

# Investmentausblick 2026

## Treibstoff für das Portfolio



### Autorinnen und Autoren

**Karen Ward**

Chief Market Strategist EMEA

**Tilman Galler**

Global Market Strategist

**Lucía Gutiérrez-Mellado**

Global Market Strategist

**Maria Paola Toschi**

Global Market Strategist

**Hugh Gimber**

Global Market Strategist

**Lilia Peytavin**

Global Market Strategist

**Aaron Hussein**

Global Market Strategist

**Max McKechnie**

Global Market Strategist

**Natasha May**

Global Market Analyst

**Zara Nokes**

Global Market Analyst

### Zusammenfassung

- Die globalen Märkte bleiben trotz geopolitischer Turbulenzen stabil, wobei fiskal- und geldpolitische Anreize das Wachstum in den USA, Europa und Asien ankurbeln. Wir gehen davon aus, dass sich das Wachstum im Jahr 2026 fortsetzen wird. Dabei dürften sich die Aktivitäten auf sämtliche Regionen ausweiten.
- Diese Fülle an Liquidität ist jedoch nicht ohne Risiken. Die Geschichte zeigt, dass übermäßige Konjunkturimpulse in der Regel eine von zwei Konsequenzen nach sich ziehen: Entweder Inflation oder Vermögensblasen.
- Im aktuellen Umfeld sehen wir mehrere Strategien, die Anlegerinnen und Anlegern zur Verfügung stehen. Unser Treibstoff für das Portfolio für das Jahr 2026 umfasst vier Handlungsaufforderungen:
  - Technologiekonzentration sorgfältig steuern
  - Globale Aktien gezielt diversifizieren
  - Keine Angst vor Private Markets
  - Vor Entgleisung schützen

## Wirtschaftswachstum dank geld- und fiskalpolitischer Impulse

Seit der Rückkehr von Präsident Trump ins Weiße Haus stehen Handelskonflikte wieder auf der Tagesordnung. Man hätte meinen können, dass den Märkten ein schwieriges Jahr 2025 bevorstünde. Stattdessen sieht es vielmehr so aus, als würden globale Aktien das Jahr erneut mit einem zweistelligen Plus abschließen.

Die Märkte haben verstanden, dass zwar geopolitische Feindseligkeiten die Schlagzeilen dominieren, aber auch andere Kräfte am Werk sind. Das wichtigere Thema sind die ständig zunehmenden geld- und fiskalpolitischen Impulse, die einem ohnehin schon gesunden Wirtschaftsmotor zugeführt werden.

Tatsächlich haben wir außerhalb von Rezessionen noch nie zuvor Haushaltsdefizite oder Zinssenkungen dieser Größenordnung erlebt (siehe **Abbildungen 1 und 2**).

Die US-Bürger werden die persönlichen Vorteile der fiskalischen Anreize zu spüren bekommen, wenn das Gesetz „One Big Beautiful Bill“ Anfang 2026 zu erheblichen Steuerrückerstattungen führt. Dieser Cashflow-Schub potenziert die Vermögenseffekte, die durch zweistellige Kursgewinne an den Aktienmärkten sowie durch Immobilienpreissteigerungen erzielt werden. Angesichts des starken politischen Drucks scheint es nun wahrscheinlich, dass die US-Notenbank (Fed) die Zinsen wieder auf ein „neutrales“ Niveau zurückführen wird. Dieses liegt nach Schätzung der Fed bei etwa 3%.

Zu beachten ist, dass nicht alle US-Bürger von den fiskalischen Anreizen und niedrigeren Zinssätzen profitieren, da die Ausgaben zunehmend von Haushalten mit mittlerem und hohem Einkommen und weniger von Haushalten mit niedrigem Einkommen getrieben werden. **Abbildung 3** veranschaulicht, warum die USA zuletzt als K-förmige Wirtschaft bezeichnet wurden.

Neben Privathaushalten mit mittlerem und hohem Einkommen geben auch Unternehmen viel Geld aus – insbesondere Technologieunternehmen. Die Investitionen in Höhe von Hunderten von Milliarden Dollar, von denen wir in den Gewinnmitteilungen der US-Unternehmen hören, tragen spürbar zum Wachstum der US-Wirtschaft bei.

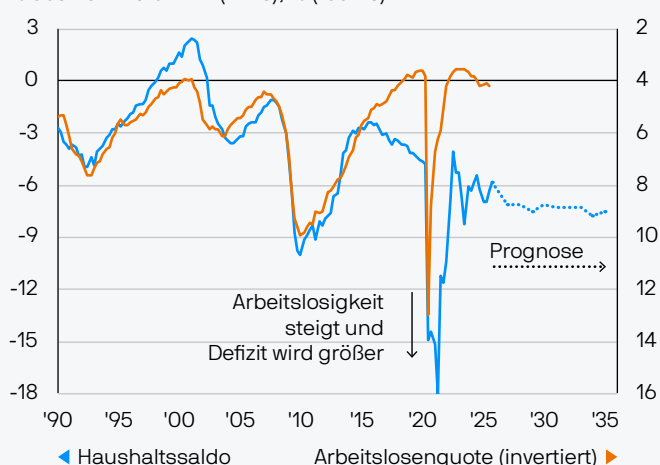
Auch in Kontinentaleuropa dürfte sich die Konjunktur im Jahr 2026 deutlich beschleunigen. Die 2025 in Deutschland angekündigten enormen fiskalischen Impulse werden sich allmählich in den Wirtschaftsdaten niederschlagen. Diese Ausgaben decken ein sehr breites Spektrum potenzieller Projekte ab, von Verteidigung über Verkehrsinfrastruktur bis hin zu Maßnahmen zur Unterstützung der Industrie. Der investitionsorientierte Charakter der deutschen Pläne dürfte sowohl die Produktionstätigkeit als auch das allgemeine Wachstum fördern.

Auch der Rest Europas will mehr für Verteidigung ausgeben und hat sich verpflichtet, die Militärausgaben bis 2035 auf 3,5% des BIP (5% einschließlich anderer damit verbundener Infrastrukturausgaben) zu erhöhen. Im Jahr 2024 beliefen sich die Verteidigungsausgaben der Europäischen Union (EU) auf 343 Mrd. EUR, was einem Anstieg von 19% gegenüber dem Vorjahr entspricht. Bis Ende 2027 sollen die Ausgaben auf 400 Mrd. EUR steigen. Die EU hat Pläne angekündigt, um den Mitgliedstaaten dabei zu helfen, dieses Ziel zu erreichen. Dazu gehört das mit 150 Mrd. EUR ausgestattete Programm „Security Action for Europe“ (SAFE), das Darlehen für Beschaffungen im Verteidigungsbereich bereitstellt. Außerdem sind Anpassungen der Fiskalregeln vorgesehen.

**Abbildung 1: Beispiellose fiskalische Anreize vor dem Hintergrund niedriger Arbeitslosigkeit in den USA...**

Haushaltssaldo und Arbeitslosenquote in den USA

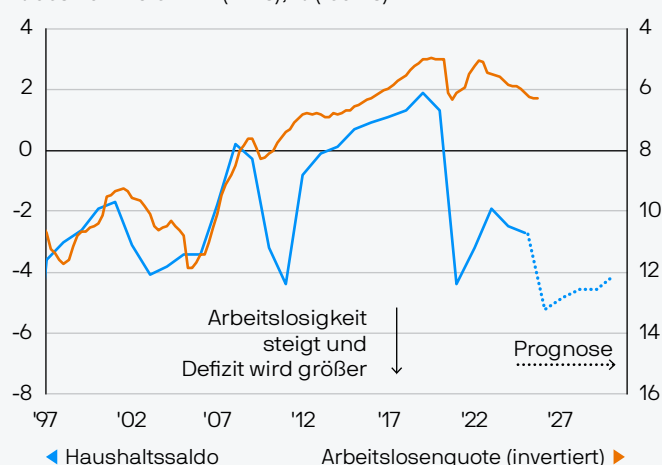
% des nominalen BIP (links); % (rechts)



**Abbildung 2: ... und nun auch in Deutschland**

Haushaltssaldo und Arbeitslosenquote in Deutschland

% des nominalen BIP (links); % (rechts)



Wie die Präsidentin der Europäischen Zentralbank (EZB), Christine Lagarde, festgestellt hat, können Verteidigungsausgaben die Produktivität steigern, wenn Forschung und Entwicklung zu Innovationen führen. Während die europäischen Verteidigungsausgaben in der Vergangenheit vor allem für Personal aufgewendet wurden, dürften sich die Pläne für die Zukunft auf die Beschaffung bei in Europa ansässigen Unternehmen konzentrieren. Das wiederum dürfte die Wirtschaftstätigkeit ankurbeln.

Anlegerinnen und Anleger sollten die Wirksamkeit der Fiskalpolitik nicht unterschätzen. Unserer Ansicht nach lässt sich das Wachstumsgefälle zwischen Europa und den USA in den letzten 15 Jahren weitgehend durch die im Vergleich zu den USA fehlenden fiskalpolitischen Impulse in Europa erklären (siehe **Abbildung 4**). Fiskalische Anreize sind auch ein Grund dafür, warum sich Südeuropa, das den größten Teil des EU-Wiederaufbaufonds erhalten hat, in den letzten Jahren so gut entwickelt hat. Die Tatsache, dass Deutschland seine Haushaltsausgaben steigert und für das Jahr 2026 ein Wachstum der staatlichen Investitionen um 20% gegenüber dem Vorjahr erwartet, ist daher eine wichtige Nachricht.

Europa profitiert zudem von geldpolitischen Anreizen. Die EZB hat die Zinsen schnell gesenkt, als die Inflationsrisiken zurückgingen. Die Wirtschaft der Eurozone reagiert nach wie vor empfindlich auf kurzfristige Zinssätze, und die bisherigen Zinssenkungen stützen weiterhin das Kreditwachstum in der Region: Sowohl die Kredite an Privathaushalte als auch die an Unternehmen sind in diesem Jahr gestiegen. Die verstärkte Aktivität auf dem Wohnungsmarkt dürfte in Deutschland zu höheren Ausgaben für Möbel und Heimwerkerbedarf führen und somit die Binnennachfrage weiter stützen.

Darüber hinaus dürfte der Handel das Wachstum in Europa im Jahr 2026 weniger stark bremsen. Die Vorverlegung europäischer Exporte vor der Einführung der US-Zölle im Frühjahr 2025 hat im weiteren Jahresverlauf zu einem Rückgang der Exporte geführt. Da dieser Effekt nun jedoch nachlässt, dürfte sich der Handel wieder normalisieren.

Deutschland, das in den letzten Jahren als der „kranke Mann Europas“ bezeichnet wurde, scheint nun endlich wieder auf Wachstumskurs zu sein.

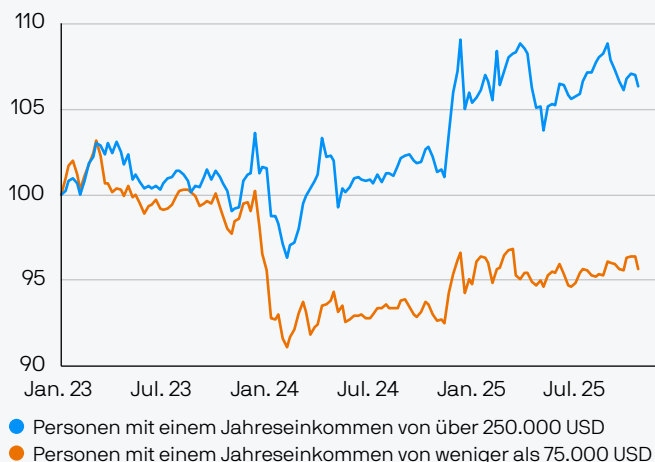
Die politische Lage in Frankreich bleibt ein Störfaktor für Europa. Schwierige Entscheidungen, darunter die Haushaltskonsolidierung, wurden inzwischen jedoch weitgehend bis zur Präsidentschaftswahl im Jahr 2027 verschoben. Es ist daher unwahrscheinlich, dass Frankreich die Erholung Europas im Jahr 2026 aus der Bahn werfen wird. Da Frankreich im Grunde „zu groß ist, um zu scheitern“, gehen wir davon aus, dass die EU Lösungen finden könnte, um den Druck zu mindern. Ein Beispiel hierfür wäre etwa das SAFE-Programm, das die Verteidigungsausgaben unter Verwendung der EU-Bilanz unterstützt.

In Großbritannien sind die Aussichten etwas weniger rosig, da sowohl die geld- als auch die fiskalpolitischen Optionen stärker begrenzt sind. Ähnlich wie in Frankreich gibt es politische Zwänge, die die Staatsausgaben einschränken. Weitere Steuererhöhungen werden daher das kurzfristige Wachstum wahrscheinlich belasten. Allerdings könnte die schwache Konjunktur endlich zu einem Rückgang der Inflation führen. Das würde es der Bank of England zumindest ermöglichen, das Bremspedal etwas zu lösen.

**Abbildung 3: Die Ausgaben in den USA werden überwiegend von einkommensstarken Gruppen getätigt**

#### Durchschnittliche wöchentliche Ausgaben nach Jahreseinkommensklasse

Vierwöchiger gleitender Durchschnitt, indexiert auf 100 zu Beginn des Jahres 2023

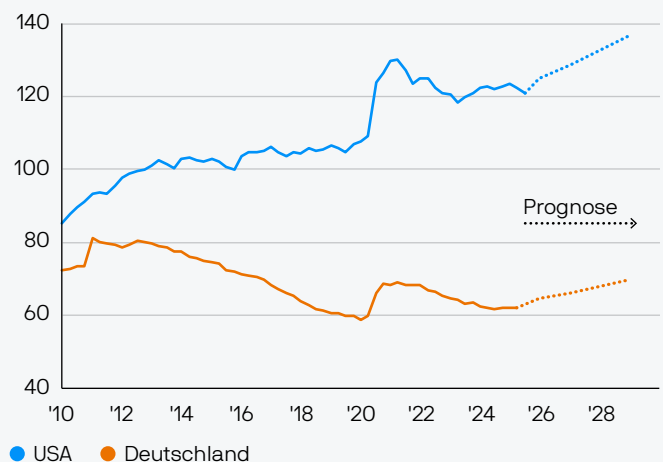


Quelle: J.P. Morgan Asset Management. Die Grafik basiert auf ausgewählten internen Daten von Chase. Stand der Daten: 31. Oktober 2025.

**Abbildung 4: Die frühere Haushaltsdisziplin Deutschlands dürfte eine wichtige Rolle bei dessen unterdurchschnittlicher Wirtschaftsleistung gespielt haben**

#### Staatsschulden

In % des nominalen BIP



Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, BEA, Eurostat, IMF, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Fremdkapital bedeutet Bruttoverschuldung zum Nennwert. Gepunktete Linien stellen IWF-Prognosen dar. Stand der Daten: 31. Oktober 2025.



Auch in Asien werden geld- und fiskalpolitische Impulse gesetzt. Die Wahl einer neuen, wachstumsorientierten Premierministerin in Japan, die sich nachdrücklich für eine weiterhin lockere Geld- und Fiskalpolitik ausspricht, hat die Aussicht auf eine deutliche Anhebung der japanischen Zinsen verringert. Damit ist die Position des Landes als Lieferant von billigem Kapital für die Welt gesichert.

China hat versucht, geldpolitische Anreize mit gezielten fiskalpolitischen Maßnahmen zu kombinieren, jedoch bis vor wenigen Monaten ohne nennenswerten Erfolg. Sowohl das Vertrauen der Unternehmen als auch das der Privathaushalte ist seit der Corona-Pandemie gedämpft, und die regulatorischen Eingriffe der Regierung im Zuge ihrer Verlagerung hin zu einer Politik des „gemeinsamen Wohlstands“ scheinen die Risikobereitschaft chinesischer Unternehmen strukturell beeinträchtigt zu haben.

Allerdings scheint sich der Ausblick für China an einem Wendepunkt zu befinden. Der Aufstieg des KI-Unternehmens DeepSeek hat der Welt einmal mehr den starken Unternehmergeist Chinas vor Augen geführt. Die Erholung chinesischer Wachstumswerte, die durch die Fortschritte von DeepSeek ausgelöst wurde, hat den gesamten chinesischen Markt beflügelt. Zusammen mit der Stabilisierung der Eigenheimpreise dürfte dies zu einer Verbesserung der Verbraucherstimmung beitragen. Auch Chinas Handel hat trotz der Schlagzeilen nicht wirklich gelitten, da chinesische Waren entweder auf andere Märkte umgeleitet oder über andere Regionen an die Verbraucherinnen und Verbraucher in den USA weitergeleitet werden (siehe **Abbildung 5**).

Insgesamt dürfte die Weltwirtschaft im Jahr 2026 wieder an Fahrt gewinnen und sich regional ausweiten, da ihrer Wachstumslokomotive mehr und mehr Treibstoff zugeführt wird.

## Mögliche Entgleisungen: Inflation

Solche beispiellosen Konjunkturmaßnahmen in „Friedenszeiten“ sind jedoch nicht ohne Risiken. Anlegerinnen und Anleger sollten diese Risiken im Auge behalten, um sicherzustellen, dass sie vom Aufschwung profitieren, ohne dabei potenzielle Probleme außer Acht zu lassen, die ihre Erträge beeinträchtigen könnten.

Die Geschichte zeigt, dass übermäßige Konjunkturmaßnahmen problematisch sein können. Entweder können sie zu steigenden Verbraucherpreisen führen – besonders problematisch in den 1970er und frühen 2020er Jahren – oder zu Vermögensblasen, wie sie in den 1920er und 1990er Jahren auftraten.

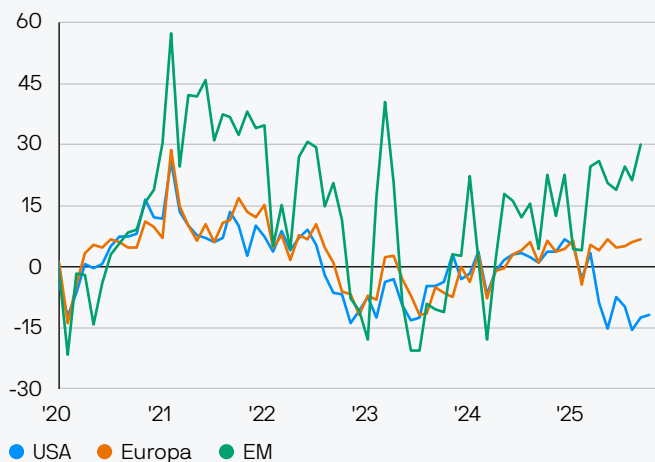
Wir haben uns zuletzt Sorgen darüber gemacht, dass sich die Inflation als problematisch erweisen könnte. Diese Sorgen dürften mittelfristig weiter bestehen bleiben. Derzeit geben jedoch ein ausreichend gedämpfter Arbeitsmarkt und moderatere Lohnforderungen den Zentralbanken die Gewissheit, dass sich ein weiterer Anstieg der Gesamtinflation nicht über höhere Inflationserwartungen und Lohnwachstum verfestigen wird.

Das Risiko für das Jahr 2026 besteht daher darin, dass die Arbeitnehmer aufgrund der zunehmenden Konjunkturdynamik mehr Selbstvertrauen entwickeln und höhere Löhne fordern. Dadurch könnte die Inflation zu einem größeren Problem werden. Uns ist bewusst, dass Ökonomen im Allgemeinen keine gute Erfolgsbilanz bei der Vorhersage von Inflationsspitzen vorweisen können. Das Ausmaß und die Dauer des Inflationsanstiegs im Jahr 2022, der sich sowohl für Aktien als auch für Anleihen als äußerst traumatisch erwies, wurden von den Konsensprognosen nicht vorhergesagt (siehe **Abbildung 6**).

**Abbildung 5: Chinas Exporte in die USA haben zwar gelitten, der Handel mit anderen Ländern hat diesen Rückgang jedoch ausgeglichen**

China-Exporte nach Zielregion

in Mrd. USD, tatsächliche Veränderung zum Vorjahr

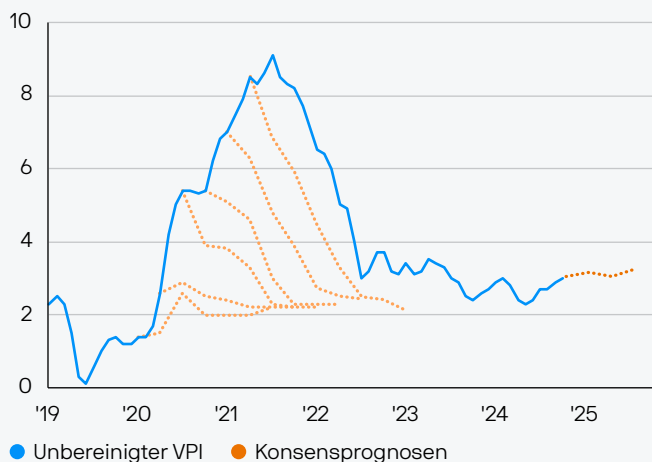


Quelle: China Customs, LSEG Datastream, National Bureau of Statistics of China, J.P. Morgan Asset Management. Stand der Daten: 31. Oktober 2025.

**Abbildung 6: Der Konsens geht zwar davon aus, dass die Inflation in den USA gedämpft bleibt, hat den letzten Anstieg jedoch nicht vorhergesagt**

USA: Unbereinigter VPI und Konsensprognosen

% Veränderung zum Vorjahr



Quelle: Bloomberg, BLS, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Stand der Daten: 31. Oktober 2025.



Sollte sich die Inflation weiter verstärken, müssten die westlichen Zentralbanken den Gedanken weiterer Zinssenkungen sicherlich zurückstellen. Manche könnten argumentieren, dass politischer Druck die Zentralbanken dazu veranlassen würde, die Lockerungsmaßnahmen trotzdem fortzusetzen. Allerdings könnten die Rentenmärkte dann hinsichtlich der Verpflichtung der Währungshüter zur Preisstabilität nervös werden, was zu höheren langfristigen Renditen führen würde.

Besonderes Augenmerk wird im Jahr 2026 auf die US-Notenbank gerichtet sein. Die Überprüfung der Präsidenten der regionalen Reservebanken im Februar und die Ablösung von Jerome Powell als Vorsitzender im Mai bieten der Trump-Regierung die Möglichkeit, erheblichen Einfluss auf die Geldpolitik auszuüben. Gelingt es der Regierung, Gouverneurin Cook aus dem Amt zu entfernen, und spielen die derzeit von Trump ernannten Mitglieder mit, besteht die Möglichkeit, dass sie alle zwölf Präsidenten der Reservebanken und drei von sieben Gouverneuren, darunter den Vorsitzenden, ernennen kann.

Dies entspricht zwar nicht unserem Kernszenario, aber sollte die Unabhängigkeit der US-Notenbank tatsächlich infrage gestellt werden, dürfte der Dollar am stärksten darunter leiden. Wir möchten die Anlegerinnen und Anleger erneut daran erinnern, ihr Währungsengagement sorgfältig zu prüfen. Denn wie bereits im Jahr 2025 kann die Entwicklung des Dollars einen wesentlichen Einfluss auf die endgültigen Erträge haben.

## Mögliche Entgleisungen: Vermögensblasen

Nicht immer schlägt sich überschüssige Liquidität in den Verbraucherpreisen nieder. Manchmal fließt sie auch in die Vermögenspreise. Angesichts der hohen Bewertungen an den Aktienmärkten sowie der steigenden Immobilienpreise in Ländern wie den USA und Deutschland ist dies ein Risiko, das es genau zu prüfen gilt.

Das Problem besteht darin, den Punkt zu erkennen, an dem rationale Begeisterung in irrationalen Überschwang umschlägt. Den genauen Zeitpunkt zu bestimmen, an dem die Euphorie in Verzweiflung umschlägt, ist sogar noch schwieriger. Aus diesem Grund widmen wir in diesem Ausblick ein ganzes Kapitel dem aktuell teuersten Segment des Aktienmarktes – siehe Technologiekonzentration sorgfältig steuern. Wir sind nach wie vor besorgt über die hohe Konzentration der Aktien-Referenzindizes auf den Technologiesektor. Denn es bestehen Fragen hinsichtlich der Rentabilität der enormen Investitionen dieser Unternehmen sowie der Finanzierung dieser Ausgaben durch eine zunehmende Verschuldung. Ein weiteres Kapitel haben wir den Bereichen gewidmet, in denen wir außerhalb des US-Marktes attraktivere Risiko-Ertrags-Chancen sehen – siehe Globale Aktien gezielt diversifizieren.



**Die Geschichte zeigt, dass übermäßige Konjunkturmaßnahmen problematisch sein können, wenn sie entweder zu steigenden Verbraucherpreisen oder zu Vermögensblasen führen.**

In unserem nächsten Kapitel befassen wir uns mit den Märkten für Private Credit und Private Equity. Auch sie wurden in letzter Zeit infrage gestellt, da sie potenzielle Empfänger von überschüssiger Liquidität sind, was in Zukunft zu Problemen führen könnte. Wir betrachten die Situation als weniger beunruhigend, als es die jüngsten Schlagzeilen vermuten lassen – siehe Keine Angst vor Private Markets.

## Bessere Zeiten könnten noch vor uns liegen

Es ist nicht selbstverständlich, dass die Fülle an Liquidität zu einer galoppierenden Inflation oder zu einer Blase bei den Vermögenspreisen führt. Ein positives Szenario mit weiterem nachhaltigem Wirtschaftswachstum ist möglich, wenn all diese Konjunkturmaßnahmen dazu beitragen, die Angebotsseite der Weltwirtschaft zu stärken.

Dies wird der Fall sein, wenn KI und andere neue Technologien die Produktivität einer Vielzahl von Unternehmen steigern. Die heutigen Gewinne der Technologiegiganten könnten letztendlich mit der gesamten Unternehmenswelt geteilt werden. Diese Vorteile kämen dann eventuell auch einer produktiveren Erwerbsbevölkerung zugute. Um dieses positive Bild abzurunden, würden die Finanzminister zudem von Steuereinnahmen aus einem florierenden Unternehmens- und Privathaushaltssektor überschwemmt werden, sodass sie ihre früheren Ausgaben finanzieren könnten.

Ein solches Szenario ist durchaus möglich. Wir kommen daher zu dem Schluss, dass wir auf dem Risikozug bleiben sollten, solange dessen Lokomotive weiter befeuert wird. Wir empfehlen Anlegerinnen und Anlegern jedoch auch, sich bewusst zu machen, dass etwas schiefgehen könnte. Daher sollten sie ihren Waggon sorgfältig auswählen, wie im Abschnitt Vor Entgleisung schützen erläutert. Wird eine solche Entgleisung durch die Inflation verursacht, werden sowohl Aktien als auch Anleihen wahrscheinlich zu kämpfen haben. Eine sicherere Weiterreise, die Inflationsschocks abfedert, muss unserer Ansicht nach verschiedene alternative Anlagen umfassen, die echten Inflationsschutz bieten. Gerät der Technologiesektor ins Straucheln, werden diejenigen, die passiv in US-amerikanische oder globale Aktien investiert haben, die Auswirkungen als Erste zu spüren bekommen. Anlegerinnen und Anleger sollten daher sorgfältig überlegen, wie sie ihre Anlagen verteilen. So stellen sie sicher, dass sie die Fahrt genießen können, aber auch ausreichend geschützt sind, falls der Zug entgleist.

## Technologiekonzentration sorgfältig steuern

Die Diskussion, ob sich im Bereich der künstlichen Intelligenz (KI) eine Blase gebildet hat, ist neu entflammt. Megacap-Technologieaktien haben erneut ein starkes Jahr hinter sich. Da sich das Augenmerk jedoch zunehmend auf den zirkulären Charakter der jüngsten, weithin beachteten Transaktionen sowie auf die beispiellose Konzentration in den US-Aktienindizes richtet, sind die Anlegerinnen und Anleger erneut besorgt über die Möglichkeit einer größeren Korrektur bei KI-Aktien.

## Das KI-Ökosystem

Um diesen Bedenken zu begegnen, müssen wir uns zunächst einmal einen Überblick über das immer größer werdende KI-Ökosystem verschaffen (siehe **Abbildung 7**).

Die Hardwarehersteller befinden sich im Technologie-Stack ganz unten. Zu dieser Gruppe gehören Unternehmen wie Nvidia, das hochkomplexe Chips entwickelt, TSMC, das unter anderem Chips für Nvidia herstellt, und ASML, das Präzisionswerkzeuge für die Chipfertigung entwickelt.

Darüber kommen die sogenannten „Hyperscaler“. Zu dieser Gruppe zählen Branchenriesen wie Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft und Oracle.<sup>1</sup> Diese Unternehmen bauen und betreiben Rechenzentren, die das Rückgrat der KI und des Cloud Computing im weiteren Sinne bilden. Da etwa die Hälfte der Investitionen im Bereich KI in der Regel für Chips ausgegeben wird, sind die Hyperscaler wichtige Kunden für Hardwarehersteller.

Die dritte Gruppe wollen wir einmal die „KI-Architekten“ nennen. Diese Unternehmen entwickeln große Sprachmodelle (LLMs) und andere KI-Anwendungen, die sich für zahlreiche Bereiche einsetzen lassen: von der Videoproduktion über Chatbots bis hin zur komplexen medizinischen Forschung. ChatGPT von OpenAI ist wohl das bislang bekannteste LLM. Es gibt jedoch noch viele andere beliebte Beispiele, darunter Claude von Anthropic, Gemini von Google, Grok von xAI und Le Chat von Mistral.

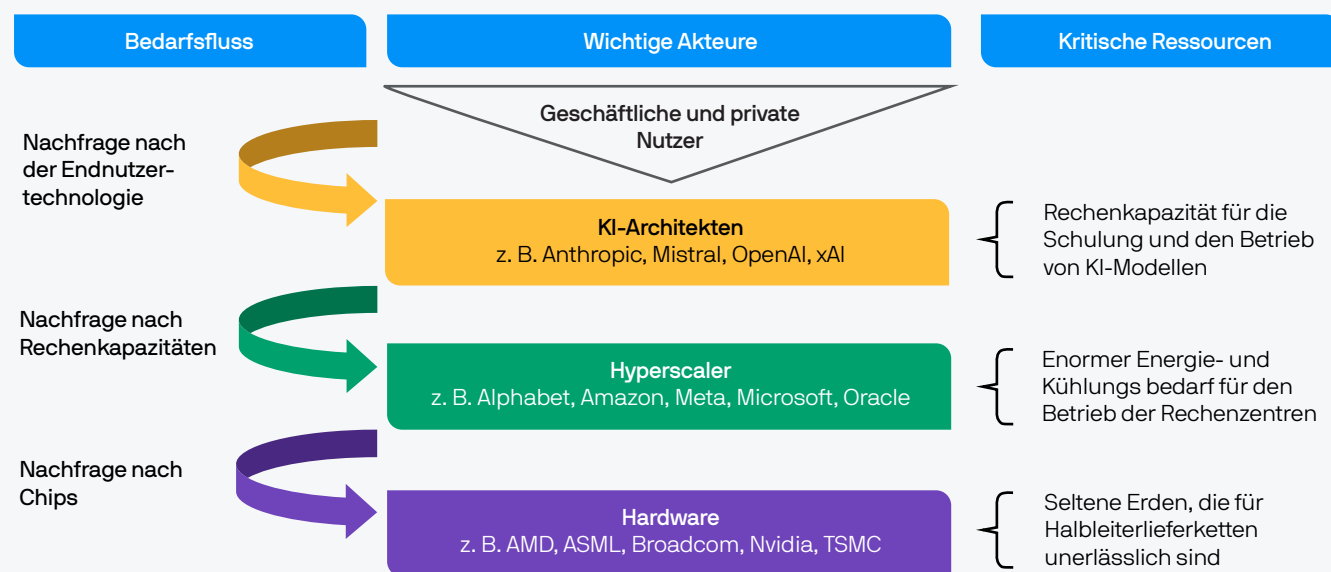
Während diese Kategorien die Angebotsseite der KI-Infrastruktur klar abdecken, ist es weitaus schwieriger, eine umfassende Definition für die Nachfrageseite zu finden. Zu den Nutzern zählen Einzelpersonen (z. B. private Nutzer von ChatGPT), Unternehmen (z. B. Callcenter, die KI-Chatbots einsetzen) sowie Firmen, die KI in den Mittelpunkt ihres Dienstleistungsangebots stellen, darunter Softwareunternehmen, die KI-gestützte Tools verkaufen.

In einem gut funktionierenden, ausgereiften Ökosystem müssen die Ausgaben der Endnutzer ausreichen, damit im gesamten System Gewinne erzielt werden können. Betrachten wir als Beispiel einmal einen wöchentlichen Einkauf im Supermarkt. Das Geld, das Sie an der Kasse ausgeben, sollte ausreichen, damit der Supermarkt, der Immobilienbetreiber, die Lebensmittelhersteller und auch die Landwirte ihren jeweiligen Anteil erhalten.

<sup>1</sup> Während die Verbindung zu Rechenzentren oft am stärksten betont wird, verkompliziert sich die Lage dadurch, dass diese Unternehmen auch in vielen anderen Bereichen des Ökosystems vertreten sind. Ein gutes Beispiel dafür ist Microsoft: Azure ist die Cloud-Computing-Plattform von Microsoft, Microsoft 365 Copilot ist ein KI-gestützter Produktivitätsassistent, und seit 2019 investiert das Unternehmen auch in OpenAI.

**Abbildung 7: Innerhalb des KI-Ökosystems gibt es zahlreiche Abhängigkeiten**

Das KI-Ökosystem



Quelle: J.P. Morgan Asset Management, Stand: November 2025.



## Investitionsbooms haben leider die unangenehme Angewohnheit, zu Überkapazitäten zu führen, was wiederum die Margen beeinträchtigt.

Im heutigen KI-Ökosystem ist die Nachfrage von Endnutzern – sowohl von Einzelpersonen als auch von Unternehmen – derzeit nicht groß genug, um allen anderen Akteuren Gewinne zu ermöglichen. Seit mehreren Jahren tragen die Hyperscaler den Großteil der Kosten und finanzieren den Ausbau der KI-Kapazitäten mit Einnahmen aus anderen Geschäftsbereichen. Das generiert wiederum Gewinne für die Hardware-Anbieter. Ob die Endnachfrage schnell genug anziehen kann, um entlang der gesamten Wertschöpfungskette eine angemessene Investitionsrendite zu erzielen, ist die Millionen-/Milliarden-/Billionen-Dollar-Frage.

## Ist eine Blase in Sicht?

Angesichts des unglaublichen Anstiegs der Aktienkurse von Technologieunternehmen seit Beginn der Pandemie ist es kaum überraschend, dass Vergleiche mit früheren Investitionsblasen gezogen werden.

## Bewertungen: Hoch, aber nicht untragbar, solange die Gewinne stimmen

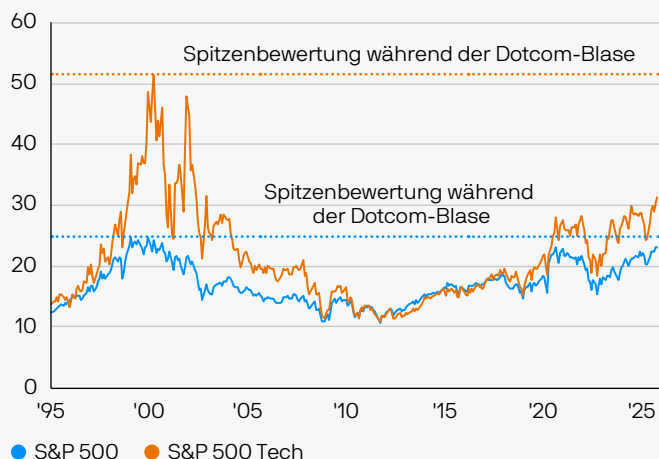
Zwar sind die aktuellen Bewertungen nicht so extrem wie während der Dotcom-Blase, doch mit 23 liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis des S&P 500 Index für die nächsten zwölf Monate nicht weit von seinem Höchststand im Jahr 2000 entfernt. Der Technologiesektor wird sogar mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 31 gehandelt (siehe **Abbildung 8**).

Hardware-Unternehmen werden derzeit höher bewertet (Forward-KGV für die nächsten zwölf Monate: 35) als Hyperscaler (Forward-KGV: 30). Bei den KI-Architekten gestaltet sich ein Vergleich der Bewertungen schwieriger, da wichtige Akteure wie Anthropic, Mistral und OpenAI bislang nicht an der Börse notiert sind. Diese mangelnde Transparenz erschwert eine genaue Beurteilung der Fundamentaldaten einer Gruppe, die für das gesamte Ökosystem von zentraler Bedeutung ist, erheblich.

**Abbildung 8: Die Bewertungen sind zwar hoch, liegen aber immer noch unter dem Höchststand während der Dotcom-Blase**

US-Aktienbewertungen

x, Multiplikator



Quelle: LSEG Datastream, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Stand der Daten: 31. Oktober 2025.

**Abbildung 9: An die Spitze zu gelangen ist schwer; dort zu bleiben ist noch schwerer**

Entwicklung der beliebtesten Technologieaktien nach 2000

Unternehmen	Status	KGV zum Höhepunkt der Dotcom-Blase	Ertrag seit dem Höhepunkt der Dotcom-Blase
Microsoft	Überlebt	50,9x	1412%
Cisco	Überlebt	105,4x	42%
Intel	Überlebt	39,6x	1%
Oracle	Überlebt	103,9x	653%
IBM	Überlebt	23,9x	409%
Lucent Technologies	Fusioniert	43,9x	2%
Nortel Networks	Insolvent	87,6x	-
S&P 500	-	22,6	620%

Quelle: LSEG Datastream, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Der Höhepunkt der Dotcom-Blase war der 24. März 2000. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Stand der Daten: 31. Oktober 2025.

Aus früheren Anstiegen der Bewertungen von Technologieunternehmen lassen sich zwei wichtige Lehren ziehen. Erstens schließen hohe Bewertungen künftige Erträge nicht automatisch aus. Hätten Anlegerinnen und Anleger im Dezember 1999 Microsoft-Aktien zu einer Spitzenbewertung mit einem KGV von 68 gekauft und die Aktien trotz eines Kursrückgangs von 65% im Jahr 2000 gehalten, hätten sie in den folgenden 25 Jahren einen Gewinn von über 1.000% erzielt. Die zweite Lehre ist jedoch, dass Aktienmärkte im Allgemeinen schlecht darin sind, die zukünftigen Gewinner technologischer Revolutionen vorherzusagen. Betrachtet man die beliebtesten Technologieunternehmen im S&P 500 zum Höhepunkt der Dotcom-Blase im Jahr 2000, so ist Microsoft das einzige Unternehmen, das zehn Jahre später seinen Platz unter den zehn größten Unternehmen behaupten konnte (siehe **Abbildung 9**). Langfristige Gewinner in Echtzeit zu identifizieren, ist eine unglaublich komplexe Aufgabe.

### Finanzielle Stabilität: Im Vergleich zu 2000 deutlich verbessert, aber erste Risse zeichnen sich ab

Die Finanzkraft der KI-Megacaps ist wohl der wichtigste Grund, weshalb ein Vergleich mit der Dotcom-Blase anzuzweifeln ist. Anders als bei den schwachen Bilanzen der Unternehmen vor 25 Jahren verfügen Amazon, Apple, Alphabet, Meta, Microsoft und Nvidia heute über Barmittel im Wert von 450 Mrd. USD. Da in der Vergangenheit eine Verschärfung der Kreditbedingungen oft ein wichtiger Auslöser für das Platzen von Blasen war, deutet dies darauf hin, dass die heutigen Technologieriesen in einer viel besseren Verfassung sind.



Ob die Endnachfrage schnell genug anziehen kann, um entlang der gesamten Wertschöpfungskette eine angemessene Investitionsrendite zu erzielen, ist letztlich die Millionen-/Milliarden-/Billionen-Dollar-Frage.

Ausschlaggebend ist, dass diese Finanzkraft es vielen Hyperscalern bisher ermöglicht hat, ihre KI-bezogenen Investitionen aus dem freien Cashflow zu finanzieren. Wir stellen jedoch fest, dass die für die kommenden Jahre geplanten Investitionsausgaben die verfügbaren Barmittel weiter aufzehren werden (siehe **Abbildung 10**). In dieser Hinsicht empfiehlt es sich, die jüngsten, viel beachteten Schritte von Meta, Oracle und xAI zu beobachten, sowohl öffentliche als auch private Fremdkapitalmärkte in Anspruch zu nehmen.

Die zunehmende Zirkularität der KI-Transaktionen in den letzten Monaten weist jedoch auch gewisse Parallelen zu den späten 1990er Jahren auf. Die im September von Nvidia angekündigte Investition von bis zu 100 Mrd. USD in OpenAI war wohl die aufsehenerregendste dieser Investitionsvereinbarungen. OpenAI wird wiederum den Großteil dieser Investitionen in die Sicherung neuer Rechenkapazitäten stecken, wodurch die Nachfrage nach Nvidia-Chips steigen wird.

**Abbildung 10: Investitionsverpflichtungen zehren die Barreserven auf**  
Investitionsausgaben der fünf größten US-amerikanischen KI-Hyperscaler

In Mrd. USD (links); % (rechts)



Quelle: Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. Die Grafik zeigt die Gesamtinvestitionen der Unternehmen Alphabet, Meta, Microsoft und Oracle sowie eine Schätzung der AWS-Ausgaben von Amazon. Der operative Cashflow entspricht dem Cashflow vor Investitionsausgaben. Stand der Daten: 31. Oktober 2025.



Optimisten würden argumentieren, dass Nvidia die liquiden Mittel in seiner Bilanz lediglich dazu nutzt, die zukünftige Nachfrage vorzuziehen. Je stärker jedoch die Schicksale einzelner Unternehmen miteinander verflochten sind, desto größer ist auch das Risiko, dass der Ausfall eines Unternehmens zum Zusammenbruch des gesamten Systems führen könnte.

## Marktstruktur: Eine stärkere Ausrichtung auf private Märkte erfordert einen anderen Ansatz

Ein weiterer wichtiger Unterschied zwischen heute und damals sind die Aktivitäten im Bereich der Börsengänge (IPOs). Die überschwängliche IPO-Aktivität war ein wesentliches Merkmal der Dotcom-Blase: Im Jahr 1999 betrug der mittlere Ertrag am ersten Handelstag für die 476 US-Unternehmen, die an die Börse gingen, beeindruckende 57%. Zum Vergleich: Zwischen 1980 und 2024 lag der durchschnittliche Ertrag bei lediglich 7%. Diese enormen Kurssprünge veranlassten die Unternehmen dazu, deutlich schneller als üblich an die Börse zu gehen (siehe **Abbildung 11**).

Zwar hat die IPO-Aktivität in der zweiten Hälfte des Jahres 2025 wieder zugenommen, die Lage ist jedoch nach wie vor weitaus verhaltener. Dies spiegelt die zunehmende Präferenz von Unternehmen wider, privat zu bleiben. Sie profitieren von geringeren regulatorischen Auflagen und der reichlichen Verfügbarkeit von privatem Kapital, wie wir im Abschnitt **Keine Angst vor Private Markets**, näher erläutern.

Dass Unternehmen heute viel länger bis zum Börsengang warten, ist eine gute Nachricht: Dadurch hat sich die fundamentale Lage des börsennotierten Technologiesektors insgesamt verbessert. Die schlechte Nachricht ist: Anlegerinnen und Anleger, die nur über öffentliche Märkte Zugang zum Thema KI haben, verpassen möglicherweise einige der langfristigen Gewinner in diesem Bereich, da diese derzeit nur über Private-Equity-Strategien zugänglich sind.

## Gewinne: Überdurchschnittliche Gewinne sind mittlerweile die Norm, könnten aber schwer aufrechtzuerhalten sein

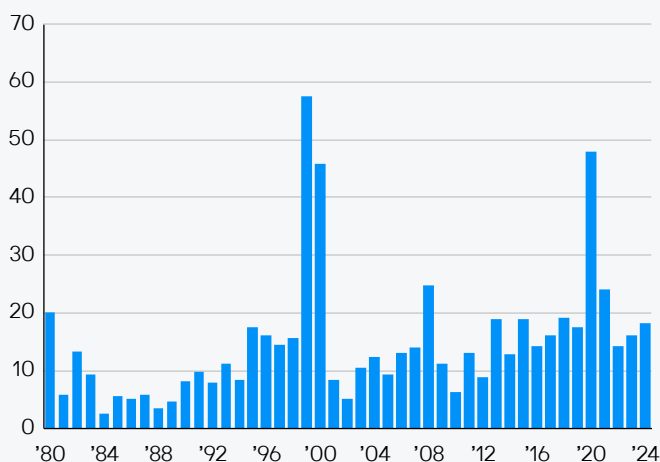
Anders als Ende der 1990er Jahre, als die Bewertungen stiegen, während die Gewinne zurückblieben, wird der aktuelle Anstieg der Aktienkurse weitaus stärker durch Gewinnwachstum getrieben. Hierbei geht es nicht nur um den Umsatz, sondern auch um die Margen: Der US-Technologiesektor erwirtschaftet heute Margen, die mehr als doppelt so hoch sind wie die des S&P 500 insgesamt. Anlegerinnen und Anleger gehen nun wie selbstverständlich davon aus, dass Technologieunternehmen im Vergleich zum übrigen Index überdurchschnittliche Gewinne erzielen werden.

Zugegebenermaßen ist die Rentabilität der KI-Unternehmen auf den privaten Märkten im Allgemeinen weitaus geringer, aber ihr Umsatzwachstum ist dennoch beeindruckend. OpenAI erzielt Berichten zufolge mittlerweile einen Jahresumsatz von über 13 Mrd. USD. Aufgrund der hohen Forschungs- und Entwicklungsausgaben des Unternehmens wird jedoch erst kurz vor 2030 mit dem Erreichen der Gewinnschwelle gerechnet.

**Abbildung 11: Die Dynamik der Börsengänge ist heute weniger überschwänglich**

Mittlerer Ertrag am ersten Tag für US-Börsengänge

In %



Quelle: Jay Ritter, University of Florida, J.P. Morgan Asset Management. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Stand der Daten: 31. Oktober 2025.

**Abbildung 12: Auf den Fracking-Boom folgte ein Einbruch**

WTI-Rohölpreis und Anzahl der Ölbohranlagen

USD pro Barrel (links); Anzahl der Bohranlagen (rechts)



Quelle: Baker Hughes, Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Stand der Daten: 31. Oktober 2025.

Ob sich dieses Gewinnwachstum fortsetzen lässt, hängt einerseits von der Endnachfrage und andererseits davon ab, ob die Technologieunternehmen ihre überdurchschnittlichen Margen aufrechterhalten können. Investitionsbooms haben leider die unangenehme Angewohnheit, zu Überkapazitäten zu führen, was wiederum die Margen beeinträchtigt. Der Schieferöl-Boom der 2010er Jahre ist ein Paradebeispiel dafür: Durchbrüche in der Bohrtechnik führten zunächst zu einem Anstieg des Ölangebots. Ein starker Einbruch der Ölpreise löste anschließend eine Welle von Insolvenzen aus (siehe **Abbildung 12**).

Die größte Herausforderung für Hyperscaler bei der genauen Einschätzung der zukünftigen Nachfrage liegt in den vielen Variablen, die berücksichtigt werden müssen. Wird sich die Ressourcenintensität aktueller KI bis 2030 wesentlich verringert haben? Werden wir bedeutende Durchbrüche im Bereich der künstlichen allgemeinen Intelligenz (AGI) erleben? Und wie schnell wird KI-Hardware durch neue technologische Entwicklungen überholt sein? Keine dieser Fragen lässt sich derzeit konkret beantworten. Das führt zu großen Unsicherheiten bei den Schätzungen – sowohl für den künftigen Investitionsbedarf als auch für die Gesamterträge.

## Die Endnachfrage: Die wichtigste und zugleich schwierigste Frage

Wenn KI es Unternehmen letztlich ermöglicht, bedeutende neue Einnahmequellen zu erschließen und ihre Arbeitskosten erheblich zu senken, werden die Technologieriesen ihr beeindruckendes Gewinnwachstum fortsetzen. Zögern Verbraucherinnen und Verbraucher und Unternehmen jedoch, große Summen für neue KI-Technologien

auszugeben, wird es weitaus schwieriger, einen Ertrag aus den enormen Investitionen von heute zu erzielen.

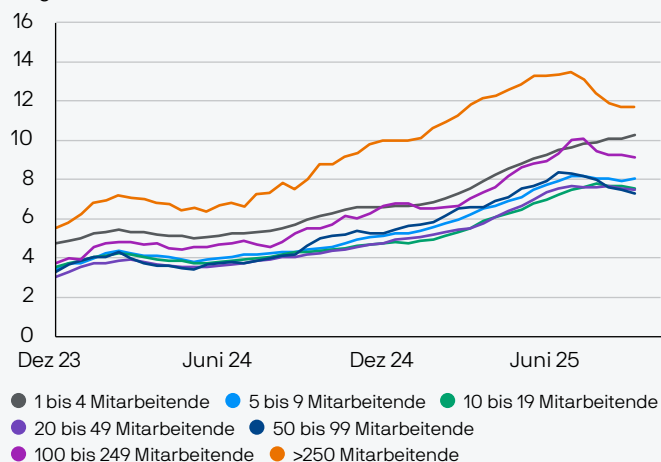
Die KI-Architekten haben immer wieder das rasante Wachstum ihrer Nutzerbasis betont. Allerdings hat es sich als wesentlich schwieriger erwiesen, auch zahlende Nutzer zu gewinnen. Im Fall von OpenAI hat ChatGPT alle Rekorde hinsichtlich der Geschwindigkeit der Technologieakzeptanz gebrochen. Laut Financial Times sind derzeit jedoch nur 5% der 800 Millionen ChatGPT-Nutzer zahlende Kundinnen und Kunden.

Umfragedaten zeigen ein ähnlich durchwachsenes Bild. Die KI-Umfrage des US Census Bureau zeigt, dass lediglich 9% der US-Unternehmen KI zur Herstellung von Waren und Dienstleistungen nutzen. Dabei gibt es große Unterschiede zwischen den einzelnen Branchen. Etwas beunruhigend ist, dass die jüngsten Antworten bei einer Aufschlüsselung dieser Umfrage nach Unternehmensgröße darauf hindeuten, dass die Nachfrage der größten Unternehmen möglicherweise nachlässt (siehe **Abbildung 13**).

Andere Umfragen zeigen ein deutlich positiveres Bild. So belegt beispielsweise der Ramp AI Index, dass 44% der befragten Unternehmen für ein KI-Abonnement bezahlen (siehe **Abbildung 14**). Auch die Quarterly Pulse Survey von KPMG zeigt einen stetigen Anstieg beim Einsatz von KI-Agenten zur Steigerung der Mitarbeiterproduktivität.

**Abbildung 13: Großunternehmen lassen Anzeichen für einen Rückzug aus dem Bereich KI erkennen**  
US-Unternehmen, die KI zur Herstellung von Waren und Dienstleistungen einsetzen, nach Größe

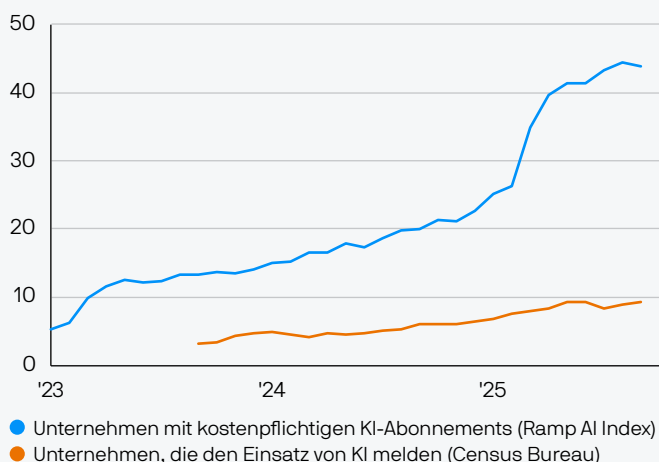
%, gleitender Durchschnitt über 12 Wochen



Quelle: Census Bureau, J.P. Morgan Asset Management. Stand der Daten: 31. Oktober 2025.

**Abbildung 14: Die Abrechnungsdaten zeichnen ein positiveres Bild der KI-Nutzung**  
Kennzahlen zur Nutzung von KI

%, Anteil der Unternehmen



Quelle: Census Bureau, Ramp AI Index, J.P. Morgan Asset Management. Stand der Daten: 31. Oktober 2025.

## Auslöser für einen Stimmungsumschwung

Richten wir nun einmal unsere Aufmerksamkeit auf die Identifizierung potenzieller Auslöser, die zu einer Abkehr von der derzeit positiven Marktstimmung rund um das Thema KI führen könnten.

### Ein aufsehenerregender Fehltritt

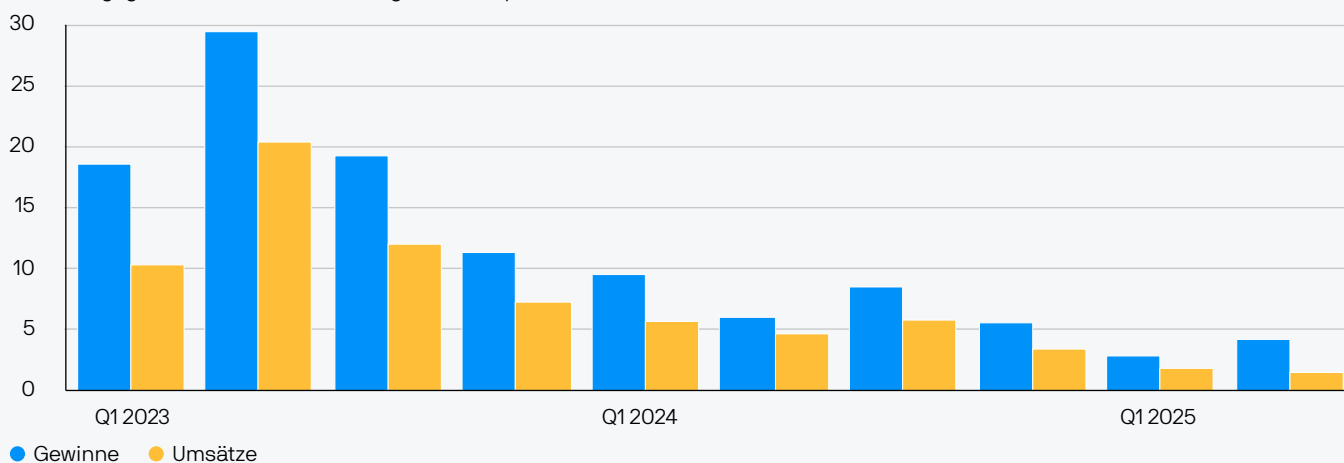
Angesichts der zunehmenden Verflechtungen innerhalb des KI-Ökosystems könnte ein einziger spektakulärer „Flop“ dem gesamten Universum sehr schaden. Gewinnberichte sind der naheliegendste Ansatzpunkt. Nvidia beispielsweise

konnte in jedem Quartal von Q1 2023 bis Q2 2025 sowohl die Gewinn- als auch die Umsatzerwartungen übertreffen. Das Ausmaß, in dem die Erwartungen übertroffen wurden, hat mit steigenden Erwartungen abgenommen. Zudem sollten wir berücksichtigen, dass sich das Wachstumstempo der Investitionsausgaben der Hyperscaler verlangsamen dürfte (siehe **Abbildungen 15 und 16**). Ein klarer Fehltritt eines der AI-Megacaps würde aller Voraussicht nach erhebliche Bedenken hinsichtlich aller Unternehmen der Branche hervorrufen. Ein weiteres Beispiel wäre, wenn OpenAI seine Pläne für einen Börsengang im Jahr 2026 vorantreiben würde, anschließend jedoch Schwierigkeiten hätte, die angestrebte Bewertung zu erreichen.

**Abbildung 15: Steigende Erwartungen machen es immer schwieriger, diese zu übertreffen**

**Nvidia: Positive Differenz zwischen Erwartungen und Ergebnis, bezogen auf Umsatz und Gewinnwachstum**

Differenz gegenüber Konsensschätzung in Prozentpunkten

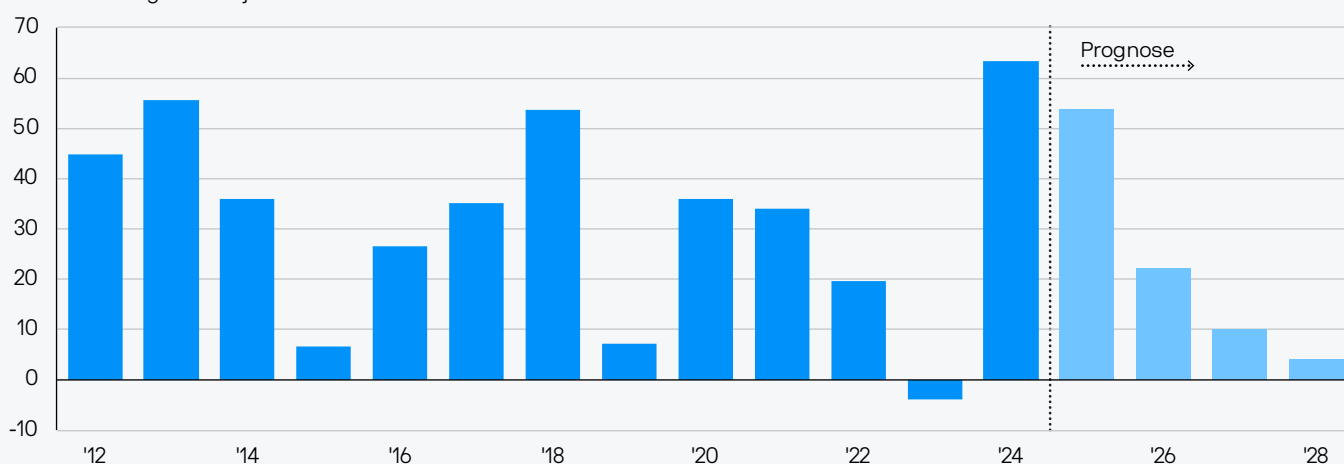


Quelle: LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Stand der Daten: 31. Oktober 2025.

**Abbildung 16: Das Wachstum der Investitionsausgaben von Hyperscalern wird sich voraussichtlich verlangsamen**

**Wachstum der Investitionsausgaben der fünf größten US-amerikanischen KI-Hyperscaler**

% Veränderung zum Vorjahr



Quelle: Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. Die Grafik zeigt das jährliche Wachstum der Gesamtinvestitionen der Unternehmen Alphabet, Meta, Microsoft und Oracle sowie eine Schätzung der AWS-Ausgaben von Amazon. Stand der Daten: 31. Oktober 2025.



## Kapazitätsbeschränkungen

Ob die Versorgung mit Energie und Rohstoffen mit der Nachfrage nach künftiger Rechenkapazität Schritt halten kann, ist eine Frage, die auf dem Markt bislang weit weniger Beachtung gefunden hat, aber ebenfalls von entscheidender Bedeutung ist. Nachrichtenberichte über Stromausfälle im Zusammenhang mit der Erweiterung von Rechenzentren oder über einen Mangel an für die Chipherstellung unerlässlichen kritischen Mineralien sind Beispiele für Probleme, die die Stimmung potenziell verändern könnten.

## Ein Liquiditätsereignis

Wir müssen auch berücksichtigen, dass ein externer Schock – unabhängig von der Technologie – der Auslöser für eine Korrektur sein könnte. Angesichts der hohen Bewertungen wird der Technologiesektor immer häufiger als „High-Beta“-Thema gehandelt. Das bedeutet, dass sich die Titel in steigenden Märkten überdurchschnittlich entwickeln, in fallenden Märkten jedoch unterdurchschnittlich abschneiden. Sollte unser Tail-Risk-Szenario eines Inflationsschocks, der zu höheren Anleiherenditen führt, eintreten, wären AI-bezogene Aktien unserer Einschätzung nach besonders stark betroffen.

## Positionierungsempfehlungen

Angesichts der Tatsache, dass die Stimmung in Bezug auf KI derzeit ein so dominanter Treiber der Märkte ist, können es sich Anlegerinnen und Anleger natürlich nicht leisten, abzuwarten, wie sich die Nachfrage entwickelt, bevor sie eine Meinung bilden. In der Regel ist Diversifizierung ein kluger Ansatz, um mit unvorhersehbaren Entwicklungen umzugehen. Im Hinblick auf die Unvorhersehbarkeit im Zusammenhang mit KI sehen wir drei konkrete Möglichkeiten, die Diversifizierung zu fördern.

**1. Diversifizierung über das gesamte Ökosystem hinweg:** Die Risiken und Chancen, mit denen Unternehmen im Bereich der künstlichen Intelligenz konfrontiert sind, können sehr unterschiedlich sein. Wenn beispielsweise Hyperscaler den zukünftigen Bedarf an Rechenleistung überschätzen, könnte diese Überinvestition zu einem Preisdruck führen. Das würde die Margen der Hyperscaler schmälern, während die Verbraucherinnen und Verbraucher dieser Rechenkapazität davon profitieren würden. Wir könnten auch feststellen, dass es innerhalb jeder KI-Kategorie Gewinner und Verlierer gibt. Im Hardwarebereich wird sich mit der Zeit beispielsweise zeigen, ob das KI-Ökosystem mehrere Chiphersteller tragen kann oder ob Nvidia, Broadcom, AMD und andere letztendlich in einem Szenario landen, in dem es nur einen Gewinner geben kann.

**2. Regionale Diversifizierung:** Das besondere Engagement der US-Indizes im Bereich KI spricht eindeutig für eine regionale Diversifizierung, wie wir im Abschnitt Globale Aktien gezielt diversifizieren darlegen. Erstens könnten wir feststellen, dass die letztendlichen Gewinner des KI-Wettlaufs in anderen Teilen der Welt, insbesondere in Asien, zu finden sind. Zweitens könnte Europa mit seinem Branchenmix profitieren, wenn sich die Aufmerksamkeit des Marktes von KI-Herstellern zu KI-Nutzern verlagert. Wenn hingegen die Stimmung gegenüber KI insgesamt kippt, könnten Märkte wie Großbritannien und die Schweiz, die nur in geringem Maße von Technologie abhängig sind, plötzlich attraktiver erscheinen.

**3. Diversifizierung über öffentliche und private Märkte hinweg:** Die Geschichte liefert zahlreiche Beispiele für Fälle, in denen diejenigen, die für den Aufbau einer neuen Technologie verantwortlich waren, später von dynamischeren, jüngeren Start-ups verdrängt wurden. Wenn die Wertschöpfung letztlich eher bei den Entwicklern der Tools liegt, die KI nutzen können, als bei den Infrastrukturanbietern, könnten die langfristigen Gewinner heute noch auf den Private Markets zu finden sein. Dies ist einer der Gründe, warum wir Private Equity strukturell positiv bewerten, wie im Abschnitt Keine Angst vor Private Markets erläutert.

## Fazit

Die Gewinne der Technologiegiganten sind zwar äußerst beeindruckend, doch der Ausblick für die zukünftige Nachfrage nach KI bleibt höchst ungewiss. Daher lässt sich auch kaum vorhersagen, ob die hohen Erwartungen erfüllt werden können. Darüber hinaus ist es noch schwieriger, den Zeitpunkt zu bestimmen, zu dem mögliche Enttäuschungen auftreten könnten. Aus diesen Gründen raten wir davon ab, Portfolios stark in eine der beiden Richtungen zu positionieren. Eine Diversifizierung über das gesamte KI-Ökosystem, verschiedene Regionen sowie öffentliche und private Märkte hinweg sollte das optimale Risiko-Ertrags-Verhältnis bieten und Anlegerinnen und Anlegern dabei helfen, mit den Wendungen und Überraschungen dieser neuesten technologischen Revolution umzugehen.



## Globale Aktien gezielt diversifizieren

Da politische Entscheidungsträger weltweit die Wirtschaft immer weiter ankurbeln, sind wir zuversichtlich, dass sich das globale Wachstum auf eine breitere Basis ausweiten wird. Diese wirtschaftlichen Aussichten dürften die Aktienmärkte außerhalb der USA stützen. Anlegerinnen und Anleger sollten daher darauf achten, dass ihre Portfolios nicht zu stark auf US-Technologiekonzerne konzentriert sind (siehe **Technologiekonzentration sorgfältig steuern**, auch wenn sich die Rally in den USA möglicherweise bis ins Jahr 2026 fortsetzt.

Dabei gilt es zu bedenken, dass eine regionale Diversifizierung nicht nur das Risiko mindert, sondern auch den Ertrag steigern kann. Natürlich hilft Diversifizierung dabei, Portfolios gegen das Risiko einer Verschlechterung der Stimmung gegenüber künstlicher Intelligenz (KI) und einer darauf folgenden Marktkorrektur abzusichern. Eine effektive Diversifizierung kann jedoch auch die Erträge in einer Welt steigern, in der sich die KI-Rally fortsetzt – ein Szenario, das wir im Jahr 2025 beobachten konnten (siehe **Abbildung 17**).

Im Jahr 2026 sollte der Fokus einerseits auf Märkten mit sich verbessernden Fundamentaldaten und andererseits – bis zu einem gewissen Grad – auf Märkten mit einer geringeren Korrelation zur Stimmungslage in Bezug auf KI liegen. Da die Aktienbewertungen in vielen Regionen erhöht sind (siehe **Abbildung 18**), dürften die Erträge zunehmend durch Gewinne und weniger durch eine Steigerung der Bewertungskennzahlen bestimmt werden. Anlegerinnen und Anleger sollten auch die Auswirkungen von Währungsschwankungen auf die Erträge berücksichtigen.

## Europäische Aktien: Die Gewinne verbessern sich

Europäische Aktien hatten einen starken Start ins Jahr 2025, angetrieben durch eine große Bewertungslücke gegenüber den USA, eine allgemeine Untergewichtung der Region in den Portfolios der Anlegerinnen und Anleger und eine deutliche Wende in der deutschen Haushaltspolitik. Enttäuschende Gewinnzahlen haben die Performance jedoch seit Juni gebremst.

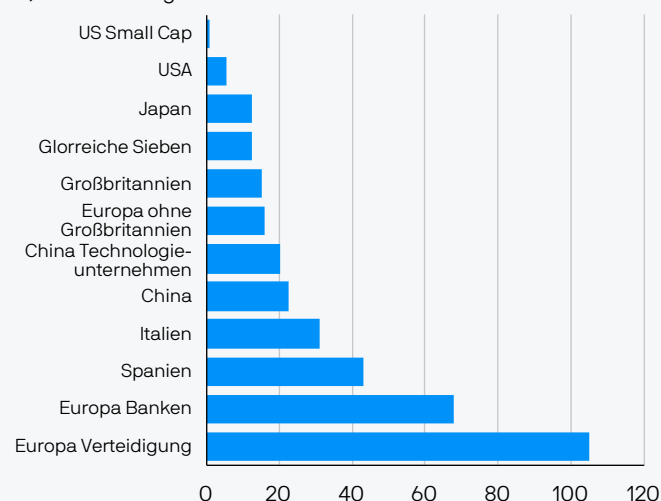
Nachdem die Prognosen für den Gewinn je Aktie (GjA) sieben Monate in Folge nach unten korrigiert worden waren, wird die GjA-Schätzung für Europa für das Jahr 2026 nun erstmals wieder nach oben korrigiert. Bottom-up-Prognosen deuten auf ein Wachstum von 12% im Vergleich zum Vorjahr hin. Ein Wachstum im mittleren einstelligen Bereich erscheint uns realistischer. Dies entspricht dem typischen Tempo der Herabstufungen der Konsensprognosen für den Gewinn je Aktie.

Der erste Treiber für ein positives Gewinnwachstum ist eine voraussichtliche Verlangsamung oder ein Ende der Aufwertung des Euro im Jahr 2026. Dies dürfte für europäische Unternehmen, die etwa die Hälfte ihrer Einnahmen im Ausland erzielen, eine Erleichterung darstellen. Der Euro hat im Jahr 2025 gegenüber dem US-Dollar deutlich an Wert gewonnen, was eher auf die Schwäche des Dollars als auf stärkere Wachstumsaussichten in Europa zurückzuführen ist. Dies hat zu einer Abwärtsrevision der GjA-Schätzungen für europäische Exportbranchen um 17% für das Jahr 2025 beigetragen, während die Schätzungen für inländische Branchen um 1% nach oben korrigiert wurden (siehe **Abbildung 19**).

**Abbildung 17: Eine regionale Diversifizierung hat sich im Jahr 2025 ausgezahlt**

Gesamtertrag seit Jahresbeginn

%, Gesamtertrag in EUR

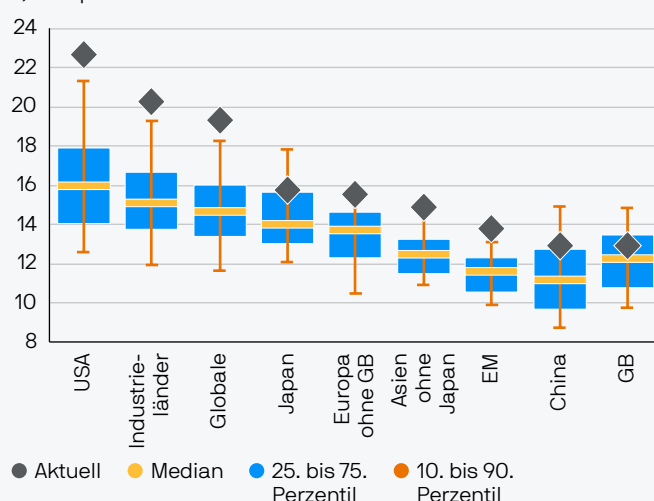


Quelle: BME, FTSE, LSEG Datastream, MSCI, Russell, S&P Global, STOXX, Tokyo Stock Exchange, J.P. Morgan Asset Management. Die Angaben zu China, chinesischen Technologieunternehmen und Europa ohne Großbritannien stammen von MSCI. Europa Banken: STOXX 600 Banken; Europa Verteidigung: Korb ausgewählter europäischer Verteidigungsaktien; Italien: FTSE MIB; Japan: TOPIX; Spanien: IBEX; GB: FTSE 100; USA: S&P 500; US Small Cap: Russell 2000. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Stand der Daten: 31. Oktober 2025.

**Abbildung 18: Die Aktienbewertungen sind in den meisten Märkten erhöht**

Forward-KGV für die nächsten 12 Monate

x, Multiplikator



Quelle: FTSE, IBES, LSEG Datastream, MSCI, S&P Global, Tokyo Stock Exchange, J.P. Morgan Asset Management. Die Angaben zu Asien ohne Japan, China, Industrieländer, Schwellenländer, Europa ohne Großbritannien und Global stammen von MSCI. Japan: TOPIX; GB: FTSE 100; USA: S&P 500. Die Bewertung bezieht sich auf das Verhältnis des Kurses zum erwarteten Ergebnis der kommenden zwölf Monate, wie von IBES veröffentlicht. Spanne und Medianwert über die letzten 20 Jahre berechnet. Stand der Daten: 31. Oktober 2025.

Zweitens dürften auch stabilere Energiepreise die Gewinne in Europa stützen, da rohstoffbezogene Sektoren einen hohen Anteil an den Indexgewinnen haben. Aufgrund des Ölpreisverfalls wurden die GJA-Prognosen für die europäischen Rohstoffsektoren für das Jahr 2025 in diesem Jahr um 27% nach unten korrigiert. Für das Jahr 2026 wird ein Anstieg des GJA-Wachstums im Energie- und Grundstoffsektor auf 7% bzw. 31% erwartet. Zudem ist seit kurzem eine positive Entwicklung bei den Revisionen zu beobachten.

Es ist nicht allein die Beseitigung der Gegenwinde, die die europäischen Gewinne wieder auf Wachstumskurs bringen dürfte. Auch die europäische Wirtschaft könnte positiv überraschen. Die Erwartungen für das BIP-Wachstum in der Eurozone tendieren bereits aufwärts, und die Fiskalpolitik dürfte für einen weiteren Schub sorgen – insbesondere in Deutschland. Hier erwarten wir einen Anstieg des Wachstums von null auf deutlich über das Potenzial (siehe **Wirtschaftswachstum dank geld- und fiskalpolitischer Impulse**).

## Immer noch „weniger teuer“, wenn auch nicht unbedingt günstig

Im Vergleich zu US-Aktien und anderen Vermögenswerten sind europäische Aktien weiterhin attraktiv bewertet. Der MSCI Europe ex-UK Index ist der einzige große Aktienindex, dessen Forward-KGV für die nächsten 12 Monate aktuell niedriger ist als zu Beginn des Jahres 2022 (siehe **Abbildung 20**). Die Multiplikatoren liegen in Europa derzeit 35% unter denen in den USA und damit nahe ihrem

Rekordtief. Der Abstand beim Gewinnwachstum zwischen den beiden Regionen verringert sich allerdings. Nach der globalen Finanzkrise sind die Gewinne in den USA im Durchschnitt um acht Prozentpunkte schneller gewachsen als in Europa (auf Jahresbasis). Dieser Abstand dürfte sich jedoch von 2025 bis 2027 auf zwei Prozentpunkte verringern. Den aktuellen Konsensprognosen zufolge zahlen Anlegerinnen und Anleger somit für relativ ähnliche künftige Ertragsströme in Europa (ohne Großbritannien) das 16-Fache der erwarteten Gewinne, in den USA hingegen das 23-Fache.

## Selektiv bleiben

Obwohl wir Europa insgesamt positiv einschätzen, empfehlen wir Anlegerinnen und Anlegern, selektiv vorzugehen und sich auf drei Hauptbereiche zu konzentrieren: Banken, Unternehmen, die von der Fiskalpolitik profitieren, sowie die GRANOLAS.<sup>1</sup>

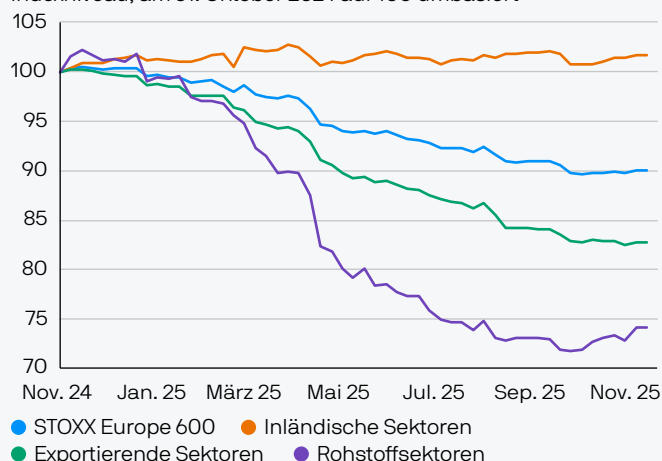
Erstens sind **europäische Banken** attraktiv. Obwohl der Sektor seit Anfang 2022 einschließlich Dividenden einen Ertrag von fast 200% erzielt hat, glauben wir, dass er weiterhin Rückenwind genießt. Europäische Banken werden mit einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von 1,1 gehandelt. Das liegt deutlich unter ihrem Durchschnitt vor der globalen Finanzkrise und bietet eine robuste Aktionärsrendite (Rückkäufe plus Dividenden) von 8%. Das Gewinnwachstum ist seit 2019 mehr als doppelt so hoch wie das des breiten Index. Zudem zeigen die Revisionen der Konsensprognosen für das Ergebnis je Aktie im Jahr 2026 eine anhaltende Stärke. Ein stärkeres nominales Wachstum und steilere Zinskurven als in den 2010er Jahren dürften die Gewinne der Banken weiter stützen.

<sup>1</sup> GSK, Roche, ASML, Nestle, Novartis, Novo Nordisk, L'Oréal, LVMH, AstraZeneca, SAP und Sanofi.

**Abbildung 19: Exportunternehmen und Rohstoffe haben die Gewinne 2025 erheblich belastet**

### Gewinnschätzungen für 2025

Indexniveau, am 31. Oktober 2024 auf 100 umbasiert

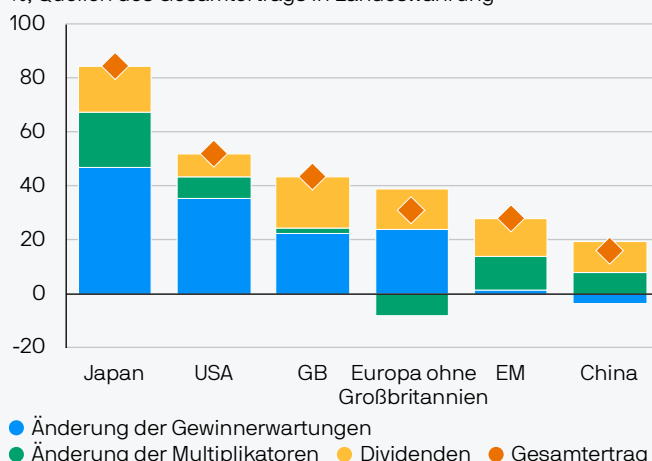


Quelle: IBES, LSEG Datastream, STOXX, J.P. Morgan Asset Management. Als inländische Sektoren gelten diejenigen, bei denen mehr als 50% der Einnahmen innerhalb Europas erzielt werden. Als Exportsektoren gelten diejenigen, bei denen weniger als 50% der Einnahmen innerhalb Europas erzielt werden. Stand der Daten: 31. Oktober 2025.

**Abbildung 20: Ausnahmesituation in Europa: Keine Bewertungssteigerung seit 2022**

### Aufschlüsselung der Erträge seit Anfang 2022

%, Quellen des Gesamtertrags in Landeswährung



Quelle: FTSE, IBES, LSEG Datastream, MSCI, S&P Global, Tokyo Stock Exchange, J.P. Morgan Asset Management. Die Angaben zu China, den Schwellenländern und Europa ohne Großbritannien stammen von MSCI. Japan: TOPIX; GB: FTSE 100; USA: S&P 500. Die Erträge werden in Landeswährung angegeben (Europa ohne Großbritannien in EUR), mit Ausnahme von Schwellenländern, wo sie auf US-Dollar lauten. Der Multiplikator ist der Kurs im Verhältnis zum erwarteten Ergebnis der kommenden zwölf Monate, die Gewinnerwartungen beziehen sich auf die kommenden zwölf Monate, wie jeweils von IBES veröffentlicht. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Stand der Daten: 31. Oktober 2025.



**In den kommenden Jahren werden europäische Rüstungsunternehmen voraussichtlich deutlich schnellere Gewinnsteigerungen erzielen als ihre Pendants in den USA. Bei Betrachtung der jüngsten Erhöhung der Militärausgaben erscheint die zuletzt verzeichnete Bewertungssteigerung angemessener.**

Zweitens dürften sich **Unternehmen, die von der Fiskalpolitik profitieren**, gut entwickeln. Die Europäische Union plant, in den kommenden Jahren erhebliche Mittel für Verteidigung, Energiesicherheit und Infrastruktur bereitzustellen. Unternehmen in diesen Sektoren haben einen Aufschwung erlebt: Ein Korb europäischer Verteidigungsunternehmen ist seit Jahresbeginn um über 100% gestiegen. Auch Investitionsgüterunternehmen, die im Bereich KI-Infrastruktur tätig sind, sowie Versorgungsunternehmen haben stark zugelegt. Wir gehen davon aus, dass sich diese Rallye noch fortsetzen kann, da die Anlegerinnen und Anleger unserer Meinung nach weiterhin skeptisch hinsichtlich der Umsetzung der europäischen Ausgaben sind. In den kommenden Jahren werden europäische Rüstungsunternehmen voraussichtlich deutlich schnellere Gewinnsteigerungen erzielen als ihre Pendants in den USA. Bei Betrachtung der Erhöhung der Militärausgaben erscheint die zuletzt verzeichnete Bewertungssteigerung angemessener.

Drittens handelt es sich bei den **GRANOLAS** um attraktive Unternehmen, die zurückgeblieben sind. Diese Unternehmen, die die elf größten europäischen Aktien aus den Bereichen Gesundheitswesen, Basiskonsumgüter, Technologie und Luxusgüter repräsentieren, haben seit Anfang 2022 eine unterdurchschnittliche Performance erzielt. Gründe hierfür sind die stark gestiegenen Renditen, der gestiegene Wert des Euros und die Verlangsamung des Wachstums in China. Mit einem Forward-KGV von 19 werden die GRANOLAS derzeit mit einem Abschlag gegenüber dem S&P 500 und mit einem geringeren Aufschlag gegenüber dem Rest Europas gehandelt als in den letzten Jahren. Sie bieten eine Absicherung gegen Stimmungsschwankungen in Bezug auf KI, da sie nur eine geringe Korrelation mit den „Glorreichen Sieben“ aufweisen. Einige branchenspezifische Faktoren könnten sich ebenfalls verbessern. Europäische Luxusgüterunternehmen, die seit Anfang 2023 eine Underperformance von ca. 25% verzeichnen, könnten von einer Belebung der Nachfrage in China profitieren, da eine Aktienrally sowie eine Erholung des Immobilienmarktes zur Stabilisierung des Vermögens der Privathaushalte beitragen.

## China: KI-Investments zu einem günstigeren Preis

Unsere Einstellung gegenüber China ist vorsichtig positiv. Obwohl der chinesische Markt seit seinem Tiefpunkt Anfang 2024 um fast 80% zugelegt hat, glauben wir, dass sich der Bullenmarkt fortsetzen kann – wenn auch in einem moderateren Tempo. Impulse hierfür könnten sowohl von den Gewinnen als auch von den Bewertungen ausgehen.

### Fokus auf Technologie und Exportunternehmen

Das fundamentale Umfeld für chinesische Aktien verbessert sich, was insbesondere auf den Technologiesektor zurückzuführen ist. Konsensprognosen gehen davon aus, dass das GJA-Wachstum des MSCI China von 2% im Jahr 2025 auf 15% im Jahr 2026 ansteigen wird. Diese Stärke soll sich auch im Jahr 2027 fortsetzen. Damit läge das Wachstum deutlich über dem Durchschnitt der letzten zehn Jahre von 10%. **Technologieunternehmen** sind die wichtigsten Treiber dieses Gewinnwachstums: Die Konsensprognosen für den Gewinn je Aktie im chinesischen Technologiesektor wurden in diesem Jahr um 4% nach oben korrigiert. Für die nächsten zwei Jahre wird ein annualisiertes Gewinnwachstum von über 30% erwartet. Chinesische Technologiewerte werden mit niedrigeren Multiplikatoren als ihre US-Pendants gehandelt (das 25-Fache des erwarteten Gewinns gegenüber dem 31-Fachen). Sie dürften jedoch ein stärkeres Gewinnwachstum erzielen.

Zudem sind chinesische Technologieunternehmen gut positioniert, um von der zukünftigen Entwicklung der KI zu profitieren. In einer aktuellen Umfrage gaben 93% der chinesischen Befragten an, KI im Jahr 2024 bewusst bei der Arbeit eingesetzt zu haben. Zum Vergleich: In den USA waren es 67%.<sup>2</sup> In den kommenden Jahren wird ein schnelleres Wachstum der Kapazität von Rechenzentren in China als in den USA erwartet (siehe **Abbildung 21**). Wir vermuten, dass es in China weniger regulatorische Hindernisse geben wird, die eine umfassende Integration von KI bremsen, als in anderen Ländern. Diese verfolgen möglicherweise einen überlegteren, dafür aber auch langsameren Ansatz.

Chinesische Technologieunternehmen profitieren zudem von staatlicher Unterstützung, da der aktuelle Fünfjahresplan der Regierung den Schwerpunkt auf den Bereich Technologie legt. Andere chinesische Branchen, wie etwa die Elektrofahrzeugindustrie, konnten bereits von staatlicher Unterstützung profitieren und erstaunliche Skaleneffekte erzielen, mit denen internationale Wettbewerber nicht mithalten konnten. Chinesische Elektrofahrzeuge machen inzwischen fast zwei Drittel des weltweiten Absatzes aus (siehe **Abbildung 22**). Chinas Anteil am europäischen Elektrofahrzeugabsatz ist zudem sechsmal höher als noch im Jahr 2020.

Abgesehen vom Technologiesektor schätzen wir auch **chinesische Exportunternehmen** insgesamt positiv ein. Die chinesische Regierung setzt ihre Fördermaßnahmen für bevorzugte Industriezweige, von denen viele exportorientiert sind, fort. Dies betrifft beispielsweise die Herstellung von Solarmodulen. Bemühungen zur Reduzierung übermäßigen Wettbewerbs („Anti-Involution“) können in wettbewerbsintensiven Sektoren wie dem Elektrofahrzeugmarkt zu einer Konsolidierung führen und somit die Nettogewinnmargen größerer Unternehmen stützen.

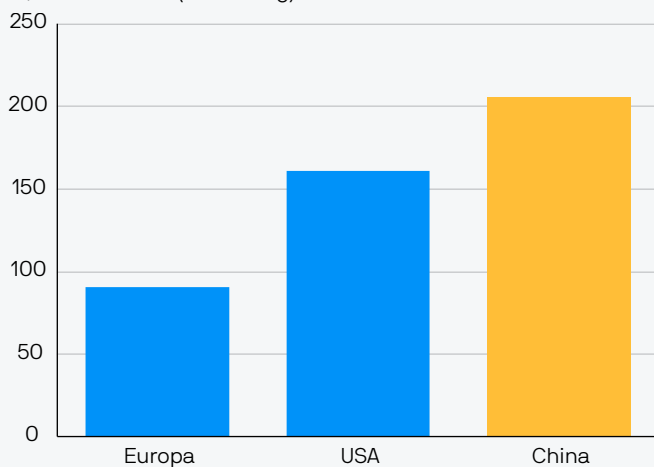
<sup>2</sup> Gillespie, N., Lockey, S., Ward, T., Macdade, A., & Hased, G. (2025). *Trust, Attitudes and Use of Artificial Intelligence: A Global Study 2025 (in English)*. The University of Melbourne und KPMG.



**Abbildung 21: China wird voraussichtlich in hohem Tempo Rechenzentren bauen**

Prognostiziertes Wachstum der installierten Kapazität von Technologie-Rechenzentren

%, 2024 bis 2030 (Schätzung)

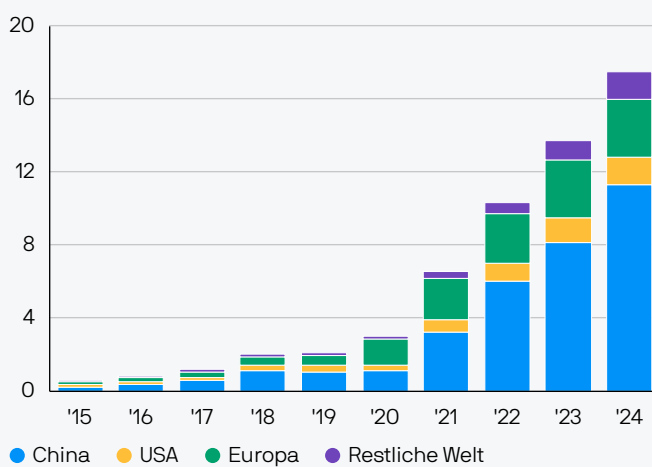


Quelle: IEA, J.P. Morgan Asset Management. Stand der Daten: 31. Oktober 2025.

**Abbildung 22: Die Industriepolitik Pekings hat häufig globale Auswirkungen**

Weltweiter Absatz von Elektrofahrzeugen

Mio.



Quelle: IEA, J.P. Morgan Asset Management. Stand der Daten: 31. Oktober 2025.

Chinesische Exporteure haben zudem bewiesen, dass sie in der Lage sind, ihre Waren trotz globaler Handelsprobleme umzuleiten. Chinas Exporte sind im Jahr 2025 stark gewachsen. Die Verluste in den USA wurden dabei durch Gewinne in anderen Regionen, insbesondere in Schwellenländern, mehr als ausgeglichen (siehe **Abbildung 5** im Abschnitt **Wirtschaftswachstum dank geld- und fiskalpolitischer Impulse**). Auch in den globalen Lieferketten für seltene Erden, Solarmodule, Lithiumbatterien und Elektrofahrzeuge nimmt China eine dominante Stellung ein. Daher wird davon ausgegangen, dass die Exportsektoren das Gewinnwachstum des MSCI China im Jahr 2026 vorantreiben werden. Die Konsensprognose für das Gewinnwachstum je Aktie liegt im Technologie- und Automobilsektor bei fast 40% bzw. über 80%.

Für unsere Einschätzung chinesischer Aktien sind zwei wesentliche Risiken zu berücksichtigen: die Stimmung gegenüber KI und die chinesische Regulierung. Sollte sich die Stimmung gegenüber KI eintrüben, könnten chinesische Technologieunternehmen, die eine hohe Korrelation mit US-Technologieaktien aufweisen, darunter leiden. Und jede regulatorische Änderung seitens der chinesischen Politik – ähnlich wie Ende 2021 – könnte die Rally in China zum Erliegen bringen. Dies ist allerdings nicht unser Basisszenario.



**Dabei gilt es zu bedenken, dass eine regionale Diversifizierung nicht nur das Risiko mindert, sondern auch den Ertrag steigern kann.**

## Andere Schwellenländer: Umleitung der Exporte wirkt sich nachteilig aus

Die Widerstandsfähigkeit Chinas könnte auf Kosten anderer Schwellenländer (EM) gehen: Ein anhaltender Anstieg der chinesischen Exporte in andere Länder würde die Gewinne der übrigen Schwellenländer belasten. Um zu einer positiveren Einschätzung zu gelangen, wäre ein stärkeres Gewinnwachstum in den Sektoren Finanzen und Rohstoffe erforderlich. Da die Zentralbanken der Schwellenländer ihre Leitzinsen jedoch generell senken, ist es unwahrscheinlich, dass die Banken Gewinne erzielen werden. Gleichzeitig dürften die Rohstoffpreise stabil, aber niedrig bleiben.

Eine Ausnahme von dieser Einschätzung bildet Nordasien, insbesondere Südkorea, Taiwan und Hongkong. Diese Märkte entwickeln sich in der Regel gut, wenn die US-Notenbank die Zinsen senkt. Sie haben einen zyklischen Charakter und konzentrieren sich auf langfristig orientierte Sektoren wie Technologie, Investitionsgüter und Gesundheitswesen.

## Japanische Aktien: Reflation mitnehmen, aber das Währungsrisiko nicht außer Acht lassen

Auch bei japanischen Aktien sehen wir Chancen. Ein sich verbesserndes innenpolitisches Umfeld, anhaltende Unternehmensreformen, eine starke Gewindynamik (siehe **Abbildung 23**) sowie Spielraum für eine Steigerung der Bewertungen dürften den japanischen Markt stützen. Anlegerinnen und Anleger sollten jedoch weiterhin darauf achten, wie sich die Entwicklung des Yen auf die Erträge auswirken könnte.



## Politik und Fundamentaldaten bieten Unterstützung

Mit der Wahl von Sanae Takaichi zur Premierministerin am 21. Oktober bleibt das bisher relativ günstige politische Umfeld in Japan bestehen. Die wachstumsfreundliche Haltung der neuen Premierministerin sowie ihr Fokus auf die Zusammenarbeit zwischen den USA und Japan und auf die nationale Sicherheit wurden von den Märkten positiv aufgenommen. Seit ihrer Wahl sind die Erwartungen hinsichtlich Zinserhöhungen durch die Bank of Japan (BoJ) gesunken.

Wie in Europa sehen wir auch bei den japanischen Aktienbewertungen noch Spielraum nach oben. Zwar erscheinen die aktuellen Bewertungen im Vergleich zu den letzten 20 Jahren hoch, doch umfasst dieser Zeitraum auch die Zeit nach der Vermögenspreisblase, die zu einem Rückgang der Bewertungskennzahlen geführt hatte. Betrachtet man einen längeren Zeitraum, so liegt das Forward-KGV des TOPIX mit 15,8 deutlich unter seinem Durchschnitt seit 1990 (24) sowie unter seinem Abenomics-Höchststand von 16,3. Steigende Anleiherenditen kommen auch den Gewinnen im Finanzsektor zugute, der etwa 15% des TOPIX ausmacht.

## Schwerpunkt auf Verteidigung und Banken, Yen im Blick behalten

Bei japanischen Aktien bevorzugen wir **Titel aus dem Verteidigungssektor**. Diese dürften von den weltweit steigenden Militärausgaben sowie der aggressiven Außenpolitik der neuen Premierministerin profitieren. Japanische Rüstungswerte werden mit dem 20-Fachen des für die nächsten zwölf Monate erwarteten Gewinns gehandelt, verglichen mit dem 22-Fachen für einen Korb von US-Rüstungswerten.

Auch bei **japanischen Banken** sehen wir erhebliches Potenzial. Dank der Reflation haben japanische Banken seit 2021 eine bessere Performance als der TOPIX erzielt. Sie werden jedoch nach wie vor nur mit einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von 1 gehandelt. Obwohl Takaichi die BoJ dazu ermutigt, die Zinsen niedrig zu halten, dürfte die nächste Maßnahme der Bank dennoch eine Zinserhöhung sein, was die Margen des Finanzsektors stützen würde. Die Gewinnrevisionen für japanische Finanzwerte sind sehr positiv ausgefallen und übertreffen die ihrer US-amerikanischen Pendanten.

Das Hauptrisiko für japanische Aktien ist und bleibt der Yen. Da 40% der Erträge der im TOPIX gelisteten Unternehmen aus dem Ausland stammen, korreliert die Performance japanischer Aktien in der Regel negativ mit dem Yen (siehe **Abbildung 24**). Für europäische Anlegerinnen und Anleger gilt: Verluste durch Yen-Schwankungen werden oft am Aktienmarkt wieder ausgeglichen – und umgekehrt.

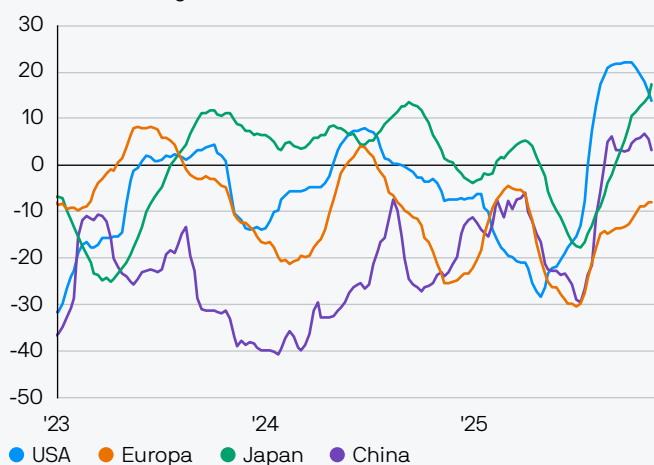
## Fazit

Wir sind davon überzeugt, dass eine regionale Diversifizierung von Aktienportfolios die Erträge steigern und vor Konzentrationsrisiken schützen kann. Dies gilt insbesondere dann, wenn die Stimmung gegenüber KI weniger positiv wird. Außerhalb der USA sehen wir die größten Chancen in ausgewählten Bereichen der europäischen, japanischen und chinesischen Märkte mit fundamentalen Rückenwinden, darunter europäische und japanische Banken, chinesische Technologie- und Exportunternehmen, Rüstungswerte sowie Unternehmen, die von der fiskalpolitischen Entwicklung profitieren.

**Abbildung 23: Die Gewinnrevisionen sind in Japan stark ausgefallen**

### Gewinnrevisionsquoten

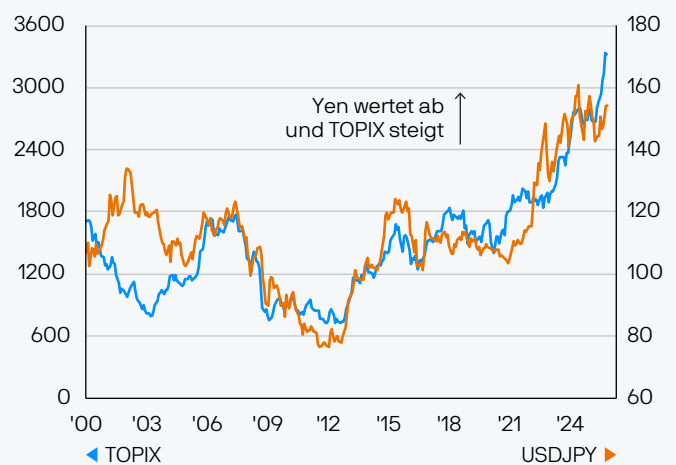
%, Verhältnis der Aufwärts- zu Abwärtsrevisionen der Gewinnsschätzungen über einen Zeitraum von 13 Wochen



Quelle: LSEG Datastream, MSCI, S&P Global, STOXX, Tokyo Stock Exchange, J.P. Morgan Asset Management. China: MSCI China; Europa: STOXX 600; Japan: TOPIX; USA: S&P 500. Die Gewinnrevisionsquoten basieren auf den von IBES veröffentlichten 12-Monats-Gewinnerwartungen. Stand der Daten: 31. Oktober 2025.

**Abbildung 24: Die Wertentwicklung japanischer Aktien weist in der Regel eine negative Korrelation zum Yen auf TOPIX und Yen gegenüber US-Dollar**

Indexstand (links); JPY je USD (rechts)



Quelle: LSEG Datastream, Tokyo Stock Exchange, J.P. Morgan Asset Management. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Stand der Daten: 31. Oktober 2025.

## Keine Angst vor Private Markets

Private Markets sind in den letzten zehn Jahren rasant gewachsen. Die auf Private Markets verwalteten Vermögenswerte haben sich seit 2010 verfünffacht und sind inzwischen weltweit auf über 13 Bio. USD angestiegen (siehe **Abbildung 25**). Diese Ausweitung des privaten Kapitals, das undurchsichtiger ist als das Kapital auf den öffentlichen Märkten, hat Befürchtungen ausgelöst, dass sich Probleme im Schatten des Finanzsystems verbergen könnten.

Das rasante Wachstum einer finanziellen Anlageklasse sollte selbstverständlich immer kritisch untersucht werden. Betrachtet man diese Entwicklungen jedoch ausschließlich unter dem Gesichtspunkt des „Überschusses“, so übersieht man einen wichtigen Aspekt des Private Market: Der Charakter von Unternehmensfinanzierungen hat sich in den letzten zwei Jahrzehnten grundlegend verändert.

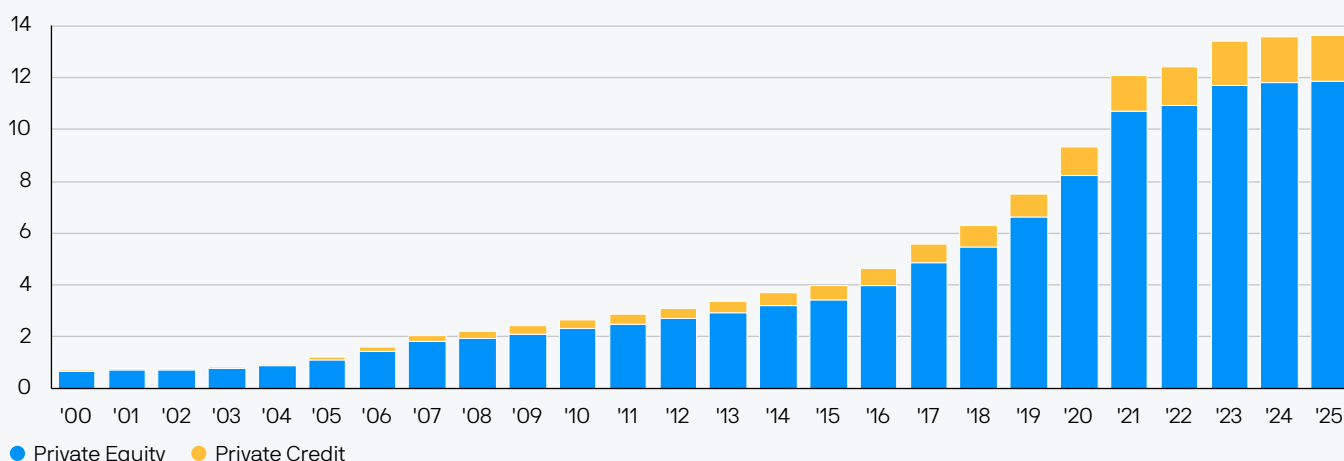


**Einfach ausgedrückt: Früher fand das Wachstum erst nach dem Börsengang statt, heute bereits davor.**

Während Unternehmen früher für ihr Wachstum auf Kapital aus öffentlichen Märkten angewiesen waren, können sie heute über Venture Capital und Private Equity auf riesige private Geldpools zugreifen. Infolgedessen hat sich ein größerer Teil des Weges zur Reife für Unternehmen vom öffentlichen in den privaten Bereich verlagert (siehe **Abbildung 26**). Was auf den ersten Blick wie Überschwang aussieht, ist in vielerlei Hinsicht Ausdruck einer neuen Normalität in der Unternehmensfinanzierung.

**Abbildung 25: Private Markets sind rasant gewachsen**  
Weltweit verwaltetes Vermögen auf Private Markets

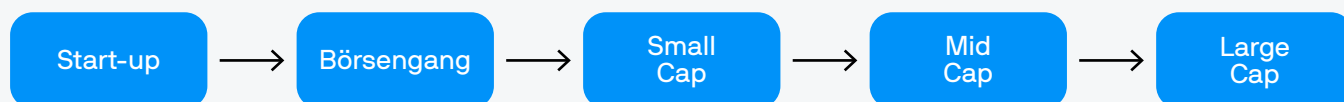
In Bio. USD



Quelle: Preqin, J.P. Morgan Asset Management. Das verwaltete Vermögen setzt sich aus dem nicht realisierten Wert und dem Dry Powder zusammen. Die Daten für 2025 beziehen sich auf das erste Quartal 2025. Stand der Daten: 31. Oktober 2025.

**Abbildung 26: Von öffentlich zu privat: Wie sich das Kapitalbeschaffungsmodell weiterentwickelt hat**  
Stilisierte Entwicklung vom Start-up zum börsennotierten Großunternehmen

**Damals**



**Heute**



Quelle: J.P. Morgan Asset Management, Stand: November 2025.

## Der Aufstieg der Private Markets

Um den Aufstieg der Private Markets zu verstehen, ist es hilfreich, sich daran zu erinnern, wie Unternehmen früher gewachsen sind. Vor zwei Jahrzehnten war es üblich, dass Unternehmen in der Anfangsphase Kapital von privaten Anlegerinnen und Anlegern aufnahmen, relativ schnell an die Börse gingen und dann über die öffentlichen Märkte weiterwuchsen. Amazon, Apple und Google – drei der „Glorreichen Sieben“ – gingen allesamt innerhalb von fünf Jahren nach ihrer Gründung an die Börse und schufen in den folgenden Jahrzehnten einen Wert von mehreren Billionen Dollar für die dort aktiven Anlegerinnen und Anleger.

Inzwischen hat sich diese Wachstumssequenz auf die Private Markets verlagert. Unternehmen bleiben heute länger privat und werden deutlich größer, bevor sie – wenn überhaupt – an die Börse gehen. Ende der 1990er Jahre betrug das Durchschnittsalter eines Unternehmens bei dessen Börsengang (IPO) in den USA etwa fünfeinhalb Jahre. Bis 2024 war dieser Wert auf 14 Jahre angestiegen. Im Jahr 1996 gab es in den USA mehr als 8.000 börsennotierte Unternehmen; heute sind es weniger als 6.000. Allein in den letzten zehn Jahren hat sich die Zahl der „Einhörner“ – also mit Venture Capital finanzierte Start-ups mit einem Wert von über einer Milliarde US-Dollar – verachtfacht.

Dieser Trend zu einer deutlich späteren Börsennotierung wurde durch das Wachstum des auf Private Markets verfügbaren Kapitals ermöglicht. Die Märkte für Risiko- und Wachstumskapital sind gewachsen. Grund dafür sind Innovationen in den Bereichen Technologie, Gesundheitswesen und Konsumgüter, die neue Anlagemöglichkeiten geschaffen haben. „Buyout“-Fonds sind inzwischen so groß, dass Unternehmen, die in Risiko- oder Wachstumskapitalportfolios enthalten sind, mehrfach verkauft werden können, ohne an die Börse zu gehen.

Gemeinsam bieten diese Bereiche der Private Markets nun die Finanzierung, die früher von den öffentlichen Märkten für Small- und Mid-Cap-Unternehmen bereitgestellt wurde. Einfach ausgedrückt: Früher fand das Wachstum eines Unternehmens erst nach dem Börsengang statt, heute bereits davor.

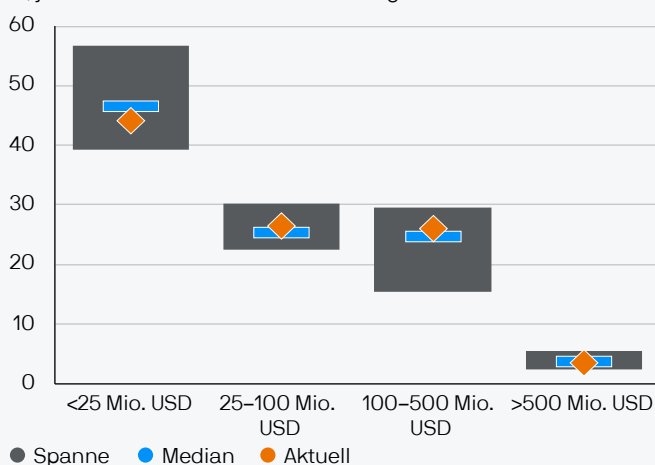
## Warum sich Unternehmen dafür entscheiden, in Privatbesitz zu bleiben

Bei der Verlagerung hin zu Private Markets geht es in erster Linie nicht darum, dass Unternehmen nicht in der Lage sind, an die Börse zu gehen. Vielmehr entscheiden sich Unternehmen bewusst dagegen. Eine Notierung an einer Börse kann zwar Liquidität und Sichtbarkeit bieten, bringt jedoch auch einen höheren regulatorischen Aufwand, eine intensivere Beobachtung anhand von Quartalsberichten und die mit öffentlichen Märkten einhergehende Volatilität der Aktienkurse mit sich. Für schnell wachsende Unternehmen kann die Entscheidung, im Privatbesitz zu bleiben, mehr Flexibilität bieten und eine längerfristige Entscheidungsfindung ohne den Druck des vierteljährlichen Berichtszyklus ermöglichen.

Unterdessen haben institutionelle Anleger wie Pensionsfonds, Versicherungen, Stiftungen und Staatsfonds aktiv nach privaten Vermögenswerten gesucht, um ihre Erträge zu steigern. Dieser Kapitalzufluss hat ein sich selbst verstärkendes Ökosystem geschaffen. Mehr Kapital führt zu größeren Transaktionen auf dem Private Market. Diese ermöglichen es Unternehmen, länger privat zu bleiben. Die daraus resultierende Expansion des Private Market zieht wiederum noch mehr Kapital an. Es ist diese strukturelle Kapitalmigration, die einen Großteil des Wachstums auf den Private Markets erklärt.

**Abbildung 27: Der Großteil der Aktivitäten im Bereich Private Equity findet nach wie vor in kleinen bis mittelgroßen Unternehmen statt**

Private-Equity-Investitionen in den USA nach Größe  
%, jährlicher Anteil an den Gesamtanlagen von 2008 bis 2025



Quelle: LCD, Pitchbook, J.P. Morgan Asset Management. Die Daten für 2025 beziehen sich auf das zweite Quartal 2025. Stand der Daten: 31. Oktober 2025.



Private-Equity-Bewertungen sind hoch, der Wettbewerb um Transaktionen bleibt intensiv und die zunehmenden Verbindungen zwischen Private Equity und Private Credit bedeuten, dass sich Spannungen in einem Marktsegment auf andere auswirken können. Dies sind jedoch Risiken, die es zu beobachten gilt, und keine Anzeichen für Exzesse.



## Wo das Wachstum wirklich stattfindet: Aktivitäten im kleinen und mittleren Marktsegment

Ein weit verbreiteter Irrtum ist, dass es bei Private Equity vor allem um sehr große Buyouts geht, also um Transaktionen in Höhe von mehreren Milliarden Dollar, die Schlagzeilen machen. Die Realität sieht jedoch ganz anders aus: Die meisten Transaktionen finden im kleinen und mittleren Marktsegment statt. Dort liegt der Unternehmenswert (Marktkapitalisierung plus ausstehende Schulden eines Unternehmens) in der Regel unter 500 Mio. USD (siehe **Abbildung 27**).

In diesem Teil des Private-Equity-Marktes steht bei der Wertschöpfung nicht das Finanzengineering, sondern die Optimierung der Unternehmensabläufe im Vordergrund. Unternehmen profitieren vom Zugang zu etablierten und erfahrenen Private-Equity-Anlageverwaltern. Diese helfen ihnen dabei, ihr Produktangebot zu verbessern und zu erweitern, Kosten zu senken und durch die Erschließung neuer Märkte eine größere Reichweite zu erzielen.

## Private Credit: Die andere Hälfte der Geschichte

Das Wachstum im Bereich Private Credit<sup>1</sup> ist auf viele der gleichen Faktoren zurückzuführen, die auch den Private-Equity-Markt verändert haben. Die Verschärfung der Regulierung nach der globalen Finanzkrise führte dazu, dass sich Banken aus den Kreditmärkten zurückzogen. Dies ermöglichte es Kreditgebern außerhalb des Bankensektors, die Lücke in der Unternehmensfinanzierung zu schließen – insbesondere im kleinen und mittleren Marktsegment, das einst von Banken dominiert wurde. Im Laufe der Zeit sind solche Direktkreditgeber zu einer unverzichtbaren Kapitalquelle für den gesamten Lebenszyklus eines Unternehmens geworden.

Ein Großteil des heute auf den Private-Credit-Märkten aufgenommenen Kapitals wird an Unternehmen verliehen, die durch Private Equity finanziert werden. Dadurch wird praktisch das private Fremdkapitalpendant zum Private-Equity-Eigenkapital bereitgestellt. Private Credit bietet Unternehmen die Möglichkeit, Kredite zu refinanzieren, ihre Finanzierungsstruktur zu ändern und zu expandieren, ohne dass sie sich an die öffentlichen Märkte wenden müssen. Anlegerinnen und Anleger erhalten über Private Credit im Austausch gegen geduldiges, langfristiges Kapital eine attraktive Renditesteigerung gegenüber öffentlichen Kreditwerten.

Private Credit erfüllt innerhalb der Private Markets zwei unterschiedliche Zwecke. Erstens wird hierüber eine Wachstumsfinanzierung bereitgestellt – Darlehen für Unternehmen, die expandieren, investieren oder sich refinanzieren möchten. Zweitens kann der Private-Credit-Markt Buyouts finanzieren, indem er Darlehen an Private-Equity-Gruppen vergibt, die ein Unternehmen erwerben möchten. Heute werden rund 90% der Buyouts im mittleren Marktsegment in den USA durch Private Credit finanziert. Im Jahr 2017 lag dieser Anteil noch bei rund 50%. Es ist dieser letztere Trend, Private-Equity-Übernahmen über Private Credit zu finanzieren, der in letzter Zeit Aufmerksamkeit auf sich gezogen hat.

## Wo die Risiken liegen

Wir sind der Meinung, dass das Wachstum von Private Equity und Private Credit auf strukturelle Veränderungen in der Unternehmensfinanzierung zurückzuführen ist. Das soll jedoch nicht heißen, dass die privaten Märkte risikofrei sind. Private-Equity-Bewertungen sind hoch, der Wettbewerb um Transaktionen bleibt intensiv und die zunehmenden Verbindungen zwischen Private Equity und Private Credit bedeuten, dass sich Spannungen in einem Marktsegment auf andere ausbreiten können. Wir sind weiterhin der Ansicht, dass es sich hierbei um Risiken handelt, die es zu beobachten gilt, nicht jedoch um Anzeichen für Exzesse.

Beginnend mit den Bewertungen liegen die globalen Buyout-Multiplikatoren (EV/EBITDA)<sup>2</sup> für Unternehmen im mittleren Marktsegment mit etwa 13 aktuell unter ihrem Höchststand aus dem Jahr 2021, aber immer noch über dem langfristigen Durchschnitt (siehe **Abbildung 28**). Das bedeutet, dass es weniger Spielraum für eine Steigerung der Bewertungskennzahlen gibt, um die Erträge von Private-Equity-Anlagen zu erhöhen. Die Erträge hängen somit stärker von steigenden Gewinnwachstumsraten und operativen Verbesserungen ab. Im Vergleich zu den öffentlichen Märkten sind die Bewertungen auf den Private Markets jedoch nicht überhöht: So lag der Median des EV/EBITDA-Multiplikators für den S&P 500 im letzten Jahr bei etwa 14. Mit anderen Worten: Die Bewertungen im Private-Equity-Segment sind zwar hoch, entsprechen aber den Vergleichswerten des öffentlichen Marktes.

Auch der Aufstieg von Private-Equity-„Continuation Vehicles“ wurde als Grund zur Besorgnis hinsichtlich der Private Markets angeführt, da ihr Anteil an den weltweiten Private-Equity-Exits kontinuierlich steigt (siehe **Abbildung 29**). Ein Continuation Vehicle ist ein neuer Fonds, den ein Private-Equity-Anlageverwalter auflegt, um ein oder mehrere Portfoliounternehmen über die Laufzeit des ursprünglichen Fonds hinaus zu halten. Skeptiker argumentieren, dass die zunehmende Nutzung von Continuation Vehicles darauf hindeutet, dass Anlageverwalter versuchen, Probleme mit Portfoliounternehmen zu verschleiern, die einen Verkauf dieser Unternehmen zu der vom Private-Equity-Anlageverwalter gewünschten Bewertung verhindern würden.

Auch hier sind wir der Meinung, dass diese Skepsis gegenüber Continuation Vehicles am Thema vorbeigeht. Zwar ermöglichen Continuation Vehicles Private-Equity-Anlageverwaltern, ihre Beteiligungen länger zu halten und Verkäufe in einem schwachen Marktumfeld zu vermeiden, doch dabei handelt es sich nicht einfach um Anlageverwalter, die „Anlagen an sich selbst verkaufen“. In fast allen Fällen erfordert eine Transaktion mit einem Continuation Vehicle einen unabhängigen Sekundärkäufer, der die Bewertung validiert und neues Kapital einbringt. In der Regel sind diese Sekundärkäufer erfahrene institutionelle Anleger oder spezialisierte Sekundärfonds, die eine umfassende Due-Diligence-Prüfung eines Portfoliounternehmens durchführen, bevor sie sich zu einer Beteiligung entschließen.

<sup>1</sup> Private Credit ist eine breit gefächerte Anlageklasse, die verschiedene Arten von Nichtbankenkrediten umfassen kann. Sofern nicht anders angegeben, bezieht sich der Begriff „Private Credit“ auf Direct Lending. Dabei vergeben Kreditgeber, die keine Banken sind, Kredite an Unternehmen, ohne dass Zwischenhändler involviert sind. Dies ist der größte Teilbereich der breiter gefassten Anlageklasse „Private Credit“.

<sup>2</sup> Das Verhältnis zwischen dem Unternehmenswert (EV, Marktkapitalisierung eines Unternehmens zuzüglich seiner ausstehenden Verbindlichkeiten) und dem EBITDA (Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen).

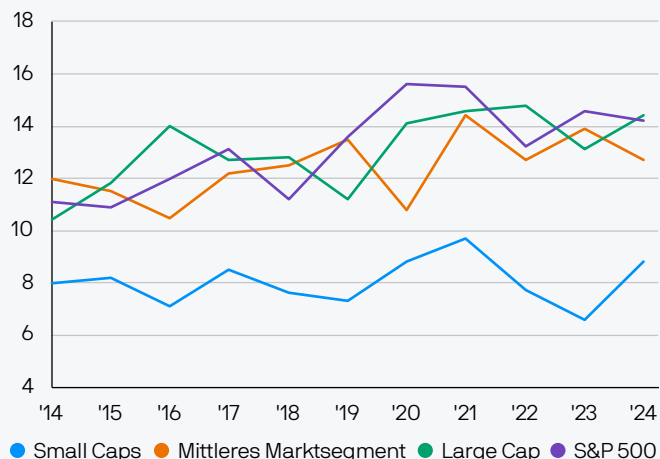




### Abbildung 28: Die Bewertungen auf privaten und öffentlichen Märkten scheinen nicht im Widerspruch zueinander zu stehen

Multiplikatoren für Übernahmen privater Unternehmen im Vergleich zum S&P 500

x, mittleres Verhältnis von Unternehmenswert/EBITDA, Multiplikator der letzten 12 Monate

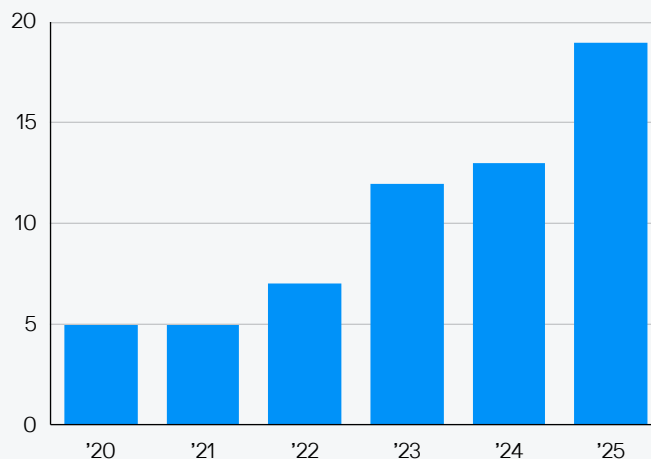


Quelle: LCD, Pitchbook, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. EV/EBITDA ist das Verhältnis zwischen dem Unternehmenswert und dem Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen. Stand der Daten: 31. Oktober 2025.

### Abbildung 29: Die Nutzung von Continuation Vehicles durch PE-Unternehmen ist nicht unbedingt ein Grund zur Sorge

Anteil der Continuation-Vehicles an den weltweiten PE-Exits

In %



Quelle: Dealogic, Jefferies, J.P. Morgan Asset Management. Die Angaben für 2025 beziehen sich auf das erste Halbjahr 2025. Die Schätzungen zum Volumen der von Sponsoren unterstützten Exit-Transaktionen stammen von Dealogic. Sie umfassen Erlöse aus Fusionen und Übernahmen sowie aus Börsengängen. Der Prozentsatz entspricht dem Transaktionsvolumen der Continuation Vehicles geteilt durch das Volumen der von Sponsoren unterstützten Exit-Transaktionen. Stand der Daten: 31. Oktober 2025.

Die jüngsten Sekundärtransaktionen (Fortsetzungsgeschäfte) wurden überwiegend mit geringen, einstelligen Abschlägen auf den Nettovermögenswert des Unternehmens bewertet, was durchaus innerhalb der üblichen Bewertungsbandbreiten liegt. In einer Zeit, in der die Aktivitäten bei Börsengängen, Fusionen und Übernahmen auf den öffentlichen Märkten nur schleppend verliefen, boten Continuation Vehicles Liquidität und Preisfindung auf den Private Markets und eröffneten damit Optionen für private Anlegerinnen und Anleger. Wie bereits erwähnt, sind wir der Meinung, dass der Aufstieg von Continuation Vehicles im Private-Equity-Bereich lediglich ein weiteres Beispiel für die Weiterentwicklung des Systems der Unternehmensfinanzierung darstellt.

Ein weiterer Diskussionspunkt ist die zunehmende Verflechtung von Private Equity und Private Credit. Es ist richtig, dass Private Equity und Private Credit zunehmend miteinander verzahnt sind. So finanziert Private Credit häufig Private-Equity-Übernahmen oder unterstützt Private-Equity-Portfoliounternehmen bei der Refinanzierung.

Anlegerinnen und Anleger erhalten für diese Private-Credit-Dienste allerdings auch eine ordentliche Vergütung. Auf den Private-Credit-Märkten werden hohe Anfangsrenditen angeboten. Bei vorrangigen Direct-Lending-Krediten (mit der höchsten Rückzahlungsrangfolge) liegen diese oft im niedrigen zweistelligen Bereich. Dies schafft einen erheblichen Puffer gegen potenzielle Verluste. Selbst wenn die Ausfallraten leicht ansteigen sollten, würden die historisch hohen Wiedergewinnungsraten einen Großteil dieser negativen Auswirkungen ausgleichen. Es wäre eine erhebliche und anhaltende Verschlechterung der Lage der Private-Equity-Portfoliounternehmen erforderlich, um wesentliche Verluste im Private-Credit-Segment zu verursachen.

## Fazit

Insgesamt beurteilen wir Private Equity und Private Credit nach wie vor positiv.

Im Bereich Private Equity werden sinkende US-Zinsen die Kreditaufnahme verbilligen. Das führt zu höheren Erträgen und stützt die aktuellen Bewertungen. Die kleinen und mittleren Segmente des Private-Equity-Marktes bieten Anlegerinnen und Anlegern in Kombination mit Secondaries (Continuation Vehicles) nach wie vor attraktive Möglichkeiten, sich zu günstigeren Bewertungen – möglicherweise sogar mit Abschlägen auf den Nettoinventarwert – am Thema künstliche Intelligenz zu beteiligen. In Europa führen stärker fragmentierte Finanzierungsmärkte und ein weniger harter Wettbewerb um Kredite dazu, dass private Märkte zu einer attraktiven Quelle für potenzielles Alpha werden. Auch die relativ höhere Gewichtung von Technologieunternehmen auf privaten europäischen Märkten im Vergleich zu öffentlichen Aktienindizes ist attraktiv.

Was den Bereich Private Credit betrifft, werden die sinkenden US-Zinsen die Schuldendienstkosten senken und somit das Ausfallrisiko etwas mindern, wenngleich dies zu einem allmählichen Rückgang der Gesamtrenditen führt. Wie immer sollten Anlegerinnen und Anleger über verschiedene Anlageverwalter und Jahrgänge (das Jahr, in dem ein Kredit oder Fonds aufgelegt wurde) diversifizieren, um Konzentrations- und idiosynkratische Risiken zu reduzieren. Bei Private-Credit-Anlagen kann die Kombination von Direct Lending mit Engagements in Infrastruktur- und Immobilienkrediten die Ertragsquellen für Anlegerinnen und Anleger erweitern. Allokationen in opportunistische Fonds oder Fonds für notleidende Kredite können sich zudem als wertvoll erweisen, wenn eine erhebliche Konjunkturabschwächung zu Marktstress führt.

## Vor Entgleisung schützen

Wie im Abschnitt **Wirtschaftswachstum dank geld- und fiskalpolitischer Impulse** dargelegt, stützen beispiellose Konjunkturmaßnahmen in „Friedenszeiten“ aktuell sowohl die Wirtschaft als auch Risikoanlagen. Sollten all diese Exzesse zu Problemen führen, sehen sich Anlegerinnen und Anleger mit zwei wesentlichen Risiken konfrontiert: einer deutlich veränderten Stimmung gegenüber künstlicher Intelligenz (KI) sowie einem Wiederanstieg der Inflation. In diesem Kapitel untersuchen wir die Strategien, die Anlegerinnen und Anleger zur Verfügung stehen, um diese Risiken zu mindern.

### Was, wenn es sich um eine Blase handelt?

Wie im Abschnitt **Technologiekonzentration sorgfältig steuern** erläutert, können wir zum jetzigen Zeitpunkt einfach noch nicht abschätzen, wie hoch die Endnutzernachfrage nach KI sein wird und ob die großen Technologieunternehmen in der Lage sein werden, die vom Markt erwarteten überdurchschnittlichen Gewinne aufrechtzuerhalten. Anlegerinnen und Anleger, die befürchten, dass diese hoch bewerteten Unternehmen die langfristigen Wachstumserwartungen möglicherweise nicht erfüllen werden, haben zwei wesentliche Absicherungsmöglichkeiten.

Im Falle einer durch Technologie und KI ausgelösten Krise, die stark deflationär wäre, sollten erstklassige Anleihen mit langer Laufzeit einen erheblichen Puffer bieten. Wird die Nachfrage nach KI-Infrastruktur überschätzt und fällt der Ertrag dieser Investition enttäuschend aus, könnte es ähnlich wie Anfang der 2000er Jahre zu Überkapazitäten, fallenden Preisen, sinkenden Margen und geringeren Investitionen kommen. Die Aktienkurse würden fallen, was zu negativen Vermögenseffekten und einem Rückgang der Konsumausgaben führen würde. Auch der Private Market wäre betroffen, da 36% der Private-Equity-Fonds und 25% der Private-Credit-Anlagen im Technologiesektor investiert sind.

Ein solches Szenario könnte die US-Wirtschaft in eine Rezession stürzen und die US-Notenbank (Fed) zu einer deutlichen Senkung der Zinsen veranlassen. Während der Dotcom-Blase und der globalen Finanzkrise erzielten langfristige US-Staatsanleihen Erträge von 29% bzw. 17% (siehe **Abbildung 30**). Auch erstklassige Unternehmensanleihen mit langer Laufzeit boten beim Platzen der Technologieblase Schutz.

Anlegerinnen und Anleger außerhalb der USA sollten zudem Währungsschwankungen berücksichtigen. In Zeiten von Marktstress legt der US-Dollar normalerweise zu. Angesichts der führenden Rolle US-amerikanischer Unternehmen im Bereich der KI ist sein Status als sicherer Hafen in diesem Szenario jedoch nicht gewährleistet. Je nach Höhe der Absicherungskosten könnten langfristige Kommunalanleihen eine Alternative zu US-Staatsanleihen darstellen. Aufgrund sinkender Renditen in der Eurozone und in Großbritannien ist das Ertragspotenzial allerdings wahrscheinlich geringer als in den USA.

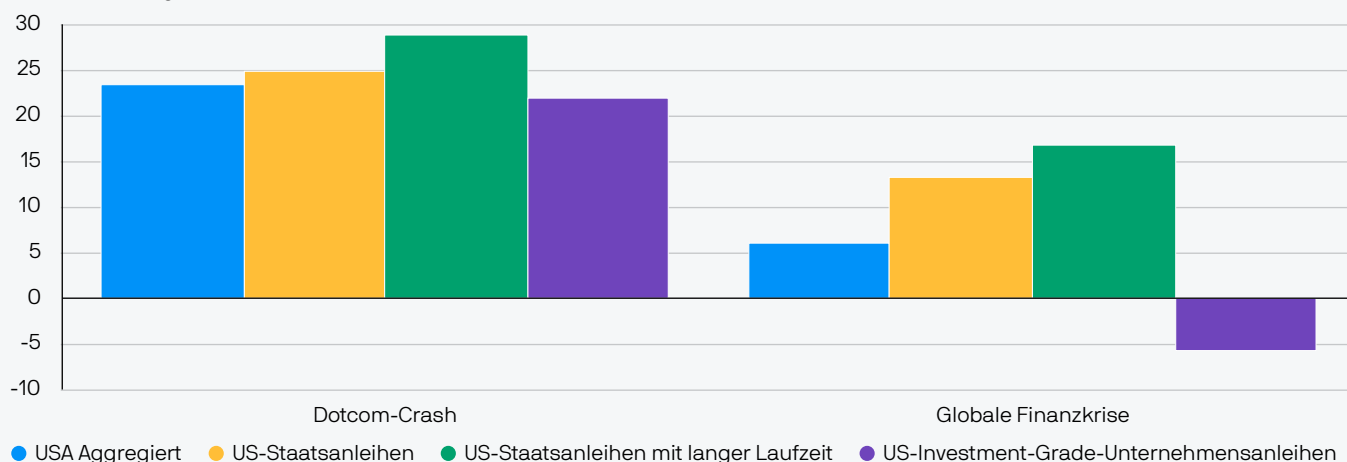


**Im Falle einer durch Technologie und KI ausgelösten Krise sollten erstklassige Anleihen mit langer Laufzeit einen erheblichen Puffer bieten.**

**Abbildung 30: Bei einem Technologie-Crash dürften die Anleihekurse deutlich steigen**

**Erträge von US-Anleihen bei Aktienmarkteinbrüchen**

%, Gesamtertrag während des Zeitraums, in dem der S&P 500 fiel



Quelle: Bloomberg, LSEG Datastream, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Dotcom-Crash: August 2000 bis September 2002; globale Finanzkrise: Oktober 2007 bis Februar 2009. US-Staatsanleihen: Bloomberg US Aggregate - Treasuries; Langfristige US-Staatsanleihen: Bloomberg US Treasury: Long (über 10 Jahre); US-Unternehmensanleihen mit Investment Grade Bloomberg US Aggregate - Corporate. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Stand der Daten: 31. Oktober 2025.

Anlegerinnen und Anleger sollten auch die Konzentrationsrisiken bei globalen Aktien berücksichtigen. Die Sektoren Technologie und Kommunikationsdienstleistungen machen mittlerweile 37% des MSCI All Country World Index aus.

Eine Diversifizierung allein außerhalb der Technologiebranche und technologiebezogener Sektoren ist nicht ausreichend. Eine Abkühlung der KI-Branche hätte weitreichende wirtschaftliche Auswirkungen, und die Bewertungsrisiken sind breit gestreut. Während der Dotcom-Ära boten zyklische Sektoren Schutz. Seit 2022 sind die Bewertungen zyklischer Sektoren (mit Ausnahme des Technologiesektors) jedoch vom 13-Fachen auf das 22-Fache der für die nächsten zwölf Monate erwarteten Gewinne gestiegen. Diese Sektoren sind daher anfällig, wenn ein Überangebot an KI-Infrastruktur das Wachstum verlangsamt.

Defensive Sektoren weisen nach einer Phase der Underperformance nun wenig anspruchsvolle Bewertungen auf. Da ihre Gewinne weniger stark an den Ausbau der technologischen Infrastruktur und die allgemeine Wirtschaftstätigkeit gebunden sind, sind diese Sektoren besser vor einem möglichen Abschwung im Technologiesektor geschützt (siehe **Abbildung 31**). Portfolios mit einem hohen Anteil defensiver Aktien dürften sich daher als relativ widerstandsfähig erweisen, sollte die KI-Euphorie nachlassen.

## Durch Freigiebigkeit verursachte Inflation

Das zweite Hauptrisiko ist die Inflation. Eine lockere Fiskalpolitik setzt die Anleihenmärkte unter Druck, da das Angebot an Anleihen steigt, während sich die Kreditwürdigkeit der Staaten verschlechtert. Staatlicher Konsum kann die

Inflation anheizen, wenn er mit einer starken privaten Nachfrage oder Versorgungsengpässen zusammenfällt. Eine solche Inflation könnte entweder in Form eines akuten Schocks oder als chronisch schleichender Prozess auftreten. In jedem dieser Szenarien sind jeweils unterschiedliche Vermögenswerte am besten positioniert.

## Akute Inflation: Lehren aus dem Jahr 2022

Wie bereits erwähnt, sind wir besorgt, dass eine zu großzügige Fiskalpolitik zu einem erneuten Anstieg der Inflation führen könnte. Steuerrückerstattungen aus dem „One Big Beautiful Bill“ sowie mögliche weitere Konjunkturmaßnahmen vor den Zwischenwahlen könnten in der US-Wirtschaft zu einem nachfragebedingten Preisdruck führen. Und auch wenn die aktuelle Entwicklung der Handelspolitik harmlos erscheint, sind die vollständigen inflationären Auswirkungen der Zölle noch nicht zu spüren. Zudem besteht weiterhin das Risiko von Störungen auf der Angebotsseite durch neue US-Zölle oder Vergeltungsmaßnahmen der Partnerländer.

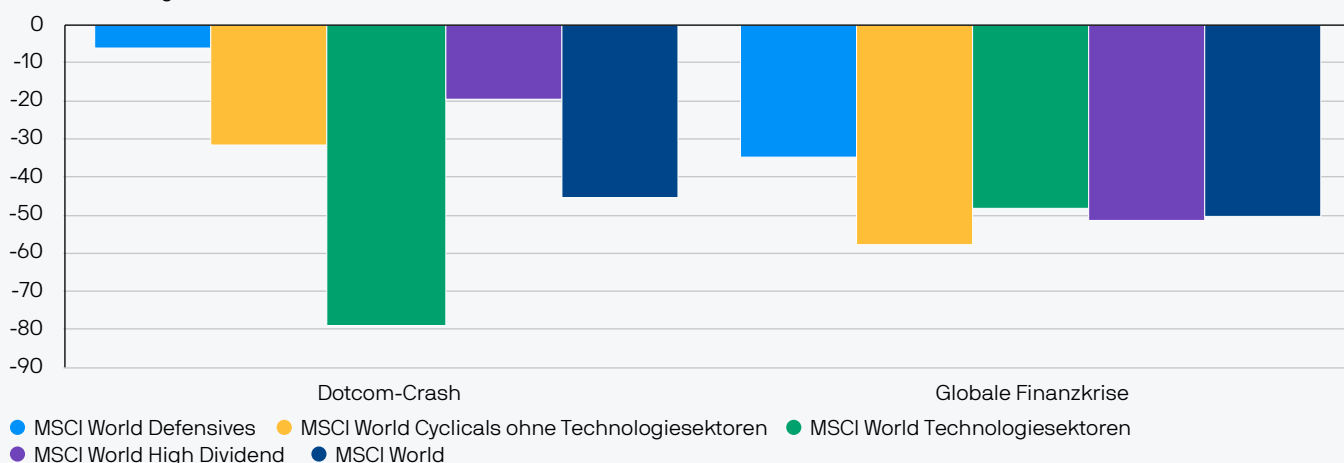
In diesem Szenario könnte die US-Notenbank gezwungen sein, ihren Zinssenkungszyklus zu beenden und die Zinsen möglicherweise anzuheben, um ihre Glaubwürdigkeit zu wahren. Steigende Anleiherenditen würden eine umfassende Neubewertung von Vermögenswerten erzwingen und die öffentlichen Märkte belasten.

Sachwerte wie Nutzholz und Kerninfrastrukturen würden während eines akuten Inflationsschocks den besten Schutz bieten (siehe **Abbildung 32**). Traditionelle Inflationsdiversifizierer wie Immobilien und inflationsgebundene Anleihen hätten es schwer, da die Einkommensanpassungen die Kapitalverluste nicht ausgleichen würden. Der rohstofflastige FTSE 100 dürfte dagegen andere Aktienmärkte übertreffen.

**Abbildung 31: Bei einem Technologie-Crash sollten defensive Aktien ebenfalls Schutz bieten**

Globale Sektorperformance bei Aktienmarkteinbrüchen

%, Gesamtertrag in USD während des Zeitraums, in dem der S&P 500 fiel



Quelle: LSEG Datastream, MSCI, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Dotcom-Crash: August 2000 bis September 2002; globale Finanzkrise: Oktober 2007 bis Februar 2009. Defensive Werte: nichtzyklische Konsumgüter, Gesundheitswesen und Versorger; zyklische Werte ohne Technologie: Energie, Rohstoffe, Industrie, zyklische Konsumgüter, Finanzen und Immobilien; Technologiesektoren: Informationstechnologie und Kommunikationsdienstleistungen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Stand der Daten: 31. Oktober 2025.

## Chronische Inflation: Aushöhlung der realen Erträge

Die Inflation könnte sich weniger als kurzer, heftiger Schock, sondern vielmehr als schleichendes Problem erweisen, bei dem das Ziel Jahr für Jahr knapp verfehlt wird. In den 1950er- und 1960er-Jahren gelang es den Regierungen sehr erfolgreich, ihre Schulden durch eine Reihe kleiner Inflationsüberraschungen zu verringern. Durch nominale Zinssätze unterhalb des nominalen BIP-Wachstums wurde die Schuldenlast langsam von den Steuerzahlern auf die Anleihegläubiger verlagert, deren Erträge durch die Inflation aufgezehrt wurden.

Bei einer chronischen Inflation besteht daher eher die Gefahr einer allmählichen Aushöhlung der realen Erträge als einer schnellen Neubewertung. In der Vergangenheit haben Immobilien in Zeiten chronischer, schleichender Inflation besser abgeschnitten als Aktien, während inflationsgebundene Anleihen ihre nominalen Pendanten übertroffen haben (siehe **Abbildung 33**). Bleiben hohe anfängliche Kapitalverluste aus, können die mit den Ertragsströmen dieser beiden Vermögenswerte verbundenen Inflationsanpassungen dazu beitragen, die realen Erträge zu schützen.

Gold ist ein weiterer Vermögenswert, den es sich zu berücksichtigen lohnt. Aufgrund seiner Eigenschaft als Wertspeicher ist das Edelmetall in Zeiten chronischer Inflation ein wichtiger Diversifizierer für ein Portfolio. Es dient auch als Absicherung gegen Bedenken hinsichtlich der Glaubwürdigkeit von US-Institutionen oder Risiken im Zusammenhang mit Fiatwährungen. Sollte die Glaubwürdigkeit der US-Institutionen infrage gestellt werden, würde dies die Goldnachfrage wahrscheinlich stützen.

Internationale Reserveverwalter würden dann ihre Anlagen diversifizieren und sich vom Dollar abwenden.

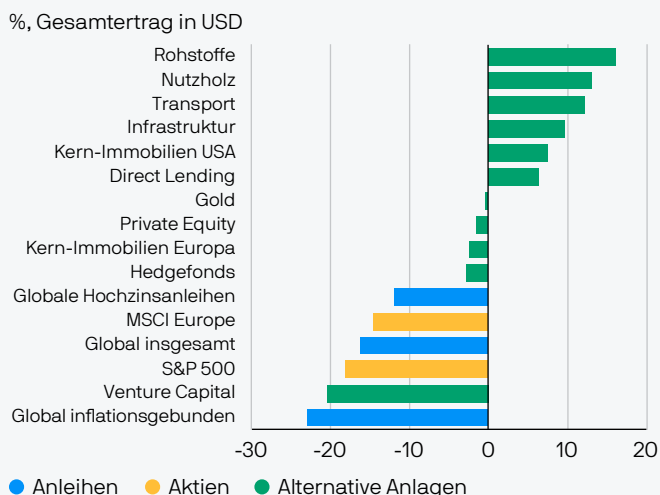
Die Effektivität von Gold als Diversifizierungsinstrument gegen akute Inflationsschocks ist allerdings uneinheitlich. Ende der 1970er Jahre, als die Anlegerinnen und Anleger stark auf die Inflation fokussiert waren, wurden die durchschnittlichen Erträge durch eine gute Performance angekurbelt. Als die Inflation 1990 und 2022 jedoch überraschend stark anstieg, fielen die Erträge negativ aus. Diese durchwachsene Performance erhöht das Risiko, dass Anlegerinnen und Anleger, die Gold als Schutz vor einem Inflationsschock einsetzen, enttäuscht werden könnten.

## Fazit

In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass die geld- und fiskalpolitischen Impulse weiterhin für ein Wirtschaftswachstum sorgen werden. Es besteht jedoch die Gefahr, dass „übermäßige“ politische Maßnahmen entweder zu einer Vermögensblase oder zu Inflation führen. Anlegerinnen und Anleger sollten sorgfältig darüber nachdenken, wie sie sich gegen solche Entwicklungen absichern können.

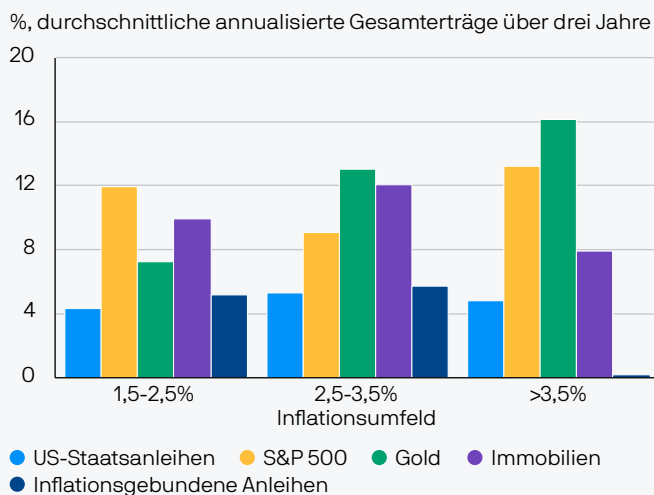
Um sich gegen Einbrüche bei Technologiewerten abzusichern, sollten Anlegerinnen und Anleger erstklassige Anleihen mit langer Laufzeit sowie defensive Aktiensektoren in Betracht ziehen. Um sich gegen Inflationsrisiken abzusichern, sollten Anlegerinnen und Anleger einen angemessenen Anteil ihres Portfolios in alternative Anlagen investieren. Diese sollten das Portfolio sowohl bei akuter als auch bei chronischer Inflation stützen.

**Abbildung 32: Wie das Jahr 2022 gezeigt hat, bieten alternative Anlagen den besten Schutz vor Inflationsschocks**  
Ausgewählte Erträge öffentlicher und privater Märkte im Jahr 2022



Quelle: Bloomberg, Burgiss, Cliffwater, FactSet, HRFI, LSEG Datastream, MSCI, NCREIF, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Anleihe- und Rohstoffindizes stammen von Bloomberg, mit Ausnahme des Hochzinsindexes, bei dem es sich um den ICE BofA Global High Yield handelt. Hedgefonds: HRFI Fund Weighted Composite; Kern-Immobilien USA: NCREIF Property – Open End Diversified Core Equity; Kern-Immobilien Europa: MSCI Global Property Fund – Continental Europe; Direct Lending: Cliffwater; Infrastruktur: MSCI Global Quarterly Infrastructure Asset (gleichgewichtet); Nutzholz: NCREIF Timberland Total Return. Private Equity und Venture Capital sind zeitgewichtete Erträge von Burgiss. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Stand der Daten: 31. Oktober 2025.

**Abbildung 33: Traditionelle Diversifizierer funktionieren bei chronischer Inflation besser**  
Erträge ausgewählter Anlageklassen nach Inflationsumfeld



Quelle: Bloomberg, BLS, LSEG Datastream, NCREIF, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Inflation: unbereinigter VPI; US-Staatsanleihen: Bloomberg US Aggregate – Treasury; Immobilien: NCREIF National Property Index; Inflationsgebundene Anleihen: Bloomberg US TIPS. Die Inflationsumfelder werden anhand des annualisierten Wachstums des Verbraucherpreisindex über einen Zeitraum von drei Jahren definiert. Phasen der Disinflation werden dabei ausgeschlossen. Die Ertragsdaten beginnen im Jahr 1976, mit Ausnahme der inflationsgebundenen Anleihen, die im Jahr 1997 beginnen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Stand der Daten: 31. Oktober 2025.





## Marktszenarien und -risiken

Da der Wirtschaftsmotor weiter befeuert wird, dürfte sich die globale Konjunktur im Jahr 2026 auf eine regional breitere Basis ausweiten. Wir gehen davon aus, dass die US-Wirtschaft durch positive Vermögenseffekte, Zinssenkungen sowie anhaltende Investitionen in künstliche Intelligenz (KI) gestützt wird. In Europa dürfte sich das Wachstum vor dem Hintergrund geld- und fiskalpolitischer Unterstützungsmaßnahmen beschleunigen.

Es gibt jedoch auch Abwärtsrisiken am Markt, die es zu beachten gilt. Sollten Technologieaktien schwächeln, könnte dies erhebliche Auswirkungen auf den Markt und die Wirtschaft haben. Außerdem könnte sich der Inflationsdruck als frustrierend hartnäckig erweisen. Gut diversifizierte Portfolios sind unerlässlich, um sich sowohl gegen das Risiko einer Wachstumsabschwächung bei einer Verschlechterung der Stimmung im Technologiesektor als auch gegen das Risiko eines unerwartet starken Inflationsanstiegs abzusichern.

### Basisfall: Breitere globale Wachstumsbasis

**Makro:** Die Wirtschaftstätigkeit weitet sich auf regionaler Ebene aus. Angesichts erheblicher fiskalischer Anreize und anhaltender Unterstützung durch frühere Zinssenkungen überrascht das Wachstum in Europa positiv und verringert im Jahr 2026 den Abstand zum Wachstum in den USA. Die Expansion in den USA hält an und wird durch weitere Lockerungsmaßnahmen der US-Notenbank (Fed) unterstützt. Die chinesische Wirtschaft wird durch eine Stabilisierung des Immobilienmarktes angekurbelt. Gleichzeitig unterstützen die politischen Entscheidungsträger das Wachstum der heimischen KI-Technologie.

**Märkte:** Eine Diversifizierung der Aktienengagements über das gesamte KI-Ökosystem, verschiedene Regionen sowie öffentliche und private Märkte hinweg ist unerlässlich. Da der US-Dollar gegenüber einem breiten Währungskorb weiter fällt – wenn auch in geordneter Weise –, sollten Anlegerinnen und Anleger außerhalb der USA die Auswirkungen von Währungsschwankungen auf ihre Erträge abwägen. Niedrigere US-Zinsen stützen Private Equity und Private Credit.

### Abwärtsrisiko: Die Inflation steigt wieder

**Makro:** Die Inflation beschleunigt sich, entweder akut oder langsam, während die Zahlen schleichend nach oben klettern. Eine akute Inflation könnte eintreten, wenn sich die Auswirkungen der Zölle auf die US-Inflation als größer als befürchtet erweisen und Unternehmen ihre höheren Kosten an widerstandsfähige Verbraucherinnen und Verbraucher weitergeben. Einkommensteuerrückerstattungen zu Beginn des Jahres 2026 würden zusammen mit weiteren Steuersenkungen im Vorfeld der Zwischenwahlen das Inflationsproblem verschärfen. Eine chronische, schleichende Inflation könnte die Folge von anhaltenden Haushaltsdefiziten sowie von Fragen zur Unabhängigkeit der Fed sein.

**Märkte:** Ein negatives Umfeld für Aktien, wobei zinssensible Sektoren am stärksten betroffen sind. Steigende Renditen bei Kernanleihen führen zu Verlusten, da die Korrelationen zwischen Aktien und Anleihen positiv bleiben. In einem Szenario mit akuter Inflation würden Sachwerte wie Nutzholz und Kerninfrastruktur den besten Schutz bieten. In einem Szenario mit chronischer Inflation ist Gold ein wichtiger Diversifizierer für Portfolios.

### Abwärtsrisiko: Technologieaktien schwächeln

**Makro:** Die Stimmung gegenüber KI trübt sich ein, da deutlich wird, dass die Nachfrage nach KI-Infrastruktur überschätzt wurde. Dies führt zu Überkapazitäten, sinkenden Preisen und schrumpfenden Margen, da die Rentabilität von KI-Investitionen enttäuschend ausfällt. Das Wirtschaftswachstum in den USA verlangsamt sich, da die Ausgaben im Bereich der künstlichen Intelligenz stagnieren und der Abverkauf an den Aktienmärkten zu negativen Vermögenseffekten für US-amerikanische Privathaushalte führt.

**Märkte:** Ein sehr negatives Umfeld für Aktien, insbesondere für die USA. Defensive Aktien entwickeln sich besser als zyklische Werte, und die negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen kehrt zurück. Für erstklassige Anleihen mit langer Laufzeit hingegen ist dies ein positives Umfeld. Private-Equity- und Private-Credit-Anlagen haben jedoch aufgrund ihres Engagements im Technologiesektor zu kämpfen.



## Aufwärtsrisiko: Produktivitätsboom

**Makro:** Das Wachstum beschleunigt sich deutlich durch einen auf KI gestützten Produktivitätsboom. Die Inflation wird durch steigende Produktivität und möglicherweise niedrigere Energiepreise, die sich aus einer Lösung des Konflikts zwischen Russland und der Ukraine ergeben könnten, in Schach gehalten. Dadurch können die Zentralbanken die Zinsen stärker senken als von den Märkten derzeit erwartet.

**Märkte:** Ein sehr positives Umfeld für Aktien weltweit. Anleihen verzeichnen ebenfalls starke Erträge, da die Leitzinsen sinken und sich die Kreditspreads auf neue Rekordniveaus verengen.

## Autorinnen und Autoren



**Karen Ward**  
Chief Market Strategist  
EMEA



**Tilmann Galler**  
Global Market Strategist



**Lucía Gutiérrez-Mellado**  
Global Market Strategist



**Maria Paola Toschi**  
Global Market Strategist



**Hugh Gimber**  
Global Market Strategist



**Lilia Peytavin**  
Global Market Strategist



**Aaron Hussein**  
Global Market Strategist



**Max McKechnie**  
Global Market Strategist



**Natasha May**  
Global Market Analyst



**Zara Nokes**  
Global Market Analyst

Das „Market Insights“ Programm bietet umfassende Informationen und Kommentare zu den globalen Märkten auf produktneutraler Basis. Das Programm analysiert die Auswirkungen der aktuellen Wirtschaftsdaten und veränderten Marktbedingungen, um Kundinnen und Kunden einen besseren Einblick in die Märkte zu vermitteln und fundierte Anlageentscheidungen zu fördern. Für die Zwecke von MiFID II sind das J.P. Morgan Asset Management „Market Insights“ und „Portfolio Insights“ Programm eine Marketingkommunikation und fallen nicht unter MiFID II / MiFIR Anforderungen, die in Zusammenhang mit Research stehen. Darüber hinaus wurden das J.P. Morgan Asset Management „Market Insights“ und „Portfolio Insights“ Programm als nicht unabhängiges Research nicht in Übereinstimmung mit den gesetzlichen Anforderungen erstellt, die zur Förderung der Unabhängigkeit von Research dienen. Sie unterliegen auch keinem Handelsverbot vor der Verbreitung von Research.

Die in diesem Dokument geäußerten Meinungen stellen weder eine Beratung noch eine Empfehlung für den Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar, noch sichert J.P. Morgan Asset Management oder eine seiner Tochtergesellschaften zu, sich an einer der in diesem Dokument erwähnten Transaktionen zu beteiligen. Sämtliche Prognosen, Zahlen, Einschätzungen oder Anlagetechniken und -strategien dienen nur Informationszwecken, basierend auf bestimmten Annahmen und aktuellen Marktbedingungen, und können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Alle in diesem Dokument gegebenen Informationen werden zum Zeitpunkt der Erstellung als korrekt erachtet. Jede Gewährleistung für ihre Richtigkeit und jede Haftung für Fehler oder Auslassungen wird jedoch abgelehnt. Zur Bewertung der Anlageaussichten bestimmter in diesem Dokument erwähnter Wertpapiere oder Produkte sollten Sie sich nicht auf dieses Dokument stützen. Darüber hinaus sollten Investoren eine unabhängige Beurteilung der rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen, Kredit- und Buchhaltungsfragen anstellen und zusammen mit ihren professionellen Beratern bestimmen, ob eines der in diesem Dokument genannten Wertpapiere oder Produkte für ihre persönlichen Zwecke geeignet ist. Investoren sollten sicherstellen, dass sie vor einer Investition alle verfügbaren relevanten Informationen erhalten. Der Wert, Preis und die Rendite von Anlagen können Schwankungen unterliegen, die u. a. auf den jeweiligen Marktbedingungen und Steuerabkommen beruhen, und die Anleger erhalten das investierte Kapital unter Umständen nicht in vollem Umfang zurück. Sowohl die historische Wertentwicklung als auch die historische Rendite sind unter Umständen kein verlässlicher Indikator für die aktuelle und zukünftige Wertentwicklung. J.P. Morgan Asset Management ist der Markenname für das Vermögensverwaltungsgeschäft von JPMorgan Chase & Co. und seiner verbundenen Unternehmen weltweit. Telefonanrufe bei J.P. Morgan Asset Management können aus rechtlichen Gründen sowie zu Schulungs- und Sicherheitszwecken aufgezeichnet werden. Soweit gesetzlich erlaubt, werden Informationen und Daten aus der Korrespondenz mit Ihnen in Übereinstimmung mit der EMEA-Datenschutzrichtlinie von J.P. Morgan Asset Management erfasst, gespeichert und verarbeitet. Die EMEA-Datenschutzrichtlinie finden Sie auf folgender Website: [www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy](http://www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy). Herausgeber in Deutschland: JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l., Frankfurt Branch, Taunustor 1, D-60310 Frankfurt. Herausgeber in Österreich: JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l., Austrian Branch, Fährichgasse 8, A-1010 Wien. Copyright 2025 JPMorgan Chase & Co. Alle Rechte vorbehalten. Bildquelle: Shutterstock.

Copyright 2025 JPMorgan Chase & Co. Alle Rechte vorbehalten.

Bildquelle: Shutterstock

LV-JPM57187 | 11/25 | DE | 435b251b-8edc-11ee-9df2-b31424a448e4