findet

Schwellenmärkte haben Investoren über Jahre hinweg enttäuscht. Trotz Versprechungen von hohem Wachstum und hohen Renditen bleiben Aktien der Schwellenländer (EM) in der Gesamtheit eine der am schlechtesten abschneidenden Anlageklassen der letzten 15 Jahre. Die Erwartungen der Investoren an ein starkes Wirtschaftswachstum wurden weitgehend erfüllt: Im Durchschnitt wuchsen die EM-Volkswirtschaften um 4,3% im Vergleich zu einem Wachstum von 1,7% bei ihren Pendanten in den entwickelten Märkten (DM). Doch in vielen Märkten sind die Aktienrenditen nicht entsprechend gestiegen.

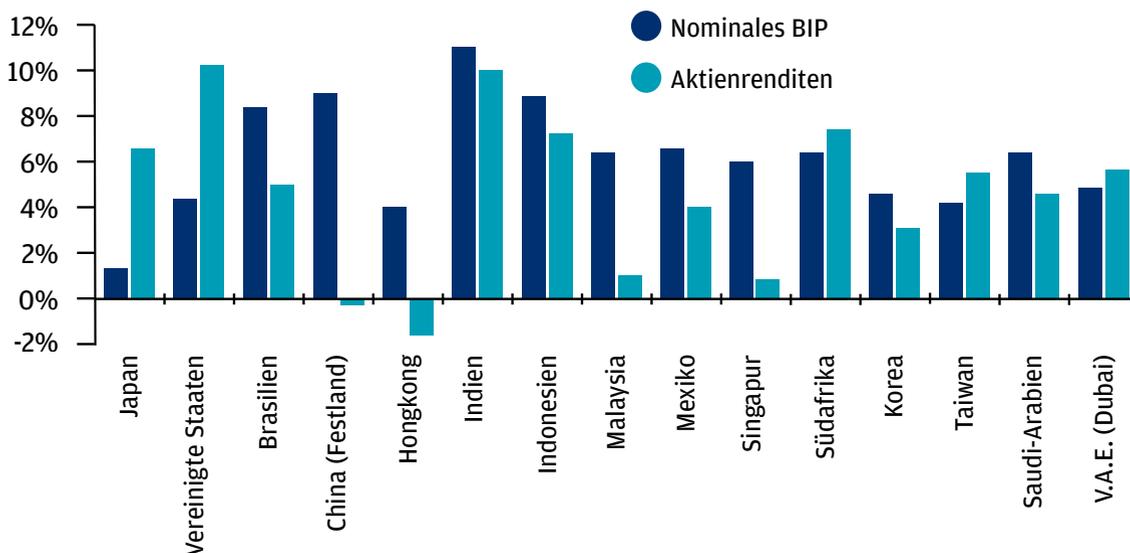
Warum hat das Wachstum in einigen Ländern positive Aktienrenditen gefördert, während es in anderen nicht der Fall war? Wie wir hier erörtern, liegt der kritische Zusammenhang zwischen Wirtschaftswachstum und

Unternehmensgewinnen. Letztlich sind für Investoren die Gewinne (und das Gewinnwachstum) entscheidend, daher ist die zentrale Frage, welche Faktoren es ermöglichen, dass sich Wirtschaftswachstum in Unternehmensgewinne umsetzt.

Mit der Zinssenkung der Federal Reserve (Fed) und Chinas Engagement in einer neuen Runde von Konjunkturmaßnahmen verbessern sich die Aussichten für Schwellenmärkte. **Doch Investoren müssen auf die Dynamiken der einzelnen Volkswirtschaften und Märkte achten und sehr selektiv sein, um zu bestimmen, wo und wie sie im EM-Spektrum investieren.** Beachten Sie, dass diese Sichtweise auf langfristiges Investieren ausgerichtet ist. Kurzfristige taktische Gelegenheiten—zum Beispiel in den chinesischen Märkten in diesem Jahr—können aufgrund anderer Faktoren kommen und gehen.

WIRTSCHAFTSWACHSTUM FÜHRT NICHT IMMER ZU RENDITEN IN SCHWELLENLÄNDERN

Jährliches nominales BIP-Wachstum vs. Preisrenditen lokaler Aktienindizes seit 2009, lokale Währung, %



Quellen: Nationale Quellen, MSCI, Bloomberg Finance L.P. Daten vom 30. September 2024.

Was bewegt die Aktienmärkte?

Was treibt die Aktienrenditen an? Investoren werden belohnt, wenn Unternehmen ihre Gewinne pro Aktie steigern oder Kapital durch Dividenden zurückgeben. Im Allgemeinen folgt die Bewegung der Aktien langfristig den Gewinnen (Erträgen). Wenn die Erträge wachsen, tendieren die Aktienkurse dazu, zu steigen. Allerdings haben hier die EM-Aktien im Vergleich zu ihren DM-Pendants hinterhergehinkt. Während das Wirtschaftswachstum in einer Reihe von Ländern stark war, haben viele inländische Unternehmen ihre Gewinne nicht wachsen sehen. Eines der auffälligsten Beispiele ist China, wo die Erträge in den letzten 10 Jahren trotz starken Wirtschaftswachstums flach geblieben sind (siehe Grafik).

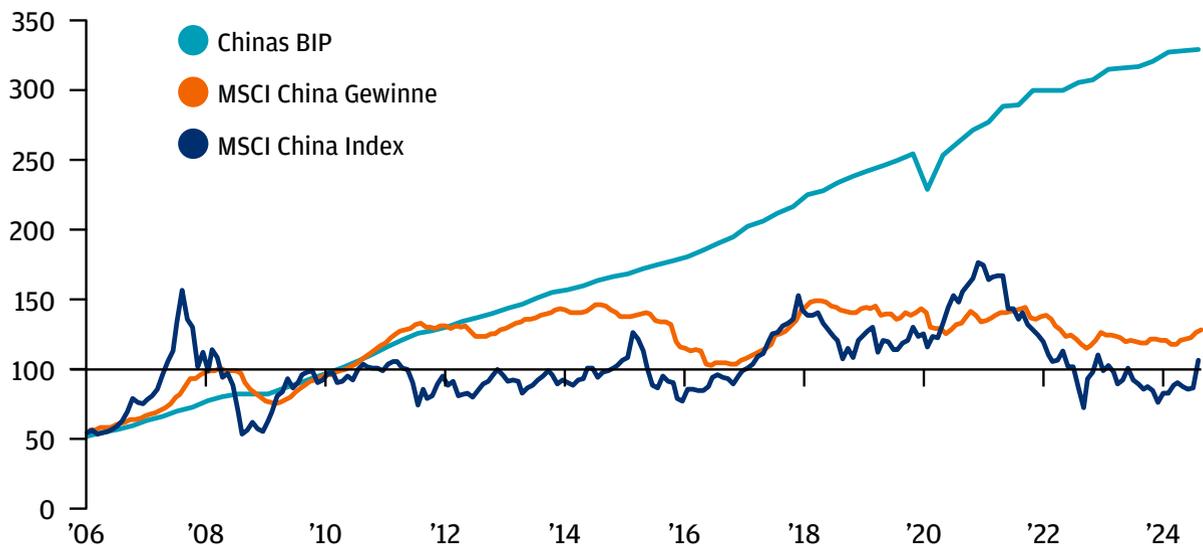
Drei Faktoren erklären das relativ schwache Gewinnwachstum, unserer Ansicht nach.

Erstens variieren die Wirtschaftsmodelle hinsichtlich der jeweiligen Rollen des öffentlichen und privaten Sektors. Einige Länder sind gut darin, Output zu generieren—Infrastruktur zu bauen oder Exportvolumen zu steigern—aber ihre Modelle sind nicht förderlich für die Generierung von Unternehmensgewinnen. Zum Beispiel könnte eine Wirtschaft umfangreiche staatliche Subventionen beinhalten, die den unökonomischen Wettbewerb erhöhen und die Preise senken. Eine ähnliche Dynamik ergibt sich in Volkswirtschaften, die viele staatseigene Unternehmen (SOEs) umfassen, die nicht so gewinnorientiert sind.



CHINESISCHE AKTIEN HABEN MIT DEM WIRTSCHAFTSWACHSTUM NICHT SCHRITT GEHALTEN

Chinas nominales BIP und MSCI China Index sowie Gewinne, 2010 = 100



Quellen: Nationales Statistikbüro Chinas, MSCI, Bloomberg Finance L.P. Datenstand Q3 2024.

Der zweite Faktor ist die Unternehmensführung. Selbst erfolgreiche Unternehmen, die starke Umsätze erzielen, schaffen nicht unbedingt Gewinne. Und wichtig ist, dass sie möglicherweise keine Gewinne pro Aktie erzielen. Unternehmen können erhebliche Umsätze generieren, aber diese Erträge beispielsweise in verschwenderische Investitionen oder höhere Gehälter für das Management investieren.

Häufiger sind Unternehmen profitabel, aber sie ergreifen „aktionärsfeindliche“ Maßnahmen—indem sie beispielsweise mehr Aktien ausgeben und so den Aktionärswert verwässern.

Da die Erträge auf Basis pro Aktie gemessen werden, wächst der Gewinn pro Aktie (EPS) nie, wenn die Aktienausgabe im Einklang mit den Gewinnen steigt.

Der dritte Faktor ist eher makroökonomisch und bezieht sich auf die Rolle der Exporte in einer bestimmten EM-Wirtschaft und für die Schwellenmärkte insgesamt. Obwohl der inländische Konsum in den EM-Volkswirtschaften gewachsen ist, bleiben die Exporte der einflussreichste Bestimmungsfaktor für Unternehmensgewinne. Daher ist es keine Überraschung, dass die Schwellenmärkte ihre Blütezeit in den mittleren 2000er Jahren hatten, als das globale Handelswachstum inmitten der Hyperglobalisierung in die Höhe schnellte. Da der Handel aufgrund des zunehmenden Protektionismus und der Verschiebung der Lieferketten unter Druck steht, wird es zu einem wichtigen Faktor, Volkswirtschaften zu finden, die in der Lage sind, ihre Exporte in diesem Umfeld weiter zu steigern.

Ein Drei-Faktoren-Rahmenwerk für Investitionen in Schwellenländern



Wie können Investoren in der aktuellen Umgebung Chancen finden? Wir denken, dass das Venn-Diagramm einen nützlichen Rahmen bietet.

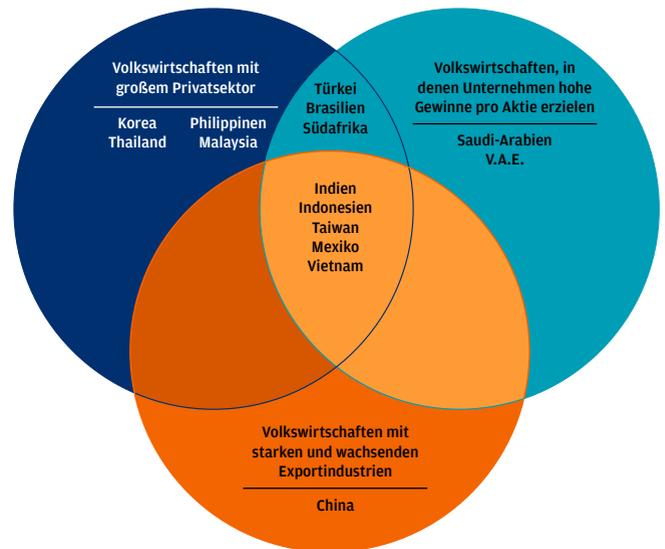
Betrachten Sie die Volkswirtschaften, die im Zentrum des Venn-Diagramms liegen: eine Kombination aus florierenden privaten Sektoren mit minimaler staatlicher Einmischung, Unternehmen, die Aktionäre schätzen und Gewinne steigern, und wachsenden Exporten. Zugegeben, nur wenige Volkswirtschaften erfüllen diese Kriterien. Und genau deshalb müssen Investoren besonders selektiv sein, wenn sie in Schwellenmärkte investieren.

Betrachtet man den ersten Faktor, die Wirtschaftsstruktur, so ist der private Sektor in vielen Volkswirtschaften zum wichtigsten Wachstumstreiber geworden, wobei eine erhöhte Wettbewerbsfähigkeit die Unternehmensleistung verbessert. Beispiele sind Märkte mit einem geringen Anteil an SOEs, wie Indien, Indonesien, Taiwan, Korea, Südafrika und die Türkei.

Wenn wir den zweiten Faktor betrachten, die Unternehmensführung–und genauer gesagt, ob Unternehmen Aktionärswert schaffen–erzeugen Indien, Brasilien, Indonesien, Taiwan und die Vereinigten Arabischen Emirate Renditen entweder durch Gewinn- oder Dividendenwachstum, und vor allem neigen sie nicht dazu, den Aktionärswert zu verwässern. In diesen Ländern konzentrieren sich die Unternehmen im Allgemeinen darauf, die Gewinne zu steigern und diesen Wert an die Aktionäre zurückzugeben; nicht zufällig neigen ihre Unternehmen dazu, die Gewinne pro Aktie in einem guten Tempo zu steigern.

SELEKTIVITÄT IST WICHTIG, WENN MAN IN SCHWELLENMÄRKTE INVESTIERT

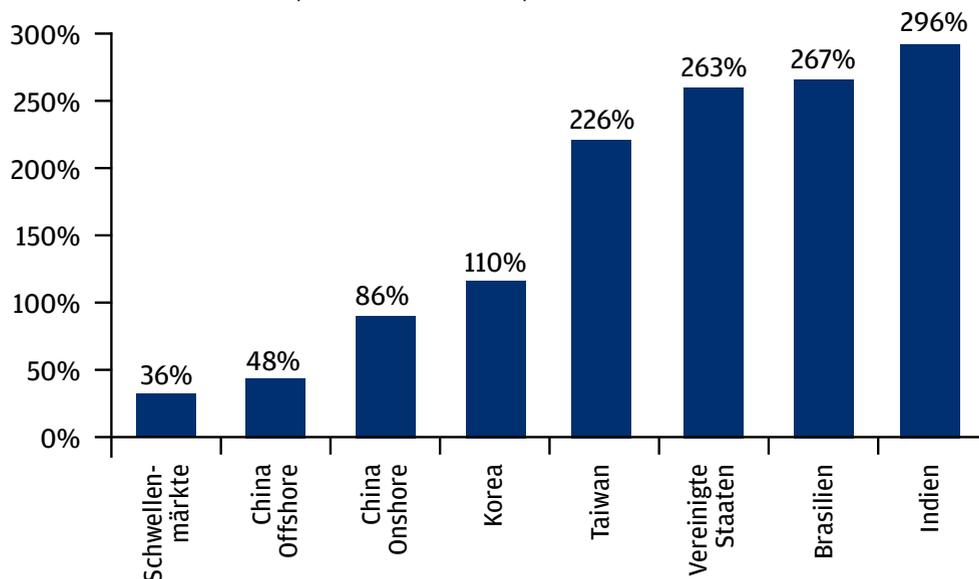
Ein Rahmenwerk für Investitionen in Schwellenmärkte



Quelle: J.P. Morgan Wealth Management.

BESTIMMTE BEREICHE DER SCHWELLENMÄRKTE HABEN DIE GEWINNE IN BEEINDRUCKENDEM TEMPO GESTEIGERT

Gewinnwachstum nach Region, lokale Währung, September 2009-September 2024, %



Quelle: Bloomberg Finance L.P. Daten vom 30. September 2024.

Hinweis: Schwellenmärkte werden durch MSCI Emerging Markets, China Offshore durch MSCI China, China Onshore durch CSI 300, Korea durch KOSPI, Taiwan durch Taiex, die Vereinigten Staaten durch S&P 500, Brasilien durch Bovespa und Indien durch SENSEX Index bezeichnet.

Beim dritten Faktor, der Rolle der Exporte, sticht China klar hervor. Eine außergewöhnliche Exportleistung in den letzten Jahren hat Chinas globalen Marktanteil auf 15% aller globalen Exporte erhöhet. Aus der Perspektive eines Investors hängt der Anstieg der chinesischen Exporte mit der Rolle der chinesischen Regierung bei der Förderung der Exporte zusammen. Eine Wirtschaft mit großen staatlichen Subventionen und Konjunkturmaßnahmen, die auf die Erhöhung des Angebots abzielen, könnte kein förderlicher Hintergrund für Gewinnmargen und Gewinnwachstum sein.

Wir stellen auch fest, dass Chinas Exportmacht viele andere Schwellenmärkte herausfordert. Chinas wachsender Handelsüberschuss und das Exportwachstum sowohl bei Produkten mit niedriger als auch hoher Technologie setzen andere globale Hersteller unter Druck. Jüngste Berichte, die zeigen, dass Korea ein Handelsdefizit mit China im Bereich Kimchi aufweist, verdeutlichen das Ausmaß der Herausforderung für Schwellenmärkte außerhalb Chinas.

Dennoch konnten Volkswirtschaften wie Vietnam, Indien, Taiwan, Polen und die Türkei alle Marktanteile im Export gewinnen.

Wo sollten sich Investoren also auf die Suche nach dieser schwer fassbaren Kombination aus hohem Wachstum und hohen Aktienrenditen begeben? In unserem Drei-Faktoren-Rahmenwerk heben sich Indien, Indonesien, Taiwan und Mexiko als die vielversprechendsten Jagdgründe für Aktieninvestoren hervor. Der EM-Index mag enttäuschen. Aber Investoren, die ihre Plätze und ihre Aktien klug wählen, haben das Potenzial, attraktive Renditen zu erzielen.



Latein- amerika

Politik und Geldpolitik: Eine warnende Geschichte

Als die Fed vor einigen Monaten ihren lang erwarteten ersten Zinsschnitt einleitete, nahm ein globaler Zyklus von Zinssenkungen Fahrt auf.

Wie könnte sich dieser Zyklus entwickeln? Um diese Frage zu beantworten, können wir die Geldpolitik in Lateinamerika als eine Art Fallstudie betrachten. In mancher Hinsicht ist es eine beruhigende Geschichte. Das Wirtschaftswachstum in weiten Teilen Lateinamerikas bleibt stark, und die Inflation ist unter Kontrolle. Aber in anderer Hinsicht ist es eine warnende Geschichte. Politik und politische Maßnahmen sind hier entscheidend.

Wie Geldpolitik und Fiskalpolitik interagieren, wird besonders relevant sein, da viele Länder in Richtung „fiskalischen Aktivismus“ gehen, mit erhöhten Staatsausgaben und Investitionen. Während Investoren den Einfluss dieses Zinssenkungszyklus auf Volkswirtschaften und Märkte betrachten, kann die lateinamerikanische Geschichte nützliche Lektionen bieten.

Hyperinflation und die Lehren der Geschichte

Lateinamerika kämpfte bekanntlich von den 1970er Jahren bis Mitte der 1990er Jahre mit Hyperinflation, als die Zentralbanken eine entscheidende Rolle bei deren Eindämmung spielten. Die Privatisierung staatseigener Industrien, die Liberalisierung des Handels und die Einführung von Sparmaßnahmen waren ebenfalls wichtig.

Aber die Etablierung klarer und vorhersehbarer Geldpolitiken, unabhängig von der Exekutivgewalt, erwies sich als entscheidend.

Chile führte den Weg, indem es 1989 seiner Zentralbank Autonomie gewährte. Viele andere Länder folgten in den 1990er Jahren diesem Beispiel. Brasilien, die größte Volkswirtschaft der Region, machte seine Zentralbank 2021 unabhängig.

Im Gegensatz dazu kämpften Länder, die die Unabhängigkeit ihrer Zentralbank untergraben haben, wie Argentinien und Venezuela, weiterhin damit, die Inflation unter Kontrolle zu halten.

RECHTSREFORMEN FÜHRTEN ZU GRÖßERER AUTONOMIE FÜR LATEINAMERIKANISCHE ZENTRALBANKEN

Unabhängigkeit der Zentralbanken in Lateinamerika vor und nach den Rechtsreformen, ausgewählte Länder

Land	Reformjahr	Vor der Reform	Nach der Reform	Land	Reformjahr	Vor der Reform	Nach der Reform
Argentinien	1992	0,4	0,8	Mexiko	1993	0,39	0,64
Bolivien	1995	0,3	0,8	Nicaragua	1992	0,45	0,7
Brasilien	2021	0,25	*	Paraguay	1995	0,38	0,62
Chile	1989	0,1	0,82	Peru	1992	0,43	0,8
Kolumbien	1992	0,27	0,69	Uruguay	1995	0,18	0,71
Costa Rica	1995	0,44	0,73	Venezuela	1992	0,43	0,73
Dominikanische Rep.	2002	0,37	0,65	Vereinigte Staaten	**		0,48
Honduras	1997	0,36	0,67	Europäische Union	**		0,86

Quelle: Weltbank. Daten von 2017.

Hinweis: Der Index der Unabhängigkeit der Zentralbanken basiert auf den gesetzlichen Bestimmungen der Zentralbankgesetze und der damit verbundenen Gesetzgebung. Der Gesamtwert des Index schwankt auf einer kontinuierlichen Skala von null bis eins, wobei höhere Werte auf eine stärkere gesetzliche Unabhängigkeit der Zentralbanken hinweisen. Länder, in denen eine spätere Gesetzgebung diese Reformen teilweise rückgängig gemacht hat, sind mit einem Sternchen markiert. *Die brasilianische Zentralbank wurde 2021 effektiv unabhängig, aber es gibt keinen aktualisierten Wert.

**In den Vereinigten Staaten und der Europäischen Union gab es keine spezifischen Reformen, um den Wert zu ändern.

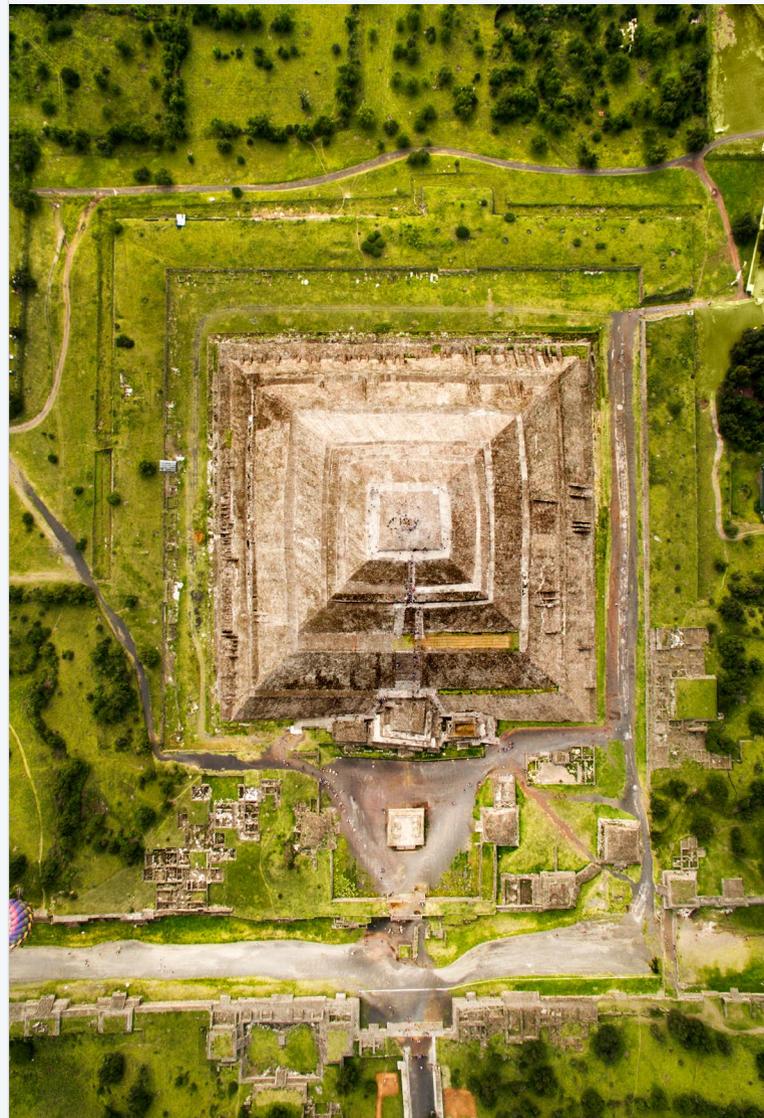
Politik nach der globalen Finanzkrise und COVID

Die letzten 15 Jahre waren eine Zeit der Herausforderungen für die Geldpolitik, aber anderer Art. Die globale Finanzkrise (GFC) stellte traditionelle Vorstellungen darüber, was Zentralbanken tun konnten und was nicht, auf den Kopf. Um das Finanzsystem zu stabilisieren, ergriffen die Fed und andere Zentralbanken beispiellose Maßnahmen, darunter Nullzinsen und quantitative Lockerung (Kauf von Staatsanleihen und anderen Finanzaktiva für die Bilanz der Zentralbank).

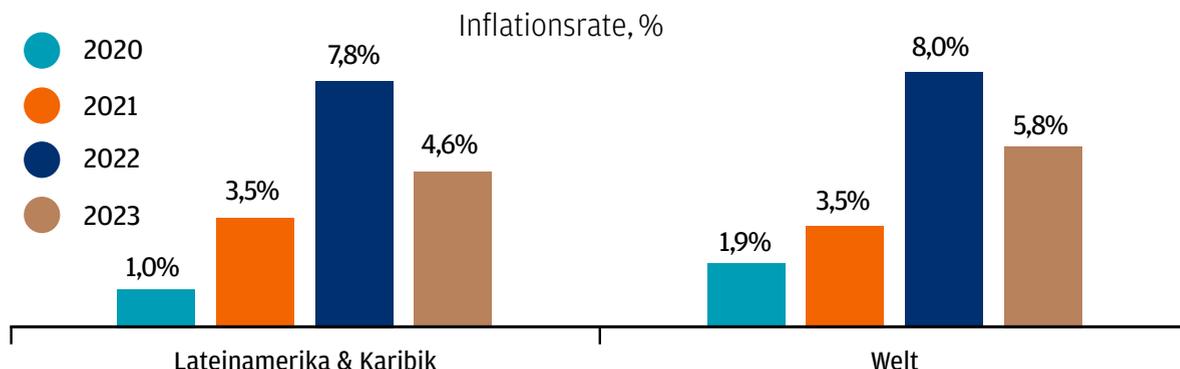
Dieser „monetäre Aktivismus“ bot Stabilität, aber im Nachhinein ist klar, dass er auch die Preise von Risikoaktiva angeheizt hat. Im Wesentlichen mussten Investoren, die nach Rendite suchten, bei Bargeldzinsen nahe null, in riskantere Anlagen investieren und diese dadurch in die Höhe treiben.

In dieser Zeit senkten die Zentralbanken in Lateinamerika die Leitzinsen von Q3 2008 bis Q4 2009 um über 500 Basispunkte. Sie senkten auch die Mindestreserveanforderungen und ergriffen weitere Maßnahmen zur Erhöhung der Liquidität, einschließlich der Bereitstellung von USD-Liquidität auf den Devisenmärkten, um kurzfristige Volatilität in lokalen Währungen zu mildern.

Der COVID-Schock löste einen erneuten monetären Aktivismus vieler Zentralbanken in entwickelten Volkswirtschaften aus. Die lateinamerikanischen Zentralbanken hielten sich ihrerseits an eine traditionellere Geldpolitik. Angesichts der Bedrohung durch unaufhaltsame Inflation erhöhten sie die Zinsen schneller und entschlossener als andere große Zentralbanken.

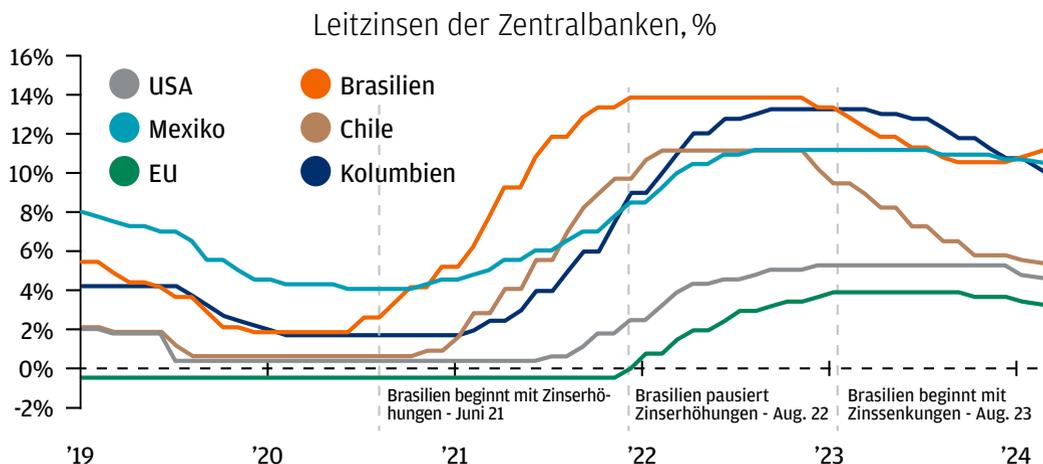


Lateinamerikanische Zentralbanken haben die Inflation nach COVID schneller unter Kontrolle gebracht als viele ihrer globalen Kollegen



Quelle: Internationaler Währungsfonds. Daten vom 31. Dezember 2023.

Während COVID erhöhten die lateinamerikanischen Zentralbanken die Zinsen schneller als andere große Zentralbanken



Quelle: Bloomberg Finance L.P. Daten vom 7. November 2024.

Zwei Wege zur Inflationskontrolle

Infolgedessen brachten die lateinamerikanischen Zentralbanken die Inflation nach COVID schneller unter Kontrolle als viele ihrer globalen Kollegen.

Als die Fed im März 2022 begann, die Zinsen zu erhöhen, hatten die wichtigsten Zentralbanken Lateinamerikas die Zinsen bereits um durchschnittlich 525 Basispunkte erhöht. Als die Fed im September 2023 ihre Erhöhungen pausierte, lockerten sowohl Brasilien als auch Chile bereits.

Der signifikante reale Zinsunterschied zu den Vereinigten Staaten ermöglichte es den wichtigsten lateinamerikanischen Währungen, sich erheblich aufzuwerten. Dies galt insbesondere für den mexikanischen Peso (MXN), der auch von unterstützenden makroökonomischen Fundamentaldaten profitierte (solides Wachstum, kontrollierte Inflation, überschaubare Haushalts- und Leistungsbilanzdefizite).



Politischer Druck, wirtschaftliche Instabilität

Nach allen Maßstäben war die Geldpolitik Lateinamerikas ein Erfolg. Doch wir lernen (und nicht zum ersten Mal), dass Preisstabilität und eine umsichtige Geldpolitik keine wirtschaftliche Stabilität garantieren können. Dies gilt insbesondere, da Volkswirtschaften offener für ausländische Kapitalflüsse werden und die Politik die Fiskalpolitik bestimmt. Politische Rhetorik kann leicht die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken untergraben. Eine fiskalische Expansion, die von Wahlüberlegungen getrieben wird, untergräbt oft eine ansonsten effektive Geldpolitik.

Einige Beispiele:

In Brasilien haben die direkten Angriffe von Präsident Luiz Inácio Lula da Silva auf die Zentralbank, zusammen mit der geringen Glaubwürdigkeit der Regierung in Bezug auf fiskalische Ziele, zu höheren Inflationserwartungen geführt. Infolgedessen hat die brasilianische Zentralbank (COPOM) den Straffungszyklus wieder aufgenommen, obwohl die Inflation mit 4,4% relativ moderat ist. Sie hat die Zinsen um 75 Basispunkte erhöht, mit weiteren 50 Basispunkten Erhöhungen, die bis zum Jahresende erwartet werden, da die Zentralbank versucht, die Inflationserwartungen zu zügeln.

Andernorts in der Region hat die Politik sowohl die Preisstabilität als auch das Wirtschaftswachstum unter Druck gesetzt. Kolumbien steht vor einem der höchsten Haushaltsdefizite in der Region, und die Reformagenda von Präsident Gustavo Petro verschärft das Problem, indem sie private Investitionen und Investitionssicherheit untergräbt. In Mexiko nutzte der ehemalige Präsident Andrés Manuel Lopez Obrador den überwältigenden Wahlsieg der Morena-Partei, um eine radikale Reformagenda voranzutreiben, was Fragen über das Engagement der Regierung zur Anziehung privater Investitionen inmitten der globalen Verlagerung von Lieferketten aufwirft. Die Verantwortung liegt nun bei Präsidentin Claudia Sheinbaum, ein ausuferndes Haushaltsdefizit einzudämmen und die untergrabene Glaubwürdigkeit der Rechtsstaatlichkeit Mexikos wiederherzustellen.

Seit ihren Tiefstständen nach COVID haben sich die Währungen von Brasilien, Kolumbien und Mexiko im Durchschnitt um 16% abgewertet, und die Staatsanleihe spreads haben sich im Durchschnitt um 31 Basispunkte ausgeweitet. Gleichzeitig haben die Aktienmärkte im Durchschnitt „nur“ 31% in lokalen Währungsbedingungen gewonnen (im Vergleich zu einem Gewinn von 67% auf den US-Märkten).

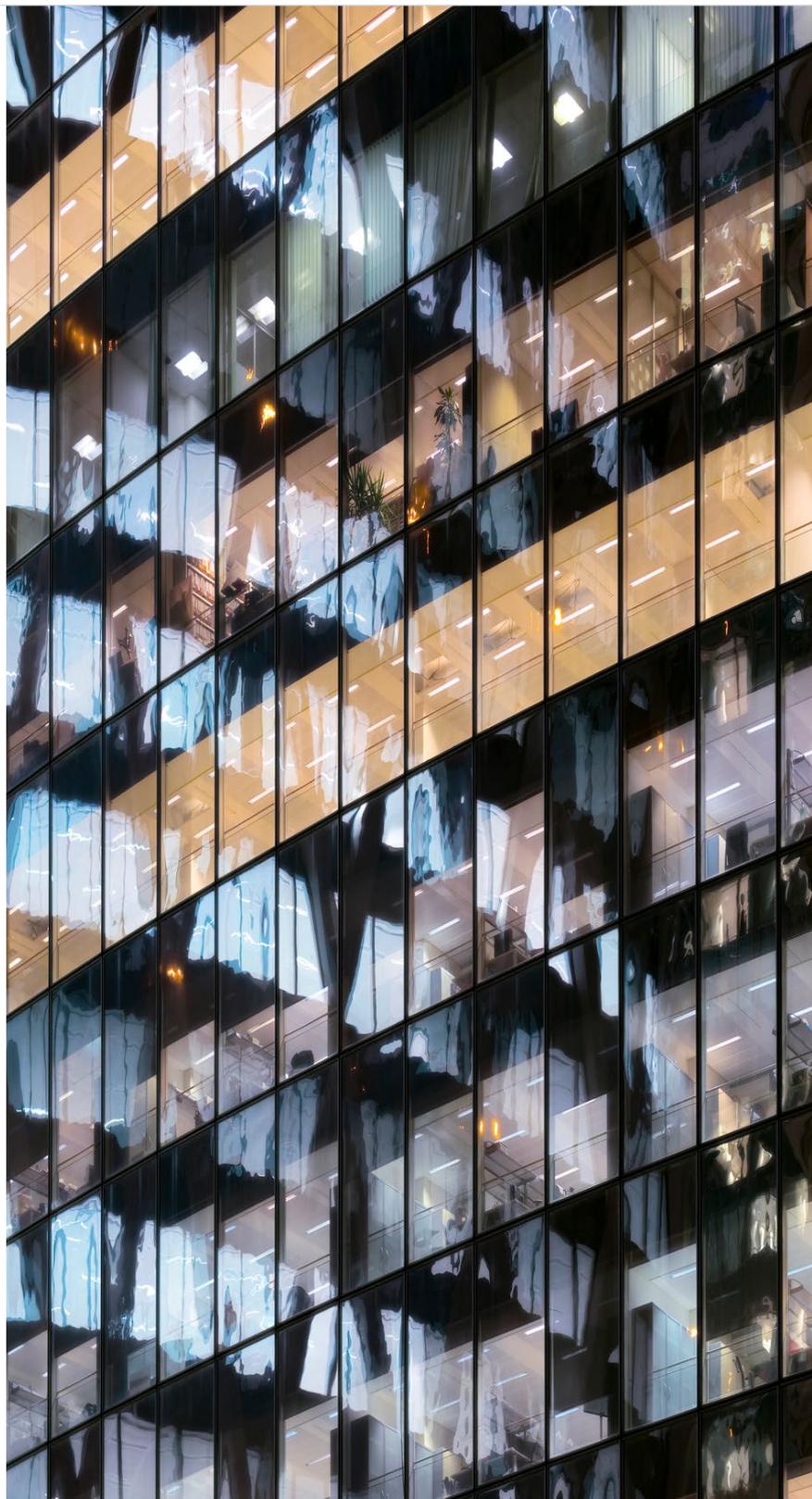
Wie diese Beispiele zeigen, hat das politische Risiko das Potenzial, die wirtschaftliche Stabilität zu gefährden. **Unserer Ansicht nach könnten Investoren auf den lateinamerikanischen Märkten starke langfristige Trends wie Nearshoring nutzen, aber die Investitionen richtig dimensionieren, um das Risiko von Volatilität zu mindern.**

Fazit

Während die Fed und andere Zentralbanken ihre Lockerungszyklen fortsetzen, dient die lateinamerikanische Erfahrung als warnende Geschichte. Die traditionelle Geldpolitik—insbesondere frühe Zinserhöhungen—hat sich als wirksam bei der Kontrolle der Inflation nach COVID erwiesen. Aber in jüngster Zeit haben politische Drucke dieses Erbe bedroht. Dies ist eine Lektion für politische Entscheidungsträger überall.



Europa



Nicht alle Gewinne aus KI sind amerikanisch: Das Wachstumspotenzial Europas freisetzen

Der globale industrielle Zyklus befindet sich seit über zwei Jahren in einem Abschwung. Es ist vergleichbar mit Long COVID: Die pandemiebedingten Störungen der Lieferketten sind schwer zu überwinden. Europäische Unternehmen stehen vor Herausforderungen in mehreren Bereichen, darunter Arbeitsmärkte, Wettbewerb und Produktivität. Wenige Sektoren haben mehr gelitten als die europäische Fertigung.

Doch bei genauerem Hinsehen sind die Aussichten besser. Wir glauben, dass 2025 das Jahr der Investitionen in Kapital durch Regierungen und Unternehmen sein wird, da politische Entscheidungsträger sich darauf konzentrieren, das Wirtschaftswachstum zu unterstützen und CEOs Chancen sehen, ihr Kapital gewinnbringend einzusetzen. Dies ist ein zentrales Thema in unserem Ausblick. Selbst wenn die traditionelle Fertigung verlangsamt, sind innovative und profitable europäische Industrieunternehmen gut positioniert, um von steigenden Investitionen in vier Schlüsselbereichen zu profitieren:

- **Die KI-Wertschöpfungskette**
- **Infrastruktur**
- **Luft- und Raumfahrt**
- **Verteidigung**

Wir denken, dass Kunden überzeugende Möglichkeiten finden können, in diese Themen über europäische Unternehmen zu investieren. In einem gut diversifizierten Portfolio könnten die Bestände auch US-amerikanische Technologiewerte ergänzen, die in vielen Kundenportfolios zu großen Übergewichtungen geworden sind, zusammen mit einer höheren Exposition gegenüber dem US-Dollar. Wir glauben, dass der USD strukturell überbewertet ist, was das Argument für den Besitz von nicht-amerikanischen Vermögenswerten stärkt.

Darüber hinaus könnten europäische Unternehmen von den kürzlich von China umgesetzten Konjunktur- und Unterstützungsmaßnahmen profitieren. Wenn China diesen Ansatz in den kommenden Monaten und Quartalen fortsetzt, könnte dies die Einnahmen für die europäischen Unternehmen steigern, die wichtige Handelspartner sind. Tatsächlich ist China nach den Vereinigten Staaten der zweitgrößte Handelspartner Europas.

Überwindung eines schwierigen makroökonomischen Umfelds

Der Einkaufsmanagerindex (PMI) der europäischen Fertigung liegt seit Mitte 2022 konstant unter der wichtigen Schwelle von 50. Die PMIs in Deutschland, der traditionellen industriellen Macht Europas und etwa 25 % der Eurozonen-Wirtschaft, bewegen sich in den niedrigen 40er Jahren, eine anämische Leistung im Vergleich zu ihrer jüngeren Vergangenheit.³⁶



Wir erkennen das jüngste herausfordernde makroökonomische Umfeld an. Seit der globalen Finanzkrise hat die Eurozone in mehreren Aspekten gegenüber den Vereinigten Staaten an Boden verloren.

Für die energieintensiven Industrien Europas erschweren Herausforderungen bei der Energieversorgung und belastende staatliche Vorschriften das Bild weiter.

Europäische politische Entscheidungsträger erkennen die Notwendigkeit einer wettbewerbsfähigeren Wirtschaft. Der kürzlich veröffentlichte Bericht des ehemaligen Präsidenten der Europäischen Zentralbank, Mario Draghi, im Wesentlichen ein Plan zur Unterstützung der Eurozone bei der “Wiederbelebung des Wachstums”, bietet einige durchdachte Initiativen. Wir hoffen, dass einige davon im Laufe der Zeit umgesetzt werden können.

Um Worte in Taten umzusetzen, hat sich die Europäische Kommission verpflichtet, bis 2030 jährlich 20 Milliarden Euro in KI zu investieren, um sicherzustellen, dass Europa in diesem wichtigen Bereich wettbewerbsfähig bleibt.³⁷

Wir glauben, dass dies ein Schritt in die richtige Richtung ist.

Obwohl das BIP-Wachstum in Europa schwach ist, insbesondere im Industriesektor, glauben wir, dass strukturelle Treiber-Kräfte, die ein dauerhaftes, nicht zyklisches Wachstum vorantreiben—die makroökonomischen Herausforderungen “überwinden” können. Sektoren, insbesondere europäische Industrien, die strukturelle Treiber in KI, Luft- und Raumfahrt, Infrastruktur und Verteidigung unterstützen, werden wahrscheinlich viel schneller wachsen als die Wirtschaft der Eurozone insgesamt.

³⁶ Quellen: HCOB, Bloomberg Finance L.P. Datenstand Oktober 2024.

³⁷ Quelle: Europäische Kommission. Datenstand 31. Dezember 2023.

Die KI-Wertschöpfungskette

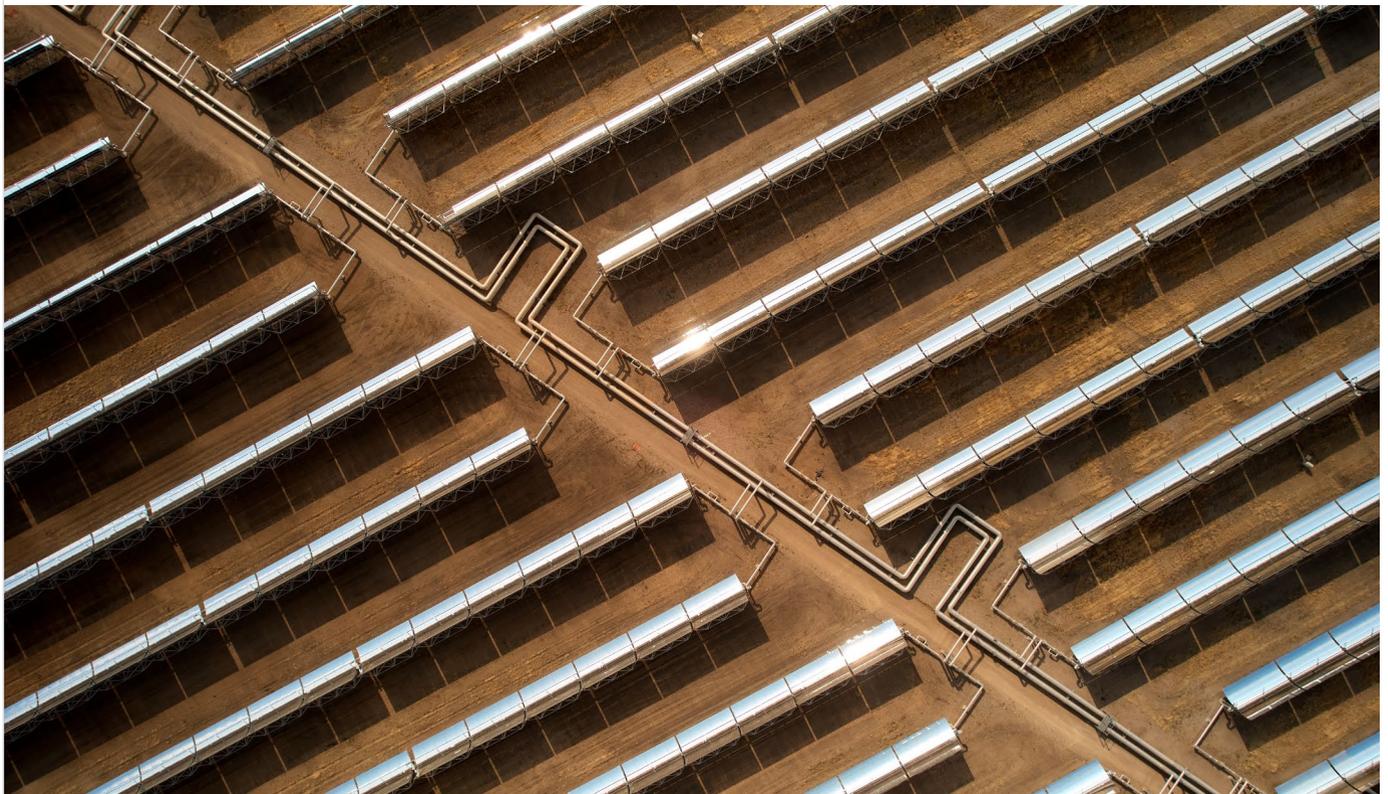
Wir glauben, dass die Welt mit einer immer stärkeren Einführung von KI voranschreiten wird. Im KI-Ökosystem, das Halbleiterhersteller und Entwickler großer Sprachmodelle umfasst, liefern europäische Unternehmen kritische Inputs.

Mit anderen Worten, diese Unternehmen sind Teil der KI-Wertschöpfungskette. Sie bieten Elektrifizierung (KI-Rechenzentren haben eine nahezu unersättliche Nachfrage nach Energie), Technologien für erneuerbare Energien, Präzisionsmaschinen und Ingenieurkompetenz.

Beachten Sie: Bis zum Ende des Jahrzehnts könnte die globale Energiewende zusätzliche Investitionen in Höhe von 1-2 Billionen USD pro Jahr erfordern. KI könnte in den nächsten drei Jahren einen zehnfachen Anstieg des Energieverbrauchs bewirken.

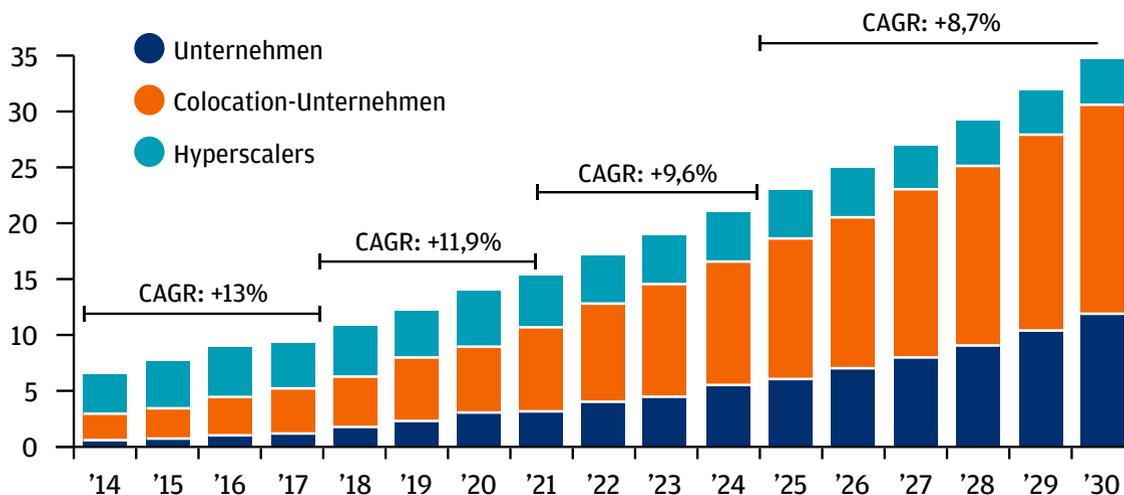
Um diese steigende Nachfrage zu befriedigen, wird kontinuierliche Innovation erforderlich sein, und europäische Energieunternehmen arbeiten bereits daran, diese zu liefern.

Im Immobiliensektor nutzen europäische Unternehmen KI, um die Energieeffizienz und Nachhaltigkeit von Gebäuden durch "intelligente Energie"-Managementsysteme zu verbessern. Es wird erwartet, dass der globale Markt für intelligente Gebäude von 80,25 Milliarden USD im Jahr 2022 auf 205,3 Milliarden USD bis 2031 wachsen wird.



KI-Rechenzentren haben eine nahezu unersättliche Nachfrage nach Energie

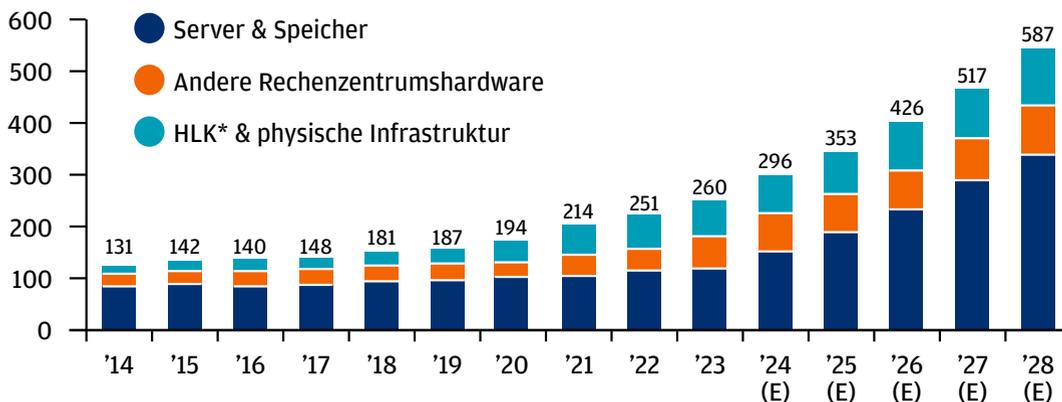
Energieverbrauch von Rechenzentren nach Anbieter, Gigawatt



Quellen: J.P. Morgan Wealth Management, Bloomberg Finance L.P. Daten vom Q2 2024.

Es wird erwartet, dass die Ausgaben für Rechenzentren in den nächsten fünf Jahren verdoppelt werden

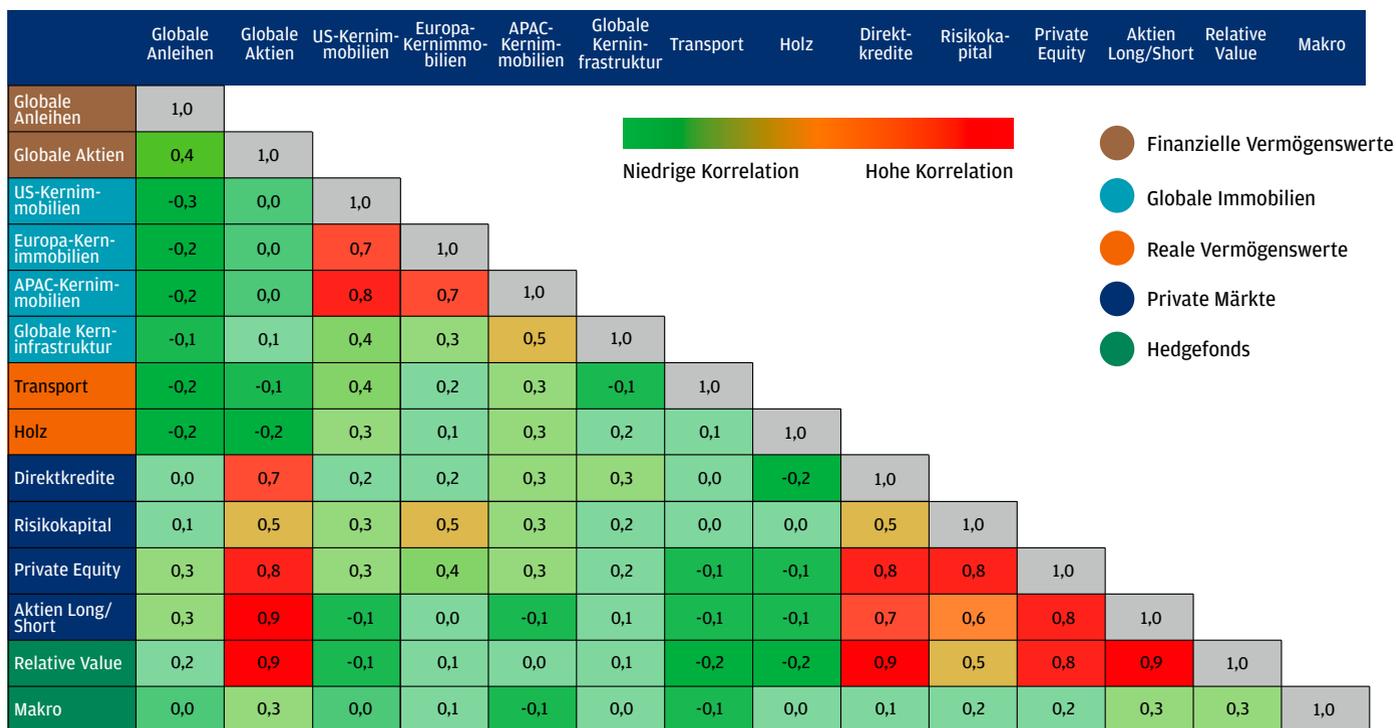
Globale Investitionen in Rechenzentren, Milliarden USD



Quellen: Dell'Oro, Schätzung von J.P. Morgan. *HLK steht für Heizung, Lüftung und Klimatisierung. Daten von März 2024.

PRIVATE INFRASTRUKTUR UND REALE VERMÖGENSWERTE HABEN HISTORISCH UNKORRELIERTE RENDITEN GEBOTEN

Korrelationen von öffentlichen und privaten Märkten, vierteljährliche Renditen (Q2 2008-Q1 2024), %



Quellen: J.P. Morgan Asset Management, Bloomberg Finance L.P., Burgiss, Cliffwater, FTSE, HFRI, MSCI, NCREIF.
 Hinweis: Grün = niedrige Korrelation



Infrastruktur

Zunehmend konzentrieren sich Regierungen und Unternehmen auf Investitionen in und Modernisierung von Infrastrukturen, einschließlich Einrichtungen zur Übertragung und Verteilung von Elektrizität, Energiesystemen und Versorgungsunternehmen. Im Transportsektor können KI und Elektrifizierung Hafengebiete optimieren, Staus reduzieren und die Logistik verbessern. Europäische Unternehmen sind auf mehreren Ebenen aktiv, mit einer besonders wichtigen Rolle in der Energiewende.

Luft- und Raumfahrt

Europäische Unternehmen sind auch führende Namen in einem Luft- und Raumfahrtsektor, der bald durch Elektrifizierung und KI transformiert werden könnte. Beispielsweise kann KI-gesteuerte prädiktive Wartung Ausfallzeiten und Betriebskosten reduzieren. KI kann die Sicherheit verbessern, indem sie große Datenmengen analysiert, um potenzielle Ausfälle vorherzusagen und zu verhindern.

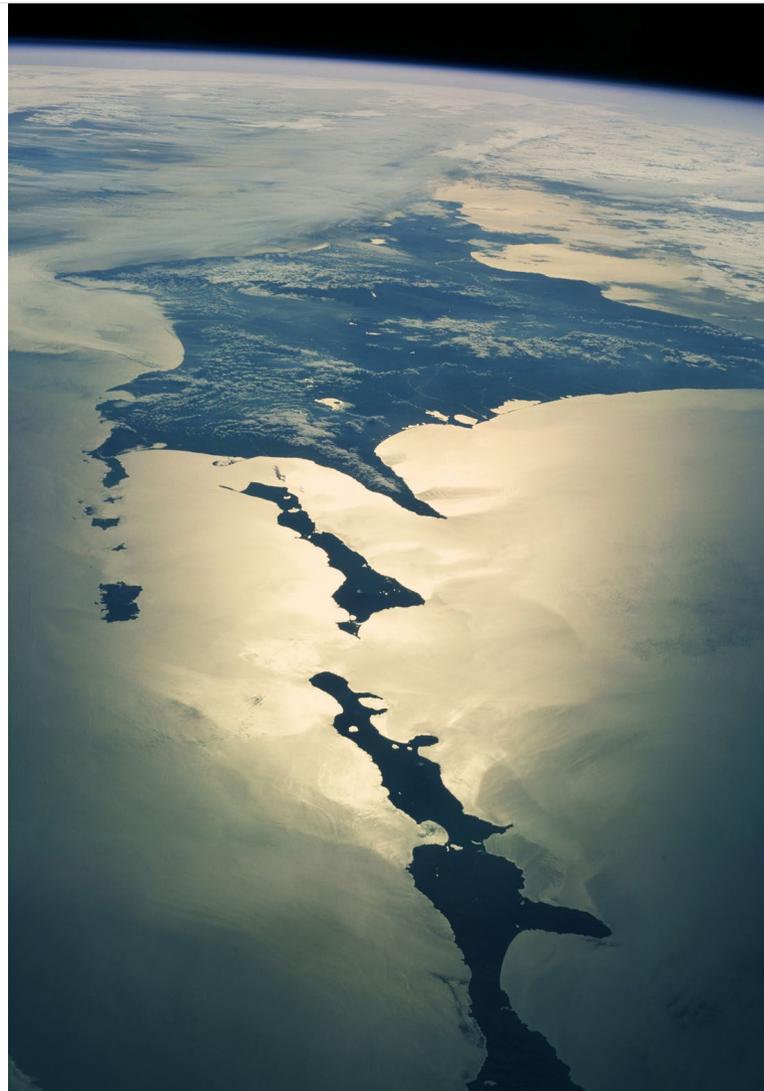
Viele alternde Flotten haben einen erheblichen Bedarf an laufender Wartung und Ersatz. Ein starker Nachrüstmarkt wird voraussichtlich fortbestehen, zusammen mit einer Nachfrage nach neueren, fortschrittlicheren und energieeffizienteren Flugzeugen.

Verteidigung

Angesichts steigender geopolitischer Risiken geben die Mitglieder der Nordatlantikvertrags-Organisation (NATO) mehr für Verteidigung aus. Tatsächlich sind von den EU-Mitgliedern der NATO derzeit 16 von 23 auf dem Weg, die Schwelle von 2% des BIP im Jahr 2024 zu überschreiten, bis zu einem kumulierten Gesamtbetrag von 360 Milliarden Euro. Vor zehn Jahren lag das durchschnittliche Mitglied nur bei 1,2% des BIP. Wir erwarten, dass der Aufwärtstrend anhält, mit unter anderem erheblichen Ausgaben für Verteidigungs-, Luft- und Raumfahrt-, Technologie- und Logistikunternehmen.

Luft- und Raumfahrt sowie KI sind für diese Pläne unerlässlich, und europäische Industriepartner werden wahrscheinlich in diesen Investitionen eine Rolle spielen. Die Hauptinvestitionsbereiche umfassen die Modernisierung von Ausrüstung, Cybersicherheit und Infrastruktur.

In der nationalen Verteidigung—wie in jeder globalen Industrie—kann die Zuweisung von Ressourcen an verschiedene Lieferanten das Risiko verteilen und die Resilienz erhöhen. Investitionen in Unternehmen, die mit dem Verteidigungsthema in Einklang stehen, erscheinen vielversprechend.



Portfolio- strategie



Wie könnten sich diese vier Themen in Ihr Portfolio einfügen?

Das wachsende Kapitalinvestment im Zusammenhang mit KI und technologischen Fortschritten in der globalen Wirtschaft ist unserer Ansicht nach eine strukturelle, nicht zyklische Kraft. **Investitionen in die KI-Wertschöpfungskette über europäische Unternehmen bieten das Potenzial für Wachstum und geografische Diversifikation.** Wir erkennen den “amerikanischen Exzeptionalismus” an, der zur Überperformance des US-Technologiesektors beigetragen hat. Wir glauben auch, dass es sinnvoll ist, diese Positionen mit internationaler Exposition gegenüber KI-bezogenen Themen zu ergänzen.

Wir sind zuversichtlich, dass das Kapitalinvestment in Luft- und Raumfahrt sowie Verteidigung in den kommenden Jahren fortgesetzt wird. Diese werden kritische Unternehmen für Volkswirtschaften in einer unsicheren Welt sein und langfristige Wachstumschancen für Kundenportfolios bieten.

Schließlich bietet die Investition in private Infrastrukturanlagestrategien überzeugende Merkmale, darunter geringe Volatilität, Konsistenz der Cashflows und niedrige oder negative Korrelationen zu breiteren Anlageklassen.

Fazit

Europäische Unternehmen werden weiterhin kritische Inputs für die KI-Wertschöpfungskette, Infrastruktur-, Luft- und Raumfahrt- sowie Verteidigungssektoren liefern. Besonders für Kunden, die sich mit übergroßen Positionen in US-Technologieaktien wiederfinden, sehen wir das Potenzial eines gut diversifizierten globalen Ansatzes, um in diese vier Schlüsselwachstumsbereiche zu investieren. Europas “alte Wirtschaft” hat in letzter Zeit Herausforderungen erlebt, aber die Wirtschaft von morgen nimmt bereits Gestalt an.



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.



EXECUTIVE SPONSORS

Clay Erwin

Global Head of Investments Sales & Trading

Russell Budnick

Global Head of Market Strategy & Trading

Grace Peters

Global Head of Investment Strategy

Anton Pil

Head of Global Alternative Solutions

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY GROUP



Elyse Aussenbaugh

Global Investment Strategist

Christopher Baggini

Global Head of Equity Strategy

Nur Cristiani

Head of LatAm Investment Strategy

Madison Faller

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

Jay Serpe

Head of Alternative Investments Strategy

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

DEFINITIONEN VON INDIZES UND BEGRIFFEN

Hinweis: Indizes dienen nur zu Illustrationszwecken, sind keine Anlageprodukte und können nicht für direkte Investitionen in Betracht gezogen werden. Indizes sind ein von Natur aus schwaches prognostisches oder vergleichendes Instrument.

Alle Indizes sind, sofern nicht anders angegeben, in US-Dollar denominated.

BAML Hybrid Preferred Securities: Dies sind von der Bank of America Merrill Lynch ausgegebene Finanzinstrumente, die Merkmale sowohl von Schuldtiteln als auch von Eigenkapital kombinieren. Sie bieten in der Regel feste oder variable Dividenden und haben einen höheren Anspruch auf Vermögenswerte als Stammaktien, können jedoch keine Stimmrechte haben.

Bloomberg Euro Aggregate Government–Treasury (7-10Y) Index: Misst die Performance von in Euro denominateden Staatsanleihen, die von Ländern der Eurozone mit Laufzeiten zwischen 7 und 10 Jahren ausgegeben werden. Er dient als Benchmark für mittel- bis langfristige Staatsanleiheninvestitionen in der Eurozone.

Bloomberg Global Aggregate Index: Ein umfassender Benchmark für globale Anleihemärkte mit festverzinslichen Wertpapieren von Investment-Grade-Qualität, der die Indizes U.S. Aggregate, Pan-European Aggregate und Asian-Pacific Aggregate umfasst. Er enthält eine vielfältige Palette von Standard- und maßgeschneiderten Unterindizes, die nach Liquidität, Sektor, Qualität und Laufzeit kategorisiert sind.

Bloomberg U.S. Aggregate Bond Index: Ein umfassender Benchmark für den US-amerikanischen Anleihemarkt mit Investment-Grade-Qualität, der in US-Dollar denominated und festverzinslich ist. Er umfasst steuerpflichtige Anleiheemissionen mit einem Rating von BBB oder höher, mit einer Laufzeit von einem Jahr oder mehr und einem ausstehenden Nennwert von 100 Millionen US-Dollar oder mehr. Der Index umfasst Staatsanleihen, staatsnahe und Unternehmensanleihen, MBS (Agentur-Festzins-Pass-

Throughs), ABS und sowohl Agentur- als auch Nicht-Agentur-CMBS.

Bloomberg U.S. Aggregate Corporate High Yield Index: Ein Index, der die Performance von in USD denominateden, hochverzinslichen, festverzinslichen Unternehmensanleihen verfolgt. Er umfasst Wertpapiere mit einem Rating von Ba1/BB+/BB+ oder darunter von Moody's, Fitch und S&P, mit Ausnahme von Anleihen von Emittenten, die von Bloomberg als Schwellenländer klassifiziert sind.

Bovespa Index: Der Ibovespa Brasil São Paulo Stock Exchange (oder Bovespa) Index ist ein Brutto-Gesamtrenditeindex, der nach der Marktkapitalisierung des freien Streubesitzes gewichtet ist und aus den liquidesten Aktien besteht, die an der Börse von São Paulo gehandelt werden.

Investitionsausgaben (CapEx): Bezieht sich auf Mittel, die ein Unternehmen zur Anschaffung oder Aufrüstung von Sachanlagen wie Immobilien, Industriegebäuden oder Ausrüstungen bereitstellt. Diese Ausgaben werden häufig verwendet, um neue Projekte oder Investitionen zu initiieren und den langfristigen Wert des Unternehmens zu steigern.

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

CML (Commercial Mortgage Loans)–Senior: Ein nach Marktkapitalisierung gewichteter Durchschnitt aller Hypotheken, die im Gilberto-Levy Commercial Mortgage Index enthalten sind, basierend auf Daten zum Ende des ersten Quartals 2024.

Verbraucherpreisindex: Misst die durchschnittliche Veränderung der Preise, die städtische Verbraucher im Laufe der Zeit für einen umfassenden Waren- und Dienstleistungskorb zahlen. Dieser Index deckt alle Ausgabengruppen ab und wird verwendet, um die Inflation

DEFINITIONEN & WICHTIGE INFORMATIONEN

zu bewerten und die Wirtschaftspolitik in einem Land oder einer Region zu steuern.

CSI 300 Index: Der CSI 300 Index ist ein nach freiem Streubesitz gewichteter Index, der aus 300 A-Aktien besteht, die an den Börsen von Shanghai oder Shenzhen notiert sind. Der Index hat ein Basisniveau von 1000 am 31.12.2004.

EURO STOXX 50 Index: Der EURO STOXX 50 Index, Europas führender Blue-Chip-Index für die Eurozone, bietet eine Blue-Chip-Darstellung der Superssektor-Führer in der Region. Der Index umfasst 50 Aktien aus 11 Ländern der Eurozone. Der Index ist an Finanzinstitute lizenziert, um als Grundlage für eine breite Palette von Anlageprodukten wie börsengehandelte Fonds (ETFs), Futures, Optionen und strukturierte Produkte zu dienen.

Arbeitsproduktivitätsindex der Europäischen Union: Misst die Effizienz der Arbeit in der EU, indem die reale Arbeitnehmervergütung pro Mitarbeiter bewertet wird. Dieser Index bewertet, wie effektiv Arbeitseinsätze zur wirtschaftlichen Produktion beitragen, und bietet Einblicke in die wirtschaftliche Leistung und Wettbewerbsfähigkeit der Region.

FTSE EPRA NAREIT Global REITs Index: Ein Index, der die Performance von weltweit börsennotierten Immobilieninvestmentfonds (REITs) verfolgt und einen umfassenden Überblick über den globalen Immobilienmarkt in verschiedenen Sektoren und Regionen bietet.

HFRI (Hedge Fund Research, Inc.) Indizes: Eine Reihe von Indizes, die die Performance verschiedener Hedgefonds-Strategien verfolgen. Diese Indizes bieten Benchmarks für die Performance von Hedgefonds in verschiedenen Stilen, wie Equity Hedge, Event-Driven, Makro und Relative Value, und bieten Einblicke in die allgemeinen Trends und Renditen der Hedgefonds-Industrie.

Bruttoinlandsprodukt: Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) misst den endgültigen Marktwert aller Waren und Dienstleistungen, die innerhalb eines Landes produziert werden. Es ist der am häufigsten verwendete Indikator für die

wirtschaftliche Aktivität. Der BIP-Ansatz nach Branchen (oder outputbasiertes BIP) ist die Summe des Bruttowertschöpfung (Produktion abzüglich Zwischenverbrauch) aller Industrie- und Dienstleistungssektoren der Wirtschaft (zu Grundpreisen), zuzüglich aller Steuern abzüglich Subventionen auf Produkte. Dieses Konzept wird inflationsbereinigt.

KOSPI Index: Der KOSPI Index ist ein nach Marktkapitalisierung gewichteter Index aller Stammaktien auf dem Hauptbrett der Korea Stock Exchange. Der Index wurde mit einem Basiswert von 100 am 4. Januar 1980 entwickelt. Hinweis: Die Vorzugsaktien sind ab dem 14. Juni 2002 bei der Berechnung des KOSPI Index ausgeschlossen.

MSCI All-Country World Index: Ein nach freiem Streubesitz gewichteter Aktienindex, der die Aktienmarktpformance in entwickelten und aufstrebenden Märkten weltweit misst und einen umfassenden Überblick über internationale Aktienmarktrends bietet.

MSCI Australia Index: Misst die Performance der Segmente mit großer und mittlerer Marktkapitalisierung des australischen Marktes. Mit 57 Bestandteilen deckt der Index etwa 85 % der nach freiem Streubesitz angepassten Marktkapitalisierung in Australien ab.

MSCI Brazil Index: Misst die Performance der Segmente mit großer und mittlerer Marktkapitalisierung in Brasilien und deckt etwa 85 % des brasilianischen Aktienmarktes ab.

MSCI Canada Index: Misst die Performance der Segmente mit großer und mittlerer Marktkapitalisierung des kanadischen Marktes. Mit 85 Bestandteilen deckt der Index etwa 85 % der nach freiem Streubesitz angepassten Marktkapitalisierung in Kanada ab.

MSCI China Index: Dieser Index bietet eine umfassende Abdeckung von Aktien mit großer und mittlerer Marktkapitalisierung über verschiedene chinesische Aktienklassen hinweg, einschließlich A-Aktien, H-Aktien, B-Aktien, Red Chips, P Chips und ausländische Notierungen wie ADRs. Er repräsentiert etwa 85 % des chinesischen Aktienmarktes.

DEFINITIONEN & WICHTIGE INFORMATIONEN

MSCI Emerging Markets: Der MSCI EM (Emerging Markets) Index ist ein nach freiem Streubesitz gewichteter Aktienindex, der die Repräsentation von großen und mittleren Kapitalisierungen in Schwellenländern (EM) erfasst. Der Index deckt etwa 85 % der nach freiem Streubesitz angepassten Marktkapitalisierung in jedem Land ab.

MSCI Europe Index: Ein nach freiem Streubesitz angepasster, nach Marktkapitalisierung gewichteter Index, der entwickelt wurde, um die Aktienperformance in entwickelten europäischen Märkten zu messen.

MSCI France Index: Misst die Performance der Segmente mit großer und mittlerer Marktkapitalisierung des französischen Marktes. Mit 60 Bestandteilen deckt der Index etwa 85 % des französischen Aktienmarktes ab.

MSCI Global Private Infrastructure Asset Index: Ein Index, der die Performance von privaten Infrastrukturinvestitionen weltweit verfolgt. Er bietet einen Benchmark zur Bewertung der Renditen und Risiken, die mit Infrastrukturvermögenswerten verbunden sind, einschließlich Sektoren wie Transport, Versorgungsunternehmen und Energie.

MSCI Global Property Fund Index: Misst die Performance von weltweit börsennotierten Immobilieninvestmentfonds. Er umfasst eine vielfältige Palette von Immobilienfonds, die in verschiedene Arten von Immobilienvermögenswerten investieren, wie gewerbliche, Wohn-, Industrie- und Einzelhandelsimmobilien. Der Index bietet Investoren einen umfassenden Überblick über den globalen Immobilienfondsmarkt und bietet Einblicke in die Performance und Trends von Immobilieninvestitionen in verschiedenen Regionen und Sektoren.

MSCI India Index: Misst die Performance der Segmente mit großer und mittlerer Marktkapitalisierung in Indien und deckt etwa 85 % des indischen Aktienmarktes ab.

MSCI Korea Index: Misst die Performance der Segmente mit großer und mittlerer Marktkapitalisierung in Südkorea und deckt etwa 85 % des koreanischen Aktienmarktes ab.

MSCI Taiwan Index: Misst die Performance der Segmente mit großer und mittlerer Marktkapitalisierung in Taiwan und deckt etwa 85 % der nach freiem Streubesitz angepassten Marktkapitalisierung ab.

MSCI United Kingdom Index: Misst die Performance der Segmente mit großer und mittlerer Marktkapitalisierung des britischen Marktes. Mit 77 Bestandteilen deckt der Index etwa 85 % der nach freiem Streubesitz angepassten Marktkapitalisierung im Vereinigten Königreich ab.

MSCI USA: Ein Index, der die Performance der Segmente mit großer und mittlerer Marktkapitalisierung des US-amerikanischen Aktienmarktes misst. Er bietet einen umfassenden Überblick über die Trends und Dynamiken des US-amerikanischen Aktienmarktes.

MSCI World: Der MSCI World Index ist ein nach freiem Streubesitz gewichteter Aktienindex. Er wurde mit einem Basiswert von 100 am 31. Dezember 1969 entwickelt. MXWO umfasst entwickelte Weltmärkte und schließt Schwellenmärkte nicht ein.

NASDAQ (USA): Die NASDAQ ist eine bedeutende US-amerikanische Börse, die für ihre elektronische Handelsplattform und ihren Fokus auf technologie- und wachstumsorientierte Unternehmen bekannt ist. Sie beherbergt den NASDAQ-100 Index, der 100 der größten nicht-finanziellen Unternehmen umfasst, die an der Börse notiert sind, und ist ein wichtiger Indikator für die Performance des Technologiesektors.

NCREIF Property Index—ODCE: Der NCREIF Open-End Diversified Core Equity (ODCE) Index ist ein Benchmark, der die Performance von offenen Core-Immobilienfonds verfolgt. Er konzentriert sich auf diversifizierte, einkommensgenerierende Immobilien in den Vereinigten Staaten und bietet Einblicke in die Performance des Core-Immobilienmarktes.

DEFINITIONEN & WICHTIGE INFORMATIONEN

NCREIF Timberland Property Index: Der NCREIF Timberland Index ist eine vierteljährliche Zeitreihen-Kombinationsrenditemessung der Anlageperformance eines großen Pools individueller US-amerikanischer Forstimmobilien, die ausschließlich zu Investitionszwecken auf dem privaten Markt erworben wurden.

Index der persönlichen Konsumausgaben (PCE): Eine umfassende Messung der von US-Bürgern oder in ihrem Namen gezahlten Preise für Waren und Dienstleistungen. Er erfasst effektiv Inflation oder Deflation über ein breites Spektrum von Verbraucherausgaben und spiegelt Veränderungen im Verbraucherverhalten wider.

Einkaufsmanagerindex: PMI-Umfragen erfassen das Sentiment unter Einkaufsmanagern in Unternehmen der Fertigungs-, Bau- und/oder Dienstleistungsbranche. Ein allgemeiner Stimmungsindeks wird in der Regel aus den Ergebnissen von Anfragen zu Produktion, Aufträgen, Lagerbeständen, Beschäftigung, Preisen usw. berechnet.

Sensex Index: Der S&P BSE Sensex Index ist ein nach Marktkapitalisierung gewichteter Aktienmarktindex, der die Performance von 30 etablierten und finanziell soliden Unternehmen verfolgt, die an der Bombay Stock Exchange (BSE) in Indien notiert sind. Er ist einer der ältesten und am weitesten verbreiteten Aktienindizes in Indien und dient als Barometer für den indischen Aktienmarkt und die Wirtschaft. Der Sensex hat ein Basisdatum und einen Basiswert von 100 in den Jahren 1978-1979. Der Index wechselte seit dem 01.09.03 zur Free-Float-Methodik.

S&P 500®: Weitgehend als der führende Indikator für den US-amerikanischen Aktienmarkt angesehen, umfasst dieser Index 500 führende Unternehmen aus wichtigen Branchen und konzentriert sich auf das Segment der großen Marktkapitalisierung. Er repräsentiert etwa 80% der gesamten Marktkapitalisierung und ist ein wichtiger Indikator für die Gesamtmarktperformance.

TAIEX Index: Der Taiwan Stock Exchange (TWSE) oder TAIEX Index ist ein nach Marktkapitalisierung gewichteter Index aller an der Taiwan Stock Exchange gehandelten Stammaktien. Der Index hat einen Basiswert von 100, basierend auf seinem Stand von 1966. Der Index ist auch als TSEC Index bekannt.

US-10-Jahres-Treasury-Rendite: Der Zinssatz, den die US-Regierung auf ihre 10-jährigen Treasury-Notes zahlt. Er dient als wichtiger Benchmark für andere Zinssätze und spiegelt das Anlegervertrauen in die zukünftigen wirtschaftlichen Bedingungen und die Inflation wider.

US-Arbeitsproduktivitätsindex: Misst die Effizienz der Arbeit im US-amerikanischen Unternehmenssektor ohne Landwirtschaft, indem die reale Produktion pro geleisteter Arbeitsstunde berechnet wird. Dieser Index spiegelt wider, wie effektiv Arbeitseinsätze in wirtschaftliche Produktion umgewandelt werden, und dient als wichtiger Indikator für Produktivität und wirtschaftliche Leistung.

WICHTIGE INFORMATIONEN

WESENTLICHE RISIKEN

Prognosen und vergangene Leistungen sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. Bitte beachten Sie die „Definition von Indizes und Begriffen“ für wichtige Informationen. Alle genannten Unternehmen dienen nur zu Illustrationszwecken und sind nicht als Empfehlung oder Bestätigung durch J.P. Morgan in diesem Kontext gedacht.

Alle Markt- und Wirtschaftsdaten stammen, sofern nicht anders angegeben, von Bloomberg Finance L.P. und FactSet und sind ab Oktober 2024 aktuell.

Dieses Material dient nur zu Informationszwecken und kann Sie über bestimmte Produkte und Dienstleistungen informieren, die von den Private-Banking-Geschäften, einem Teil von JPMorgan Chase & Co. („JPM“), angeboten werden. Die beschriebenen Produkte und Dienstleistungen sowie die damit verbundenen Gebühren, Kosten und Zinssätze können sich gemäß den geltenden Kontovereinbarungen ändern und können je nach geografischem Standort unterschiedlich sein. Nicht alle Produkte und Dienstleistungen werden an allen Standorten angeboten. Wenn Sie eine Person mit Behinderung sind und zusätzliche Unterstützung beim Zugriff auf dieses Material benötigen, wenden Sie sich bitte an Ihr J.P. Morgan-Team oder senden Sie eine E-Mail an accessibility.support@jpmorgan.com, um Unterstützung zu erhalten. **Bitte lesen Sie alle wichtigen Informationen.**

Nur zu Illustrationszwecken. Schätzungen, Prognosen und Vergleiche beziehen sich auf die im Material angegebenen Daten.

Hochzinsanleihen—Hochzinsanleihen (mit Ratings von BB+/Ba1 oder darunter) bergen ein höheres Risiko, da sie unterhalb des Investment-Grade-Ratings eingestuft sind oder nicht bewertet sein könnten, was ein höheres Risiko eines Emittentenausfalls impliziert. Darüber hinaus ist das Risiko von Herabstufungen bei Hochzinsanleihen im Vergleich zu Anleihen mit Investment-Grade-Rating höher.

Investitionen in alternative Anlagen sind mit höheren Risiken verbunden als traditionelle Investitionen und eignen sich nur

für erfahrene Anleger. Alternative Investitionen beinhalten größere Risiken als traditionelle Investitionen und sollten nicht als vollständiges Anlageprogramm angesehen werden. Sie sind in der Regel nicht steuerlich effizient, und ein Anleger sollte vor der Investition seinen Steuerberater konsultieren. Alternative Investitionen haben höhere Gebühren als traditionelle Investitionen und können auch stark fremdfinanziert sein und spekulative Anlagetechniken anwenden, die das Potenzial für Anlageverluste oder -gewinne verstärken können. Der Wert der Investition kann sowohl fallen als auch steigen, und Anleger können weniger zurückerhalten, als sie investiert haben.

Strukturierte Produkte beinhalten Derivate. Investieren Sie nicht in sie, es sei denn, Sie verstehen die damit verbundenen Risiken vollständig und sind bereit, diese zu übernehmen. Die häufigsten Risiken umfassen, sind aber nicht beschränkt auf, das Risiko ungünstiger oder unvorhergesehener Marktentwicklungen, das Risiko der Kreditqualität des Emittenten, das Risiko fehlender einheitlicher Standardpreise, das Risiko ungünstiger Ereignisse im Zusammenhang mit zugrunde liegenden Referenzverpflichtungen, das Risiko hoher Volatilität, das Risiko von Illiquidität/kaum oder keinem Sekundärmarkt und Interessenkonflikte. Bevor Sie in ein strukturiertes Produkt investieren, sollten Anleger das begleitende Angebotsdokument, den Prospekt oder den Prospektnachtrag prüfen, um die tatsächlichen Bedingungen und wesentlichen Risiken zu verstehen, die mit jedem einzelnen strukturierten Produkt verbunden sind. Alle Zahlungen auf ein strukturiertes Produkt unterliegen dem Kreditrisiko des Emittenten und/oder des Garanten. Anleger können ihr gesamtes Investment verlieren, d.h. einen unbegrenzten Verlust erleiden. Die oben aufgeführten Risiken sind nicht vollständig. Für eine umfassendere Liste der mit diesem speziellen Produkt verbundenen Risiken sprechen Sie bitte mit Ihrem J.P. Morgan-Vertreter. Wenn Sie Zweifel an den mit dem Produkt verbundenen Risiken haben, können Sie sich mit dem Vermittler in Verbindung setzen oder unabhängigen professionellen Rat einholen.

Vergangene Leistungen sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren.

Investitionen in Schwellenmärkte sind möglicherweise nicht für alle Anleger geeignet. Schwellenmärkte beinhalten ein höheres Maß an Risiko und erhöhte Volatilität. Änderungen der

DEFINITIONEN & WICHTIGE INFORMATIONEN

Wechselkurse und Unterschiede in den Rechnungslegungs- und Steuerpolitik außerhalb der USA können die Renditen erhöhen oder senken. Einige ausländische Märkte sind möglicherweise nicht so politisch und wirtschaftlich stabil wie die Vereinigten Staaten und andere Nationen. Investitionen in Schwellenmärkte können volatiler sein.

Investitionen in Rohstoffe können eine größere Volatilität aufweisen als Investitionen in traditionelle Wertpapiere. Der Wert von Rohstoffen kann durch Änderungen der allgemeinen Marktbewegungen, der Volatilität von Rohstoffindizes, Änderungen der Zinssätze oder Faktoren, die eine bestimmte Branche oder Rohstoff betreffen, wie Dürre, Überschwemmungen, Wetter, Viehkrankheiten, Embargos, Zölle und internationale wirtschaftliche, politische und regulatorische Entwicklungen beeinflusst werden. Investitionen in Rohstoffe schaffen eine Gelegenheit für erhöhte Renditen, aber gleichzeitig auch die Möglichkeit für größere Verluste.

Nicht alle Optionsstrategien sind für alle Anleger geeignet. Bestimmte Strategien können Anleger erheblichen potenziellen Risiken und Verlusten aussetzen. Anleger werden aufgefordert, sorgfältig zu prüfen, ob Optionen oder optionsbezogene Produkte oder Strategien für ihre Bedürfnisse geeignet sind.

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.

DEFINITIONEN & WICHTIGE INFORMATIONEN

WICHTIGE INFORMATIONEN ZU IHREN ANLAGEN UND MÖGLICHEN INTERESSENKONFLIKTEN

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

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

Wir bevorzugen grundsätzlich Anlagestrategien, die von J.P. Morgan verwaltet werden. Wir gehen davon aus, dass der Anteil der von J.P. Morgan verwalteten Anlagestrategien bei Strategien wie z. B. Baranlagen und erstklassigen festverzinslichen Anlagen (vorbehaltlich anwendbaren Rechts und mandatsspezifischer 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

DEFINITIONEN & WICHTIGE INFORMATIONEN

(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 Finansinspektionen (Schwedische Finanzmarktaufsicht) und ist bei der Finansinspektionen als Zweigniederlassung von J.P. Morgan SE eingetragen. In **Belgien** werden diese Unterlagen von **J.P. Morgan SE - Geschäftsstelle Brüssel** mit Geschäftssitz in 35 Boulevard du Régent, 1000 Brüssel, Belgien. Diese ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen und wird von der BaFin, der Deutschen Bundesbank und der Europäischen Zentralbank (EZB) gemeinsam beaufsichtigt. Die J.P. Morgan SE - Geschäftsstelle Brüssel steht ferner in Belgien unter der Aufsicht der Belgischen Nationalbank (BNB) und der Financial Services and Markets Authority (FSMA) und ist bei der BNB unter der Registernummer 0715.622.844 eingetragen. In **Griechenland** werden diese Unterlagen von **J.P. Morgan SE - Geschäftsstelle Athen** mit Geschäftssitz in 3 Haritos Street, Athen, 10675, Griechenland. Diese ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen und wird von der BaFin, der Deutschen Bundesbank und der Europäischen Zentralbank (EZB) gemeinsam beaufsichtigt. Die J.P. Morgan SE - Geschäftsstelle Athen steht ferner unter der Aufsicht der Bank von Griechenland und ist bei der Bank von

DEFINITIONEN & WICHTIGE INFORMATIONEN

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.

DEFINITIONEN & WICHTIGE INFORMATIONEN

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.

