

J.P.Morgan

PRIVATE BANK

Ausblick 2026

Eine Welt im Wandel

Investieren in die neue Ära von KI,
Fragmentierung und Inflation



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

Das Jahr 2025 markiert einen Wendepunkt. Wir haben den Amtsantritt einer neuen US-Präsidentenschaft erlebt, die Wiederaufnahme eines Zinssenkungszyklus durch die Federal Reserve sowie anhaltende Stärke auf den globalen Märkten.

Als global agierende Privatbank mit Kunden in über 150 Ländern bewerten wir diese Entwicklungen aus einer internationalen Perspektive. Unsere lokale Expertise, gestützt durch unser weltweites Netzwerk und unsere globale Sichtweise, prägt unser Management in einem zunehmend komplexen Investitionsumfeld.

Mit Blick auf die Zukunft konzentrieren wir uns auf drei entscheidende Kräfte, die das Jahr 2026 prägen werden: die Dominanz der künstlichen Intelligenz, die globale Fragmentierung und die Unwägbarkeiten der Inflation. Unser Ausblick für 2026 beleuchtet, wie KI die Art und Weise, wie wir arbeiten, investieren und denken, grundlegend verändert. Innovation bringt Begeisterung, birgt aber auch das Risiko übermäßiger Euphorie. Fragmentierung – die Aufspaltung in global konkurrierende Blöcke und umkämpfte Lieferketten – gestaltet die Weltordnung neu und erfordert verstärkte Aufmerksamkeit für Widerstandsfähigkeit und Sicherheit. Die Inflation folgt nicht mehr den alten Mustern. Sie liegt häufiger über den Zielwerten der Zentralbanken, und die gestiegene Volatilität verlangt von Anlegern ein Umdenken.

Das Umfeld für 2026 ist konstruktiv für Investitionen. Ein US-Zinssenkungszyklus dürfte das globale Wachstum stützen und die Stärke der Vermögensmärkte insgesamt fördern. Wir erwarten im kommenden Jahr solide Renditen für Multi-Asset-Portfolios, selbst nach den starken Aktienerträgen von 2025. Gleichzeitig halten sich Pessimismus und Unsicherheit über die Marktrallye, viele Kunden halten mehr Liquidität als vor der Pandemie.

Die laufenden Veränderungen bringen sowohl Herausforderungen als auch Chancen. Wir streben den Aufbau von Portfolios an, die widerstandsfähig sind, auf unserer fundierten Forschung basieren und die Vorteile unseres globalen Zugangs nutzen. Es ist ratsam, Ihren Vermögensplan zu überprüfen, um sicherzustellen, dass er Ihre Ziele und Ihre Risikobereitschaft widerspiegelt. Wir stehen Ihnen dabei zur Seite.

Ganz gleich, wie sich die Märkte entwickeln – wir gehen den Weg gemeinsam. Es ist uns eine Ehre, Ihr Finanzpartner zu sein, und wir freuen uns darauf, Sie in unserem neuen globalen Hauptsitz in der 270 Park Avenue in New York City willkommen zu heißen.

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



David Frame
CEO, Global Private Bank



Adam Tejpaul
CEO, International Private Bank



Martin Marron
CEO, Wealth Management Solutions

Wichtigste Erkenntnisse

1

Positionierung für die KI-Revolution

Die Technologie ist bahnbrechend.

Nutzen Sie die Chancen, ohne die Risiken übermäßiger Euphorie einzugehen.

2

Denken Sie in Fragmentierung, nicht in Globalisierung

Eine neu gestaltete Wirtschaft stellt Widerstandsfähigkeit über Effizienz.

Erkennen Sie Möglichkeiten dort, wo Sicherheit, Energie und Lieferketten zusammenlaufen.

3

Bereiten Sie sich auf den strukturellen Wandel der Inflation vor

Die Inflation ist höher und zunehmend volatil.

Planen Sie gezielt, um Ihre Kaufkraft zu erhalten und in reale Vermögenswerte zu diversifizieren.

4

Entdecken Sie das Potenzial privater Märkte

Managerauswahl und Zugang sind in diesem Umfeld besonders entscheidend.

Finden Sie den richtigen Partner.

Inhalt

Teil 1 Positionierung für die KI-Revolution

- ◊ Wie erkennen wir, ob der Boom vor dem Umschwung zum Abschwung steht?
- ◊ KI und Umwälzungen am Arbeitsmarkt: Alte Jobs verschwinden, neue entstehen
- ◊ Wo liegen die potenziellen Grenzen der KI-Expansion?
- ◊ Entwicklung einer Vier-Säulen-Strategie zur Wertschöpfung
- ◊ Private Akteure, KI-Innovatoren im Venture Capital und Private Equity

Teil 2 Denken Sie in Fragmentierung, nicht in Globalisierung

- ◊ Handel: Vom günstigsten Ursprungsland zu Ursprungsregeln
- ◊ China: Externer Einfluss, interne Innovation
- ◊ Europäische Verteidigung: Vom Friedensdividende zu Konflikt-Investitionen
- ◊ Südamerika: Besitz dessen, was die Welt braucht
- ◊ Energie: Die verbindende Einschränkung für die KI-Revolution
- ◊ Der Dollar und alternative Wertaufbewahrungsmittel

Teil 3 Bereiten Sie sich auf den strukturellen Wandel der Inflation vor

- ◊ Festverzinsliche Anlagen finden wieder Halt
- ◊ Strukturelle Treiber der Inflation
- ◊ Die subtilen Risiken steigender Staatsverschuldung
- ◊ Der Mangel am US-Wohnungsmarkt



Einführung



Manchmal ist das Investitionsumfeld schwer zu durchschauen. In früheren Jahresausblicken waren wir oft mit komplizierte Debatten und uneindeutigen Daten konfrontiert. Das Bild wirkte trüb und verschwommen.

Dieses Jahr ist das anders.

Eine Ära niedriger Inflation und nahtloser Globalisierung ist eindeutig vorbei. An ihre Stelle treten drei mächtige, miteinander verflochtene Kräfte, die eine neue Marktgrenze definieren: Künstliche Intelligenz (KI), globale Fragmentierung und Inflation. Gemeinsam stellen sie eine übergeordnete Herausforderung dar: Wie sollte man in einer Welt investieren, in der das Versprechen von Produktivitätswachstum durch KI mit dem Druck einer hartnäckigeren, volatileren Inflation und einer zersplitterten Weltordnung kollidiert?

Die Kräfte von KI, Fragmentierung und Inflation werden sich auf Weisen entfalten, die wir heute erst am Horizont erahnen können.

Künstliche Intelligenz

KI könnte die Kosten für Expertise gegen null treiben - eine Transformation, die ebenso tiefgreifend ist wie der Aufstieg des Computers. Die neue Technologie verspricht höhere Produktivität und stärkere Unternehmensmargen, bringt aber auch erhebliche Umwälzungen am Arbeitsmarkt und das Potenzial für eine Marktblase mit sich. Wie kann man die Chancen dieser Transformation nutzen, ohne die Risiken technologischer Überalterung und „irrationaler“ Euphorie einzugehen?

Im kommenden Jahr werden solide wirtschaftliche Fundamentaldaten den Weg für Anleger ebnen. Ein Zinssenkungszyklus der Federal Reserve (Fed) sowie die Vorteile geringerer wirtschaftspolitischer Unsicherheit sollten das globale Wachstum wieder auf einen trendähnlichen Kurs bringen. Niedrigere kurzfristige Zinsen in den USA können Risikoanlagen wie globale Aktien und Kredite stärken. Ein stabiles Wachstumsszenario wird unter anderem dazu beitragen, die langfristigen Anleiherenditen in einem engen Korridor zu halten. Insgesamt erwarten wir ein weiteres solides Jahr für Multi-Asset-Portfolios.

Doch dieser konstruktive Ausblick sollte nicht die Chancen und Herausforderungen der neuen Marktgrenze überdecken. Anleger benötigen ein neues Regelwerk - einen Ansatz, der Entschlossenheit mit Agilität verbindet und strukturelle Veränderungen als Chancen nutzt. Im Folgenden beleuchten wir die Kraft und das Potenzial der drei marktbestimmenden Kräfte, ihre Auswirkungen auf Anlageklassen und die Strategien, die Ihrer Familie helfen können, ihre finanziellen Ziele zu erreichen.

Fragmentierung

Die globale Ordnung zerfällt in konkurrierende Blöcke, umkämpfte Lieferketten und zerbrechliche Allianzen. Der Zugang zu natürlichen Ressourcen und Energie ist heute eine strategische Priorität. Diese Dynamik lenkt Handels- und Kapitalströme um und schafft interessante Möglichkeiten für Anlagegewinne (und Verluste). Welche Regionen und Sektoren sind besonders aussichtsreich, wenn der Wunsch nach Effizienz von der Forderung nach Widerstandsfähigkeit und Sicherheit überlagert wird?

Inflation

Inflation ist eine zentrale Variable bei der Portfoliozusammenstellung und unterliegt einem strukturellen Wandel, der sie zu einem noch größeren Risiko für Ihr Vermögen macht. Nach unserer Einschätzung wird die Inflation volatiler sein als vor der Pandemie und anfälliger für plötzliche Ausschläge nach oben. Dies spiegelt eine Vielzahl von Faktoren wider, darunter die Psychologie von Unternehmen und Konsumenten, anhaltende fiskalische Defizite und gestiegener Haushaltswohlstand. Ist Ihr Plan darauf ausgerichtet, die Kaufkraft zu erhalten und die Fragilität des Portfolios zu reduzieren?

Teil 1

Positionierung für die KI-Revolution





Seit OpenAI Ende 2022 ChatGPT eingeführt hat, sind Anleger von den Möglichkeiten der KI fasziniert. Drei Jahre später gewinnt der KI-Boom weiter an Dynamik. Wir sind überzeugt, dass diese mächtige Technologie die Arbeitsmärkte weltweit umwälzen und die Produktivität steigern wird, während sie Wertschöpfung in öffentlichen und privaten Märkten ermöglicht. Ja, Technologiewerte treiben weiterhin die Markterträge, aber nein, wir sehen keine unmittelbar bevorstehende Blase.

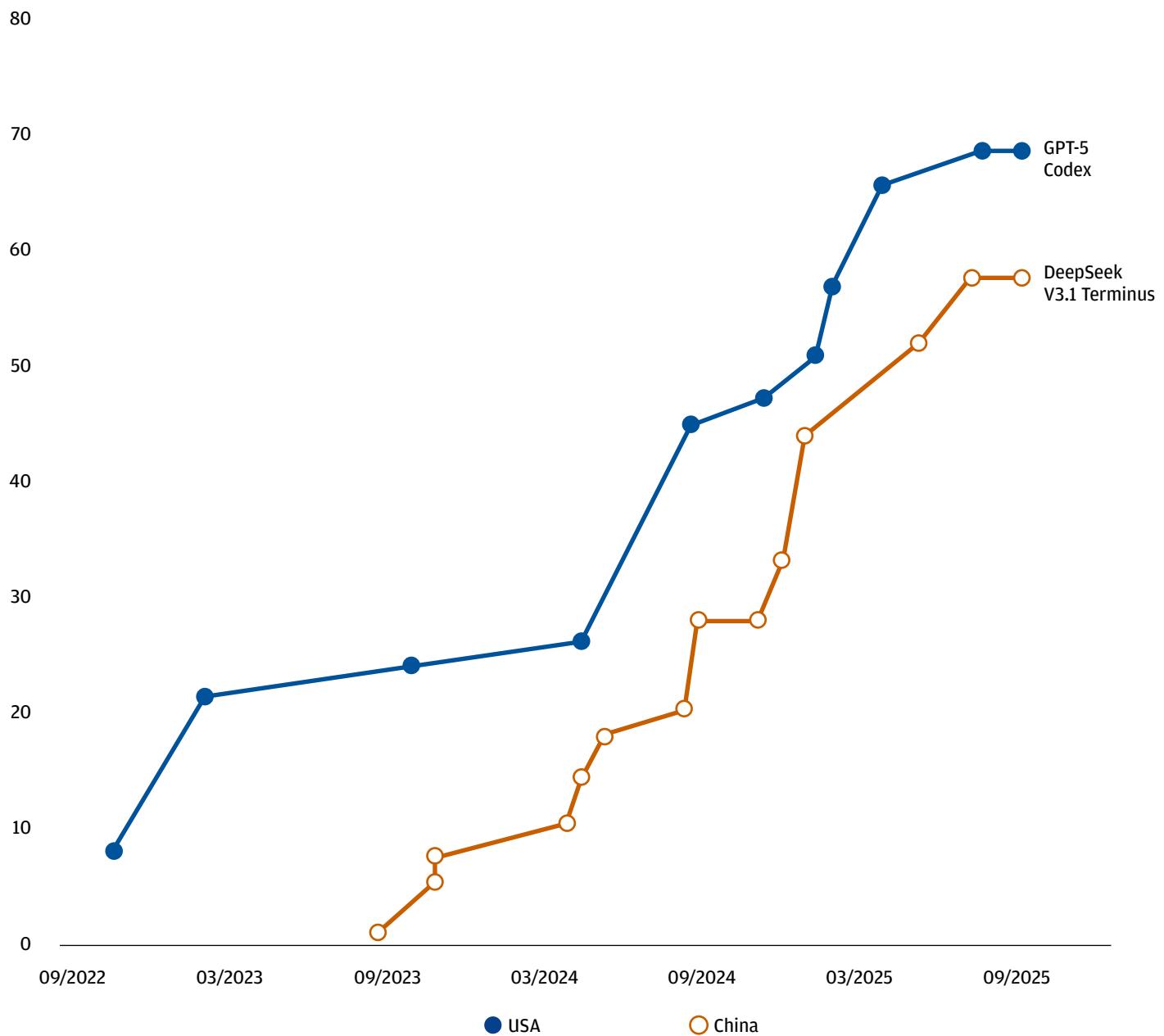
Im Zentrum der Intelligenz-Revolution steht die generative KI.¹ Die Fähigkeiten haben sich rasant verbessert, die Kosten sind drastisch gesunken. Modelle halluzinieren weniger, verarbeiten längere Kontextfenster und zeigen stärkere Argumentationsfähigkeiten. Auch wenn die Leistungssteigerungen über eine breite Palette von Benchmarks zuletzt etwas nachgelassen haben, ist der Fortschritt bei den fortschrittlichsten agentenbasierten Modellen ermutigend. Einige Schätzungen gehen davon aus, dass agentenbasierte Modelle bis zum Frühjahr 2026 menschliches Leistungsniveau erreichen könnten.²

1 Generative KI beziehungsweise große Sprachmodelle (Large Language Models, LLMs) sind im Allgemeinen Computerprogramme, die mithilfe einer auf umfangreichen Datenpools trainierten Architektur Texte, Bilder, Audio, Softwarecode oder andere Medien erlernen und erzeugen können. Beispiele für LLMs sind ChatGPT von OpenAI und Claude von Anthropic.

2 Laut Mark Newman, Technologieanalyst bei Bernstein: „Wenn man beispielsweise die Fortschritte im OSWorld-Agenten-Benchmark hochrechnet, verbessern sich die fortschrittlichsten Modelle um 37 Prozentpunkte pro Jahr. Das würde menschliches Leistungsniveau im Mai 2026 bedeuten (zum Vergleich: aktuelle Spitzenmodelle liegen bei etwa 44 %, führende agentenbasierte Frameworks bei 61 %, und der menschliche Benchmark bei 72 %).“

WÄHREND DIE LEISTUNG DER KI-MODELLE IN LETZTER ZEIT STAGNIERT,
KÖNNTE AGENTISCHE KI DER NÄCHSTE GROSSE SPRUNG SEIN

Frontier-KI-Modellintelligenzindex



Quelle: Artificial Analysis. Stand der Daten: 3. Oktober 2025. Hinweis: Der Artificial Analysis Intelligence Index v3.0 umfasst 10 Bewertungen: MMLU-Pro, GPQA Diamond, Humanity's Last Exam, LiveCodeBench, SciCode, AIME 2025, IFBench, AA-LCR, Terminal-Bench Hard, τ^2 -Bench Telecom.

Dieser technologische Fortschritt hat einen Investitionsschub in die Infrastruktur ausgelöst. Große US-Technologiekonzerne haben ihre jährlichen Investitionsausgaben (Capex) von 150 Milliarden US-Dollar im Jahr 2023 auf voraussichtlich über 500 Milliarden US-Dollar im Jahr 2026 verdreifacht. Die Ausgaben der führenden Unternehmen (Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft, Oracle und Nvidia) machen inzwischen fast 25 % der gesamten US-Marktinvestitionen aus.³ KI-bezogene Investitionen trugen 2025 stärker zum US-BIP-Wachstum bei als die Konsumausgaben.⁴

Der Wachstumsimpuls aus KI-Investitionen wird mit hoher Wahrscheinlichkeit auch 2026 eine bedeutende Quelle für BIP-Zuwächse darstellen. Unsere grobe Schätzung ist, dass OpenAI allein Pläne zum Bau von Rechenzentren mit einer Kapazität von über 25 Gigawatt (GW) angekündigt hat. Da für jeden GW etwa 50 Milliarden US-Dollar an Investitionen erforderlich sind, strebt OpenAI in den nächsten Jahren ein Gesamtinvestitionsvolumen von deutlich über einer Billion US-Dollar an.⁵ Das ist in jeder Hinsicht eine beachtliche Summe.

Wie viel ist zu viel? Die KI-Investitionen liegen derzeit bei etwa 1% des BIP. In früheren Investitionszyklen für allgemeine Schlüsseltechnologien (z. B. Elektrizität, Eisenbahnen, Kommunikation) erreichten die Investitionen Spitzenwerte von 2% bis 5% des BIP.⁶ So beeindruckend der KI-Investitionsboom auch ist, die historische Erfahrung legt nahe, dass sich das Volumen noch verdoppeln könnte.

Staatliche Initiativen wie das US-amerikanische Stargate-Projekt mit einem Volumen von 500 Milliarden US-Dollar und das europäische InvestAI-Programm mit 200 Milliarden Euro, sowie ähnliche Programme im Vereinigten Königreich, in Saudi-Arabien und Südkorea, verleihen der globalen KI-Beschleunigung zusätzlichen Schwung. Chinesische Entscheidungsträger haben Banken und lokale Behörden dazu ermutigt, die Finanzierung von KI-Technologien und Innovationen zu fördern. 2024 entfielen 40 % aller weltweiten

KI-Zitationen auf chinesische Forscher – viermal so viele wie auf die Vereinigten Staaten oder die Europäische Union.⁷

Die Verbreitung von KI nimmt in der gesamten Wirtschaft zu, wobei die Konsumenten die Vorreiterrolle übernehmen. ChatGPT verzeichnet über 700 Millionen monatlich aktive Nutzer, die wöchentlich 18 Milliarden Nachrichten versenden.⁸ Unternehmen agieren langsamer, doch wir gehen davon aus, dass die Akzeptanz weiter steigen wird.

US-Unternehmensumfragen zeigen eine stetig zunehmende Integration von KI, wobei 10 % der Firmen angeben, KI zur Herstellung eines Produkts oder einer Dienstleistung einzusetzen. Laut einem alternativen KI-Adoptionsindex von Ramp, einem Fintech-Unternehmen für Firmenausgaben, zahlen bereits fast 45 % der Unternehmen für LLM-Abonnements.⁹ Über 300.000 Unternehmen sind Kunden von Anthropic.¹⁰ Die Ergebnisse der Hyperscaler (Unternehmen, die Cloud-Computing-Technologie im großen Maßstab bereitstellen) deuten auf eine anhaltende Nachfrage nach Inferenz (tatsächliche Nutzung von KI-Modellen) hin.

Allerdings hat die Dominanz des KI-Themas an den öffentlichen und privaten Aktienmärkten eine unaufhörliche Debatte darüber ausgelöst, ob wir uns in einer Blase befinden.

3 Empirical Research Partners. *The Hyperscalers: Making the Jump to Hyperspace?* 11. August 2025.

4 J.P. Morgan Asset Management. *Is AI already driving U.S. growth?* 12. September 2025.

5 Puck. *OpenAI's Fuzzy Math.* 1. Oktober 2025.

6 Goldman Sachs. *The AI Spending Boom Is Not Too Big.* 15. Oktober 2025.

7 Digital Science. *DeepSeek and the New Geopolitics of AI: China's ascent to research pre-eminence in AI.* 10. Juli 2025.

8 NBER. *How People Use ChatGPT.* September 2025.

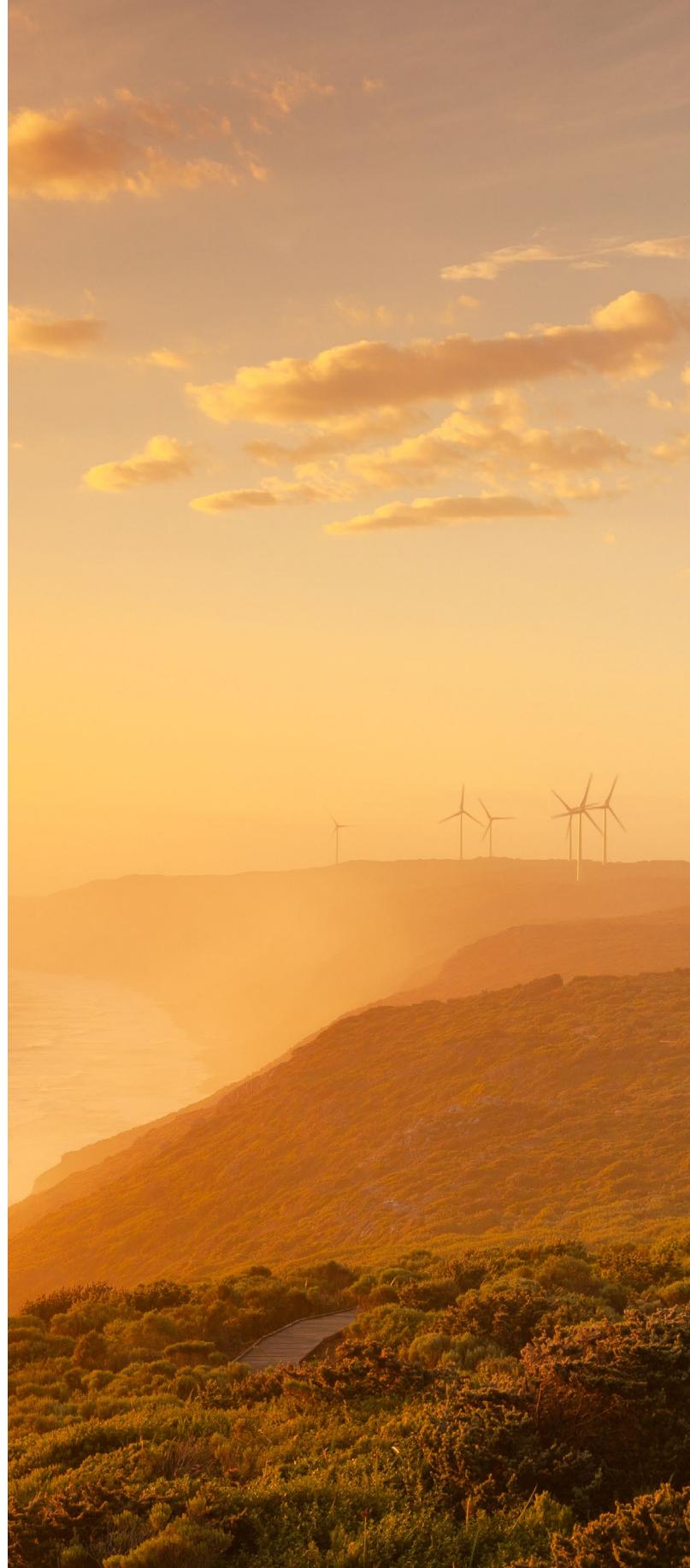
9 Ramp. *Ramp AI Index.* September 2025.

10 Anthropic. *Expanding our use of Google Cloud TPUs and Services.* 23. Oktober 2025.

Wie erkennen wir, ob der Boom vor dem Umschwung zum Abschwung steht?

Ist KI eine Blase? Diese Frage beschäftigt derzeit alle. Heute spüren fast 40 % der Marktkapitalisierung des S&P 500 die direkten Auswirkungen von Wahrnehmungen oder tatsächlichen Entwicklungen im Zusammenhang mit KI-Nutzung, Investitionen, Infrastrukturaufbau und Produktivitätssteigerungen. Ob nach oben oder unten - KI wird mit hoher Wahrscheinlichkeit der wichtigste Treiber für die Renditen an den öffentlichen Aktienmärkten in den kommenden Jahren sein. Um Kapital mit gutem Gewissen in Aktien zu investieren, müssen wir sicher sein, dass wir nicht kurz vor dem Platzen einer Blase stehen.

Markt- und Wirtschaftsblasen folgen einem wiederkehrenden Muster. Die meisten Blasen entstehen aus einer Anlegerthese, dass die Welt sich grundlegend verändert - ein Paradigmenwechsel steht bevor. Die Überzeugten schaffen Kapazitäten, um die künftige Nachfrage zu bedienen. Die Blase beginnt sich unter anderem deshalb zu bilden, weil Kredit im Überfluss verfügbar ist. Nachlassende Standards bei der Kreditvergabe und steigende Verschuldung führen zu einer Entkopplung von wirtschaftlichen Fundamentaldaten und Marktbewertungen. Immer mehr Investoren schließen sich dem Trend an - bis schließlich die Fundamentaldaten wieder die Oberhand gewinnen und die Blase platzt.



Sobald wir ein Muster zur Bewertung irrationaler Euphorie etabliert haben, können wir es auf das KI-Thema anwenden. So schätzen wir die aktuelle KI-Entwicklung im Vergleich zu fünf zentralen Elementen ein:

1.

Ein Paradigmenwechsel

Blasen entstehen oft aus der Vorstellung, dass eine neue Technologie, ein demografischer Trend oder eine politische Veränderung die Welt grundlegend wandeln wird. Historisch prägende Beispiele sind der Eisenbahnboom der 1840er Jahre und der Internetboom der späten 1990er Jahre. Diese Transformationen haben die Welt tatsächlich verändert, doch der Zeitpunkt ist entscheidend. Zwischen 1843 und 1853 vervierfachte sich die Eisenbahnlänge im Vereinigten Königreich nahezu, während die Einnahmen pro Meile stagnierten oder sogar sanken.¹¹ Bis Mitte 2001 hatten Telekommunikationsunternehmen 39 Millionen Meilen Glasfaserkabel verlegt, aber nur 10 % dieser Fasern waren aktiviert, und jede aktivierte Faser nutzte lediglich 10 % der verfügbaren Wellenlängen.¹²

Sowohl der Eisenbahn- als auch der Internetboom waren von enormer Überkapazität geprägt - Kapazitäten, die durch die aktuelle Nachfrage oder die Stückkosten nicht gerechtfertigt waren. Die heutige KI-Entwicklung weist zweifellos die Rhetorik und die Investitionsdynamik eines Paradigmenwechsels auf. Allerdings sehen wir bislang keine Überkapazitäten. Die Leerstandsquote von Rechenzentren liegt mit 1,6 % auf einem Rekordtief, und drei Viertel der im Bau befindlichen Kapazitäten sind bereits vorvermietet.¹³ In der gesamten Wertschöpfungskette von Computing, Energie und Rechenzentren sind Komponenten im Verhältnis zur Nachfrage knapp. Die jüngste Berichtssaison bestätigt, dass KI-Nutzung das Umsatzwachstum der größten Unternehmen antreibt.

2.

Überfluss und Verfügbarkeit von Kredit

Blasen wachsen, weil billiges, spekulatives Kapital die Preise immer weiter steigen lässt. Im 17. Jahrhundert befeuerten die tiefen Kreditmärkte Amsterdams die Tulpenmanie, während die japanische Vermögensblase der 1980er Jahre auf Bankkrediten basierte, die durch künstlich aufgeblähte Unternehmenswerte besichert waren. Die Immobilienblase vor der globalen Finanzkrise wurde durch Subprime-Hypotheken und deren Verbriefung im vernetzten „Schattenbankensektor“ aufgeblasen. In den 2010er Jahren entstand eine Blase bei Energieaktien, da Ölproduzenten von günstigen Finanzierungen profitierten, die durch Nullzinspolitik ermöglicht wurden.

Oracles jüngster Vorstoß in die Anleihemärkte signalisiert, dass die nächste Phase des KI-Infrastrukturzyklus stärker kreditfinanziert sein wird. Die Emission war fünffach überzeichnet, und wir gehen davon aus, dass die öffentlichen Märkte bereit sind, die größten Technologiekonzerne zu finanzieren, die allesamt engere Spreads als der breite Investment-Grade-Index aufweisen.¹⁴ Mit dem Fortschreiten des Zinssenkungszyklus der Fed dürfte Kredit zunehmend KI-Investitionen finanzieren. Dies erscheint angesichts der niedrigen Verschuldung im Large-Cap-Bereich und über 500 Milliarden US-Dollar an privatem Kredit-Trockenpulver durchaus möglich.¹⁵



3.

Steigende Verschuldung und nachlassende Standards bei der Kreditvergabe

Blasen dehnen sich typischerweise aus, wenn Finanzstrukturen Gewinne verstärken und Risiken verschleiern. Die South-Sea-Blase¹⁶ war geprägt von Debt-for-Equity-Swaps; die Jahre vor dem Crash von 1929 von Margin-Käufen. In jüngerer Zeit expandierten SPACs durch Rücknahmeoptionen und Gratis-Warrants. Im KI-Bereich beschleunigen sich finanzielle Innovationen und Strukturen.

Zu den jüngsten Beispielen zählen Unternehmen wie Lambda und CoreWeave, die Anleihen begeben haben, die durch High-End-GPUs besichert sind,¹⁷ und Alibaba, welches eine Nullkupon-Wandelanleihe zur Finanzierung von Rechenzentren angekündigt hat. Im Bereich Financial Engineering haben sich die Emissionen von Technologieanleihen sowie von Rechenzentrum-bezogenen Asset-Backed- und Commercial-Mortgage-Backed-Securities wieder auf das Niveau von 2020 und 2021 erholt.¹⁸ Dies sind jedoch relativ klassische Merkmale der Kapitalmärkte. Sollten die Hyperscaler ihre Bilanzen auf das 2,8-fache des Nettoschulden-zu-EBITDA-Verhältnisses hebeln (Median für Investment-Grade-Unternehmen), könnten sie zusätzlich eine Billion US-Dollar investieren.

Man könnte auch argumentieren, dass die „zirkulären“ Investitionen entlang der KI-Lieferkette ein Beispiel für Financial Engineering sind. Diese Transaktionen, bei denen Schlüsselakteure gegenseitig Aktien und Rechenleistung als Währung nutzen, erhöhen zweifellos das Risiko. Sie könnten aber auch ein symbiotisches Ökosystem schaffen, mit mehr Wettbewerb um Hardware und Software und damit zu einem ausgewogenen Markt führen.

Wir suchen nach Anzeichen für eine Verschlechterung der Kreditvergabestandards, sei es bei Stromabnahmeverträgen oder bei Private-Equity- und Venture-Investitionen. Bislang übersteigen die aggregierten operativen Cashflows der großen Akteure weiterhin die Investitionsausgaben und Dividenden. Die Verschuldung dürfte mit fortschreitenden KI-Investitionen weiter steigen, doch aktuell wird die KI-Finanzierung durch Cashflows getragen.

11 University of Minnesota. *The railway mania of the 1860s and financial innovation.* 3. März 2024.

12 The Optical Society. *Boom, Bubble, Bust: The Fiber Optic Mania.* Oktober 2016.

13 CBRE. *North America Data Center Trends H1 2025: AI & Hyperscaler Demand Lead to Record-Low Vacancy.* 19. August 2025.

14 Morningstar. *Why Oracle's 'jumbo' AI-fueled bond deal is so unusual.* 25. September 2025.

15 Empirical Research Partners. *Private Debt: A Game Changer?* 29. April 2025.

16 1720 brach der Kurs der Aktien von South Sea Co. ein, was zum ersten internationalen Börsencrash beitrug.

17 Grafikprozessoren, eine elektronische Komponente.

18 Penn Mutual Asset Management. *Pricing the Infrastructure Boom: Data Center Trends in Structured Markets.* 9. Oktober 2025.

4.

Eine Diskrepanz zwischen Bewertungen und Cashflows

In jeder Blase steigen die Bewertungen über das hinaus, was Fundamentaldaten, Cashflows oder tatsächliche Anwendungsfälle rechtfertigen. Während der Dotcom-Blase gingen Unternehmen ohne jegliche Umsätze an die Börse. Der Aktienkurs von Cisco stieg von 1995 bis 2000 um das 40-fache, während die Gewinne lediglich um das 8-fache wuchsen. Heute beobachten wir Übertreibungen in Teilbereichen der privaten Märkte. Einhörner - private Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von über einer Milliarde US-Dollar - machen inzwischen fast 12% des Nasdaq aus; dieser Anteil liegt nahe am Höchststand von 2021.¹⁹ Das Bewertungswachstum von KI-Startups übertrifft in jeder Finanzierungsrunde das von Nicht-KI-Unternehmen. Beispielsweise beträgt der Median des Series-B-Step-Ups bei KI-Startups das 2,1-fache, bei Nicht-KI-Startups das 1,4-fache. KI-Unternehmen erzielen in Series C mittlere Bewertungen, die 56 % höher liegen, und in Series D+ sogar 230 % höher als bei Nicht-KI-Unternehmen.²⁰

Im öffentlichen Markt hingegen haben KI-Unternehmen ihre Renditen ausschließlich durch Gewinnwachstum erzielt. In den letzten drei Jahren ist das Forward-KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis) von börsennotierten KI-Aktien gesunken, während die Gewinnschätzungen pro Aktie sich mehr als verdoppelt haben. In den vergangenen fünf Jahren stieg der Aktienkurs von Nvidia um das 14-fache, während die Gewinne um das 20-fache wuchsen.

5.

Ein spekulativer Rückkopplungseffekt und breite Marktteilnahme

Jede Blase zieht neue Marktteilnehmer an, die überzeugt sind, dass steigende Preise sich selbst erfüllen. Niederländische Handwerker kauften Tulpenzwiebeln für ein Vielfaches ihres Jahreseinkommens, und Barkeeper in Las Vegas handelten 2005 mit Immobilien. Die jüngste Performance von Börsengängen deutet auf weitere Übertreibungen hin. Die Euphorie nimmt zu, müsste aber noch deutlich stärker ausfallen, bevor wir vorsichtiger werden würden.

Betrachtet man die Indizien, ist klar, dass die Zutaten für eine Marktblase vorhanden sind. Dennoch halten wir das Risiko, dass sich künftig eine Blase bildet, für größer als das Risiko, dass wir uns bereits am Höhepunkt einer solchen befinden.

Über die Debatte zur KI-Blase hinaus stellt sich für Anleger eine wichtigere Frage:

Wer wird letztlich den Wert aus diesem technologischen Wandel abschöpfen? Leider liefert die Geschichte kein klares Muster, welche Unternehmen am Ende den Wert technologischer Umbrüche vereinnahmen.

In manchen Fällen, etwa bei britischen Eisenbahnen, Glasfaserkabeln und Telekommunikation, erlitten die First Mover schmerzhafte Verluste, während neue Marktteilnehmer profitierten, als die Preise für Vermögenswerte eingebrochen waren. Andererseits konnten First Mover im Bereich Informationstechnologie (z. B. IBM, Microsoft, Cisco und Amazon) Marktanteile gewinnen und halten, selbst als andere Akteure vom entstandenen Ökosystem profitierten. US-Energieversorger behaupteten ihre Marktanteile, doch regulatorische Eingriffe begrenzten letztlich die Renditen für Investoren.

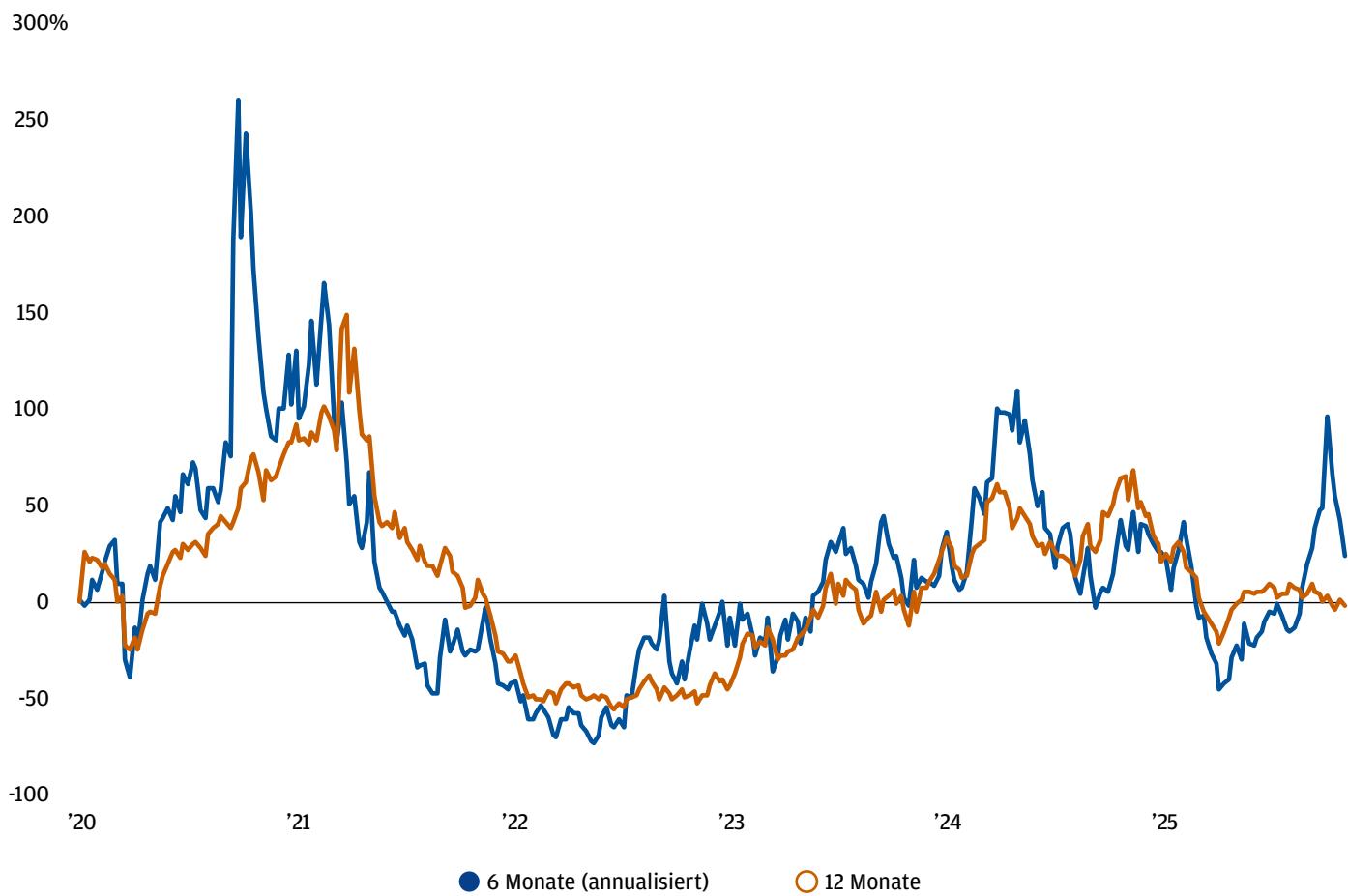
19 Coattue, Oktober 2025.

20 PitchBook. *VC Valuations and Returns Report*. 11. August 2025.

Für 2026 erwarten wir, dass KI erhebliche Umwälzungen mit sich bringt, die sich quer durch die Wirtschaft auswirken werden. Wie im nächsten Abschnitt erläutert, wird KI voraussichtlich sichtbare Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt haben, und einige bestehende „Software-as-a-Service“- und andere Technologieunternehmen könnten die „Sting“ der KI besonders spüren. Doch Disruption birgt auch enorme Chancen. **Das größte Risiko besteht unserer Ansicht nach darin, keine Beteiligung an dieser transformativen Technologie zu haben.**

DEN IPO-MARKT AUF ANZEICHEN ÜBERZOGENER EUPHORIE BEOBACHTEN

Wertentwicklung der jüngsten Börsengänge in %



Quellen: J.P. Morgan, Bloomberg Finance L.P. Stand der Daten: 31. Oktober 2025.

Anmerkung: Der Aktienkorridor wird von der J.P. Morgan Investment Bank monatlich neu gewichtet, um jüngste US-Börsengänge abzubilden.

KI und Umwälzungen am Arbeitsmarkt: Alte Jobs verschwinden, neue entstehen

Wie könnte KI-Technologie den Arbeitsmarkt beeinflussen? Auch diese Entwicklung steht erst am Anfang. Rund 71 Millionen US-amerikanische Wissensarbeiter (mit einem durchschnittlichen Jahresgehalt von etwa 85.000 US-Dollar) repräsentieren einen adressierbaren Markt von rund 6 Billionen US-Dollar. Schätzungen zufolge sind über 60 % der Arbeitsplätze in den entwickelten Märkten durch KI-Technologie potenziell von Umwälzungen betroffen.²¹ In vielerlei Hinsicht schätzen Investoren KI gerade deshalb, weil sie das Potenzial hat, den Arbeitsmarkt grundlegend zu verändern.

Während einige düstere Prognosen einen Anstieg der Arbeitslosigkeit auf bis zu 20 % vorhersagen, spricht die Geschichte für einen weniger dramatischen und letztlich optimistischeren Verlauf.²² Große technologische Innovationen führen selten zu dauerhaft hoher Massenarbeitslosigkeit; sie senken die Kosten für zentrale Produktionsfaktoren, erschließen neue Nachfrage und schaffen neue Berufsbilder.

Die Dampfmaschine verdrängte Weber und Kanalarbeiter, steigerte aber die Textilproduktion und den Binnenhandel erheblich. Das führte zu neuen Arbeitsplätzen im Bergbau, Eisenbahnwesen und städtischen Dienstleistungen. Computer automatisierten Büroarbeiten, doch die günstigere Informationsverarbeitung ermöglichte das Wachstum von Kreditkarten- und Fluggesellschaften, schuf neue Berufe (Programmierer, Finanzanalysten) und steigerte die Produktivität in der gesamten Wirtschaft. Die Mechanisierung der Landwirtschaft reduzierte die Beschäftigung auf dem Land drastisch, sorgte aber für günstigere Lebensmittel und förderte die Urbanisierung.

Einer Studie von MIT-Ökonomen zufolge existierten mehr als 60 % der heutigen US-Berufe im Jahr 1940 noch gar nicht.²³ Neue Technologien erklären einen Großteil dieses Wandels. Mit jeder technologischen Umwälzung stieg die Gesamtnachfrage, und die Wirtschaft schuf Arbeitsplätze, die es zuvor nicht gab.

Kurzfristig gehen wir davon aus, dass KI mehr Arbeitsplätze bereichern als automatisieren oder eliminieren wird. Im Kern besteht ein Job aus einer Vielzahl unterschiedlicher Aufgaben. Einige davon werden durch KI automatisiert, andere könnten gestärkt werden. Ein Optimist würde argumentieren, dass Produktivitätsgewinne durch KI die schwächeren Bevölkerungswachstumstrends in den Industrieländern ausgleichen könnten.

Um das volle Potenzial von KI auszuschöpfen, müssen Unternehmen ihre Datenarchitekturen und Infrastrukturen grundlegend erneuern. Das sind schrittweise Prozesse. Aktuelle Studien zeigen, dass nur ein kleiner Anteil der Jobs sofort automatisiert werden könnte. Sicherlich werden Menschen noch für längere Zeit entscheidende Vorteile behalten – darunter gesunder Menschenverstand, kausales Denken, emotionale Intelligenz, Urteilsvermögen in kritischen Situationen, adaptives Lernen und intrinsische Motivation.

Bislang sehen wir nur begrenzte Hinweise darauf, dass KI den Arbeitsmarkt bereits beeinflusst hat. Die Arbeitslosenquote in den Sektoren, die am stärksten von KI-Disruption betroffen sind, ist derzeit niedriger als in weniger exponierten Bereichen. Gleichzeitig deuten sowohl akademische Studien als auch Unternehmensberichte darauf hin, dass die Einführung von KI die Arbeitsproduktivität bei den Unternehmen, die die Technologie nutzen, um rund 30 %²⁴ gesteigert hat.

Die ersten Ergebnisse hinsichtlich höherer Produktivität sind ermutigend, doch Investoren sollten auch die Grenzen der KI-Expansion im Blick behalten.

²¹ IWF. *AI Will Transform the Global Economy. Let's Make Sure It Benefits Humanity.* 14. Januar 2024.

²² Axios. *Behind the Curtain: A white-collar bloodbath.* 28. Mai 2025.

²³ Quarterly Journal of Economics. *New Frontiers: The Origins and Content of New Work, 1940–2018.* 15. März 2024.

²⁴ Goldman Sachs AI Adoption Tracker 2025Q3. 8. September 2025.

Wo liegen die potenziellen Grenzen der KI-Expansion?

Die dringendste Grenze für die Ausweitung von KI ist die Energieversorgung. In den USA stehen Unternehmen vor einem fünfjährigen Rückstau bei der Integration neuer Stromerzeugungskapazitäten ins bestehende Netz. Rund 70 % der regionalen Strommärkte sind bereits angespannt, und die Stromnachfrage dürfte bis zum Ende des Jahrzehnts um 662 Terawattstunden steigen - mehr als die jährliche Stromproduktion von Texas und Kalifornien zusammen.²⁵

Das beschleunigte Nachfragewachstum trifft auf eine alternde Infrastruktur: 70 % der Stromübertragungsleitungen sind älter als 25 Jahre.²⁶ Investitionen in die Energieversorgung werden immer wichtiger, da politische Entscheidungsträger KI zunehmend als Frage der nationalen Sicherheit betrachten. So hat China kürzlich mit dem Bau eines 167 Milliarden US-Dollar teuren Wasserkraftprojekts begonnen, dessen Kapazität die von Polen übertreffen wird.

Rechenzentren benötigen zuverlässige und zugängliche Energie, wobei Erdgas eine entscheidende Grundlastquelle darstellt. Da die Produktion einer Gasturbine für ein Rechenzentrum etwa fünf Jahre Vorlauf benötigt, gehen wir davon aus, dass auch erneuerbare Energien (deren Bau nur etwa ein Jahr dauert) in den kommenden Jahren zur Stromversorgung von Rechenzentren beitragen werden.

Die anhaltende Abhängigkeit der Industrie von fossilen Brennstoffen wird die Kohlenstoffemissionen in den entwickelten Märkten voraussichtlich über die bisherigen Prognosen hinaus steigen lassen. Dies erhöht das Risiko steigender globaler Temperaturen und häufiger extremer Wetterereignisse. Diese Entwicklungen schaffen Investitionschancen im Rohstoffbereich, insbesondere bei kritischen Mineralien, die für die Energiewende, Stromerzeugung und Infrastruktur unverzichtbar sind.

Wasser (notwendig für die Kühlung von Rechenzentren) wird zu einem weiteren Faktor, den Investoren im Auge behalten sollten. Es ist Teil einer umfassenderen Entwicklung, bei der begrenzte Ressourcen und KI-bezogene Herausforderungen das Wachstum von Rechenzentren einschränken könnten. So hat Phoenix beispielsweise seine Bauvorschriften aktualisiert und Rechenzentren als eigene Kategorie definiert, sodass Entwickler Gesundheits- und Sicherheitsaspekte vor Genehmigung und Baubeginn adressieren müssen.²⁷ Hochkarätige Projekte von Amazon in Tucson und Google in Indianapolis wurden nach lokalem Widerstand gegen Wasserverbrauch und steigende Strompreise abgesagt.²⁸

Datenschutz bleibt eine ständige Herausforderung, und „intelligente“ KI-Lösungen erhöhen die Risiken weiter. Regulierungsbehörden werden aufmerksam, sobald KI-Modelle leistungsfähiger werden und in der physischen Welt auftauchen (z. B. autonome Fahrzeuge und Robotik). **Debatten über Ressourcenknappheit, Datenschutz und Sicherheit werden die öffentliche Meinung und die Regulierung von KI maßgeblich prägen und können sowohl Wert schaffen als auch vernichten.**

Für Investoren ist ein Fokus auf starke Einbindung der Stakeholder und effektive Governance entscheidend, um Verlustrisiken im Portfolio zu begrenzen.

Unserer Ansicht nach sollten physische, soziale und politische Einschränkungen der KI-Expansion als moderierender Faktor wirken, übermäßige Euphorie der Investoren dämpfen und den Arbeitsmärkten mehr Zeit zur Anpassung an potenzielle Umwälzungen geben.

25 EIA, Goldman Sachs Investment Research. Juni 2025.

26 Das Weiße Haus. *Fact Sheet: The Biden-Harris Administration Advances Transmission Buildout to Deliver Affordable Clean Energy.* 18. November 2022.

27 Stadt Phoenix. *City of Phoenix Updates Zoning to Safeguard Health and Safety as Data Center Growth Accelerates.* 2. Juli 2025.

28 Stadt Tucson. *Project Blue—Facts and Information.* September 2025. Axios. *Google pulls data center project amid opposition.* 23. September 2025.

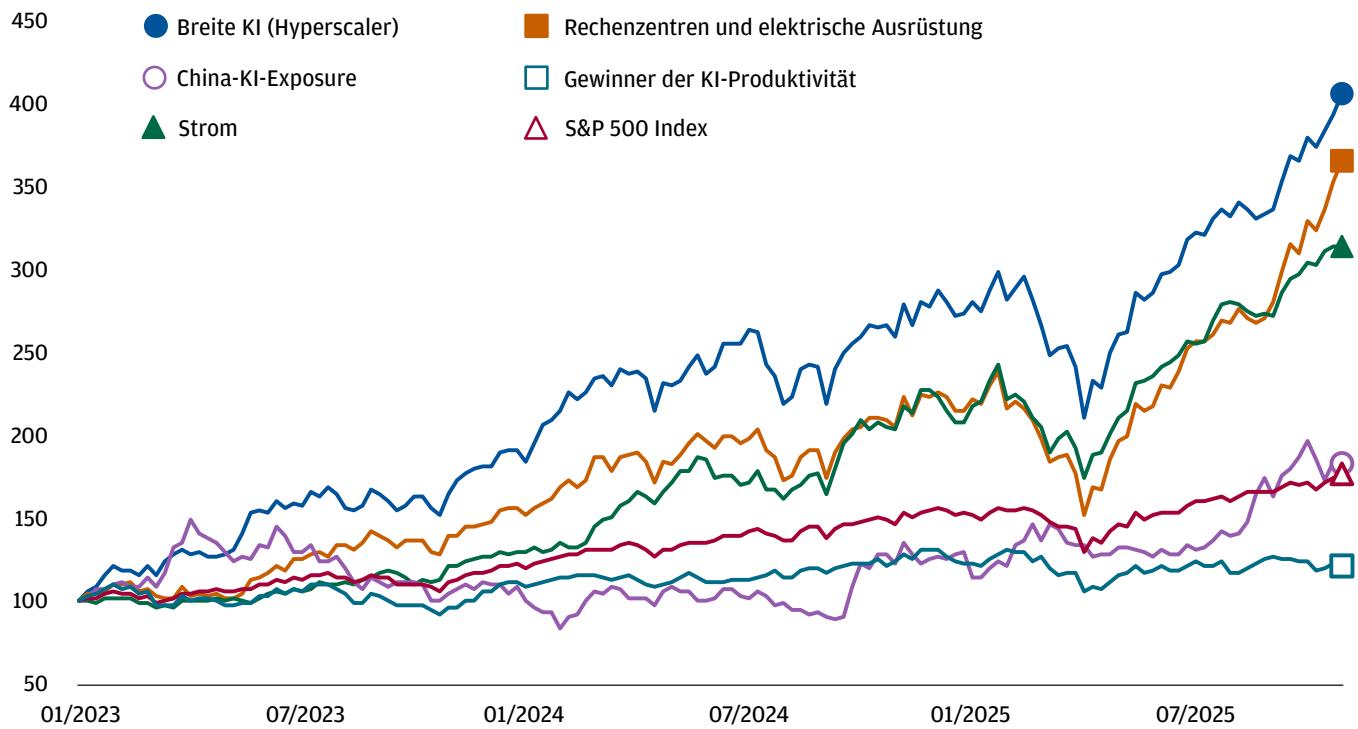
Entwicklung einer Vier-Säulen-Strategie zur Wertschöpfung

Während wir das Risiko einer KI-Blase bewerten, verfeinern wir eine Vier-Säulen-Strategie, um das Investitionspotenzial von KI gezielt zu erschließen. Bisher waren die größten Gewinner am Markt die Hyperscaler, Rechenzentrums- und Energieinfrastrukturunternehmen sowie Stromversorger. Unternehmen, die von KI-getriebenen Produktivitätssteigerungen profitieren sollten, hinkten den großen Technologiekonzernen deutlich hinterher. Zudem hat sich das Gleichgewicht zwischen US-amerikanischen und internationalen Technologiewerten verschoben. 2025 stiegen chinesische Technologiewerte um rund 34 %, als Investoren erkannten, dass sie ihren US-Konkurrenten längst nicht so weit hinterherhinken wie angenommen.

Für 2026 und darüber hinaus zielt unsere Strategie darauf ab, diese Verschiebungen zu steuern, die Investitionschancen zu nutzen und die Risiken im fortlaufenden KI-Wettlauf zu begrenzen.

WER GEWINNT DAS KI-RENNEN – UND KÖNNTEN DIE HEUTIGEN NACHZÜGLER ZUR AUFHOLJAGD ANSETZEN?

Kursrendite, Index 100 = Januar 2023



Quellen: Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan, Goldman Sachs Investment Research. Stand der Daten: 31. Oktober 2025. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Direkte Anlagen in einen Index sind nicht möglich.

1

Fokus auf Large-Cap-Marktführer

Der erste Teil unserer Strategie konzentriert sich auf die großen Marktführer im Technologiesektor. Während einige bezweifeln, dass Hyperscaler letztlich eine starke Rendite auf ihre Investitionen erzielen werden, sind wir grundsätzlich optimistisch. Das liegt unter anderem daran, dass die vier ursprünglichen Hyperscaler (Microsoft, Meta, Alphabet und Amazon) ihre Gewinne bereits mit etwa 20 % pro Jahr steigern. Berücksichtigt man dieses Wachstum, erscheinen die Bewertungsaufschläge gerechtfertigt.

Die Hyperscaler sind jedoch keine homogene Gruppe. Beispielsweise erwarten Analysten, dass der freie Cashflow von Microsoft und Google 2026 über dem Niveau von 2024 liegen wird, nachdem er 2025 gesunken ist. Bei Amazon und Meta hingegen wird nicht erwartet, dass sie ihr Cashflow-Profil von 2024 wieder erreichen. Oracle hat sich entschieden, für den Einstieg in den KI-Wettbewerb Schulden aufzunehmen und einen negativen freien Cashflow in Kauf zu nehmen.

In Summe generieren diese Unternehmen bereits schätzungsweise 25 Milliarden US-Dollar an zusätzlichem Quartalsumsatz durch KI-Aktivitäten, und wir gehen davon aus, dass diese Zahl mit einer jährlichen Wachstumsrate von 200 % steigt. Sollten die Hyperscaler ihre Umsätze im Cloud-Computing weiter steigern, werden Investoren vermutlich auch niedrigere Cashflow-Renditen tolerieren.

Langfristig erwarten wir, dass der KI-Boom eine neue Generation von Technologieführern hervorbringen wird - das ist das Muster in nahezu allen Innovationszyklen. Dennoch glauben wir nicht, dass 2026 das Jahr sein wird, in dem die heutige Marktführerschaft ins Wanken gerät. Im Gegenteil: Wir erwarten, dass die größten Unternehmen weiterhin besser abschneiden als die kleineren. Die Top 100 Aktien am US-Markt erwirtschaften drei Viertel der Gesamtgewinne, erzielen das 1,7-fache der Kapitalrendite und das 1,8-fache der Cashflow-Marge im Vergleich zu den übrigen Large-Cap-Werten.²⁹

2

Chancen in der KI-Lieferkette identifizieren

Der zweite Teil unserer Strategie richtet den Blick auf die Ermöglicher der KI-Technologie. Diese Unternehmen liefern die entscheidenden Inputs (Strom, Halbleiter, Konnektivität, Kühlsysteme und Rohstoffe), die für die benötigte Rechenleistung erforderlich sind.

Wie bereits erläutert, ist Strom vielleicht der wichtigste und knappste Input - insbesondere, da reasoning-basierte Modelle zum Standard werden. Einer Studie der University of Rhode Island zufolge verbraucht GPT-5 pro Anfrage das 2,5-fache an Energie im Vergleich zu GPT-4.³⁰ Wir sehen interessante Investitionsmöglichkeiten sowohl an den öffentlichen Märkten (z. B. Versorger und industrielle Hersteller von Elektroausrüstung) als auch an den privaten Märkten (etwa in stromfokussierten Infrastruktur-Fonds).

Gleichzeitig übersteigt die Nachfrage nach Halbleitern weiterhin das Angebot. Der Blackwell-Chip von Nvidia wird voraussichtlich in den nächsten zwölf Monaten ausverkauft sein, während Unternehmen entlang der globalen Lieferkette (z. B. Hyperscaler, Micron, SK Hynix, Samsung und TSMC) in ihren Ergebnispräsentationen auf Kapazitätsengpässe hinweisen.³¹ Obwohl Strom und Halbleiter die offensichtlichsten Bereiche für Chancen sind, beobachten wir ähnliche Dynamiken bei Transformatoren, Netzwerkausrüstung, Glasfaser- und Unterseekabeln sowie Flüssigkühlsystemen. In der physischen Welt könnten die Förderung von Rohstoffen, insbesondere Seltenerdmetallen, und die Sicherung wertvoller Land- und Wasserrechte lukrativ sein.

29 Empirical Research Partners. *The Hyperscalers: Making the Jump to Hyperspace?* 11. August 2025.

30 University of Rhode Island. *How Hungry Is AI?* 31. Oktober 2025.

31 Barron's. *Nvidia Stock Rises After Management Says Blackwell Is Sold Out for 12 Months.* 10. Oktober 2024.

3

Die „smarten“ Unternehmenskunden von KI identifizieren

Drittens suchen wir nach Unternehmen, die KI erfolgreich einsetzen, um Umsatz und Gewinn zu steigern. Beispielsweise wuchsen die Cloud-Geschäfte von Microsoft und Google im zweiten Quartal 2025 vier Prozentpunkte schneller als im ersten Quartal. Fast zwei Drittel der US-Marktkapitalisierung entfallen auf die beiden obersten Quintile der KI-Adoption.³² In Europa und Japan liegt dieser Anteil näher bei 50%.³³ Anders ausgedrückt: Die aktuellen Gewinner werden ihre Erfolge voraussichtlich weiter ausbauen, da sie KI schneller und effizienter in bestehende Arbeitsabläufe und Geschäftsmodelle integrieren. Hier scheint die USA gegenüber anderen entwickelten Aktienmärkten einen Vorsprung zu haben.

Umgekehrt beginnt der Markt, etablierte Software-as-a-Service-Unternehmen abzustrafen, die aus KI-gestützten Produkten nicht ausreichend Wert schöpfen. Während der breite Software-Index im vergangenen Jahr um 17% gestiegen ist, haben die Hälfte der darin enthaltenen Aktien an Wert verloren. Diese Diskrepanz unterstreicht den Mehrwert, den ein guter aktiver Manager bei der Auswahl von KI-Software-Gewinnern und -Verlierern bieten kann.

4

Private Beteiligungen nicht vergessen

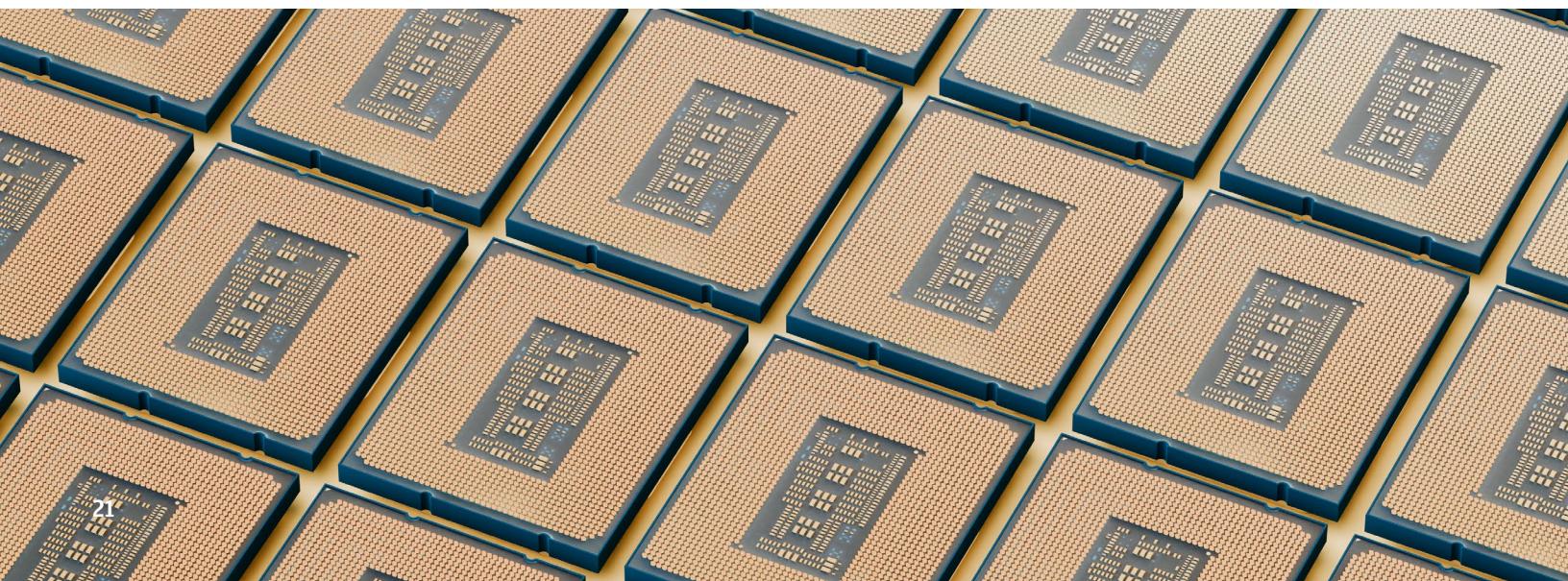
Im entscheidenden letzten Teil unserer Vier-Säulen-Strategie richten wir den Blick auf die privaten Märkte, um das volle Investitionspotenzial von KI auszuschöpfen. Die zehn größten privaten KI-Unternehmen sind zusammen bereits rund 1,5 Billionen US-Dollar wert.³⁴ Waren sie börsennotiert, würden sie etwa 3% des S&P 500 ausmachen.³⁵ Zum Vergleich: Der gesamte US-amerikanische Small-Cap-Markt ist nur 3 Billionen US-Dollar wert. KI folgt einem bekannten Innovationsmuster früherer Technologiewellen - beginnend mit Infrastruktur und sich weiterentwickelnd zu Plattformen und Anwendungen - doch die Ökonomie und das Timing der Wertschöpfung verändern sich. Ein zentraler Aspekt dabei: die neuen Rollen von öffentlichen und privaten Märkten bei der Kapitalbildung und -allokation.

32 Cloud Wars. *Google Remains World's Hottest Cloud Vendor; Oracle Rising, Microsoft Surging.* 16. September 2025.

33 Empirical Research Partners. *AI-merican Exceptionalism.* Mai 2025.

34 PitchBook.

35 Stand: 30. September 2025.



Private Akteure, KI-Innovatoren im Venture Capital und Private Equity

Die privaten Märkte werden im aktuellen KI-Boom voraussichtlich eine ganz andere Rolle spielen als in früheren Technologiewellen.

In vergangenen Zyklen, etwa dem Internetboom ab den späten 1990er Jahren, gingen Unternehmen bereits in ihren frühen Jahren an die Börse. So konnten Anleger am öffentlichen Markt an den lukrativsten Phasen des Unternehmenswachstums teilhaben. Heute hat sich diese Dynamik verschoben: Unternehmen bleiben länger privat, gestützt durch reichlich privates Kapital und alternative Exit-Optionen. Das durchschnittliche Tech-IPO erfolgt mittlerweile im Alter von etwa 14 Jahren mit einem Umsatz von rund 220 Millionen US-Dollar. In den 1990er Jahren lag das Medianalter bei acht Jahren und die Umsätze bei 44 Millionen US-Dollar (inflationsbereinigt).³⁶

Das ist relevant, weil die nächste Welle der KI-Wertschöpfung sich noch in der Entstehungsphase befindet. Sie umfasst agentenbasierte KI-Systeme (Software, die autonom Ziele verfolgt, handelt und Aufgaben erledigt), branchenspezifische Anwendungen, KI-gestützte Software und weitere Ideen, die gerade erst Gestalt annehmen. Diese Chancen erfordern strategisches Kapital für lange Forschungs- und Entwicklungszyklen und die Skalierung der Nutzung - ideal für Investoren aus den privaten Märkten wie Venture Capital und Growth Equity.

Die Wertsteigerung in der Infrastrukturwelle wurde größtenteils von Anlegern am öffentlichen Markt eingefahren, etwa durch Halbleiter- und Cloud-Unternehmen. Die Unternehmen im Bereich Anwendungen und Plattformen - wo wir den Großteil der Wertschöpfung erwarten - könnten bis zum Ende des Jahrzehnts privat bleiben.

Betrachten Sie die „Magnificent 7“ der privaten Märkte (OpenAI, SpaceX, Bytedance, Anthropic, Databricks, Reliance Retail und Stripe). Alle haben im privaten Markt eine Bewertung von 100 Milliarden US-Dollar erreicht.³⁷ Inflationsbereinigt war von diesen nur Meta bei Börsengang über 100 Milliarden US-Dollar wert. Medienberichten zufolge erwarten Investoren, dass OpenAI im Jahr 2030 einen Umsatz von 200 Milliarden US-Dollar erzielt, während der Cash-Burn 2028 mit rund 45 Milliarden US-Dollar seinen Höhepunkt erreichen soll.³⁸

Wie in den begleitenden Grafiken dargestellt, haben wir den Wertzuwachs verschiedener Unternehmenstypen in den Internet- und Cloud-Technologiezyklen analysiert und mit dem bisherigen KI-Zyklus verglichen. Dabei zeigt sich: Plattformtechnologieunternehmen (z. B. Google und Microsoft) und Unternehmen der Anwendungsebene (z. B. Facebook, Netflix und Uber) schöpfen mehr Wert als die physischen oder digitalen Infrastrukturunternehmen. Zudem entsteht in den privaten Märkten in den Phasen der Anwendungen und Technologien mehr Wert als in den Infrastrukturphasen.

Einige prominente, privat gehaltene Unternehmen (z. B. OpenAI) sind bereits bekannt und gut finanziert. Darüber hinaus sehen wir zahlreiche junge, privat geführte Unternehmen mit enormem Potenzial in den Plattformtechnologien und Anwendungen, die unserer Ansicht nach das KI-Zeitalter prägen werden.

So überzeugend das Potenzial der privaten Märkte auch ist, es geht mit höheren Risiken und stärker divergierenden Ergebnissen einher als breit gestreute Investitionen am öffentlichen Markt. Die Auswahl des richtigen Managers und der Zugang sind im Bereich KI-Investitionen am privaten Markt besonders entscheidend - ein Feld, das zunehmend umkämpft ist. Ein illustratives Beispiel: KI-Investitionen machten in den letzten zwölf Monaten über 60 % des gesamten Venture-Capital-Volumens aus.³⁹

³⁶ University of Florida. *Initial Public Offerings: Median Age of IPOs Through 2024*. 3. Juni 2025.

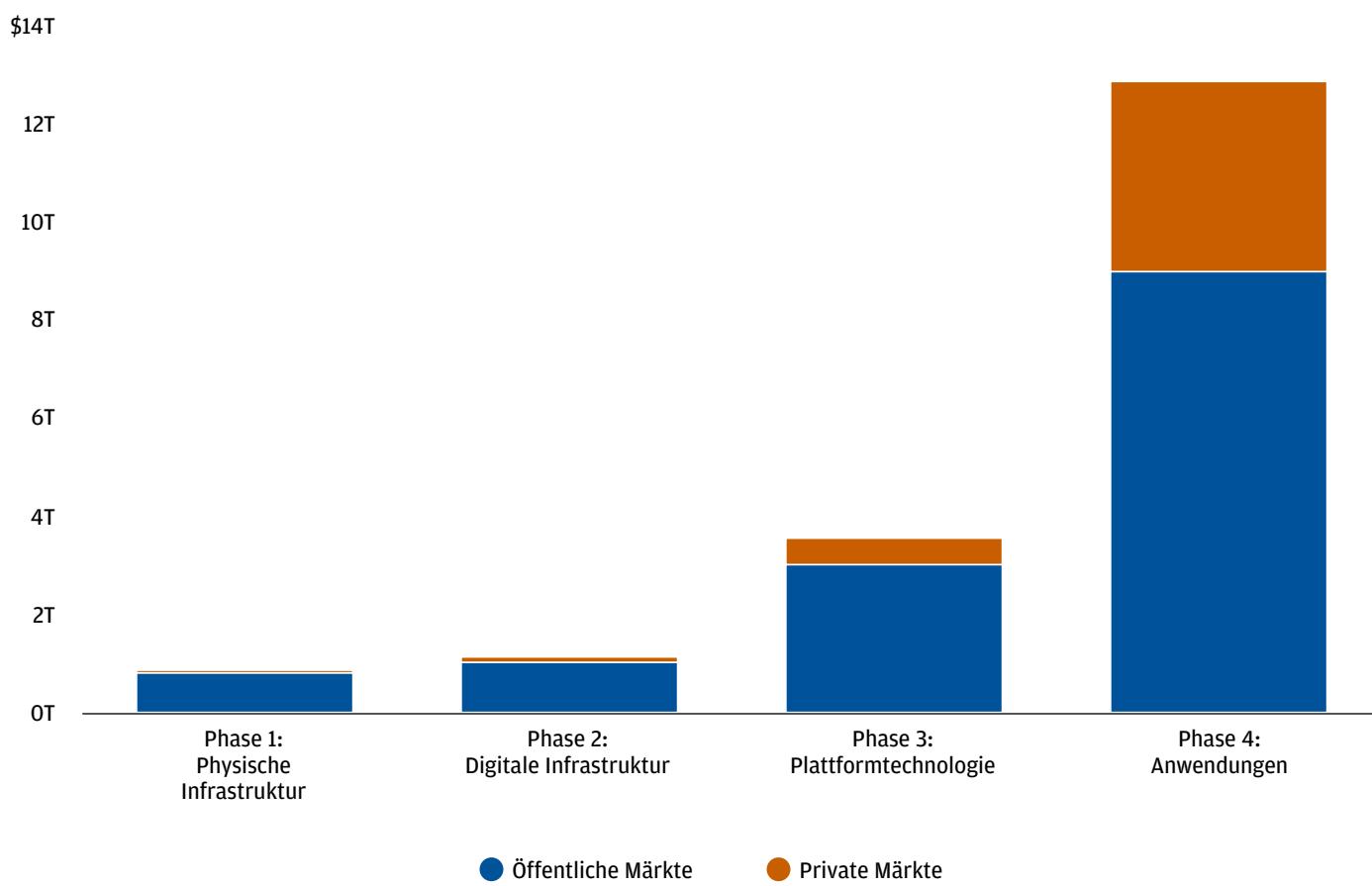
³⁷ PitchBook.

³⁸ Data Center Dynamics. *OpenAI plans to spend \$100bn on backup cloud servers over five years—report*. 19. September 2025. The Information. *OpenAI Says Its Business Will Burn \$115 Billion Through 2029*. September 2025.

³⁹ PitchBook. *Investors are plowing more money into AI startups than they have in any other hype cycle*. 29. September 2025.

IM INTERNET-/CLOUD-ZYKLUS ENTSTAND DER WERT IN FRÜHEN PHASEN VOR ALLEM AN DEN ÖFFENTLICHEN MÄRKTN, WÄHREND PRIVATE MÄRKTE IN DER ANWENDUNGSEBENE EINE GRÖSSERE ROLLE SPIELTEN

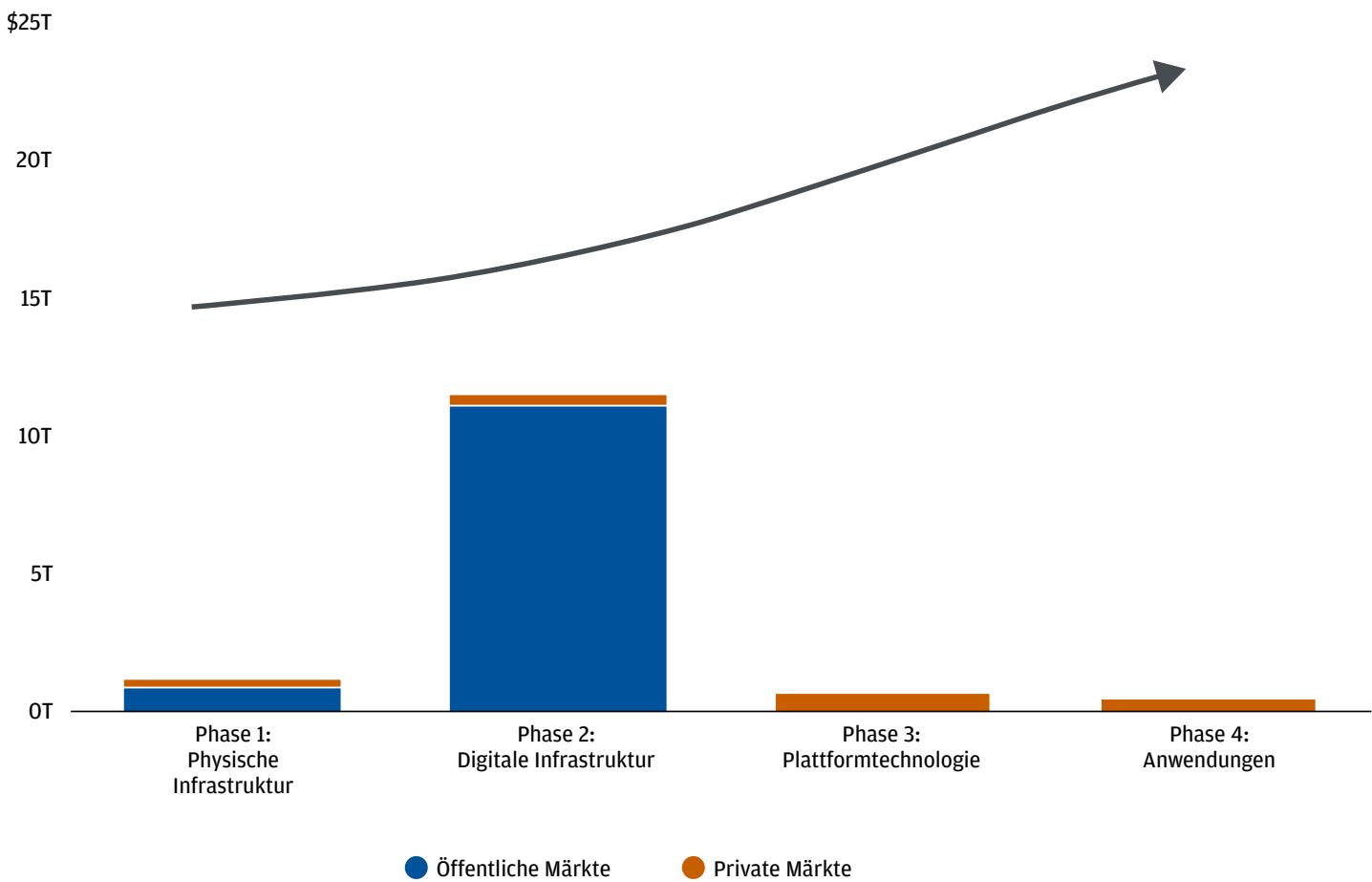
Geschätzte kumulierte Wertschöpfung, Bio. US-Dollar, 1995-2020



Quellen: J.P. Morgan Private Bank, Bloomberg Finance L.P., Unternehmensberichte. Stand der Daten: September 2025. Wertschöpfung als Indikator für den Wert, der den Unternehmen zugefallen ist. Physische Infrastruktur umfasst grundlegende materielle Vermögenswerte (z. B. große Telekommunikationsunternehmen), digitale Infrastruktur bezieht sich auf Kernhardware und Netzwerke (z. B. Halbleiter, Server, Router), Plattformtechnologie umfasst unterstützende Software und Dienste (z. B. Suchmaschinen, Betriebssysteme, Cloud), und Anwendungen beziehen sich auf Endbenutzerprodukte und -dienste (z. B. E Commerce, soziale Medien, Streaming). Die Wertschöpfung wurde anhand der Höchstmarktkapitalisierung börsennotierter Unternehmen in jeder Phase des Internet-/Cloud-Zyklus geschätzt. Die Aufteilung zwischen öffentlichen und privaten Märkten basiert auf einer Top down-Schätzung, die die Wertschöpfung privater Unternehmen berücksichtigt, soweit diese anhand von Bewertungen wichtiger Unternehmen verfügbar war, ergänzt durch gemischte Prognosen aus historischen Berichten. Beispiele für Unternehmen: Physische Infrastruktur: AT&T, Level 3 Communications; Digitale Infrastruktur: Cisco, Lucent Technologies; Plattformtechnologie: Google, Oracle, Microsoft; Anwendungen: Apple, Facebook, Netflix. Die Grafik dient der Veranschaulichung der Wertschöpfung in den verschiedenen Phasen und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

**IM KI-ZYKLUS HAT DER WERT VOR ALLEM BEI DEN INFRASTRUKTURANBIETERN ANGEZOGEN,
WIR GEHEN ABER DAVON AUS, DASS WIR JETZT IN DIE PHASEN DER PLATTFORMTECHNOLOGIE
UND ANWENDUNGEN EINTRETEN**

Geschätzte kumulierte Wertschöpfung, Bio. US-Dollar



Quellen: J.P. Morgan Private Bank, Bloomberg Finance L.P., Unternehmensberichte. Stand der Daten: September 2025. Wertschöpfung als Indikator für den Wert, der den Unternehmen zugefallen ist. Physische Infrastruktur umfasst grundlegende materielle Vermögenswerte (z. B. Energieversorger, Rechenzentren), digitale Infrastruktur bezieht sich auf Kernhardware (z. B. Halbleiter), Plattformtechnologie auf unterstützende Software und Dienste (z. B. LLMs, APIs) und Anwendungen auf Endbenutzerprodukte und -dienste (z. B. KI-Copiloten, KI-fähige Software). Die Bewertung der physischen Infrastruktur basiert auf der Veränderung der Marktkapitalisierung globaler Versorgungsunternehmen und wichtiger Rechenzentrums-REITs seit der Einführung von ChatGPT im November 2022. Die digitale Infrastruktur wird anhand der Marktkapitalisierungsentwicklung globaler Halbleiterhersteller und zentraler Hyperscaler (Amazon, Meta, Alphabet, Microsoft) seit demselben Zeitpunkt ermittelt. Die Aufteilung zwischen öffentlichen und privaten Märkten erfolgt anhand einer Top down-Schätzung, die die Wertschöpfung privater Unternehmen berücksichtigt, soweit entsprechende Daten verfügbar sind. Die Plattformtechnologie berücksichtigt die zuletzt gemeldeten Bewertungen wichtiger Unternehmen wie OpenAI, Anthropic und xAI. Die Anwendungsebene basiert auf den zuletzt gemeldeten Bewertungen führender Unternehmen wie ByteDance, Revolut und Databricks. Die Grafik dient der Veranschaulichung der Wertschöpfung in den verschiedenen Phasen und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.



Implikationen für Investoren

Die Voraussetzungen für die Entstehung einer Marktblase sind zweifellos gegeben, doch zumindest derzeit halten wir die Rallye bei KI-bezogenen Investitionen für gerechtfertigt und nachhaltig. Die Investitionsausgaben sind enorm, und die Akzeptanz nimmt rasant zu.

Wir suchen weiterhin nach Chancen entlang der gesamten KI-Wertschöpfungskette – sowohl an den öffentlichen als auch an den privaten Märkten. Aktives Management wird entscheidend sein, um Geschäftsmodelle zu vermeiden, die durch den technologischen Wandel obsolet werden. In den Portfolios, die wir im Private Banking betreuen, war der Sektor Informationstechnologie in den vergangenen Jahren durchgehend übergewichtet. Heute ist unsere Sektorexponierung global diversifiziert, und wir identifizieren fortlaufend interessante Perspektiven bei Halbleitern, Hyperscalern und KI-Profiteuren.

Wir behalten im Blick, dass technologische Transformationen selten linear verlaufen. Wir erwarten spürbare Belastungen am Arbeitsmarkt in besonders exponierten Bereichen wie Kundenservice und Programmierung, und dass bestehende Geschäftsmodelle durch neue Marktteilnehmer unter Druck geraten. Die Kenntnis der aktuellen Technologie-Exponierung Ihres Portfolios ist ebenfalls essenziell: Technologie und technologiebezogene Sektoren machen inzwischen fast die Hälfte der gesamten Marktkapitalisierung des S&P 500 aus. Eine Portfolioumschichtung könnte angebracht sein.

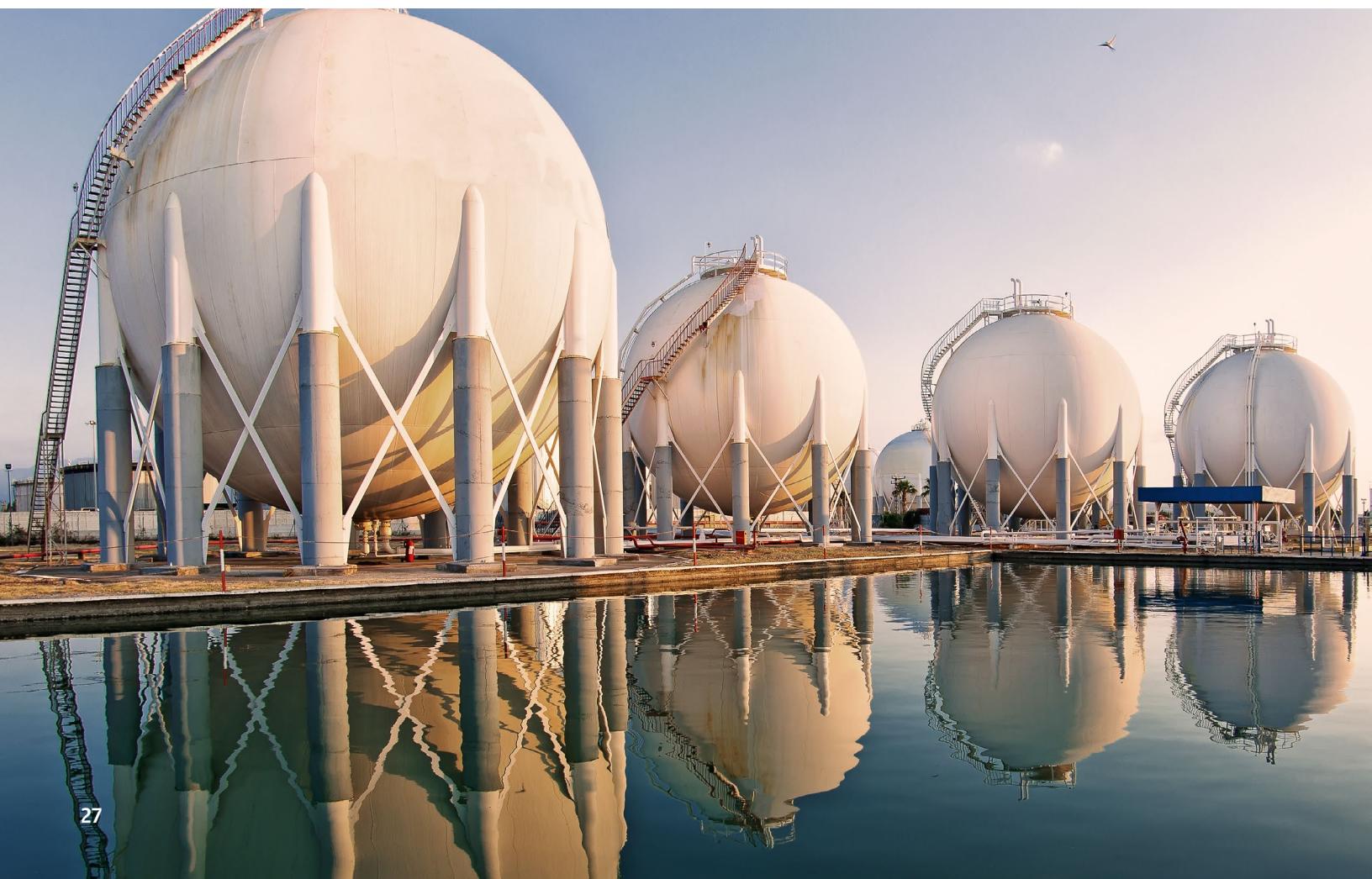
KI hat Anlegern bislang beachtliche Renditen beschert, doch nun gilt es, eine Phase zu berücksichtigen, in der Übertreibungen zunehmen und Disruptionen spürbare Folgen haben könnten. Ziel sollte es sein, die Chancen der KI-Revolution zu nutzen und gleichzeitig die Risiken übermäßiger Euphorie zu steuern.

Teil 2

Denken Sie in
Fragmentierung, nicht
in Globalisierung



Die zweite treibende Kraft an den Märkten – die globale Fragmentierung – beendet eine Ära, die von drei zentralen, miteinander verbundenen Ankern geprägt war: dem Dollar-System der Nach-Bretton-Woods-Ära, das die globalen Finanzmärkte standardisierte; der Friedensdividende nach dem Ende des Kalten Krieges, die Sicherheitsrisiken und Verteidigungsausgaben niedrig hielt (abgesehen vom „Krieg gegen den Terror“); und der Globalisierung, die Lieferketten auf Kostenoptimierung und nicht auf die Widerstandsfähigkeit einzelner Volkswirtschaften ausrichtete.



Die globale Fragmentierung hat weitreichende Auswirkungen auf Handel, Sicherheit und Währungen. Sie stellt einen bedeutenden Regimewechsel für die Märkte dar, und es wird für Investoren entscheidend sein, die potenziellen Folgen sorgfältig zu bewerten.

Anstelle von Globalisierung und Frieden sehen sich Investoren heute mit Krieg in Europa, Zöllen, Technologie-Restriktionen und der Bildung von Blöcken konfrontiert. Während sich diese Blöcke aufspalten und neu formen, rücken Währungs- und Reserven-Diversifikation in den Fokus. Wir stellen fest, dass der US-Dollar zwar weiterhin die dominierende Reservewährung bleibt – und unserer Ansicht nach diesen Status auch auf absehbare Zeit behalten wird –, Investoren aber ihre USD-Bestände im Zuge einer breiteren Währungsdiversifikation tendenziell weiter reduzieren könnten.

Der US-Dollar wird vermutlich häufiger von strategischen Rivalen, alternativen Zahlungsmethoden und dem Wunsch der Marktteilnehmer, Rohstoffgeschäfte in anderen Währungen abzuwickeln, herausgefordert werden. Investoren sollten nach Chancen suchen, bei denen Handel (einschließlich Lieferketten), Sicherheit und Energie zusammenlaufen.



Handel: Vom günstigsten Ursprungsland zu Ursprungsregeln

Beginnen wir mit dem Handel. Von 1970 bis 2009 stieg der Anteil des Welthandels am globalen BIP von 20 % auf 60 % und die ausländischen Direktinvestitionen explodierten. Dies hatte tiefgreifende Auswirkungen auf die globalen Märkte und die Wirtschaft: niedrigere Inflation, höhere Gewinnmargen und den Verlust von Industriearbeitsplätzen in den Industrieländern. Seit 2009 stagniert der Anteil des Welthandels am BIP jedoch. Und nun hat die Trump-Regierung die höchsten Zolltarife seit einem Jahrhundert eingeführt.

Heute betreffen Zölle fast 70 % der US-Warenimporte nach Wert,⁴⁰ und der effektive Zollsatz nähert sich 15-20 %.⁴¹ Wir gehen davon aus, dass Zölle – in welcher Form auch immer – bleiben werden, selbst wenn der Oberste Gerichtshof der USA jene, die auf Basis des IEEPA verhängt wurden, für verfassungswidrig erklärt.

40 Tax Foundation. *Trump Tariffs: Tracking the Economic Impact of the Trump Trade War*. 27. Oktober 2025.

41 The Yale Budget Lab. *State of U.S. Tariffs*: 30. Oktober 2025.

DENKEN SIE IN FRAGMENTIERUNG, NICHT IN GLOBALISIERUNG

Die wirtschaftlichen und marktbezogenen Auswirkungen der Zölle könnten deutlich beherrschbarer sein, als Investoren im April befürchtet hatten. Die Inflation blieb bislang relativ gedämpft, während sich der Konsum und die Unternehmensgewinne als widerstandsfähig erwiesen haben. In vielerlei Hinsicht betonen oder beschleunigen die Zölle und die daraus resultierenden grenzüberschreitenden Vereinbarungen jedoch Veränderungen im Handelsumfeld, die bereits im Gange waren. Die USA und China entkoppeln sich weiter, und Unternehmen richten ihre Lieferketten zunehmend auf Sicherheit statt Effizienz aus.

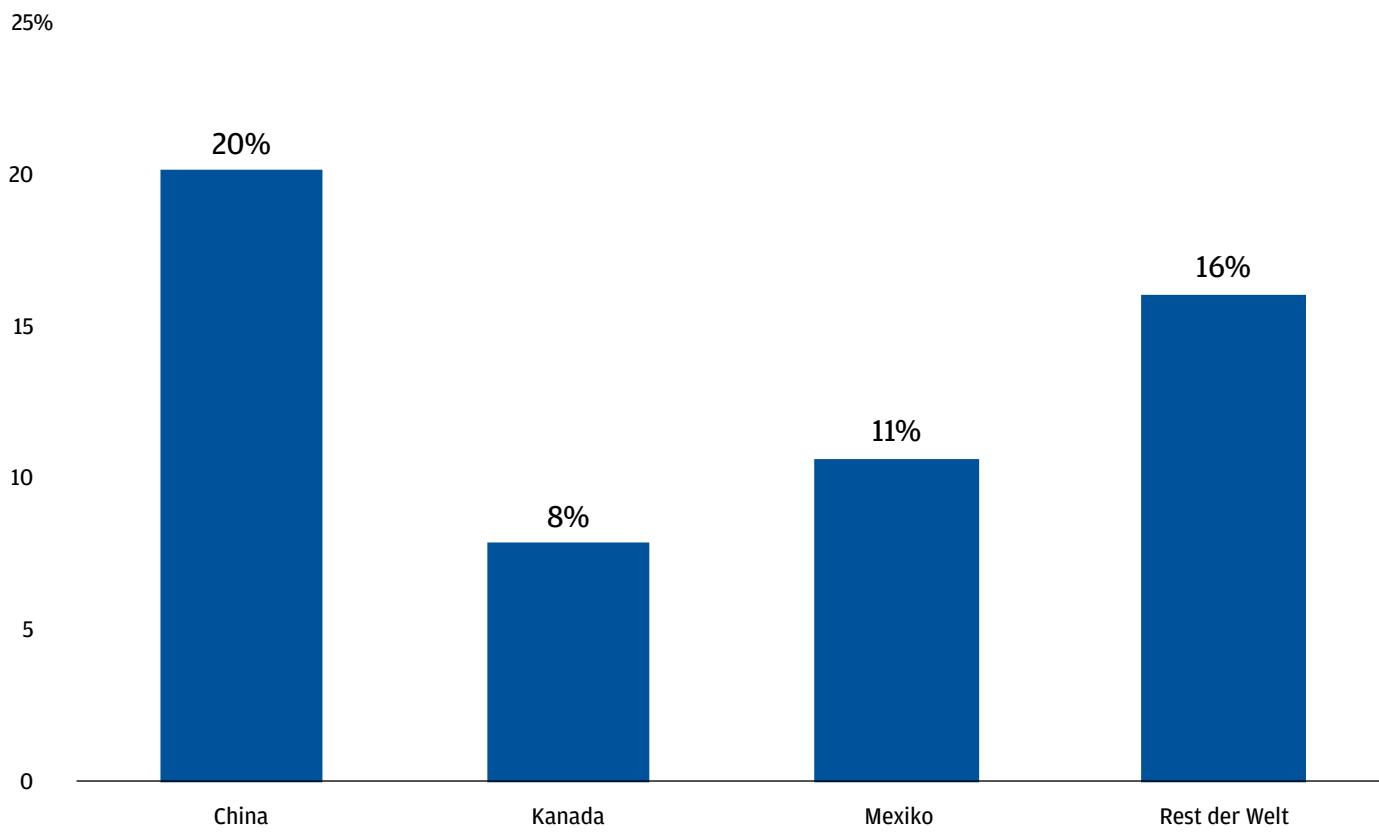
Die Entkopplung zwischen den USA und China begann 2018 während der ersten Amtszeit von Präsident Trump.

Der Anteil chinesischer Waren an den US-Importen ist von 22% im Jahr 2017 auf nur noch 12% heute gesunken, wobei Transshipment-Prozesse den tatsächlichen Anteil chinesischer Ursprungswaren möglicherweise unterschätzen. Ebenso ist Chinas Anteil an den US-Treasury-Beständen von 14 % im Höchststand 2010 auf rund 6% heute gefallen. Allein in diesem Jahr ist der effektive Zollsatz auf Importe aus China um 20 % gestiegen.

Mit zunehmender Klarheit der US-Handelspolitik rückt der nordamerikanische Handelsraum wieder stärker in den Fokus. Der Anstieg der effektiven Zollraten auf mexikanische und kanadische Waren ist deutlich geringer als bei anderen Ländern, insbesondere China.

DAS WEISSE HAUS SCHEINT EINEN NORDAMERIKANISCHEN HANDELSBLOCK ZU FORMEN

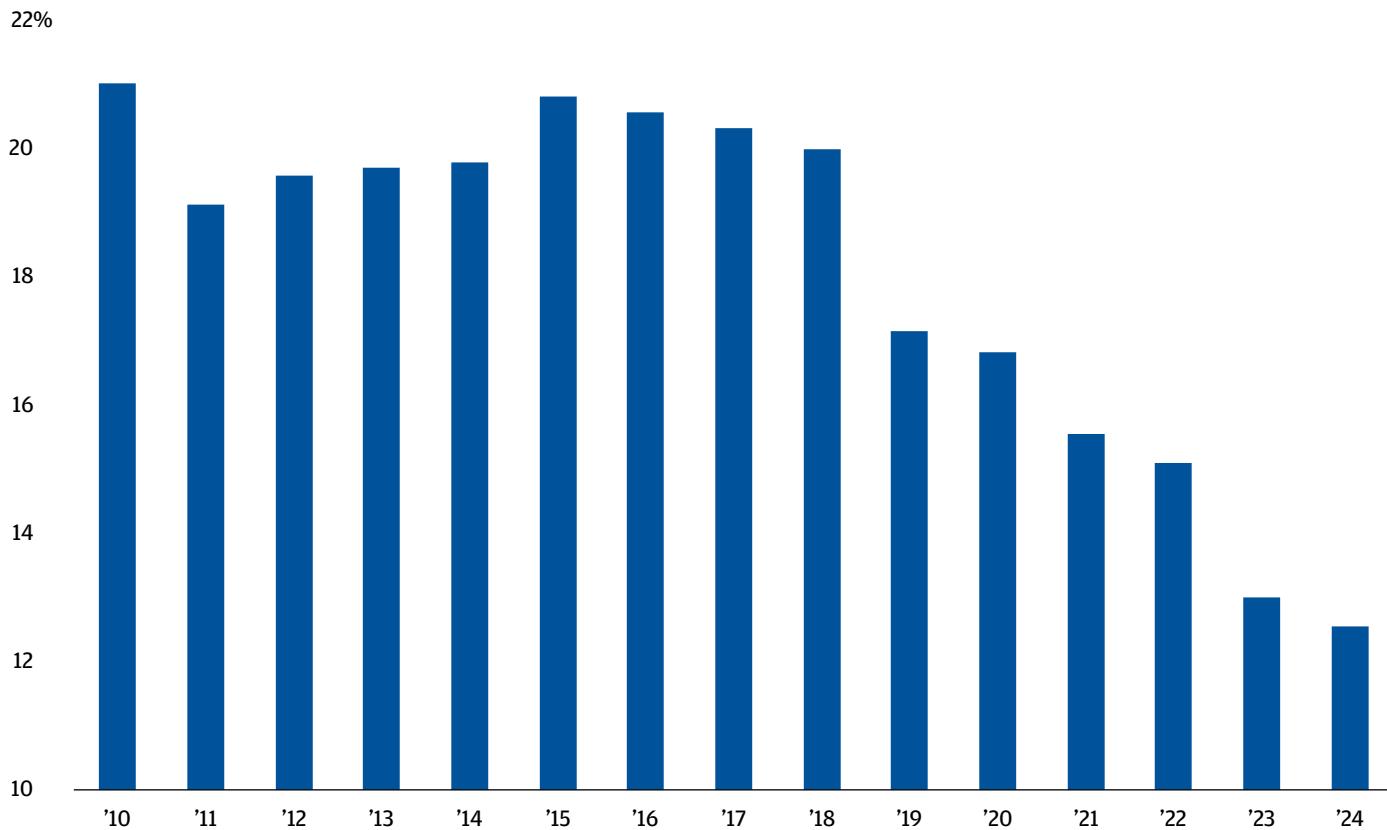
Veränderung des effektiven Zollsatzes 2025, in %



Quelle: Analyse des Yale Budget Lab. Stand der Daten: 30. Oktober 2025.

DIE USA UND CHINA HABEN SICH SEIT 2018 VONEINANDER ABGEKOPPELT

US-Importe aus China als Anteil der chinesischen Gesamtexporte, in %



Quellen: Internationaler Währungsfonds, Haver Analytics. Stand der Daten: 31. Dezember 2024.

Waren, die den Vorgaben des United States-Mexico Trade Agreement (USMCA) von 2018 entsprechen, sind derzeit von Zöllen ausgenommen (auch wenn noch unklar ist, ob diese Ausnahme durch die jüngst angedrohten zusätzlichen 10% Zoll auf kanadische Exporte betroffen sein wird). Die Trump-Regierung nutzt weitere Zollandrohungen als Druckmittel, um Mexiko und Kanada zu bewegen, Transshipment-Schlupflöcher zu schließen. Tatsächlich hat Mexiko kürzlich signalisiert, dass es einen 50%igen Zoll auf chinesische Autos erheben wird. Kanada erhebt bereits einen 100%igen Zuschlag auf chinesische Elektrofahrzeuge und einen 25%igen Zuschlag auf chinesischen Stahl und Aluminium. Im Zuge der USMCA-Überprüfung 2026, die sich zu einer umfassenden Neuverhandlung entwickeln dürfte, werden Änderungen wie strengere Ursprungsregeln für kritische Materialien dazu beitragen, Schlüsselindustrien wie Batterien in den USMCA-Raum zu integrieren.

Der Hafen von Laredo an der Grenze zwischen Texas und Mexiko ist der verkehrsreichste in den USA. 2024 wurden dort Waren im Wert von 340 Milliarden US-Dollar umgeschlagen,⁴² und dieses Volumen dürfte weiter steigen. Trotz gelegentlich scharfer Rhetorik der Trump-Regierung gegenüber Mexiko und Kanada erwarten wir, dass die USA diese Handelsbeziehungen priorisieren und mit beiden Partnern einen gemeinsamen Nenner finden werden. In diesem Sinne hat Kanada im August angekündigt, die meisten Vergeltungszölle auf US-Importe aufzuheben. Kanada wird voraussichtlich seine Energie- und Rohstoffvorteile nutzen, um ein vorteilhaftes Handelsabkommen mit den USA zu erzielen. Mexiko könnte dank seiner Kostenwettbewerbsfähigkeit und Nähe zum US-Markt ein bevorzugtes Ziel für ausländische Investitionen werden.

⁴² Port Laredo. *Tracking Trade, Driving Growth*. 31. Dezember 2024.



In den US-Handelsverhandlungen mit Europa und Japan erwarten wir Kooperation, wo beiderseitiger Nutzen besteht, und Wettbewerb, wo strategische Interessen Vorrang haben. So arbeiten die Vereinigten Staaten, die Niederlande und Japan zusammen, um den Export fortschrittlicher Chipfertigungsanlagen nach China zu beschränken, und die USA bleiben ein zentraler Lieferant von Flüssigerdgas für Europa und Japan.

Umgekehrt verhängen die USA einen Basiszoll im mittleren zweistelligen Bereich auf europäische und japanische Importe sowie einen 15%igen Zoll auf die kritische Automobilindustrie. Der Wettbewerb wird voraussichtlich im Mittelpunkt der Handelsdebatte in den Bereichen Halbleiter, Batterien und Fahrzeuge stehen. Wie der ehemalige Präsident der Europäischen Zentralbank, Mario Draghi, in einem viel beachteten Papier zur Wettbewerbsfähigkeit argumentierte, ist die Energiekostenlücke zwischen Europa und den USA eine zentrale Schwäche der europäischen Wirtschaft, die die USA als Hebel in den Handelsverhandlungen nutzen.

Die Trump-Regierung hofft, mit Zöllen die US-Produktion kritischer Güter zu fördern. In diesem Zusammenhang wurde ein 100%iger Zoll auf Halbleiter angedroht, sofern die Unternehmen nicht zusagen, Produktionsstätten in den USA zu errichten oder auszubauen (wie TSMC in Arizona und Samsung in Texas, um zwei Beispiele zu nennen). Gleichzeitig erweitern Unternehmen wie Panasonic (Kansas), Hitachi (Virginia) und Siemens (North Carolina) ihre US-Produktion von Batterien und elektrischer Netzausrüstung.

Ein kürzlich abgeschlossenes, viel beachtetes Geschäft unterstreicht die US-Bemühungen, die Abhängigkeit von grenzüberschreitenden Halbleiter-Lieferketten zu verringern: Im August erwarb die US-Regierung eine 10%ige Beteiligung am angeschlagenen US-Halbleiterhersteller Intel. Nvidias anschließende Entscheidung, ebenfalls eine Beteiligung an Intel zu erwerben, verdeutlicht die Bedeutung heimischer Fertigungsstätten. Dennoch bleibt die Wiederbelebung der US-Industrie bislang ein ambitioniertes Ziel. In den letzten Quartalen war die Industrieproduktion schwach, und in den vergangenen vier Monaten gab es jeweils einen Nettoverlust an Industriearbeitsplätzen.

Da Unternehmen und Staaten zunehmend Wert auf die Sicherheit und Zuverlässigkeit ihrer Lieferketten legen und weniger auf Effizienz und Kosten, erwarten wir mehr Ankündigungen zur Rückverlagerung und Verlagerung der Produktion von Halbleitern, Autos, elektrischer Ausrüstung und Verteidigungsgütern nach Nordamerika. Auch weitere staatliche Beteiligungen an strategisch wichtigen Branchen erscheinen wahrscheinlich, und es ist zu erwarten, dass Länder außerhalb der USA zusätzliche Zölle einführen, um chinesische Hersteller auf Augenhöhe zu bringen.

Diese Verschiebung in der Handelspolitik wird vermutlich einen höheren Sockel für die Inflation setzen, da Waren nun einen Aufschlag für Zuverlässigkeit und Sicherheit tragen. Mit anderen Worten: Was einst als ineffizienter Kompromiss galt, ist heute eine bewusste politische Entscheidung - Effizienz weicht der Resilienz.



China: Externer Einfluss, interne Innovation

Als Nächstes wenden wir uns China zu. Die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt steht im Zentrum zahlreicher globaler handelspolitischer Veränderungen.

Die chinesische Regierung intensiviert ihre Bemühungen, den geopolitischen und wirtschaftlichen Einfluss des Landes auszubauen. Peking hat die diplomatischen und militärischen Beziehungen zu Russland und Nordkorea vertieft und ist zunehmend bestrebt, die wirtschaftlichen Beziehungen zum langjährigen Rivalen Indien wiederzubeleben - einem Land, das noch immer unter den unerwartet harten US-Zöllen leidet.

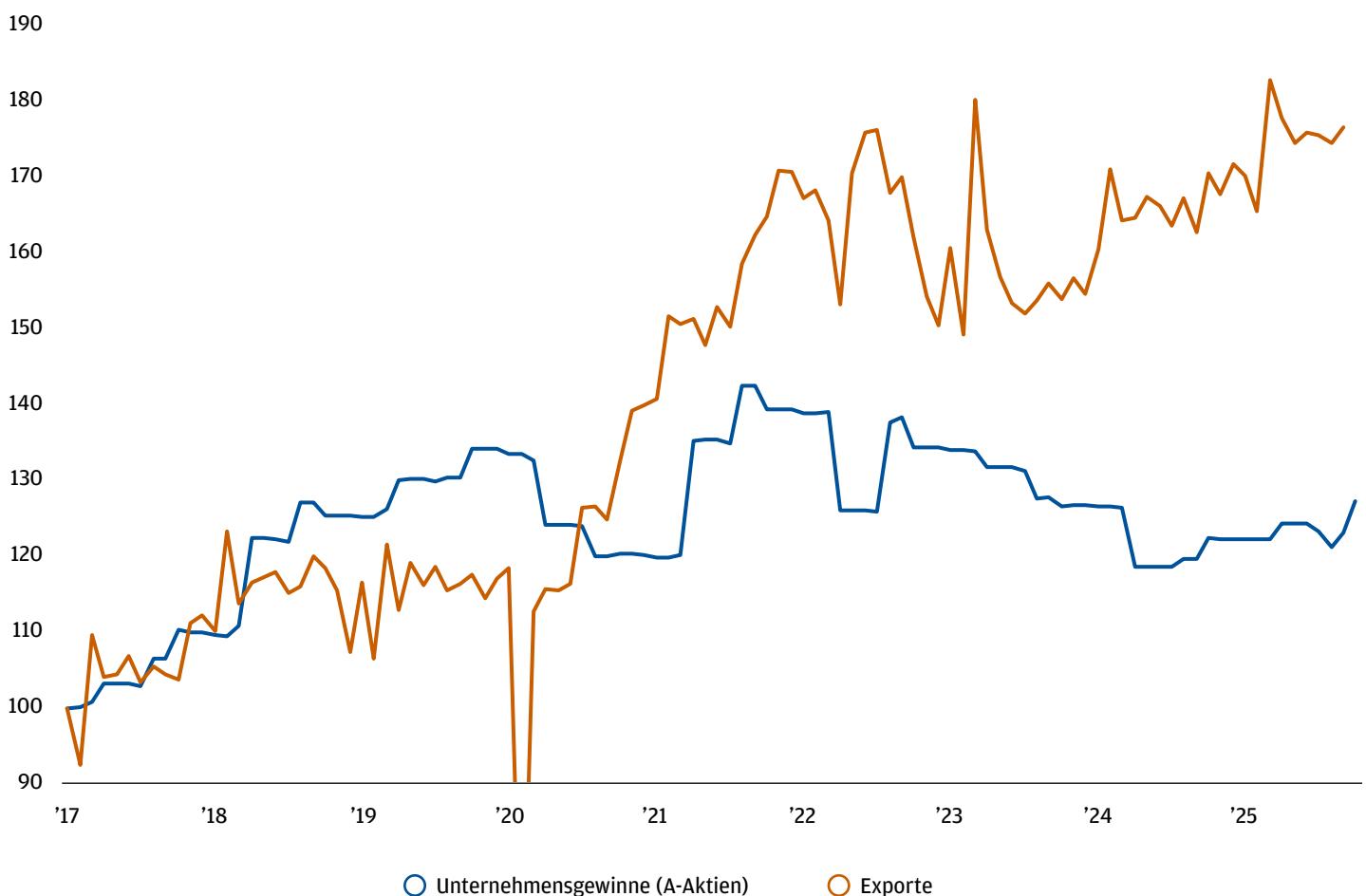
China scheint darauf abzuzielen, einen „Global-South“-Handelsblock zu formen, der die Vereinigten Staaten und Europa klar ausschließt. Chinesisches Kapital, Komponenten und wirtschaftlicher Einfluss finden sich in Häfen in Peru, Eisenbahnprojekten in Äthiopien und Kobaltminen in der Demokratischen Republik Kongo. Im Jahr 2025 begrüßten die BRICs Ägypten, Iran, Äthiopien, die Vereinigten Arabischen Emirate und Indonesien als neue Mitglieder ihres nun elf Staaten umfassenden Schwellenländerblocks. Während China seinen globalen Einfluss ausbaut, ist der Zufluss ausländischer Direktinvestitionen (FDI) nach China erstmals seit Jahrzehnten negativ.

Es ist noch zu früh, um die langfristigen Auswirkungen des Trends zur globalen Fragmentierung zu beurteilen, doch lassen sich bereits erste Gewinner und Verlierer identifizieren.

Entwicklungen im Welthandel bieten einige Anhaltspunkte. Chinas Handelsüberschuss ist auf ein Rekordhoch gestiegen, obwohl die Exporte in die USA zurückgegangen sind. Dieser Trend unterstreicht Chinas fortgesetzte Abhängigkeit vom Export überschüssiger Produktionskapazitäten, um das schwache Wachstum im Inland auszugleichen. Südostasien wurde 2023 zum größten Exportmarkt Chinas und löste damit die USA und Europa ab.⁴³ Allerdings sind die Unternehmensgewinne nicht im gleichen Maße wie die Exporte gestiegen.

CHINAS EXPORTSTÄRKE HAT SICH NICHT IN HÖHEREN UNTERNEHMENSGEWINNEN NIEDERGESCHLAGEN

Index 100 = Januar 2017



Quellen: Michael Cembalest, J.P. Morgan Asset Management, Chinesische Allgemeine Zollverwaltung, Haver Analytics, Bloomberg Finance L.P. Stand der Daten: 31. Oktober 2025.

DENKEN SIE IN FRAGMENTIERUNG, NICHT IN GLOBALISIERUNG

Obwohl die gängige Meinung nahelegt, dass die Umleitung des Handels Südostasien durch FDI, mehr Beschäftigung und Technologietransfers begünstigen könnte, ist die Realität differenzierter. In den letzten drei Jahren wurden über 300 Anti-Dumping-Verfahren gegen China eingeleitet - dreimal so viele wie vor zehn Jahren.⁴⁴ Dumping, also der Export von Waren zu künstlich niedrigen Preisen, setzt lokale Produzenten unter Druck und kann die Arbeitslosigkeit erhöhen - ein Prozess, der die US-Industrie seit Jahrzehnten belastet.

FDI ist zwar grundsätzlich willkommen, kann aber wirtschaftlich wenig bewirken, wenn die meisten Arbeits- und Kapitalinputs aus China importiert werden. Dies begrenzt die Nachfrage nach heimischen Vorleistungen und hemmt die Verbreitung von Technologiekompetenzen.

Für Investoren ergibt sich daraus ein zentraler Befund: Chinas Hinwendung zu anderen, nicht-US-Handelspartnern ist nicht für alle Schwellenländer ein positives Signal. Wir bevorzugen Aktienmärkte in Ländern, in denen unabhängige, strukturelle Faktoren zu einem starken Gewinnwachstum beitragen. Der indische Aktienmarkt erscheint uns angesichts unterstützender Geld- und Fiskalpolitik und einer Erholung des Binnenkonsums besonders attraktiv. Taiwan könnte von einer zyklisch verbesserten Halbleiter nachfrage und anhaltender KI-Nachfrage profitieren.

Wir suchen Chancen sowohl an den öffentlichen als auch an den privaten Märkten in Asien. Besonders die privaten Märkte sind interessant, da sie in den letzten zehn Jahren ihre öffentlichen Benchmarks übertroffen haben und differenzierten Zugang zu Chancen in Indien und Japan bieten.

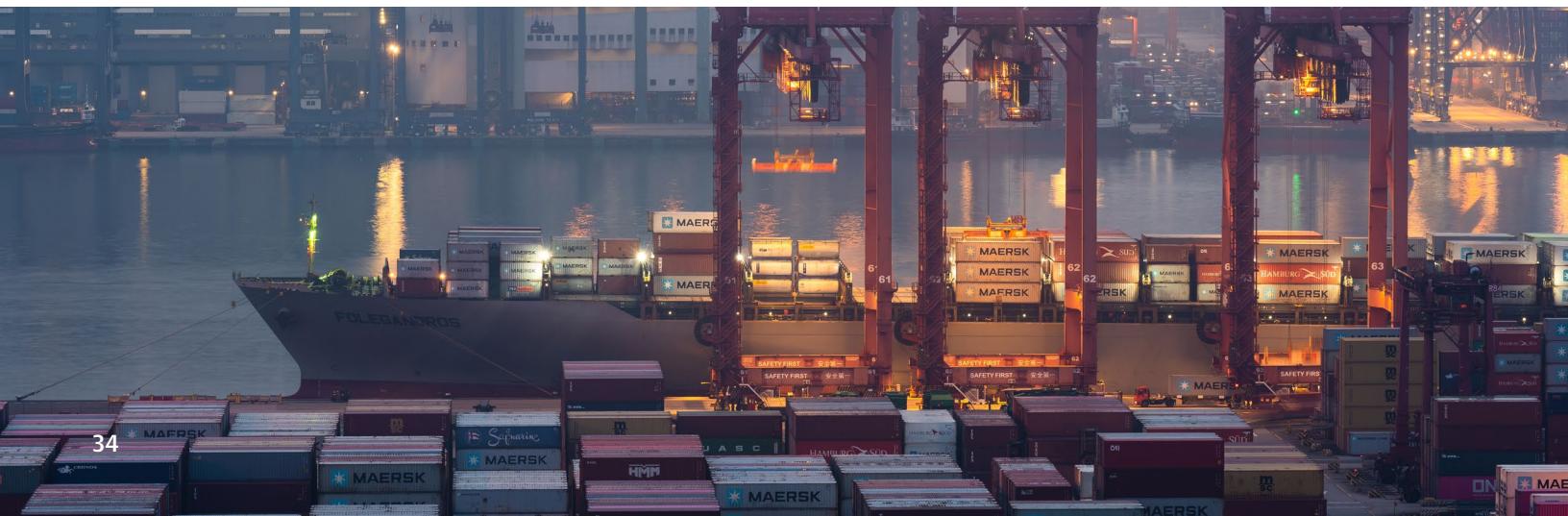
Was China selbst betrifft, ist der Technologiesektor entscheidend. US-Exportkontrollen haben die Entwicklung heimischer Fähigkeiten beschleunigt, auch wenn China bei High-End-Halbleitern noch hinterherhinkt. Innovative Unternehmen nutzen effiziente KI-Modelle, populäre Verbraucherplattformen und eine Führungsrolle bei Hardware für Elektrofahrzeuge, um starke Renditen zu erzielen und sich für künftiges Wachstum zu positionieren. Die jüngste Entscheidung chinesischer Behörden, Nvidias exportkonforme Chips zu verbieten, könnte als Zeichen gewertet werden, dass heimische Chips inzwischen „gut genug“ sind, um LLM-Modelle zu trainieren und zu betreiben, die mit US-Konkurrenten vergleichbar sind - auch wenn sie deutlich mehr Energie benötigen.

Tatsächlich hat der chinesische Technologieindex die US-Technologie-Benchmark, Nasdaq 100, im vergangenen Jahr um etwa fünf Prozentpunkte übertroffen. Trotz diesem jüngsten Laufs sind Chinas Aktienmärkte in den letzten fünf Jahren kaum über die Gewinnschwelle hinausgekommen, da das BIP-Wachstum nur teilweise in Unternehmensgewinne umgesetzt wurde. Für die Zukunft eröffnet sich Investoren jedoch ein verändertes Chancenfeld.

Seit 2024 hat Chinas digitale Wirtschaft höhere Umsätze erzielt als die Immobilien- und Bausektoren zusammen, und wir gehen davon aus, dass ihr Einfluss weiter wachsen wird. Die heimische „alte“ Wirtschaft leidet weiterhin unter schwacher Nachfrage, Problemen im Wohnungsbau und Bauwesen sowie Disinflation. Die heutige China-Investment-These - fokussiert auf Effizienz, Innovation und globale Wettbewerbsfähigkeit - mag eng gefasst sein, birgt aber erhebliches Potenzial. Die Gewinner unter den chinesischen Aktien werden sich finden lassen.

43 Asia Society Policy Institute. ASEAN Caught Between China's Export Surge and Global De-Risking. 17. Februar 2025.

44 Welthandelsorganisation. 2024.



Europäische Verteidigung: Vom Friedensdividende zu Konflikt-Investitionen

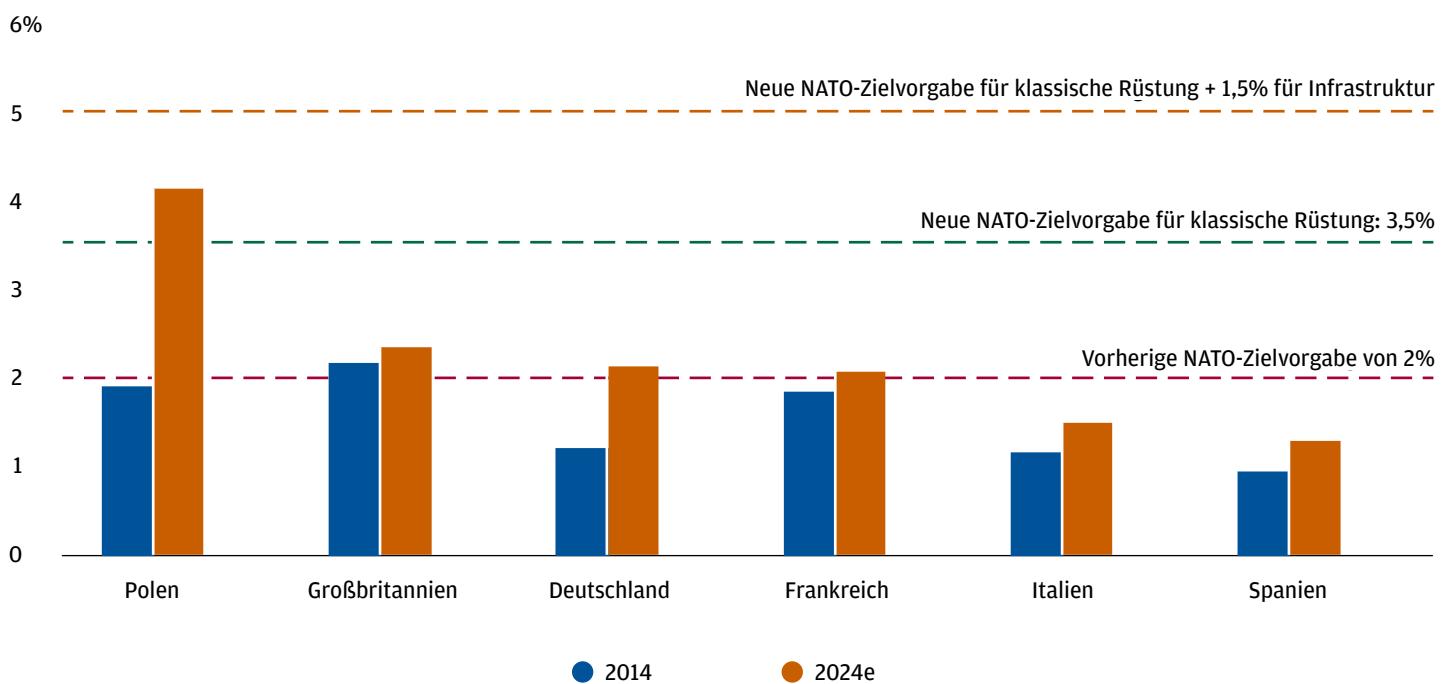
Nach dem Zusammenbruch der Sowjetunion profitierte die entwickelte Welt von der sogenannten „Friedensdividende“. Zwischen 1992 und 2022 ging die europäische Produktion von Panzern (-77 %), Kampfflugzeugen (-57 %), Schiffen (-39 %) und U-Booten (-47 %) drastisch zurück.⁴⁵ Technologien wie das Internet und GPS wurden vom Militär in den kommerziellen Bereich überführt. Mittel- und Osteuropa verzeichneten erhebliche Zuflüsse ausländischer Direktinvestitionen, und globale Lieferketten sowie Kapitalmärkte wurden ausgebaut.

Die 2020er Jahre sind jedoch geprägt von Russlands Invasion in der Ukraine und der erneuten Dringlichkeit eines nachhaltigen Sicherheitsregimes, das sich auf klassische Verteidigung, Cybersicherheit, natürliche Ressourcen und Energieversorgung konzentriert.

EUROPÄISCHE VERTEIDIGUNGSAUSGABEN STEIGEN NACH VIELEN JAHREN,

WO DIE NATO-ZIELE NICHT ERREICHT WURDEN

Verteidigungsausgaben in % des BIP



Quelle: NATO. Stand der Daten: Juni 2024 und Juni 2025.

In ganz Europa vollzieht sich ein Politikwechsel. Nirgendwo ist dieser Wandel so deutlich wie in Deutschland. In einem klaren Bruch mit der Nachkriegstradition hat die Bundesregierung massive fiskalische Stimuli angekündigt. Die NATO hat neue, höhere Ziele für die Verteidigungsausgaben festgelegt (etwa 3,5% des BIP der Mitgliedsstaaten), zusätzlich zu rund 1,5% des BIP für verteidigungsbezogene Infrastruktur. Das Weiße Haus fordert seinerseits ein Verteidigungsbudget von einer Billion US-Dollar für 2026 - ein klares Zeichen, dass die Aufrüstung nicht nur ein europäisches Thema ist.

Europa konzentriert sich auf die Lokalisierung der Produktion und den Wiederaufbau industrieller Tiefe. Die European Defense Industrial Strategy sieht vor, dass bis 2030 50 % der Beschaffungen aus der European Defense Technological and Industrial Base (EDTIB) stammen sollen, bis 2035 sogar 60%.⁴⁶ Hersteller bauen bereits Kapazitäten aus: Rheinmetall hat ein neues Munitionswerk in Deutschland eröffnet und mit dem Bau einer weiteren Anlage in Litauen begonnen. Leonardo hat mit Baykar ein Joint Venture für fortschrittliche unbemannte Waffensysteme gegründet.

Solche Maßnahmen haben die Erwartungen der Investoren steigen lassen: Ein Korb europäischer Rüstungsunternehmen erzielte von 2019 bis 2024 ein durchschnittliches jährliches Gewinnwachstum (CAGR) von rund 7%.⁴⁷ Die Wall Street erwartet bis zum Ende des Jahrzehnts ein Wachstum von nahezu 20 %.

Europäische Industrieunternehmen profitieren zudem von der rasanten Digitalisierung und KI-Adoption, insbesondere da die Investitionen in Rechenzentren zunehmen. Dieser Schub treibt die Nachfrage nach Investitionsgütern, elektrischer Ausrüstung und Energielösungen - Bereiche, in denen Europas führende Unternehmen besonders stark sind.

Wie bereits erwähnt, sticht Deutschland als Schlüsselmarkt in Europa hervor. Das umfangreiche Infrastrukturpaket des Landes dürfte sowohl für Deutschland als auch für die Region stimulierend wirken. Auch wenn die Umsetzung bislang schleppend verläuft, sollten diese Maßnahmen letztlich das deutsche Wachstum und die Unternehmensgewinne unterstützen und geduldige Investoren belohnen.

Schließlich bieten die privaten Märkte Europas ein breites, oft unterschätztes Chancenfeld für globale Investoren. Bemerkenswerte 97% der europäischen Unternehmen mit einem Umsatz von über 100 Millionen Euro sind privat⁴⁸ – verglichen mit 87% in den USA⁴⁹ – und unterstreichen die dominierende Rolle privater Unternehmen in der Region. Fragmentierte Branchen sind reif für Konsolidierung. Private Equity konzentriert sich jedoch meist auf die

Technologie- und Telekommunikationssektoren, die nur etwa 10 % der öffentlichen Aktienindizes ausmachen.

Bemerkenswert ist, dass europäische Private-Equity-Strategien Renditen erzielen, die mit denen ihrer US-Pendants vergleichbar sind, während sie mehr Alpha gegenüber den lokalen öffentlichen Märkten liefern und ein attraktives Risiko-Rendite-Profil bieten.

Darüber hinaus werden europäische Immobilien derzeit etwa 20-40 % unter ihrem Höchststand gehandelt,⁵⁰ was günstige Einstiegspunkte und weiteres Aufwärtspotenzial im Falle einer Erholung bietet. Auch der Logistiksektor der Region bietet erhebliches Wachstumspotenzial. Die E-Commerce-Durchdringung ist deutlich niedriger als in den USA, was erheblichen Spielraum für Expansion und Innovation eröffnet.



45 J.P. Morgan Corporate & Investment Bank; McKinsey & Co.; *1992/2022 Military Balance*. Dezember 2022.

46 European Parliamentary Research Service. *European defence industrial strategy*. 2024.

47 J.P. Morgan Corporate & Investment Bank. 2025.

48 Apollo Academy. *Many More Private Firms in Europe*. 28. April 2024.

49 Apollo Academy. *Many More Private Firms in the US*. 20. April 2024.

50 KKR. *A Bright Outlook for European Real Estate*. Mai 2024.



Südamerika: Besitz dessen, was die Welt braucht

In einer Welt der Fragmentierung und des Ressourcenwettbewerbs spielt Südamerika eine Schlüsselrolle. Die Region verfügt über viele der kritischen Rohstoffe, auf die die globale Wirtschaft - und insbesondere die KI-Revolution - angewiesen ist.

Während sich globale Lieferketten diversifizieren und Sicherheitsfragen zunehmend die Handelsbeziehungen prägen, handelt Südamerika sowohl mit den Vereinigten Staaten als auch mit China - eine komplexe Aufgabe. Die meisten südamerikanischen Länder verzeichnen ein Handelsdefizit mit den USA, während China für viele Staaten der Region zum wichtigsten Handelspartner geworden ist. In den letzten zwei Jahrzehnten hat chinesisches Kapital gegenüber US-amerikanischen Direktinvestitionen stetig an Bedeutung gewonnen, und ein seit Jahren anhaltender Trend zu linksgerichteten Regierungen hat Südamerika ideologisch näher an China und weiter von den USA gerückt.

Unabhängig von der politischen Ausrichtung verfügt Südamerika über die kritischen Ressourcen, die die Weltwirtschaft benötigt. Die Region steht für 40 % der weltweiten Kupferproduktion und 38 % der globalen Reserven. Allein Chile produziert 27 % des weltweiten Kupfers.⁵¹ Peru verfügt über die größten Silberreserven der Welt, während Mexiko der größte Silberproduzent ist. Bei Lithium belegen Chile und Argentinien die Plätze eins und drei der wirtschaftlich förderbaren Reserven.⁵²

Die Vaca-Muerta-Schieferformation in Argentinien zieht verstärkt das Interesse führender globaler Energieunternehmen auf sich, insbesondere da die USA ihre Energieversorgungsketten diversifizieren wollen.

Venezuela besitzt die weltweit größten nachgewiesenen Ölreserven.⁵³ Brasilien verfügt zwar über weniger Reserven, ist aber der führende Ölproduzent Lateinamerikas⁵⁴ und der zweitgrößte Produzent und Exporteur von Eisenerz.⁵⁵ Zudem ist Brasilien ein bedeutender Exporteur von Agrarrohstoffen wie Sojabohnen, Kaffee, Zucker und Rindfleisch sowie von wichtigen Mineralien wie Aluminium, Nickel und Mangan.⁵⁶

Diese Ressourcenvielfalt gewinnt besonders an Bedeutung, da die KI-Revolution die Nachfrage nach Energie und Halbleitern beschleunigt und den Bedarf an kritischen Mineralien erhöht, während Regierungen weltweit den Fokus auf langfristige Ernährungssicherheit legen.

51 Internationale Energieagentur. *Latin America's opportunity in critical minerals for the clean energy transition*. 7. April 2023.

52 US-Innenministerium. *Mineral Commodity Summaries 2025*. März 2025.

53 U.S. Energy Information Administration. *Country Analysis Brief: Venezuela*. 8. Februar 2024.

54 U.S. Energy Information Administration. *What countries are the top producers and consumers of oil?* 2023.

55 United States Geological Survey. *Mineral Commodity Summaries 2022*.

56 US-Landwirtschaftsministerium. *Brazil*. 7. Januar 2025.

Südamerikas Rohstoffe, Energie und landwirtschaftliche Produktion sind für die USA und China gleichermaßen unverzichtbar:

- ◊ Lithium-, Kupfer- und Silberproduzenten profitieren vom globalen Trend zur Elektrifizierung und der KI-getriebenen Nachfrage nach Halbleitern. Jüngste Investitionen von US-amerikanischen und chinesischen Unternehmen in Argentiniens Lithiumsektor sind Teil des Wettkampfs um die Sicherung von Lieferquellen.
- ◊ Mit der zunehmenden Verlagerung von Produktionsstandorten steigt die Nachfrage nach modernen Häfen, Eisenbahnen und Autobahnen. Die Erweiterung des Panamakanals und die Modernisierung der nördlichen Häfen Brasiliens erleichtern neue Handelsrouten zwischen Amerika und Asien. Investitionen in Logistik und Hafeninfrastruktur erschließen neue Exportkapazitäten, wie das Beispiel der 3,5 Milliarden US-Dollar schweren chinesischen Investition in den Hafen von Chancay in Peru zeigt.
- ◊ Brasiliens Führungsrolle bei Wasserkraft und Windenergie sowie das Solarpotenzial Chiles machen die Region zu einem Hotspot für Investitionen in grüne Infrastruktur. 2024 überstieg die installierte Windkraftkapazität Brasiliens 30 GW,⁵⁷ und Chile erzeugte 2023 9,4 % seiner Primärenergie aus Solarquellen - der höchste Anteil weltweit.⁵⁸

Da sich das politische Umfeld in Südamerika wandelt und die Ressourcen der Region immer unverzichtbarer werden, eröffnen sich neue Wege für Investitionen und Partnerschaften. Globale Investoren, die bereit sind, sich auf die Komplexität einer fragmentierten Weltordnung einzulassen, sollten auch berücksichtigen, dass lateinamerikanische Aktien derzeit mit einem 10-fachen Forward-KGV gehandelt werden, was dem 30. Perzentil ihrer eigenen Historie entspricht. Im Vergleich dazu liegen die Bewertungsmultiplikatoren für Aktien aus Industrieländern und Asien (EM) jeweils im 90. Perzentil.

Südamerika könnte sowohl als Absicherung gegen geopolitische Risiken als auch als Quelle langfristigen Wirtschaftswachstums zu niedrigeren Bewertungen als die meisten anderen globalen Aktienmärkte dienen.

⁵⁷ International Trade Administration. *Brazil Country Commercial Guide: Power Generation, Transmission and Distribution Infrastructure*. 21. August 2025.

⁵⁸ Our World in Data. Data Insights. 13. September 2024.

Energie: Die verbindende Einschränkung für die KI-Revolution

Die Energiepolitik steht im Zentrum sowohl der staatlichen Sicherheit als auch des globalen KI-Booms.

Nach Russlands Invasion in der Ukraine hat Europa seine langjährige Abhängigkeit von russischem Gas rasch aufgegeben und setzt verstärkt auf den Import von Flüssigerdgas (LNG). Die EU hat sich verpflichtet, bis 2028 rund 750 Milliarden US-Dollar⁵⁹ an US-Energie zu beziehen und steuert offenbar auf ein vollständiges Embargo russischer Lieferungen zu. Auch Japan wird zunehmend auf die Vereinigten Staaten setzen, um seine Abhängigkeit von russischem Gas zu ersetzen.

Europäische Entscheidungsträger stellen Sicherheit über Kosten: LNG ist deutlich teurer als russisches Erdgas. Investoren müssen die Folgen dieses Wandels genau beobachten. Seit Anfang 2022 wurden dreißig LNG-Terminals vorgeschlagen, reaktiviert oder beschleunigt genehmigt,⁶⁰ während europäische Haushalte einen Anstieg der Stromrechnungen um 36 % gegenüber Januar 2021 verkraften mussten. Die USA und China genießen im internationalen Vergleich einen klaren Vorteil bei den Stromkosten.

Um die Widerstandsfähigkeit zu stärken, schottet Europa zudem gefährdete Stromverbindungen ab - etwa durch den Wechsel der baltischen Staaten vom Russland-Belarus-Netz zum kontinentaleuropäischen Verbundnetz der EU.

Wie immer bleibt die Landkarte der globalen Energiefüsse an Engpässen verwundbar. Die Straße von Hormus, durch die ein Fünftel des weltweiten Öl-⁶¹ und LNG-Aufkommens transportiert wird,⁶² ist ein bekanntes Risiko.

Die Länder des Nahen Ostens und Nordamerikas sind gut positioniert, um ihre Energieversorgung für die Weltwirtschaft auszubauen. Über die offensichtlichen Öl- und Gasressourcen hinaus könnte der Golfkooperationsrat (eine Union aus Bahrain, Kuwait, Oman, Katar, Saudi-Arabien und den Vereinigten Arabischen Emiraten) sein regionales Energienetz zu einer Stromautobahn ausbauen, um die europäische Nachfrage zu bedienen. Heute sind viele Länder in Europa und Asien vollständig auf importiertes Erdgas angewiesen.



DENKEN SIE IN FRAGMENTIERUNG, NICHT IN GLOBALISIERUNG

Andernorts exportiert Laos Wasserkraft nach Thailand, Malaysia und Singapur, und Brasilien verkauft regelmäßig überschüssige Wasserkraft an Argentinien.

Dies sind nicht nur Energieprojekte, sondern Sicherheitsassets in einer fragmentierten Weltordnung.

Ein technologieungriger Sektor wirft geopolitische Fragen auf. KI-Technologie, die auf Strom für Rechenzentren angewiesen ist, wird zunehmend kritisch für klassische Verteidigung und Cybersicherheit. Wir sehen Investitionspotenzial in den Bereichen Infrastruktur, Transportanlagen, Energieerzeugung, Cybersicherheit und Verarbeitung kritischer Mineralien. Darüber hinaus können Private-Equity-Investitionen in Öl und Gas, Gold und Energierohstoffe als wertvolle Absicherung gegen geopolitische Risiken dienen.

59 Europäische Kommission. *Joint Statement on a United States-European Union framework on an agreement on reciprocal, fair and balanced trade*. 21. August 2025.

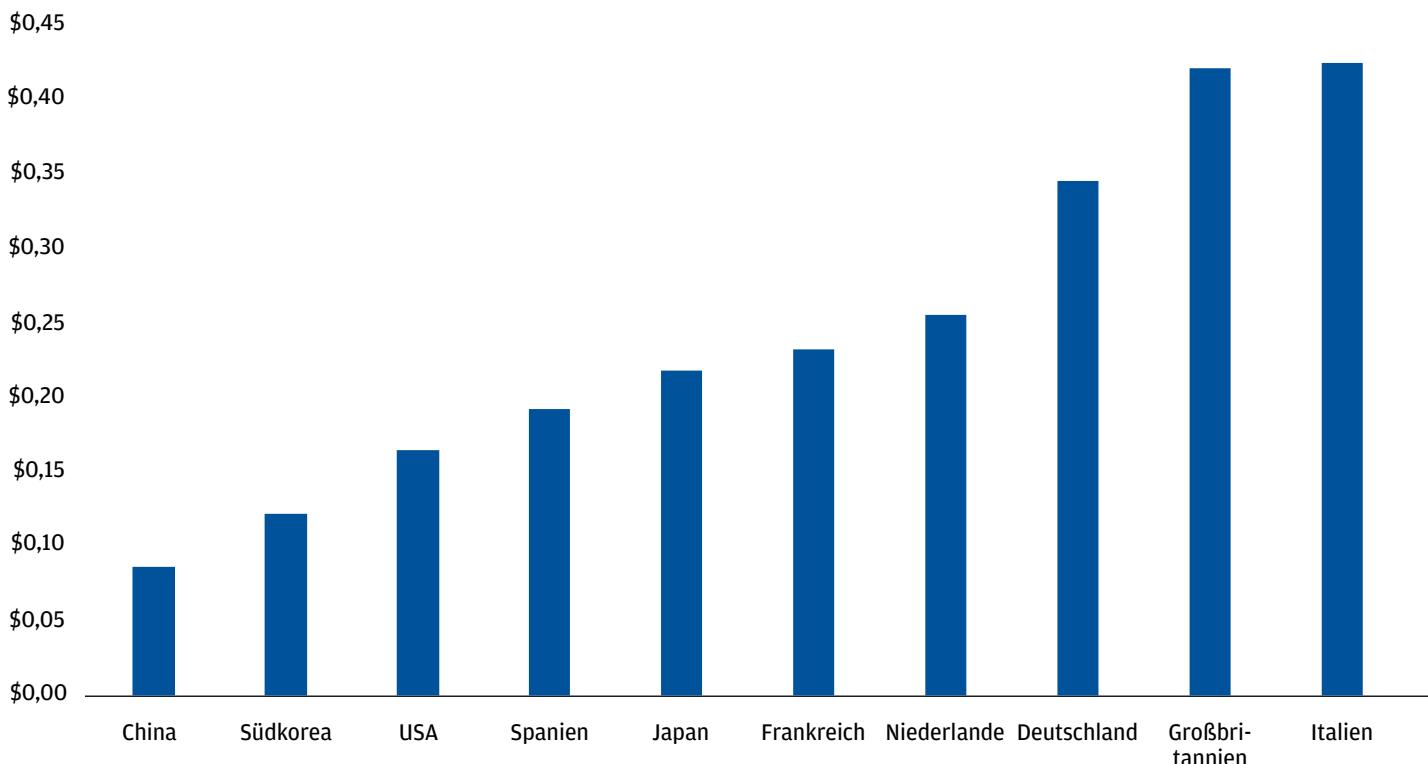
60 Global Energy Monitor. *Europe's LNG import infrastructure glut set to more than double, jeopardizing green goals*. 27. März 2023.

61 U.S. Energy Information Administration. *Amid regional conflict, the Strait of Hormuz remains critical oil chokepoint*. 16. Juni 2025.

62 U.S. Energy Information Administration. *About one-fifth of global liquified gas trade flows through the Strait of Hormuz*. 24. Juni 2025.

EUROPA UND JAPAN HABEN DEUTLICH HÖHERE STROMPREISE ALS CHINA UND DIE USA

Durchschnittliche Strompreise für Haushalte und Unternehmen in US-Dollar pro kWh (2023-2025)



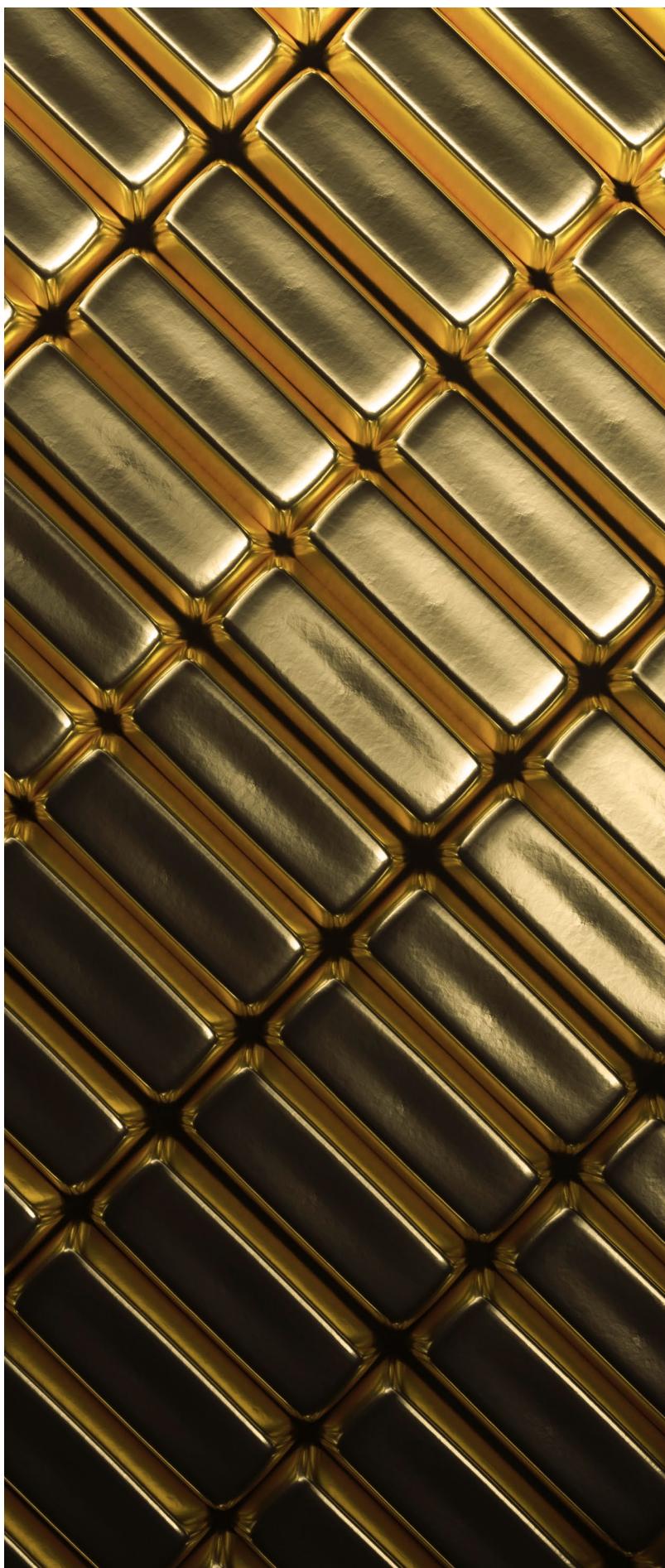
Quelle: Zusammengestellt von GlobalPetrolPrices auf Basis verschiedener nationaler Quellen. Stand der Daten: 30. September 2025.

Der Dollar und alternative Wertaufbewahrungsmittel

Die globale Fragmentierung wird eine Vielzahl wirtschaftlicher und marktbezogener Auswirkungen haben, doch sie wird unserer Ansicht nach die Rolle des US-Dollars als Weltreservewährung nicht verändern. Der Dollar macht weiterhin fast 60 % der ausgewiesenen Devisenreserven der Zentralbanken aus, steht für nahezu die Hälfte aller SWIFT-Zahlungen⁶³ und für fast 90 % aller Devisentransaktionen.⁶⁴ Kurz gesagt: Die US-Währung bleibt das Betriebssystem der globalen Finanzmärkte, und wir halten ihre Position für gesichert.

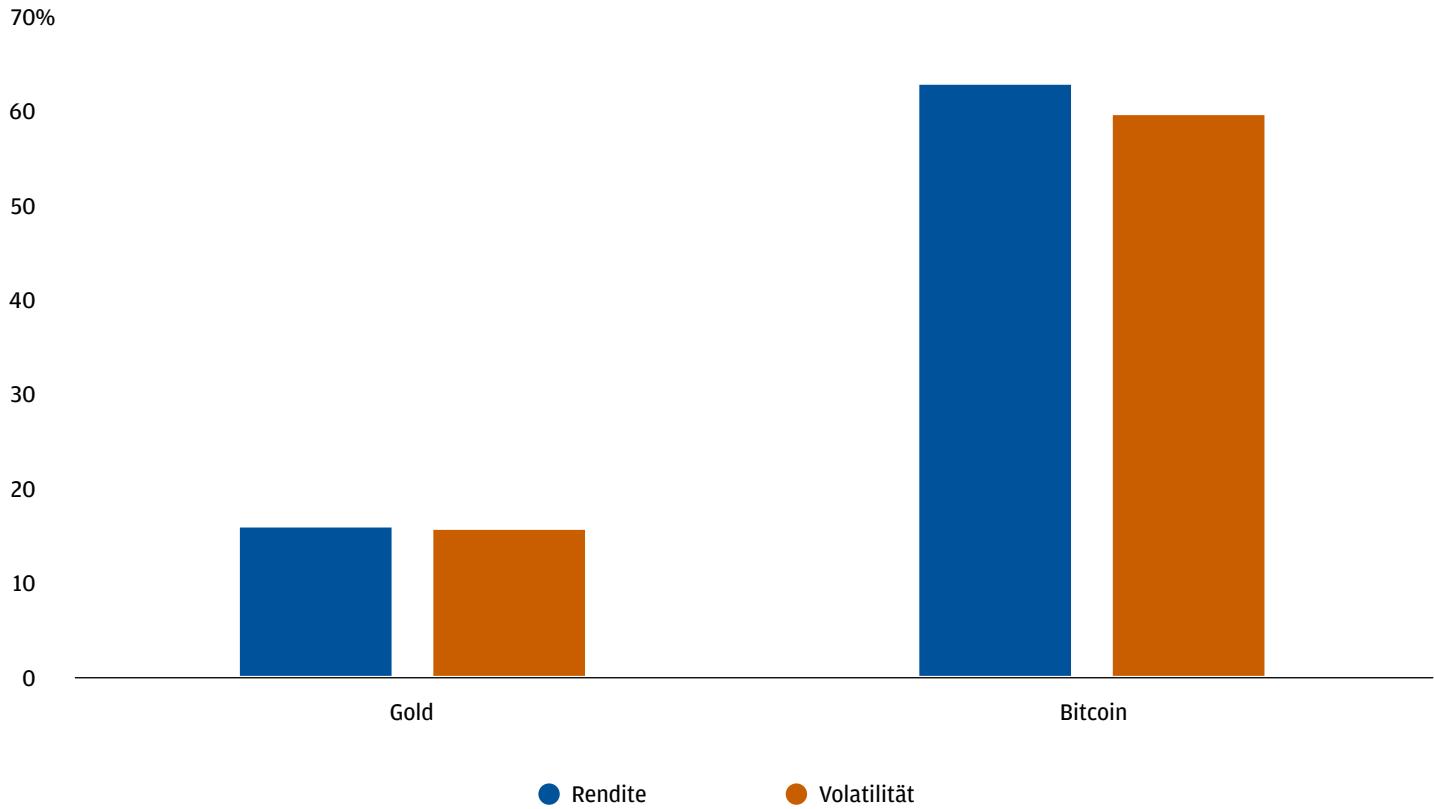
Dennoch gehen wir davon aus, dass Investoren weiterhin nach Herausforderern für den Dollar suchen werden. Erstens fördert die „Waffenisierung“ des Dollars die Diversifizierung. Nach Russlands Invasion haben die westlichen Verbündeten der Ukraine rund 300 Milliarden US-Dollar an russischen Dollarreserven eingefroren.⁶⁵ In der Folge kauften globale Zentralbanken Rekordmengen an Gold, um unabhängige Alternativen zur US-Währung zu finden, die im Konfliktfall nicht sanktioniert werden können. Gold hat im Jahr 2025 bereits über 50 % zugelegt und ein inflationsbereinigtes Allzeithoch erreicht. Die Suche nach Alternativen zum Dollar dürfte den Goldpreis weiterhin stützen. Wir erwarten für 2026 eine weitere bedeutende Rallye des Edelmetalls.

Zweitens beobachten wir wachsende Konkurrenz für den Dollar durch digitale Optionen wie Kryptowährungen. Die Marktkapitalisierung von Kryptowährungen übersteigt inzwischen 4 Billionen US-Dollar, verglichen mit 2 Billionen zu Beginn des Jahres 2024. Investoren, die Kryptowährungen als potenzielles Wertaufbewahrungsmittel betrachten, finden nun ein freundlicheres regulatorisches Umfeld in den USA vor.



IN VIELERLEI HINSICHT IST BITCOIN EIN BEISPIEL FÜR DIE ABWÄGUNG VON RISIKO UND ERTRAG

5 Jahre (annualisiert in %)



Quelle: Bloomberg Finance L.P. Stand der Daten: 31. Oktober 2025.
Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.

Auch Stablecoins gewinnen im Finanzsektor an Bedeutung, da sie durch ihre geringe Latenz schnelle Transaktionen ermöglichen - wenngleich derzeit nur rund 70 Milliarden US-Dollar an Zahlungen über Stablecoin-Systeme abgewickelt werden.⁶⁶ **Insgesamt sehen wir eine zunehmende Akzeptanz digitaler Vermögenswerte, getrieben unter anderem von der Suche nach Alternativen zum Dollar.**

Wir sind überzeugt, dass Investoren ihre Portfolios durch regionale Aktiendiversifikation weiter absichern können - ein zentrales Element in den globalen Portfolios der J.P. Morgan Private Bank. Die Währungsrisiken in europäischen und anderen nicht-US-Aktienmärkten bleiben ungesichert, was eine zusätzliche Diversifikation in lokalen Währungen ermöglicht.

⁶³ MacroMicro. *World–Share of International Payments via SWIFT by Currency*. 31. August 2025.

⁶⁴ Bipartisan Policy Center. *What's Behind the U.S. Dollar's Dominance and Why It Matters*. 2. September 2025.

⁶⁵ Brookings. *What is the status of Russia's frozen sovereign assets?* 24. Juni 2025.

⁶⁶ Cembalest, Michael. „OK Boomer“: on stablecoins, S&P profits, tariffs vs tax cuts and the history of Presidential break-ups. 12. Juni 2025. J.P. Morgan Asset & Wealth Management.



Implikationen für Investoren

Eine Ära globaler Fragmentierung erfordert einen grundlegenden Wandel: Zentrale Investmentthemen wie Resilienz, Sicherheit und regionale Ausrichtung gewinnen zunehmend an Bedeutung.

Beginnen wir mit dem Thema Resilienz: Hier sehen wir attraktive Anlagechancen in Sektoren und Vermögenswerten, die von Onshoring, Nearshoring und der Neuausrichtung von Lieferketten profitieren. Dazu zählen nordamerikanische Infrastruktur, Versorger, Industrie und Logistik sowie Unternehmen aus den Bereichen Energieerzeugung, Halbleiter und kritische Mineralien. Wir erwarten taktische Chancen bei chinesischen Vermögenswerten, da die Stimmung dort oft schneller schwankt als die Fundamentaldaten.

Sicherheit, das zweite Thema - einschließlich Energiesicherheit, klassischer militärischer Verteidigung und Cybersicherheit - zieht zunehmend Kapital an und bietet wachsende Ertragspotenziale sowohl in Europa als auch in den USA. Im Energiesektor konzentrieren wir uns auf Flüssigerdgas (LNG), erneuerbare Energien und die Modernisierung der Stromnetze.

Regionale Ausrichtung, das dritte Thema, durchdringt Sektoren und Regionen. Wir setzen auf einen globalen, fokussierten Ansatz bei Investitionen in öffentliche und private Unternehmen, die mit diesem Thema im Einklang stehen. Besonders suchen wir nach Unternehmen mit Preissetzungsmacht in kritischen Sektoren wie Halbleitern, Rechenzentren, Energie und Transport.

Bei der Asset-Allokation sollten Investoren höhere Inflation, veränderte Handelsmuster und potenziell zunehmende Marktvolatilität berücksichtigen. Steigen geopolitische Risiken und Währungsschwankungen in einer fragmentierten Welt – und wir gehen davon aus, dass dies der Fall sein wird – können Gold und Energierohstoffe als wertvolle Absicherung dienen.

Teil 3

Bereiten Sie sich auf den strukturellen Wandel der Inflation vor





Marktkräfte können Portfolios direkt oder indirekt beeinflussen. Der KI-Investitionsboom und die globale Fragmentierung wirken unmittelbar auf Portfolios ein. Die Auswirkungen der Inflation sind subtiler, bergen jedoch potenziell gravierende Risiken für die langfristigen Erträge.

Bis zum pandemiebedingten Inflationsschub im Jahr 2022 war niedrige Inflation das prägende Merkmal der globalen Nach-GFC-Ära. Heute befinden wir uns in einem grundlegend anderen Regime mit sowohl höherer Inflation als auch erhöhter Inflationsvolatilität. Hinzu kommen steigende Staatsverschuldung und Defizite, die eine anhaltende Inflation wahrscheinlicher machen, da politische Entscheidungsträger versucht sein könnten, die Unabhängigkeit der Zentralbanken zu untergraben und die Schulden „wegzuinflationieren“.

BEREITEN SIE SICH AUF DEN STRUKTURELLEN WANDEL DER INFLATION VOR

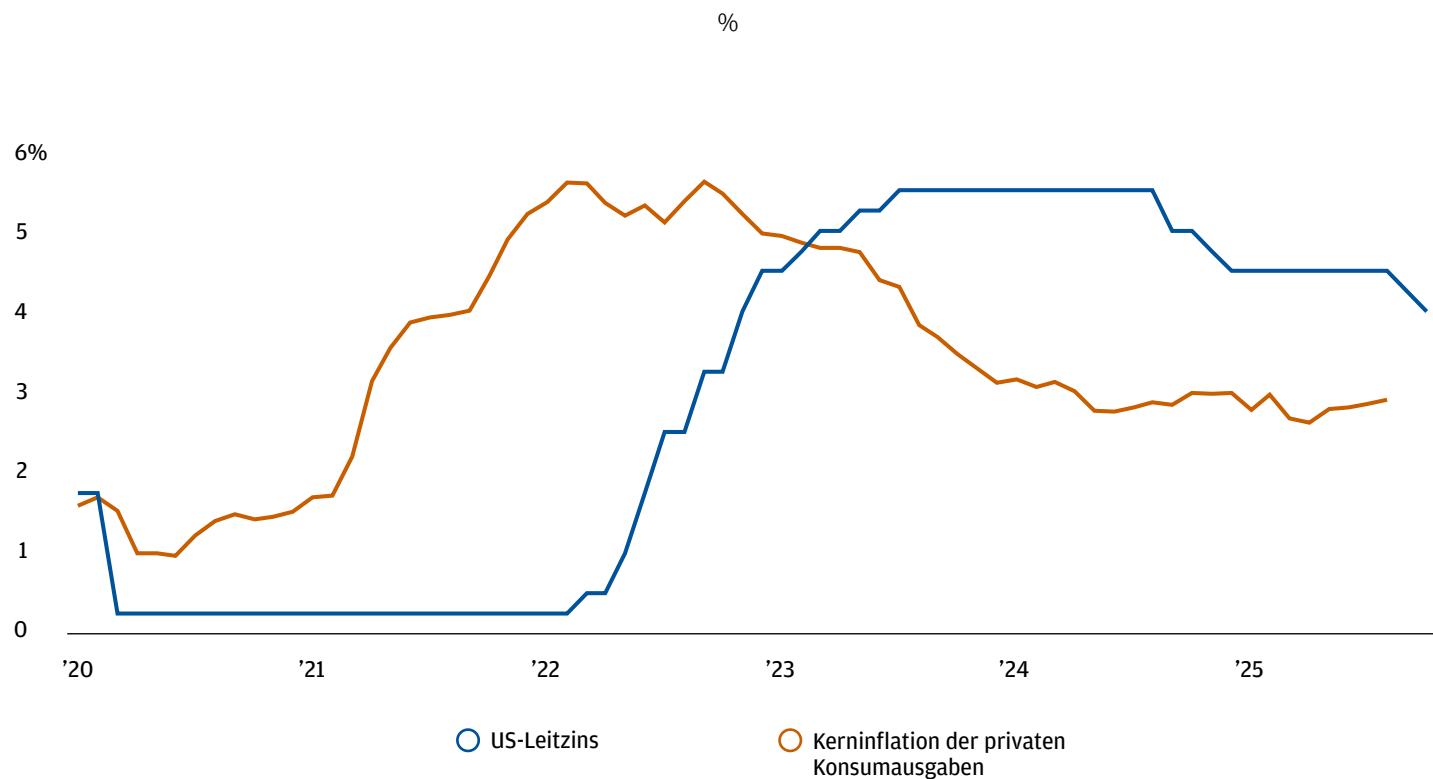
In diesem Abschnitt betrachten wir die weitreichenden Implikationen eines höheren Inflationsregimes. Das wichtigste Thema für Investoren und Familien ist, dass die Inflation wieder eine zentrale Variable für die Portfoliozusammenstellung und die Vermögensplanung darstellt. Große Bargeldbestände in einem inflationären Umfeld können den realen Wohlstand leise und unwiderruflich schmälern.

Wenn eine Familie ihre Haupteinnahmequelle verliert – sei es durch den Ruhestand des Hauptverdiener oder den Verkauf eines Unternehmens – verschieben sich die Risiken für die Aufrechterhaltung des Lebensstandards. Inflationsrisiken können Vermögen auf zwei entscheidende Arten erodieren: Sie verringern die Wahrscheinlichkeit, langfristige Ziele unter anhaltendem Preisdruck zu erreichen, und mindern den realen Wert des Vermögens über die Zeit. Für manche Familien ist die Erhaltung des Nominalwerts ihres Portfolios zweitrangig gegenüber der Finanzierung spezifischer Ziele, was eine klare Priorisierung unerlässlich macht.

Hier wird das Zusammenspiel von Inflation, Vermögensplanung und Portfoliozusammenstellung entscheidend. Ein Vermögensplan kann die Vermögenswerte mit den Beträgen, Zeithorizonten und Prioritäten in Einklang bringen, die im Kontext eines makroökonomischen Umfelds mit potenziell anhaltender Inflationsvolatilität am wichtigsten sind.

Der erste Schritt besteht darin, zu verstehen, wie verschiedene Inflationsszenarien die zukünftigen Portfolioeekte beeinflussen könnten. Jede Familiensituation ist einzigartig, weshalb das Stressieren der Ziele gegen eine Bandbreite von Marktentwicklungen unerlässlich ist. Darauf aufbauend können die Festlegung von Entscheidungspunkten und die richtige Reihenfolge der Maßnahmen dazu beitragen, dass Vermögen nicht nur real erhalten bleibt, sondern auch effektiv für die angestrebten Ziele eingesetzt wird.

DIE INFLATION LIEGT KNAPP UNTER 3%; WOHIN SIE SICH VON HIER AUS BEWEGT, KÖNNTE PORTFOLIOS BEEINFLUSSEN



Quelle: Bloomberg Finance L.P. Stand der Daten zur Inflation: 31. August 2025. Stand der Daten zum US-Leitzins: 31. Oktober 2025.

Festverzinsliche Anlagen finden wieder Halt

Auch wenn wir davon ausgehen, dass die Inflation höher und volatiler sein wird als in den vergangenen Jahren, erwarten wir keine Wiederholung der Preissprünge von 2022 und sind insgesamt positiv für große Teile des Fixed-Income-Segments gestimmt.

Die Inflation ist auf unter 3% zurückgegangen, und die implizite Volatilität am Anleihemarkt hat sich auf das Niveau von 2021 eingependelt. Zudem ist die Aktien-Anleihe-Korrelation im vergangenen Jahr gesunken. Staatsanleihen und Investment-Grade-Kredite haben während des „Tariff Tantrum“-Aktienverkaufs nach der Ankündigung der US-Zölle geholfen, die Aktienvolatilität abzufedern. Dieser Rückgang der Korrelation ist für die Portfoliozusammenstellung bedeutsam, da er darauf hindeutet, dass Anleihen wieder als Absicherung gegen Aktienrückgänge dienen können.

Die Güterinflation in den USA dürfte durch Zölle etwas steigen, während die Dienstleistungsinflation deutlich moderater erscheint. Besonders wichtig: Die Fed hat ihren Zinssenkungszyklus wieder aufgenommen, da der Arbeitsmarkt stagniert. Die Zahl der offenen Stellen und die Kündigungsrate sind auf das Niveau vor der Pandemie zurückgekehrt, und das Lohnwachstum (gemessen am hochwertigen Employment Cost Index) liegt bei etwa 3,5%.

Das sind rund 90 Basispunkte mehr als vor der Pandemie, aber weit entfernt von Werten, die Anlass zur Sorge vor einer Lohn-Preis-Spirale geben würden.

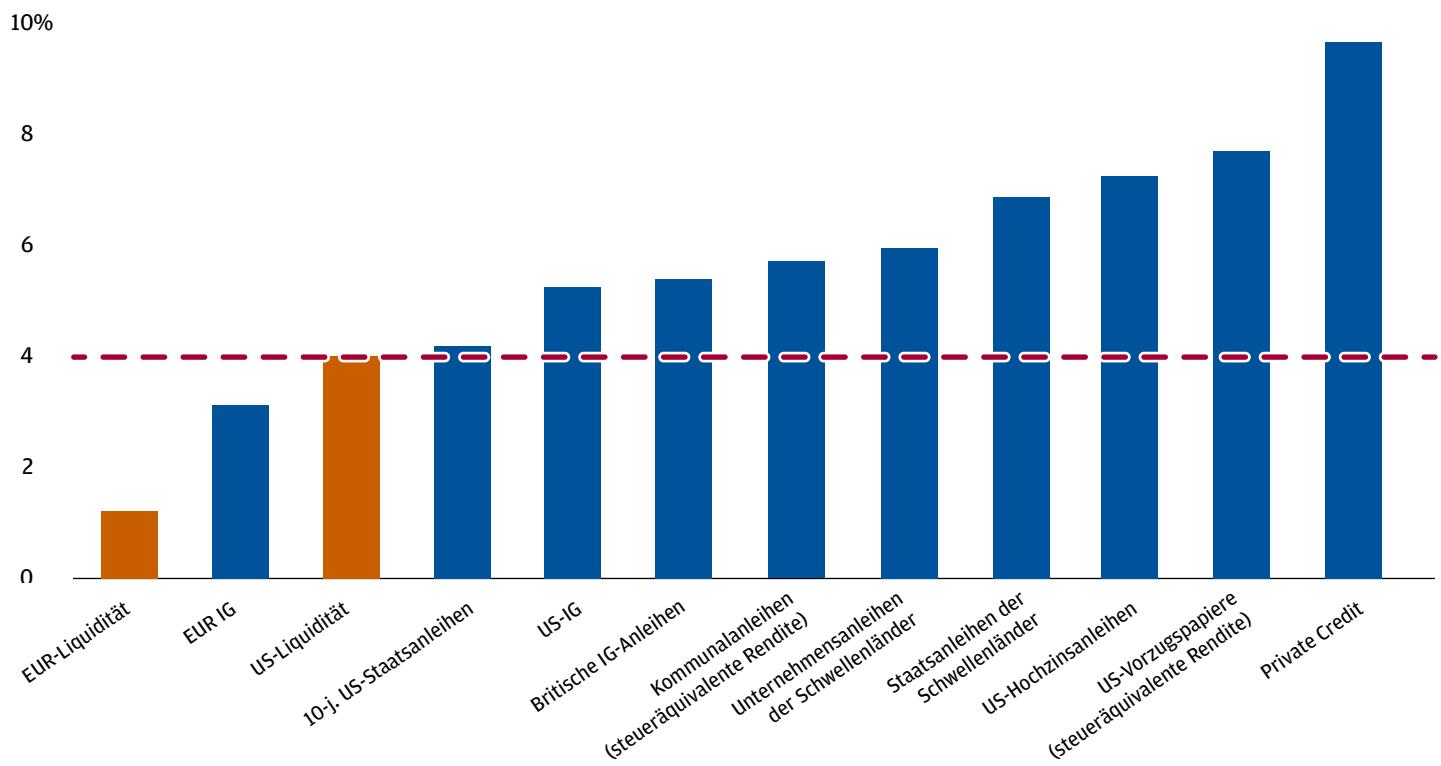
Gleichzeitig haben sich die Anleiherenditen deutlich nach oben angepasst - von rund 1% im Jahr 2020 auf etwa 4,3% heute beim Bloomberg US Aggregate Index (der Staats- und Investment-Grade-Unternehmensanleihen umfasst). Im Jahr 2025 haben Anleihen attraktive Renditen und solide Gesamterträge von etwa 5% geliefert. Aggregierte Anleihen sind unser be-vorzugter Puffer gegen Rezessionen oder Wachstumsabschwächungen, und wir erwarten für die meisten Fixed-Income-Kategorien im kommenden Jahr Gesamterträge im mittleren einstelligen Bereich.

Wir sind der Ansicht, dass der US-Municipal-Bond-Markt Investoren für das Risiko einer hartnäckigen Inflation entschädigt. Die Rendite des National Municipal Bond Index liegt bei etwa 3,6%, während die Inflationserwartung für die nächsten zehn Jahre bei 2,3% liegt. Eine steuerfreie Rendite von rund 125 Basispunkten über der erwarteten Inflation erscheint als sinnvoller Platz für US-Steuerzahler, die risikoarmes Kapital mit Erhalt der Kaufkraft anlegen möchten.



DIE MEISTEN ANLEIHENSEGMENTE BIETEN AKTUELL HÖHERE RENDITEN IM GEGENSATZ ZU LIQUIDITÄT

Rendite, in %



Quellen: FactSet, Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan. Stand der Daten: 31. Oktober 2025. Hinweis: Private Credit dargestellt durch Neuemissionen, für die die J.P. Morgan Corporate & Investment Bank die Finanzierung bereitstellt. Stand der Daten zu Private Credit: 30. Juni 2025.

Auch im 5- bis 7-jährigen Bereich der globalen Investment-Grade-Kredite sehen wir zahlreiche Einkommensmöglichkeiten. Wir bevorzugen europäische Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen. Die Fundamentaldaten der Unternehmen entwickeln sich gesünder als die vieler europäischer Staaten, mit besserer Diversifikation, höherem Renditepotenzial und größerer Unabhängigkeit von schwierigen Staatsverschuldungsdynamiken. Selbst Schwellenländer-Kredite werden attraktiver, da die Fed ihre Politik lockert und der Dollar nachgibt – ein Vorteil für viele dieser dollargebundenen Volkswirtschaften.

Auch wenn einige prominente Ausfälle im privaten Kreditmarkt die Diskussion um den Sektor neu entfacht haben, sind wir weiterhin der Meinung, dass Investoren für das eingegangene Risiko angemessen entschädigt werden – mit Renditen von fast 10% für neu emittierte Schuldtitel.

Von diesem Ausgangspunkt aus müssten die Ausfallraten über 6 % und die Rückgewinnungsraten unter 40 % liegen, um langfristig negative Gesamterträge zu erzielen. Diese Werte wären nur in einer tiefen Rezession zu erwarten, die wir nicht für wahrscheinlich halten.

Die Einbeziehung von Engagements außerhalb aggregierter (Core-)Anleihen kann helfen, Fixed-Income-Portfolios zu diversifizieren und bietet das Potenzial für höhere absolute Renditen und aktienähnliche Erträge – bei in der Regel geringerer Volatilität. Mit anderen Worten: Solche Diversifikation kann auch zur Gesamtresilienz des Portfolios beitragen.

Strukturelle Treiber der Inflation

Auch wenn unser Basisszenario ein letztlich für die meisten Risikoanlagen und Fixed-Income-Instrumente günstiges Inflationsumfeld vorsieht, erkennen wir klare Risiken, dass die Inflation stärker steigen könnte als erwartet. Diese Einschätzung erfordert eine Anpassung der Prioritäten bei der Portfoliozusammenstellung und Vermögensplanung.

Unsere Überlegungen dazu: Die Kern-PCE-Inflation liegt derzeit bei 2,9%, nachdem die Fed die Zinsen um 150 Basispunkte gesenkt hat und weitere bis zu 75 Basispunkte in Aussicht stehen. Sollte diese Lockerung das gewünschte Ergebnis einer robusteren Konjunktur im Jahr 2026 bringen, könnten die Preise schneller steigen als erwartet.

Abgesehen von diesem spezifischen Szenario gibt es mehrere Faktoren der Post-Pandemie-Ära, die auf ein erhöhtes Risiko von Inflationsschocks hindeuten.

Psychologie:

Das wohl tiefgreifendste und zugleich am schwersten zu messende Risiko ist die Psychologie von Konsumenten und Unternehmen. Nach COVID glauben Unternehmen und Verbraucher wieder, dass die Wirtschaft tatsächlich mit Inflation konfrontiert werden kann. Das Unternehmensverhalten hat sich dahingehend verändert, dass Preise viel schneller angepasst werden. Ein illustratives Beispiel: In Norwegen setzen Lebensmittelketten Technologien ein, die Preisanpassungen bis zu 100-mal täglich ermöglichen.⁶⁷ Paketdienstleister passen Treibstoffzuschläge wöchentlich statt monatlich an. Viele kennen das Prinzip des dynamischen Preises bei Fahrdienst-Apps. Die Umfrage zu den allgemeinen Inflationserwartungen – ein umfassendes Maß für die Erwartungen von Marktteilnehmern, Ökonomen, Unternehmen und Haushalten – liegt etwa 40 Basispunkte höher als vor der Pandemie.

Kapazitätslücken:

In kritischen Bereichen der Wirtschaft bestehen weiterhin Engpässe. So wurden in den USA seit der Finanzkrise zwischen 3 und 4 Millionen Wohneinheiten zu wenig gebaut.⁶⁸

Der US-Arbeitsmarkt muss einen abrupten Rückgang der Nettozuwanderung verkraften, was das Arbeitskräfteangebot einschränkt – ein weiterer Kapazitätsengpass. Strom und Energie stehen bereits unter Druck durch die starke Nachfrage von Rechenzentren und Elektrifizierung. Hinzu kommen drohende Rohstoffengpässe: Die US-Zementproduktion liegt rund 15% unter dem Höchststand von 2005.⁶⁹ Diese Kapazitätsbeschränkungen schaffen ein Umfeld, in dem Preise schneller steigen können als das Angebot, und in dem Preise auch bei schwacher Nachfrage hoch bleiben. Produzenten, die Engpässe kontrollieren, verfügen über starke Preissetzungsmacht.

Konsumentenbilanzen:

In den Industrieländern sind die Konsumentenbilanzen gut aufgestellt, um den Konsum zu stützen – insbesondere, wenn die Zinsen sinken. Das Nettovermögen der US-Haushalte liegt bei über 175 Billionen US-Dollar, mehr als 50% über dem Niveau vor der Pandemie. Die Bestände an Bargeld und Währungen sind seit Ende 2019 um 50% gestiegen, und die Vermögenswerte in Geldmarktfonds haben sich verdoppelt. Mehr als 17 Billionen US-Dollar an Eigenkapital in Wohnimmobilien stehen zur Verfügung – ein säkularer Höchststand als Anteil am BIP.⁷⁰

Resilienz der Lieferketten:

US-Zölle können für sich genommen einmalige Preisanstiege verursachen. Doch höhere Handelsbarrieren und ein stärker sicherheitsorientierter Ansatz der Regierungen im Handel könnten Unternehmen dazu veranlassen, in kostenintensiveren Regionen zu produzieren und höhere Lagerbestände zu halten. Die heimische Halbleiterproduktion ist ein klares politisches Ziel der USA, führt aber zu höheren Preisen. Die CEO von AMD erwartet, dass ein in den USA gefertigter Halbleiter 5% bis 20% teurer sein könnte als das gleiche Bauteil aus Taiwan.

⁶⁷ Williams, Jennifer. *Welcome to the Grocery Store Where Prices Change 100 Times a Day*. 27. Juli 2025. The Wall Street Journal.

⁶⁸ FreddieMac. *Housing Supply: Still Undersupplied by Millions of Units*. 26. November 2024.

⁶⁹ Concrete Financial Insights. *Volume & Price Trends – US Cement Industry*. Stand der Daten: 2024.

⁷⁰ US-Notenbank. *Financial Accounts of the United States*. 11. September 2025.

BEREITEN SIE SICH AUF DEN STRUKTURELLEN WANDEL DER INFLATION VOR

Klimawandel:

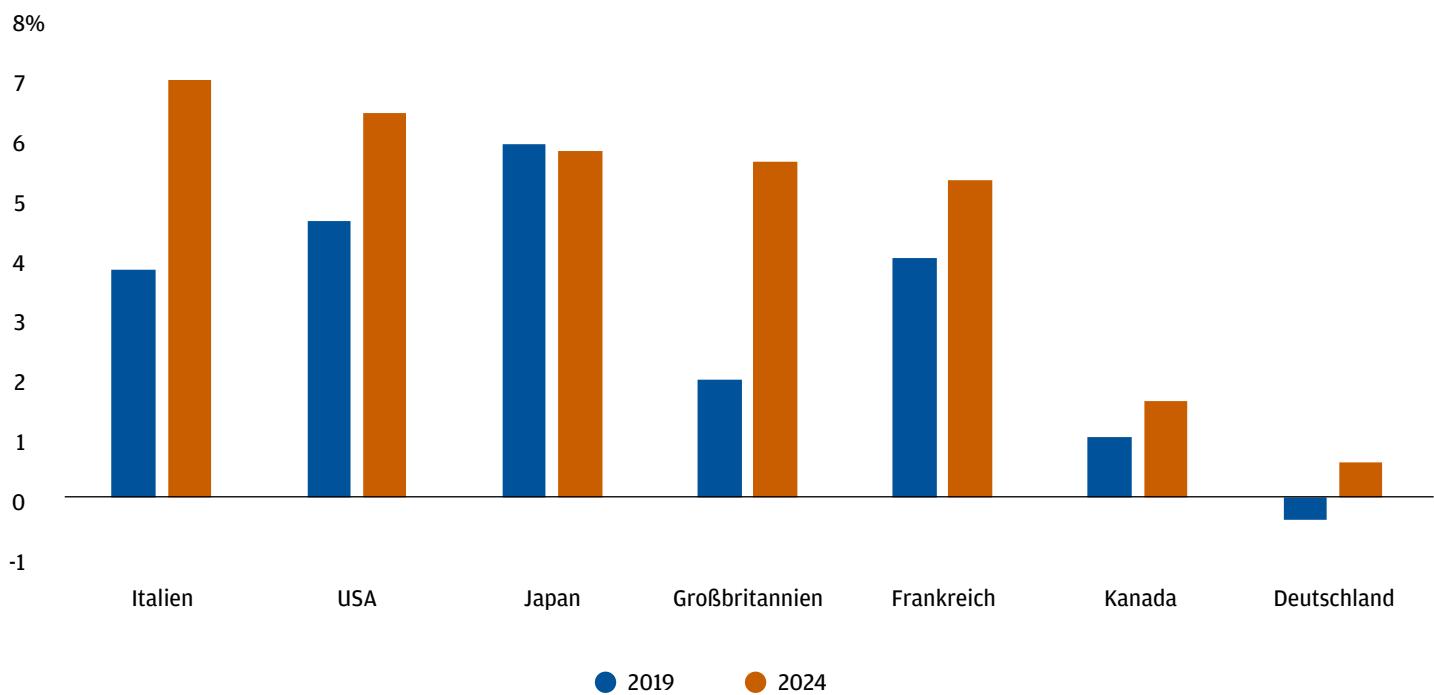
Der Klimawandel ist ein struktureller Treiber der Inflation. Extreme Wetterereignisse, Ressourcenknappheit und regulatorische Kosten (wie CO₂-Bepreisung und Transformationsvorgaben) erhöhen die Inputpreise und die Volatilität. Klimabedingte Störungen in Landwirtschaft, Energie und Infrastruktur verstärken die Inflationsrisiken. Naturbezogene Risiken – etwa Wasserknappheit, Verlust an Biodiversität und Ressourcenschöpfung – können die Volatilität der Inputpreise und Unterbrechungen in den Lieferketten weiter erhöhen und damit das Inflationsrisiko steigern.

Fiskalische Aktivität:

Japan ist das einzige G7-Land, dessen Haushaltsdefizit heute niedriger ist als vor der Pandemie. Während der Krise haben fiskalische Stimuli in den Industrieländern die Konsumnachfrage wie beabsichtigt angekurbelt und die Preise nach oben getrieben. Die Politik könnte diesen Ansatz bei der nächsten Abschwächung erneut verfolgen – ungeachtet bereits hoher Defizite und steigender Schuldenstände. Tatsächlich stellen wachsende Staatsverschuldung und Defizite ein erhebliches Inflationsrisiko dar, wie im folgenden Abschnitt näher erläutert wird.

DIE MEISTEN G-7-STAATEN HABEN GRÖSSERE HAUSHALTSDEFIZITE ALS VOR DER PANDEMIE

Haushaltsdefizit in % des BIP



Quellen: Banca d'Italia, U.S. Office of Management and Budget, Bank of Japan, UK Office for National Statistics, Banque de France, Statistics Canada, Deutsche Bundesbank, Haver Analytics. Stand der Daten: 31. Dezember 2024.



Die subtilen Risiken steigender Staatsverschuldung

Einige Marktteilnehmer warnen vor einer bevorstehenden US-Schuldenkrise. Im extremen Szenario hält das Finanzministerium eine Auktion ab, und es finden sich keine Käufer. Wir sehen ein subtileres Risiko. In diesem Fall kommt es nicht zu einem plötzlichen Renditesprung, sondern die politischen Entscheidungsträger vollziehen einen bewussten Kurswechsel: Sie tolerieren stärkeres Wachstum und höhere Inflation, lassen die Realzinsen sinken und verringern so die Schuldenlast im Zeitverlauf. Ökonomen bezeichnen diesen Prozess als finanzielle Repression, und es gibt zahlreiche historische Beispiele: In den 1950er Jahren begrenzte die Fed die kurzfristigen Zinsen, um der Regierung die Schuldenfinanzierung zu erleichtern. Die Bank of Japan ist ein jüngeres Beispiel.

Außerhalb der USA beobachten wir zunehmende Belastungen der Staatsfinanzen, die sich in höheren Laufzeitprämien niederschlagen. Weltweit sind die Renditen 30-jähriger Staatsanleihen in diesem Jahr gestiegen, da die Laufzeitprämien zugenommen haben (Japan +75 Basispunkte, Niederlande +65, Deutschland +62, Frankreich +55, Portugal +41 und Spanien +27 Basispunkte).

Am stärksten scheinen die Belastungen im Vereinigten Königreich zu sein, wo die Produktivität in den letzten fünf Jahren stagnierte und die Kerninflation höher war als in anderen Industrieländern. Der Anteil der Handelstage, an denen Währungs-, Anleihe- und Aktienmärkte gleichzeitig fallen (unser bevorzugtes Echtzeitmaß für fiskalen Stress), lag in den letzten drei Jahren bei über 10 %. Das Vereinigte Königreich ähnelt zunehmend einem Schwellenland wie Brasilien und weniger den Vereinigten Staaten.

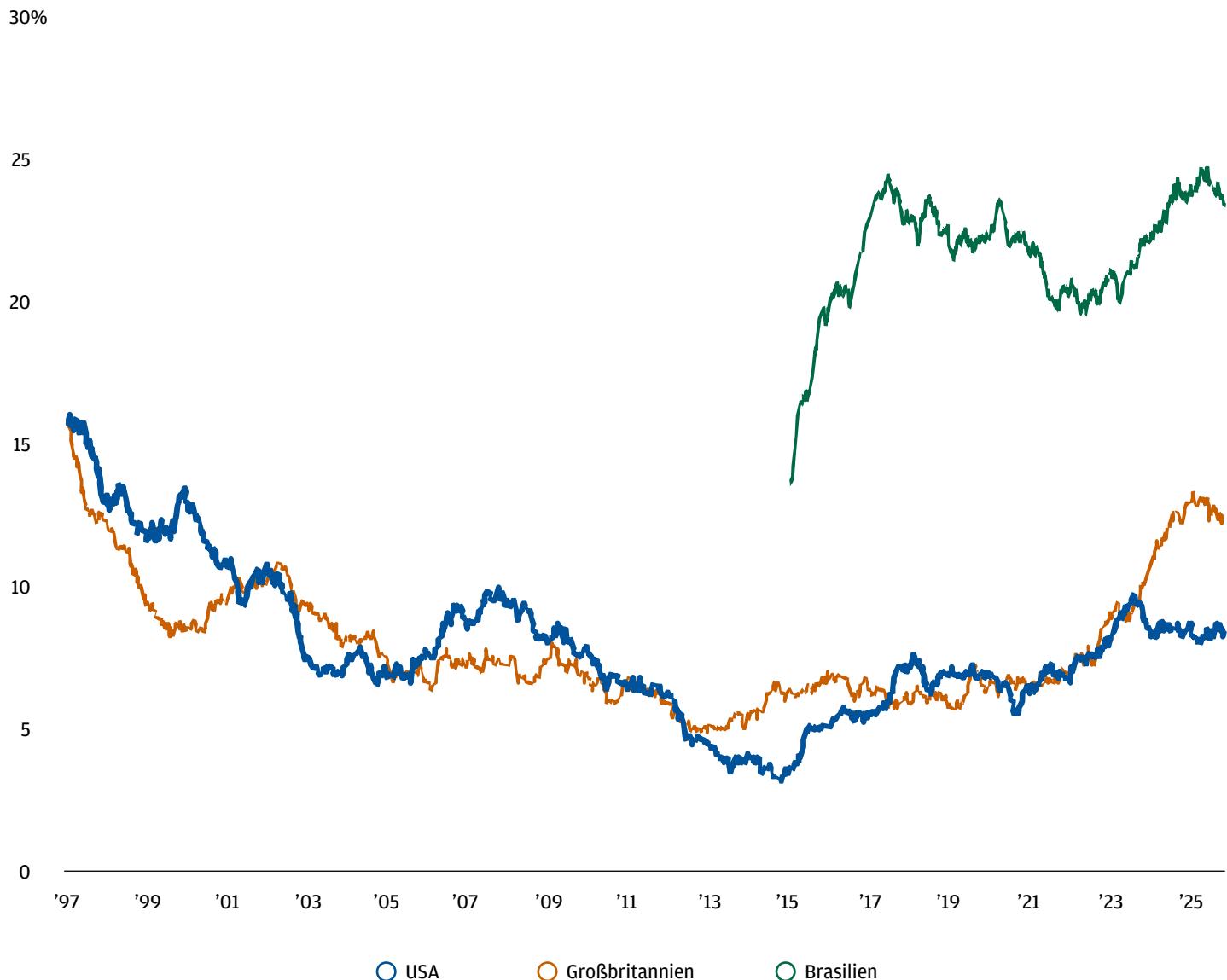
Derzeit scheinen Investoren bereit, die US-Staatsverschuldung zu finanzieren. Die Nachfrage nach US-Treasury-Anleihen übersteigt das Angebot im Schnitt um das 2,6-fache. **Dennoch bereitet das wachsende Verhältnis von Schulden zu BIP – fast 120 % – den meisten Investoren und Ökonomen Sorgen. Die Lösung des Problems wird schwierig.**

Die US-Steuereinnahmen als Anteil am BIP liegen im internationalen Vergleich am unteren Ende, was auf erheblichen Spielraum – wenn auch nicht unbedingt politischen Willen – zur Erhöhung der Steuereinnahmen zur Schuldensenkung hindeutet. Ebenso könnte die verpflichtende Ausgabenpolitik für Sozialprogramme wie Social Security und Medicare gekürzt werden, um – wie Ökonomen sagen – „die Kurve zu biegen“ und das Wachstum der Ausgaben zu verlangsamen. Doch diese Optionen sind politisch oft schwer durchzusetzen, wie die jüngste Debatte um Steuervergünstigungen im Affordable Care Act zeigt.

Statt umfassender Kürzungen der öffentlichen Ausgaben könnte ein weniger direkter Weg zur Reduzierung der US-Staatsverschuldung eingeschlagen werden. Die Politik könnte die Unabhängigkeit der Fed untergraben und die Schulden faktisch „weginflationieren“, indem sie ein Umfeld mit stärkerem nominalen Wachstum, höherer Inflation und – zumindest kurzfristig – niedrigeren Realzinsen schafft.

**MARKTHANDEL ZEIGT GRÖSSERE BESORGNISS UM DIE FINANZLAGE GROSSBRITANNIENS
IM VERGLEICH ZU DEN USA**

Handelstage mit gleichzeitigem Rückgang an den Aktien-, Anleihen- und Devisenmärkten
(rollierende 3-Jahres-Daten in %)



Quelle: Bloomberg Finance L.P. Stand der Daten: 31. Oktober 2025.



Der Mangel am US-Wohnungsmarkt

Wie bereits erwähnt, besteht eine der bedeutendsten Kapazitätslücken in der Weltwirtschaft im US-Wohnungsmarkt. Wir schätzen, dass in den USA seit der Finanzkrise zwischen 3 und 4 Millionen Wohneinheiten zu wenig gebaut wurden – gemessen an der Entwicklung der Haushaltszahlen. Nach aktuellen Trends könnte es zehn Jahre dauern, bis diese Lücke geschlossen ist. Gleichzeitig sind die Immobilienpreise aufgrund des „Lock-in“-Effekts niedriger Hypothekenzinsen in den Jahren 2020 und 2021 hoch geblieben (Hausbesitzer mit niedrigen monatlichen Raten haben einen Anreiz, nicht zu verkaufen).

Hohe Preise und gestiegene Zinsen führen dazu, dass die Erschwinglichkeit von Wohneigentum so schlecht ist wie seit den 1980er Jahren nicht mehr.

Tatsächlich liegen die monatlichen Kosten für den Kauf eines Hauses in den USA etwa 50 % über den Kosten für das Mieten eines Hauses.

Vor diesem Hintergrund ergibt sich eine attraktive Chance für Wohnimmobilien als Anlageklasse. Bis zum Ende des Jahrzehnts werden über 6 Millionen Menschen in die Altersgruppe von 35 bis 49 Jahren eintreten – das ist das klassische Alter für den Erwerb von Wohneigentum.⁷¹ Angesichts der extremen Diskrepanz zwischen Miet- und Kaufkosten erwarten wir eine steigende Nachfrage nach Mietwohnungen, insbesondere nach neueren, familiengerechten Immobilien in pendlerfreundlicher Lage zu den Stadtzentren.

71 CBO Report. *The Demographic Outlook: 2024 to 2054*. 01/2024. Ergänzende Bevölkerungsprognosen, aktualisiert zum 9. Februar 2024.

Implikationen für Investoren

Höhere Inflation erschwert es erheblich, die Kaufkraft zu erhalten – ein zentrales Ziel vieler Familien bei der Geldanlage. Sie belastet insbesondere festverzinsliche Anlagen und stellt insgesamt eine Herausforderung für traditionelle Ansätze der Portfoliozusammenstellung dar.

Auch wenn Anleihen weiterhin ihre etablierte Rolle im Portfolio erfüllen können, müssen wir über klassische Fixed-Income-Instrumente hinausblicken, um in einem Umfeld strukturell höherer Inflation und erhöhter Volatilität bei Inflation und Zinsen umsichtig zu agieren.

Inflationsregime führen zu höherer Volatilität an den Staatsanleihemärkten und zu stärkeren Korrelationen zwischen Aktien und Staatsanleihen. Tatsächlich ereignete sich die Hälfte der schlimmsten Wertverluste traditioneller Aktien-Anleihen-Portfolios während Inflationsphasen, die in den 1970er und 1980er Jahren sowie zuletzt 2022 zu Zinserhöhungen der Zentralbanken führten. Inflation erschwert es zudem, dass Portfolios ihren Wert inflationsbereinigt wiedererlangen.

Über die meiste Zeit der letzten drei Jahrzehnte wirkten Staatsanleihen als Absicherung im Portfolio, wenn Aktien nachgaben. Von 1997 bis 2020 verzeichnete der S&P 500 zehn Rückgänge von mehr als 10 %; in neun dieser Fälle erzielten US-Treasuries positive Renditen, im Schnitt 7 %. Dieses Muster funktionierte, weil die meisten Schocks wachstumsbedingt waren: Wenn die Konjunktur schwächer wurde, senkte die Fed die Zinsen, die Renditen fielen und Staatsanleihen legten zu.

Doch die Post-Pandemie-Ära hat das Bild verändert. Inflation – nicht Wachstum – wurde zum dominanten Schock, und die Fed reagierte mit aggressiven Zinserhöhungen. 2022 fiel der S&P 500 um 25 %, während der US-Treasury-Index um 14 % nachgab. Dieser seltene, gleichzeitige Rückgang hat das alte Diversifikationsmodell durchbrochen.

Betrachten wir die Auswirkungen auf ein traditionelles „60/40“-Portfolio (60 % Aktien, 40 % Anleihen): Vor COVID lag die rollierende, dreijährige annualisierte Volatilität eines 60/40-Portfolios bei 7 %. Nach COVID beträgt die annualisierte Volatilität fast 12 %.

Anleger benötigen ein neues Regelwerk, um Inflationsrisiken zu mindern und mit positiver Aktien-Anleihen-Korrelation umzugehen. Kern-Fixed-Income bleibt ein essenzieller Bestandteil eines gut diversifizierten Portfolios, sollte aber durch Anlagen ergänzt werden, die gegen Aktien diversifizieren und tendenziell besser abschneiden, wenn die Inflation dauerhaft hoch bleibt.

Wir haben drei Anlagegruppen identifiziert, die dazu beitragen können, diese Ziele zu erreichen

1.

Rohstoffe

Rohstoffpreise sind Inputpreise und korrelieren daher in der Regel mit der allgemeinen Inflation. Unsere Prognose für Rohölpreise sieht keine starken Anstiege vor, da ein Überangebot besteht. Dennoch könnten sich im kommenden Jahr Chancen ergeben, strukturierte Produkte mit Ölbezug einzusetzen und so eine differenzierte Renditequelle für Portfolios zu erschließen. Erdgas, ein entscheidender Faktor für den Ausbau von KI-Rechenzentren, macht inzwischen rund 40 % der US-Stromerzeugung aus.⁷² Wir sehen wachsende Investitionsmöglichkeiten in Erdgas-Pipelines und Produzenten.

2.

Reale Vermögenswerte wie Infrastruktur und Immobilien

Sowohl Infrastruktur als auch Immobilien helfen, Inflationsrisiken zu mindern, da sie die Belastung höherer Preise über ihre Verträge weitergeben.

Globale Infrastruktur ist eine oft unterschätzte Anlageklasse, hat aber historisch jährliche Renditen von 8-12 % in unterschiedlichen Inflationsregimen erzielt.⁷³ Ein Schlüsselfaktor sind langfristige, vertraglich gesicherte und inflationsresistente Cashflows. Wir erwarten eine beschleunigte Nachfrage nach Energie (getrieben durch Elektrifizierung, Industrialisierung und das Wachstum von Rechenzentren) sowie strategische Initiativen zur Verbesserung der Infrastrukturresilienz (angesichts alternder Infrastruktur und nationaler Sicherheitsbedenken). Energie macht mittlerweile fast 60 % des MSCI Global Private Quarterly Infrastructure Asset Index aus, gegenüber 20 % vor zehn Jahren.⁷⁴ Obwohl die Mittelzuflüsse zuletzt gestiegen sind, ist Infrastruktur weiterhin unterinvestiert. Tatsächlich gaben fast 80 % der von uns befragten Family Offices an, keinerlei Engagement in dieser Anlageklasse zu haben - trotz ihrer Sorgen um Inflation.

Globale Immobilien können durch Mietanpassungen und häufige Vertragsverlängerungen als Inflationsschutz dienen und helfen, das Einkommen zu erhalten, wenn die Immobilienwerte mit den Kosten für Land, Arbeit und Materialien steigen. Wir sehen erste Anzeichen einer Erholung im Kernimmobilienbereich nach einer mehrjährigen Schwäche phase. Von Q3 2022 bis Q3 2024 fielen die Renditen von Gewerbeimmobilien um 18,5 %, obwohl das Netto-Betriebsergebnis um 8 % stieg - ein Hinweis auf eine Diskrepanz und potenzielle Chance.⁷⁵ Unser Fokus liegt auf Sektoren mit soliden, nachhaltigen Fundamentaldaten - insbesondere Mietobjekte und Industrieimmobilien, getrieben durch den Trend zum Mieten (statt Kaufen) und die Reindustrialisierung der USA. Wir sind überzeugt, dass diese Entwicklungen die Immobilienmärkte für Jahre prägen werden.

3.

Unkorrelierte Hedgefonds- und liquide alternative Strategien

Eine Kennzahl verdeutlicht das Potenzial liquider Alternativen (Strukturen, die Strategien wie Trendfolge, Long-Short-Equity und Global Macro in liquider Form umsetzen) und bestimmter Hedgefonds, die Rendite zu steigern und Inflationsrisiken zu mindern: In den letzten zehn Jahren hat ein 60/30/10-Portfolio mit 10 % Alternativen fast 70 % der Zeit besser abgeschnitten als ein klassisches 60/40-Portfolio und seit 2021 – als die Inflation deutlich anzog – in jedem einzelnen Fall übertroffen.

Seit 1990 erzielten Makro-Hedgefonds in Quartalen, in denen Aktien- und Anleiherenditen fielen, eine annualisierte Rendite von durchschnittlich 3 %, während ein 60/40-Portfolio im Schnitt 14 % verlor. Heute profitieren Hedgefonds-Strategien von verbesserten Marktdynamiken: Die Streuung der Aktienrenditen ist höher, die implizite Korrelation niedriger und das idiosynkratische Risiko größer. Das heißt, mehr Wertpapiere bewegen sich aus individuellen Gründen nach oben oder unten. (Systemisches Risiko bedeutet das Gegenteil, nämlich dass Wertpapiere als Gruppe agieren.) Für erfahrene Manager schafft ein höheres idiosynkratisches Risiko ein fruchtbaren Umfeld für die Titelauswahl.

Sowohl liquide Alternativen als auch Hedgefonds bieten Zugang zu unterschiedlichen Anlageklassen und Techniken (z. B. Arbitrage und notleidende Wertpapiere, die in Standardportfolios meist nicht verfügbar sind). So ermöglichen sie die Erschließung nicht-traditioneller Renditequellen. Aktuell sind wir besonders überzeugt von Relative-Value- und diskretionären Makrostrategien, bei denen die Auswahl des Managers entscheidend für den Portfolioerfolg ist.

Angesichts des Potenzials für ein hartnäckigeres und volatileres Inflationsumfeld sollten Investoren unserer Ansicht nach den Fokus auf Anlagen legen, die eine geringere Volatilität als Aktien aufweisen, aber eine positive Korrelation zur Inflation haben. Ein solcher Ansatz hilft, die Kaufkraft zu erhalten, Rückschläge abzufedern und die Portfolios insgesamt widerstandsfähiger zu machen. Die wohl schwierigste Allokation für Anleger ist jene, die auch in einem Umfeld mit anhaltender Inflation und nachlassendem Wachstum gut abschneidet. Historische Beispiele zeigen, dass Gold und breit diversifizierte Hedgefonds-Strategien hier die vielversprechendsten Ergebnisse liefern.

Selbst im Basisszenario, in dem die Zentralbanken die Inflation nahe am Ziel verankern, bieten die potenziellen Renditen dieser Strategien einen sinnvollen Weg für das Risikomanagement. Innerhalb der Aktienmärkte könnte eine steilere Zinskurve den Banken zugutekommen, die weiterhin zu unseren bevorzugten Sektoren zählen.

Bewerten Sie die spezifischen Eigenschaften der einzelnen Anlagen und überlegen Sie, wie sie andere Positionen im Portfolio ergänzen oder eben nicht. Wenig korrelierte Hedgefonds und liquide Alternativen weisen im Vergleich zu klassischen Fixed-Income-Instrumenten sehr unterschiedliche Liquiditäts- und Volatilitätsprofile auf. Daher empfehlen wir, dass das Engagement in diesen Anlageformen insgesamt nicht mehr als 25 % der traditionellen Fixed-Income-Allokation ausmacht.

72 U.S. Energy Information Administration. *U.S. energy facts explained*. Stand der Daten: 2023.

73 MSCI, Bloomberg. Daten basieren auf Verfügbarkeit per Juni 2025.

74 MSCI. Aktuellste verfügbare Daten per Juni 2025.

75 J.P. Morgan Asset Management–Real Estate Americas. Stand der Daten: 31. Dezember 2024.

UM DAS INFLATIONSRISIKO ZU MINDERN, SOLLTEN ANLEGER ERWÄGEN, IHREN FOKUS AUF ROHSTOFFE, SACHWERTE UND BESTIMMTE ALTERNATIVE STRATEGIEN ZU LEGEN

Volatilität

25%

20

15

10

5

0

Korrelation zur Inflation

Europ. Large-Caps

US-Small-Caps

●

Schwellenländeraktien

US-Mid-Caps

Gold

US-Large-Caps

US-Hochzinsanleihen

Globale Staatsanleihen

US-Investment-Grade-Anleihen

US-Kommunalanleihen

Liquidität

Private Equity

Direktkredite

Infrastruktur

Leveraged Loans

Makro-Hedgefonds

Diversifizierte Hedgefonds

Gewerbehypotheken

US-Kernimmobilien

● 2014

● 2024e

● 2024e

● 2024e

● 2024e

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

Fazit: Eine neue Ära für Investoren

Investoren betreten eine neue Ära, die sowohl Chancen als auch Herausforderungen birgt. KI steht für eine tiefgreifende Transformation, bringt aber auch Risiken wie Überinvestition, übermäßige Euphorie und Umwälzungen am Arbeitsmarkt mit sich. Die Globalisierung weicht einer Fragmentierung, wodurch widerstandsfähige Lieferketten und kritische Ressourcen an Bedeutung gewinnen. Die Inflation bleibt – wenn auch weniger sichtbar – eine beständige Bedrohung für die langfristige Kaufkraft.

Mit gezielter Planung, gründlicher Analyse und der Reichweite unserer globalen Plattform können wir Ihnen helfen, diese Veränderungen zu meistern und strukturellen Wandel in strategische Vorteile für Sie und Ihre Familie zu verwandeln.



Mission

Die Global Investment Strategy Group bietet branchenführende Einblicke und Anlageberatung, um unseren 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 Investment Sales & Trading

Stephen Parker

Co-Head of Global Investment Strategy

Grace Peters

Co-Head of Global Investment strategy

Anton Pil

Head of Global Alternative Solutions

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY GROUP

Elyse Ausenbaugh

Global Investment Strategist

Christopher Baggini

Global Head of Equity Strategy

Weiheng Chen

Senior APAC Strategist

Nur Cristiani

Head of LatAm Investment Strategy

Madison Faller

Senior EMEA Strategist

Stephen Jury

Global Commodity Strategist

Jacob Manoukian

Head of U.S. Investment Strategy

Joe Seydl

Senior Markets Economist

Sitara Sundar

Head of Alternative Investment Strategy

Brigid Whelan

Head of Investment Content Strategy

Alex Wolf

Global Head of Macro & FICC Strategy

Erik Wytenus

Head of EMEA Investment Strategy

Samuel Zief

Senior Macro & FX Strategist

DEFINITIONEN UND WICHTIGE INFORMATIONEN

Anmerkung: Indizes dienen nur zur Veranschaulichung. Sie sind keine Anlageprodukte und kommen für eine direkte Anlage nicht infrage. Indizes eignen sich naturgemäß schlecht als Indikator oder Vergleichsgröße.

Wenn nicht anders angegeben, lauten alle Indizes auf US-Dollar.

Bloomberg Euro Aggregate Government–Treasury (7-10Y)

Index: Misst die Performance auf Euro lautender Staatsanleihen, die von Ländern der Eurozone mit Fälligkeiten zwischen sieben und zehn Jahren ausgegeben wurden. Der Index dient als Benchmark für mittelfristige Anlagen in Staatsanleihen in der Eurozone.

Bloomberg Global Aggregate Index: Eine umfassende Benchmark für globale festverzinsliche Investment-Grade-Anleihen, die die Indizes US Aggregate, Pan-European Aggregate und Asian-Pacific Aggregate enthält. Sie umfasst eine große Bandbreite an standardmäßigen und maßgeschneiderten Teilindizes, die nach Liquidität, Sektor, Qualität und Fälligkeit kategorisiert sind.

Bloomberg US Aggregate Bond Index: Eine umfassende Benchmark für festverzinsliche steuerpflichtige Investment-Grade-Anleihen in US-Dollar aus den USA. Sie umfasst steuerpflichtige Anleiheemissionen mit einem Rating von mindestens BBB, einer Fälligkeit von mindestens einem Jahr und einem ausstehenden Nennwert von mindestens 100 Mio. US-Dollar. Der Index umfasst Staatsanleihen, Anleihen staatsnaher Unternehmen und andere Unternehmensanleihen, MBS (festverzinsliche Pass-Throughs von staatlichen Emittenten), ABS und CMBS (staatliche und nicht-staatliche Emittenten).

Bloomberg US Aggregate Corporate High Yield Index: Ein Index, der die Performance von hochverzinslichen, festverzinslichen Unternehmensanleihen in US-Dollar abbildet. Er umfasst Wertpapiere mit einem Rating von Ba1/BB+/BB+ oder niedriger von Moody's, Fitch und S&P, ausgenommen Anleihen von Emittenten, die von Bloomberg Schwellenländern zugeordnet werden.

Bretton Woods (Bretton Woods Agreement): Ein wegweisendes internationales Finanzabkommen aus dem Jahr 1944, das ein System fester Wechselkurse schuf und zur Gründung des Internationalen Währungsfonds (IWF) und der Weltbank führte. Das System zielte darauf ab, nach dem Zweiten Weltkrieg die globale wirtschaftliche Stabilität und Zusammenarbeit zu fördern, wurde jedoch in den 1970er Jahren durch flexible

Wechselkurse ersetzt.

Investitionsausgaben (Capex): Bezieht sich auf die finanziellen Mittel, die ein Unternehmen für den Erwerb oder die Modernisierung von Sachanlagen wie Immobilien, Industriegebäuden oder Ausrüstung bereitstellt. Diese Ausgaben dienen häufig dazu, neue Projekte oder Investitionen zu lancieren und so den langfristigen Wert des Unternehmens zu steigern.

Cloud-Computing: Die Bereitstellung von Computerdiensten, wie Speicherplatz, Software und Rechenleistung, über das Internet („die Cloud“) statt über lokale Server oder persönliche Geräte. Cloud-Computing ermöglicht es Benutzern und Unternehmen, bei Bedarf auf technologische Ressourcen zuzugreifen, wobei sie oft nur für das bezahlen, was sie tatsächlich nutzen. Außerdem fördert Cloud-Computing die Flexibilität und Skalierbarkeit.

EBITDA: Steht für „Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization“ (Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen) und ist eine Kennzahl, die zur Messung der operativen Rentabilität und des Cashflows eines Unternehmens verwendet wird. Die Kennzahl wird berechnet, indem man Zinsen, Steuern und Abschreibungen wieder zum Nettoergewinn hinzurechnet.

European Union Labor Productivity Index: Misst die Arbeitseffizienz in der EU durch die Bewertung der realen Arbeitnehmerentgelte pro Arbeitnehmer. Dieser Index bewertet, wie effektiv der Arbeitseinsatz zur Wirtschaftsleistung beiträgt, und liefert Einblicke in die Wirtschaftsleistung und Wettbewerbsfähigkeit der Region.

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

G-7 („Gruppe der Sieben“): Ein informelles Forum von sieben großen Industrieländern: Kanada, Frankreich, Deutschland, Italien, Japan, Vereinigtes Königreich und USA. Die Gruppe trifft sich regelmäßig, um Wirtschaftspolitik, globale Themen und die internationale Zusammenarbeit zu besprechen und sich in diesen Bereichen abzustimmen.

MSCI Global Private Quarterly Infrastructure Asset Index: Bildet die Performance von weltweiten Anlagen in private Infrastruktur, z. B. Transport, Energie und Versorger, ab. Der Index wird vierteljährlich aktualisiert und bietet Anlegern einen Maßstab für die Renditen und Trends auf dem globalen Markt für private Infrastruktur. Er spiegelt Veränderungen der

DEFINITIONEN UND WICHTIGE INFORMATIONEN

Vermögenswerte und Erträge wider, die aus diesen wichtigen Einrichtungen generiert werden.

NASDAQ (USA): Der NASDAQ ist eine große US-Börse, die für ihre elektronische Handelsplattform bekannt ist und sich auf Technologie- und wachstumsorientierte Unternehmen konzentriert. Der NASDAQ-100-Index umfasst 100 der größten an dieser Börse notierten Nicht-Finanzunternehmen und ist somit ein wichtiger Indikator für die Performance des Technologiesektors.

OECD (Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung): Eine internationale Organisation, die überwiegend Industrieländer angehören und die sich für die Förderung von Maßnahmen zur Verbesserung des wirtschaftlichen und sozialen Wohlergehens weltweit einsetzt. Die OECD bietet Forschung, Analysen und eine Plattform für Regierungen, um bei Themen wie Wachstum, Handel, Bildung und Regierungsführung zusammenzuarbeiten.

Personal Consumption Expenditures (PCE) Index: Eine umfassende Benchmark der Preise, die von oder im Namen von US-Bürgern für Güter und Dienstleistungen gezahlt werden. Sie erfasst die Inflation oder Deflation für eine große Bandbreite von Verbraucherausgaben und spiegelt Veränderungen des Konsumverhaltens wider.

Vorzugsaktien: Eine Art von Aktie, die in der Regel feste Dividenden zahlt und im Falle einer Unternehmensliquidation Vorrang vor Stammaktien hat. Vorzugsaktien gewähren in der Regel keine Stimmrechte, bieten Anlegern jedoch besser vorhersehbare Erträge und mehr Anspruch auf Vermögenswerte als Stammaktien.

S&P 500®: Dieser Index gilt weithin als wichtigster Gradmesser für den US-Aktienmarkt und umfasst 500 führende Unternehmen aus allen wichtigen Branchen. Der Schwerpunkt liegt auf dem Large-Cap-Segment. Der Index bildet etwa 80% der gesamten Marktkapitalisierung ab und ist somit ein wichtiger Indikator für die allgemeine Marktentwicklung.

SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication):

Ein globales Nachrichtenübermittlungsnetzwerk, das von Banken und Finanzinstituten zur sicheren Übermittlung von Informationen und Anweisungen für Zahlungen und andere Transaktionen genutzt wird. SWIFT übermittelt selbst kein Geld, sondern ermöglicht eine schnelle, standardisierte Kommunikation zwischen Finanzinstituten weltweit.

Rendite auf zehnjährige US-Treasuries: Die Zinsen, die die US-Regierung auf ihre zehnjährige Staatsanleihe zahlt. Diese Rendite dient als wichtige Benchmark für andere Zinsen und spiegelt die Anlegerstimmung hinsichtlich der zukünftigen Wirtschaftsbedingungen und der Inflation wider.

U.S. Labor Productivity Index: Misst die Arbeitseffizienz im nichtlandwirtschaftlichen Unternehmenssektor der USA durch Berechnung der realen Produktion pro geleisteter Arbeitsstunde. Dieser Index spiegelt wider, wie effektiv Arbeitseinsätze in Wirtschaftsleistung umgewandelt werden, und dient als wichtiger Indikator für Produktivität und Wirtschaftsleistung.

JPMAM Long-Term Capital Market Assumptions (Langfristige Kapitalmarktannahmen von JPMAM)

Aufgrund der Komplexität von Risiko-Rendite-Profilen empfehlen wir unseren Kunden, sich bei der Festlegung strategischer Allokationen sowohl auf ihr Urteilsvermögen als auch auf quantitative Optimierungsansätze zu verlassen. Bitte beachten Sie, dass alle dargestellten Informationen auf qualitativen Analysen beruhen. Wir raten davon ab, sich ausschließlich auf die oben genannten Informationen zu stützen. Diese Informationen sind nicht als Empfehlung zur Investition in eine bestimmte Anlageklasse oder Strategie oder als Zusage einer zukünftigen Wertentwicklung zu verstehen. Wir weisen darauf hin, dass diese Annahmen bezüglich der Anlageklassen und Strategien rein passiver Natur sind; die Auswirkungen einer aktiven Verwaltung sind darin nicht berücksichtigt. Verweise auf zukünftige Erlöse bringen weder eine Zusage noch eine Schätzung der tatsächlichen Renditen zum Ausdruck, die ein Kundenportfolio möglicherweise erzielen wird. Annahmen, Meinungen und Schätzungen dienen lediglich der Veranschaulichung. Sie sollten nicht als Empfehlungen zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren aufgefasst werden. Prognosen zu Finanzmarkttrends basieren auf den aktuellen Marktbedingungen. Sie stellen unsere persönliche Einschätzung dar und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Wir halten die hier genannten Angaben für verlässlich, übernehmen jedoch keinerlei Gewähr für ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit. Dieses Material dient nur zur Information. Es ist nicht als buchhalterische, rechtliche oder steuerliche Beratung gedacht und sollte nicht dafür herangezogen werden. Die Ergebnisse der Annahmen sind lediglich zur Veranschaulichung bzw. zu Diskussionszwecken aufgeführt und unterliegen erheblichen Einschränkungen. Die Schätzungen zur „erwarteten“ oder „Alpha-Rendite“ sind mit Unsicherheiten und Fehlern verbunden. Beispielsweise führen Veränderungen der historischen Daten, auf deren Grundlage die Schätzung erfolgt, zu unterschiedlichen Auswirkungen auf die Renditen der Anlageklassen. Die Renditeerwartungen für die einzelnen Anlageklassen hängen von einem wirtschaftlichen Szenario ab. Falls das Szenario eintritt, könnten die tatsächlichen Renditen höher oder niedriger ausfallen, was in der Vergangenheit bereits zu beobachten war. Daher sollte ein Anleger nicht davon ausgehen, ähnliche Renditen zu erzielen wie die hier gezeigten Ergebnisse. Verweise auf zukünftige Renditen in Bezug auf Strategien zur Asset-Allokation oder Anlageklassen stellen keine Zusagen der tatsächlichen Renditen dar, die ein Kundenportfolio möglicherweise erzielen wird. Aufgrund der inhärenten Einschränkungen aller Modelle sollten sich potenzielle Anleger bei ihrer Entscheidung nicht ausschließlich auf das Modell verlassen.

Das Modell kann die möglichen Auswirkungen wirtschaftlicher, marktspezifischer und sonstiger Faktoren auf die Umsetzung und das laufende Management eines tatsächlichen Anlageportfolios nicht berücksichtigen. Im Gegensatz zu den tatsächlichen Portfolioergebnissen spiegeln die Ergebnisse des Modells keine Einflüsse durch den eigentlichen Handel, Liquiditätsbeschränkungen, Gebühren, Aufwendungen, Steuern und andere Faktoren wider, die sich in den zukünftigen Renditen niederschlagen könnten. Die Modellannahmen sind rein passiv – die Auswirkungen einer aktiven Verwaltung werden darin nicht berücksichtigt. Die Fähigkeit eines Managers, ähnliche Ergebnisse zu erzielen, hängt von Risikofaktoren ab, die der Manager möglicherweise nicht oder nur begrenzt kontrollieren kann. Die hier enthaltenen Einschätzungen sind nicht als Beratung oder Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Anlagen in einer Gerichtsbarkeit zu verstehen, noch stellen sie eine Verpflichtung von J.P. Morgan Asset Management oder einer seiner Tochtergesellschaften dar, sich an einer der hier angegebenen Transaktionen zu beteiligen. Alle dargelegten Prognosen, Zahlen, Meinungen oder Anlagetechniken und -strategien dienen nur zu Informationszwecken. Sie beruhen auf bestimmten Annahmen und den aktuellen Marktbedingungen und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Alle hierin enthaltenen Informationen gelten zum Zeitpunkt der Erstellung als korrekt. Dieses Material enthält keine ausreichenden Informationen, um als Grundlage für eine Anlageentscheidung zu dienen. Es sollte nicht herangezogen werden, um die Vorteile einer Anlage in Wertpapiere oder Produkte zu beurteilen. Nutzer sollten darüber hinaus eine unabhängige Bewertung der rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen, kreditbezogenen und buchhalterischen Auswirkungen vornehmen und gemeinsam mit ihrem eigenen Finanzexperten feststellen, ob eine hier angegebene Anlage im Hinblick auf ihre persönlichen Ziele für angemessen erachtet wird. Anleger sollten alle verfügbaren relevanten Informationen einholen, bevor sie eine Anlage tätigen. Anlagen sind mit Risiken verbunden. Der Wert von Kapitalanlagen sowie der damit erzielte Ertrag können Schwankungen unterliegen, die von den jeweiligen Marktbedingungen und Steuerabkommen abhängen. Anleger erhalten das investierte Kapital unter Umständen nicht in vollem Umfang zurück. Sowohl die Wertentwicklung als auch die Erträge der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung.

WICHTIGE INFORMATIONEN

Wichtige Risiken

Hochzinsanleihen (mit Ratings von BB+/Ba1 oder darunter) sind mit einem höheren Risiko verbunden, da ihre Bonität unterhalb des Investment Grade liegt oder sie möglicherweise gar kein Rating aufweisen, was auf ein höheres Risiko eines Zahlungsausfalls des Emittenten hindeutet. Darüber hinaus besteht bei Hochzinsanleihen im Vergleich zu Investment-Grade-Anleihen ein höheres Risiko einer Herabstufung der Bonität. Alternative Anlagen bergen höhere Risiken als klassische Anlagen und sind nur für erfahrene Investoren geeignet.

Angesichts ihrer höheren Risiken sollte nicht ausschließlich in alternative Anlagen investiert werden. Sie sind im Allgemeinen steuerlich nicht effizient und vor der Anlage sollte ein Steuerberater zu Rate gezogen werden. Alternative Anlagen haben höhere Gebühren als herkömmliche Anlagen, und sie können auch stark gehebelt oder spekulativ sein, weshalb die Gewinne und Verluste potenziell höher ausfallen. Der Wert der Anlage kann sowohl steigen als auch fallen. Investoren erhalten den angelegten Betrag möglicherweise nicht in vollem Umfang zurück. Strukturierte Produkte umfassen Derivate. Wir raten von einer Anlage in diesen Produkten ab, wenn Sie die verbundenen Risiken nicht vollständig verstehen und nicht bereit sind, diese einzugehen. Zu den häufigsten Risiken gehören unter anderem das Risiko ungünstiger oder unerwarteter Marktentwicklungen, das Bonitätsrisiko des Emittenten, das Risiko einer fehlenden einheitlichen Standardpreisbildung, das Risiko unerwünschter Ereignisse im Zusammenhang mit zugrunde liegenden Referenzobligationen, das Risiko hoher Volatilität, das Risiko von Illiquidität bzw. einem geringen bis nicht vorhandenen Sekundärmarkt sowie Interessenkonflikte. Vor der Anlage in ein strukturiertes Produkt sollten Investoren das begleitende Angebotsdokument, den Prospekt oder den Prospektnachtrag lesen, um die jeweiligen Bedingungen und wesentlichen Risiken zu verstehen, die mit jedem einzelnen strukturierten Produkt verbunden sind. Alle Zahlungen auf ein strukturiertes Produkt unterliegen dem Bonitätsrisiko des Emittenten und/oder Garantiegebers. Investoren können ihre gesamte Anlage verlieren, d. h. einen unbegrenzten Verlust erleiden. Die oben aufgeführten Risiken sind nicht vollständig. Für eine umfassendere Liste der Risiken, die mit diesem speziellen Produkt verbunden sind, wenden Sie sich bitte an Ihr J.P. Morgan Team. Falls Sie Fragen bezüglich der mit dem Produkt verbundenen Risiken haben, können Sie diese mit dem Intermediär klären oder eine unabhängige professionelle Beratung einholen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren.

Anlagen in Schwellenländer eignen sich unter Umständen nicht für jeden Anleger. Die Schwellenländer sind mit einem höheren Risiko und mehr Volatilität verbunden. Änderungen der Wechselkurse sowie Bilanzierungs- und Steuerunterschiede außerhalb der USA können die Erträge positiv oder negativ beeinflussen. Einige ausländische Märkte sind möglicherweise politisch und wirtschaftlich weniger stabil als die USA oder andere Länder. Anlagen in Schwellenländern können stärkeren Schwankungen unterliegen.

Rohstoffanlagen können eine größere Volatilität aufweisen als Anlagen in traditionelle Wertpapiere. Der Wert von Rohstoffen kann durch Veränderungen der allgemeinen Marktbewegungen, die Volatilität von Rohstoffindizes, Zinsänderungen oder Faktoren, die sich auf eine bestimmte Branche oder einen bestimmten Rohstoff auswirken, wie Dürre, Überschwemmungen, Wetterbedingungen, Tierseuchen, Embargos, Zölle und internationale wirtschaftliche, politische und regulatorische Entwicklungen, beeinflusst werden. In Rohstoffe zu investieren, bietet die Chance auf höhere Erträge, birgt aber auch ein höheres Verlustrisiko. Nicht alle Optionsstrategien sind für alle Investoren geeignet. Bestimmte Strategien können Investoren erheblichen potenziellen Risiken und Verlusten aussetzen. Den Investoren wird dringend geraten, sorgfältig abzuwägen, ob Optionen bzw. optionsbezogene Produkte oder Strategien für ihre Bedürfnisse geeignet sind.

NUR ZU INFORMATIONSZWECKEN – Virtuelle Währungen jeglicher Art werden von J.P. Morgan Securities LLC nicht empfohlen. J.P. Morgan Securities LLC bietet keine Beratung zu diesen Währungen und beteiligt sich auch nicht an der Übermittlung, dem Verkauf oder dem Handel mit diesen Währungen. **BITTE BEACHTEN:** J.P. Morgan Securities LLC vermittelt, schürt, überträgt, verwahrt, speichert, verkauft, tauscht, kontrolliert und verwaltet keinerlei virtuelle Währungen und gibt auch keinerlei virtuelle Währungen aus. Dazu zählt jegliche Art von digitalen Einheiten, die als Tauschmittel oder Form digital gespeicherter Werte verwendet werden.

WICHTIGE INFORMATIONEN

Prognosen und die Wertentwicklung der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. Wichtige Informationen finden Sie im Abschnitt „Definitionen und Wichtige Informationen“. Alle genannten Unternehmen dienen nur zur Veranschaulichung und sind in diesem Kontext nicht als Empfehlung oder Befürwortung seitens J.P. Morgan zu verstehen. Sämtliche Markt- und Wirtschaftsdaten entsprechen dem Stand vom Oktober 2025 und wurden von Bloomberg Finance L.P. und FactSet bezogen (soweit nicht anders angegeben).

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

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

ALLGEMEINE RISIKEN & ÜBERLEGUNGEN

Die hierin beschriebenen Einschätzungen, Strategien und Produkte eignen sich möglicherweise nicht für alle Anleger und können mit Risiken verbunden sein. **Die Anleger erhalten unter Umständen weniger als ihren ursprünglichen Anlagebetrag zurück, und die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Ergebnisse.** Die Anlageallokation bzw. Diversifizierung ist keine Garantie für einen Gewinn oder eine Absicherung gegen Verluste. Der Inhalt dieses Dokuments sollte nicht als alleinige Grundlage für Anlageentscheidungen verwendet werden. Wir raten Ihnen dringend, sorgfältig abzuwagen, 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 UND 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 Fondsdiensleistungen.

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, Luxemburg, ausgegeben. Diese ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen und wird von der BaFin, der deutschen Zentralbank (Deutsche Bundesbank) und der Europäischen Zentralbank (EZB) gemeinsam beaufsichtigt; J.P. Morgan SE – Luxembourg Branch steht ferner unter Aufsicht der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) und ist unter R.C.S Luxembourg B255938 eingetragen. In **Großbritannien** werden diese Unterlagen von **J.P. Morgan SE – London Branch** mit Geschäftssitz 25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP ausgegeben. Diese ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen und wird von der BaFin, der deutschen Zentralbank (Deutsche Bundesbank) und der Europäischen Zentralbank (EZB) gemeinsam beaufsichtigt; J.P. Morgan SE – London Branch steht ferner unter Aufsicht der Financial Conduct Authority und der Prudential Regulation Authority. In **Spanien** werden diese Unterlagen von **J.P. Morgan SE, Sucursal en España** mit Geschäftssitz Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Spanien, ausgegeben. Diese ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen und wird von der BaFin, der deutschen Zentralbank (Deutsche Bundesbank) und der Europäischen Zentralbank (EZB) gemeinsam beaufsichtigt; J.P. Morgan SE, Sucursal en España steht ferner unter Aufsicht der spanischen

DEFINITIONEN UND WICHTIGE INFORMATIONEN

Börsenaufsichtsbehörde (CNMV) und ist bei der Bank von Spanien als Zweigniederlassung von J.P. Morgan SE unter der Nummer 1567 eingetragen. In **Italien** werden diese Unterlagen von **J.P. Morgan SE - Milan Branch** mit Geschäftssitz Via Cordusio, n.3, Milan 20123, Milano 20123, Italien, ausgegeben. Diese ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen und wird von der BaFin, der deutschen Zentralbank (Deutsche Bundesbank) und der Europäischen Zentralbank (EZB) gemeinsam beaufsichtigt; J.P. Morgan SE - Milan Branch steht ferner unter Aufsicht der Bank von Italien und der Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) und ist bei der Bank von Italien als Zweigniederlassung von J.P. Morgan SE unter der Nummer 8075 eingetragen. Eingetragene Nummer bei der Mailänder Handelskammer: REA MI - 2536325. In den **Niederlanden** werden diese Unterlagen von **J.P. Morgan SE - Amsterdam Branch** mit Geschäftssitz im World Trade Centre, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, Niederlande, ausgegeben. Diese ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen und wird von der BaFin, der deutschen Zentralbank (Deutsche Bundesbank) und der Europäischen Zentralbank (EZB) gemeinsam beaufsichtigt; J.P. Morgan SE - Amsterdam Branch steht ferner unter Aufsicht von De Nederlandsche Bank (DNB) und der Autoriteit Financiële Markten (AFM) in den Niederlanden. Eingetragen bei der Kamer van Koophandel als Zweigniederlassung von J.P. Morgan SE unter der Registernummer 72610220. In **Dänemark** werden diese Unterlagen von **J.P. Morgan SE - Copenhagen Branch, filial af J.P. Morgan SE, Tyskland** mit Geschäftssitz in Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Dänemark, ausgegeben. Diese ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen und wird von der BaFin, der deutschen Zentralbank (Deutsche Bundesbank) und der Europäischen Zentralbank (EZB) gemeinsam beaufsichtigt; J.P. Morgan SE - Copenhagen Branch, filial af J.P. Morgan SE, Tyskland steht ferner unter Aufsicht der Finanstilsynet (dänische Finanzmarktaufsicht) und ist bei der Finanstilsynet als Zweigniederlassung von J.P. Morgan SE unter der Nummer 29010 eingetragen. In **Schweden** werden diese Unterlagen von **J.P. Morgan SE - Stockholm Bankfilial** mit Geschäftssitz in Hamngatan 15, Stockholm, 11147, Schweden, ausgegeben. Diese ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen und wird von der BaFin, der deutschen Zentralbank (Deutsche Bundesbank) und der Europäischen Zentralbank (EZB) gemeinsam beaufsichtigt; J.P. Morgan SE - Stockholm Bankfilial steht ferner unter Aufsicht der Finansinspektionen (schwedische Finanzmarktaufsicht) und ist bei der Finansinspektionen als Zweigniederlassung von J.P. Morgan SE eingetragen. In **Belgien** werden diese Unterlagen von **J.P. Morgan SE - Geschäftsstelle Brüssel** mit Geschäftssitz in 35 Boulevard du Régent, 1000 Brüssel, Belgien. Diese ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen und wird von der BaFin, der Deutschen Bundesbank und der Europäischen Zentralbank (EZB) gemeinsam beaufsichtigt. Die J.P. Morgan SE - Geschäftsstelle Brüssel steht ferner in Belgien unter der

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

In **Hongkong** werden diese Unterlagen von **JPMCB, Hong Kong Branch** ausgegeben. Die JPMCB-Niederlassung in Hongkong wird von der Hong Kong Monetary Authority und der Securities and Futures Commission of Hong Kong reguliert. In Hongkong werden Ihre personenbezogenen Daten nach Erhalt Ihres kostenlosen Widerrufs nicht mehr für unsere Marketingzwecke verwendet. In **Singapur** werden diese Unterlagen von **JPMCB, Singapore Branch** ausgegeben. Die JPMCB-Niederlassung in Singapur wird von der Monetary Authority of Singapore reguliert. Handels- und Beratungsdienstleistungen sowie die Vermögensverwaltung mit Verwaltungsmandat werden Ihnen von der JPMCB-Niederlassung in Hongkong/Singapur (wie Ihnen mitgeteilt wurde) bereitgestellt. Banking- und Depotbankdienstleistungen werden Ihnen von JPMCB, Niederlassung Hongkong/Singapur (wie Ihnen mitgeteilt wurde) bereitgestellt. In Bezug auf Unterlagen, bei denen es sich gemäß dem Securities and Futures Act und dem Financial Advisers Act um Produktwerbung handelt, wurde dieses Werbematerial von der Monetary Authority of Singapore nicht überprüft. JPMorgan Chase Bank, N.A. ist ein nationaler Bankenverband, der gemäß den Gesetzen der Vereinigten Staaten zugelassen wurde. Als Körperschaft ist die Haftung der Gesellschafter beschränkt.

DEFINITIONEN UND WICHTIGE INFORMATIONEN

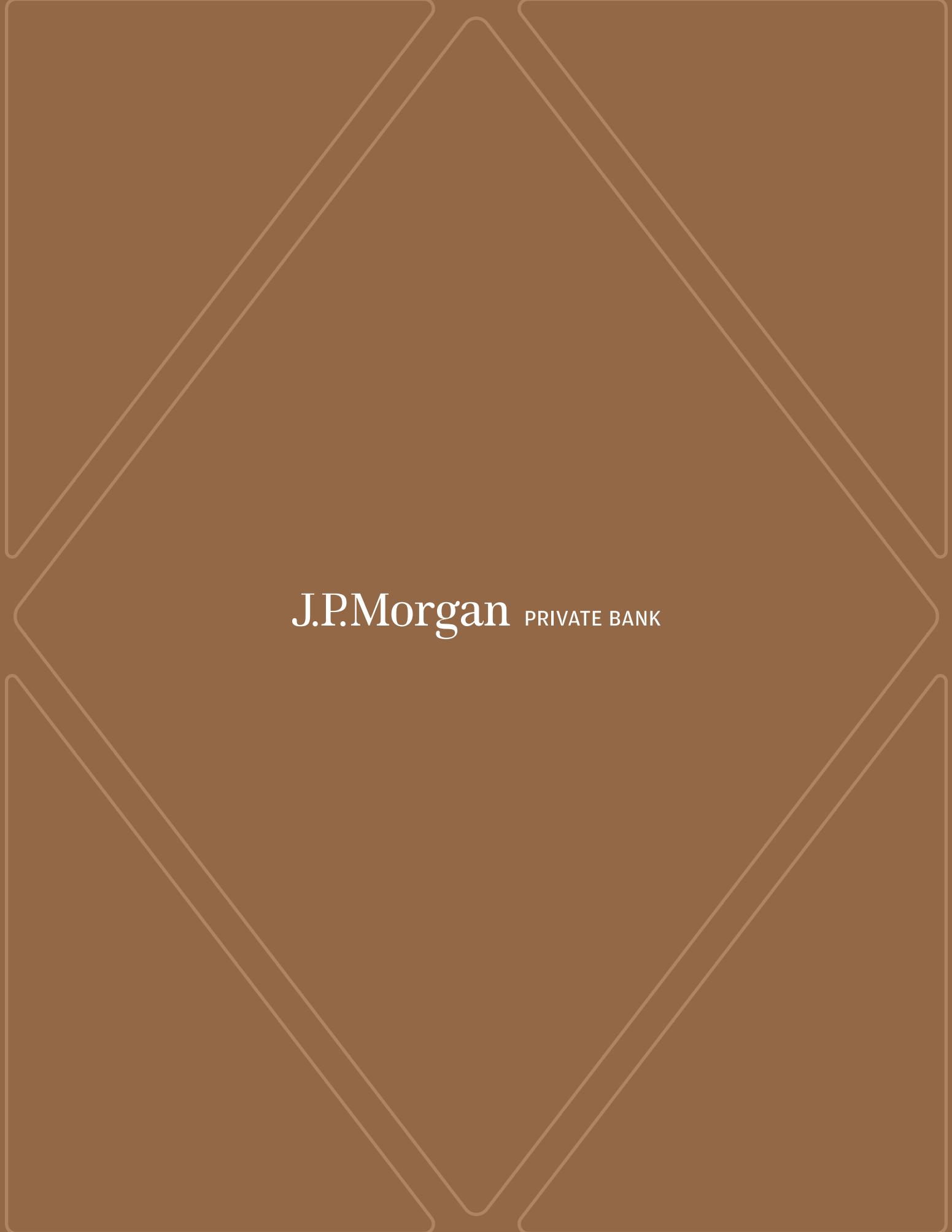
Sie ist als ausländische Gesellschaft in Australien unter der australischen Registrierungsnummer (Australian Registered Body Number, ARBN) 074 112 011 eingetragen.

In **Lateinamerika** kann die Ausgabe dieser Unterlagen in bestimmten Gerichtsbarkeiten eingeschränkt sein. Wir bieten Ihnen unter Umständen Wertpapiere oder andere Finanzinstrumente an und/oder verkaufen Ihnen Wertpapiere oder andere Finanzinstrumente, die möglicherweise nicht gemäß den Wertpapiergegesetzten 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 Finanzinstrumentes in Gerichtsbarkeiten auszulegen, in denen eine solche Aufforderung oder Empfehlung unrechtmäßig wäre. Ferner können derartige Wertpapiere oder Finanzinstrumente bestimmten regulatorischen und/oder vertraglichen Auflagen im Hinblick auf die anschließende Übertragung durch Sie unterliegen, und Sie sind allein dafür verantwortlich, solche Auflagen festzustellen und ihnen nachzukommen. Sofern der Inhalt dieses Dokuments Bezugnahmen auf einen Fonds enthält, darf dieser Fonds ohne die vorherige Registrierung der Wertpapiere des Fonds unter Einhaltung der Gesetze der jeweiligen Gerichtsbarkeit in keinem lateinamerikanischen Land öffentlich angeboten werden.

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

Bezugnahmen auf „J.P. Morgan“ bedeuten JPMorgan Chase & Co. sowie deren weltweite Tochtergesellschaften und verbundenen Unternehmen. „Private Bank von J.P. Morgan“ ist die Marketing-Bezeichnung für das Private-Banking-Geschäft von J.P. Morgan. Dieses Dokument ist für Ihren persönlichen Gebrauch vorgesehen und darf ohne unsere Genehmigung nicht an andere Personen weitergegeben oder für andere Zwecke als den persönlichen Gebrauch vervielfältigt werden. Wenn Sie Fragen haben oder diese Informationen künftig nicht mehr erhalten möchten, wenden Sie sich bitte an Ihren Kundenberater bei J.P. Morgan.

© 2025 JPMorgan Chase & Co. Alle Rechte vorbehalten.

A faint watermark of the J.P. Morgan Private Bank logo is visible across the page. It consists of three overlapping chevrons pointing towards the center. The top chevron is light blue, the middle is light green, and the bottom is light orange. The logo is repeated twice, once on the left side and once on the right side of the page.

J.P.Morgan PRIVATE BANK