

# Investmentausblick 2025

## Das Ausloten der Grenzen



### Autorinnen und Autoren

**Karen Ward**

Chief Market Strategist for EMEA

**Tilmann Galler**

Global Market Strategist

**Maria Paola Toschi**

Global Market Strategist

**Hugh Gimber**

Global Market Strategist

**Vincent Juvyns**

Global Market Strategist

**Aaron Hussein**

Global Market Strategist

**Max McKechnie**

Global Market Strategist

**Natasha May**

Global Market Analyst

**Zara Nokes**

Global Market Analyst

### Zusammenfassung

- Wir gehen im Kern davon aus, dass die politische Agenda von Präsident Trump wachstumsfördernd sein wird. Es bestehen jedoch Risiken, insbesondere wenn das Gleichgewicht zwischen fiskalischen Impulsen, Zöllen und Einwanderungsbeschränkungen eher zu mehr Inflation als realem Wachstum führt.
- Ein erneuter Fokus auf die „America First“-Politik wird Reaktionen aus anderen Regionen erfordern, vor allem aus Europa und China, wo umfangreiche geld- und/oder fiskalpolitische Anreize erwartet werden.
- Für die Führungsposition an den Aktienmärkten ist die Entwicklung des Technologie-Booms wichtiger als die Frage, wer gerade im Weißen Haus sitzt. Wir sind der Ansicht, dass die besten Kursgewinne im Technologiesektor bereits erzielt wurden und dass die nächste Phase der technologischen Entwicklung, in der sich diese Technologien in der gesamten Wirtschaft ausbreiten, die Kurse in anderen Bereichen des globalen Aktienindex anheben wird.
- Unterdessen ist es verlockend zu glauben, dass Trumps Wiederwahl die Outperformance in den USA verstärken wird. Gleichzeitig gilt es jedoch zu bedenken, dass die Erwartungen an europäische Aktien bereits niedrig sind und es nicht nur darum geht, was man kauft, sondern welchen Preis man dafür bezahlt. Uns gefällt vor allem der britische Markt.
- Für Anlegerinnen und Anleger in Multi-Asset-Anlagen verlangt das aktuelle Anlageumfeld, dass wir das Thema Diversifikation überdenken, indem wir Anleihen zum Schutz von regelmäßigen Erträgen und zur Absicherung vor Rezessionen integrieren, aber auch in Vermögenswerte investieren, die sich in Zeiten von Inflationsschocks gut entwickeln werden.

## Vieles ist in Bewegung

Die Wiederwahl von Donald Trump dürfte weitreichende Folgen über die USA hinaus haben. Innenpolitisch wird der neue Präsident mit ziemlicher Sicherheit mehr fiskalische Anreize schaffen, was bedeutet, dass die Regierungen in anderen Ländern, insbesondere in Europa und China, kaum eine andere Wahl haben werden, als diesem Beispiel zu folgen, um potenzielle negative wirtschaftliche Auswirkungen einer aggressiven Handelspolitik auszugleichen.

Angesichts der Tatsache, dass die Risikomärkte die Aussicht auf ein solches „Pump-Priming“ – also ein Ankurbeln der Wirtschaft – weiterhin bejubeln könnten, halten wir eine risikofreudige Haltung für sinnvoll. Allerdings ist es unerlässlich, dass die Anlegerinnen und Anleger das Abwärtsrisiko nicht außer Acht lassen, wonach geopolitische Feindseligkeiten zu einem Rückgang des Vertrauens der Unternehmen und einer Rezession führen, sowie das Risiko, wonach die Inflation wieder auflebt und die Anleihenrenditen in die Höhe treibt.

### Die Gegenströmungen von Steuern und Zöllen

Vor der Wahl schien sich die US-Wirtschaft abzuschwächen, da die pandemiebedingten Ersparnisse der Privathaushalte aufgebraucht waren. Insbesondere auf dem Arbeitsmarkt gab es Anzeichen für eine Abkühlung, die aber immerhin geordnet verlief. Die Tatsache, dass die Mehrheit der Privathaushalte und Unternehmen so gut mit höheren Zinsen fertig wurde, war ein ermutigendes Zeichen für die zugrunde liegende Robustheit der US-Wirtschaft. Angesichts der Konjunkturabkühlung nahm der Inflationsdruck ab und es bestand Aussicht auf eine potenziell erhebliche geldpolitische Lockerung.

Die Wiederwahl von Donald Trump bringt Potenzial für neue fiskalische Impulse mit sich. Das Steuerpaket, das Präsident Trump in seiner ersten Amtszeit verabschiedet hatte, dürfte umfassend verlängert werden, anstatt Ende 2025, wie zuvor gesetzlich festgelegt, auszulaufen. Präsident Trump hat ferner die Möglichkeit, den Körperschaftsteuersatz einmal mehr von 21% auf 15% zu senken, zusätzliche Steuersenkungen für Privathaushalte, etwa durch die Aufhebung der Besteuerung von Trinkgeld und Überstunden, sowie die Deregulierung in verschiedenen Bereichen diskutiert.

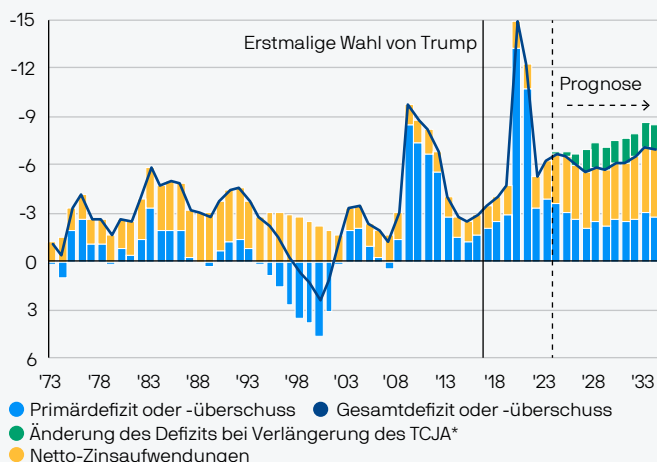
Es gibt zwei Risiken, die ein derart positives Ergebnis beeinträchtigen könnten und im Verlauf des Jahres 2025 im Auge behalten werden müssen. Erstens besteht die Gefahr, dass die anhaltend hohen Haushaltsdefizite und das Gerede über weitere Konjunkturmaßnahmen den Anleihenmarkt verunsichern und das, was über niedrigere Steuern in die Taschen der Menschen fließt, in Form höherer Hypotheken- und Unternehmenskreditzinsen wieder zunichtegemacht wird, wenn die langfristigen Zinssätze für Staatsanleihen steigen. Die zweite Gefahr ist, dass Zölle das Vertrauen der Verbraucherinnen und Verbraucher und der Unternehmen untergraben.

Präsident Trump verlangt von den Anlegerinnen und Anlegern an den Anleihenmärkten zweifelsohne viel (**Abbildung 1**). Bei der aktuellen Politik dürfte das Haushaltsdefizit im kommenden Jahrzehnt bereits im Bereich von 7%–8% bleiben, und die Verschuldung in Prozent des BIP auf über 120% ansteigen (**Abbildung 2**).

**Abbildung 1: Zusätzliche Anreize werden US-Haushaltsdefizit auf außergewöhnliches Niveau führen**

Zusammensetzung des US-Haushaltsdefizits

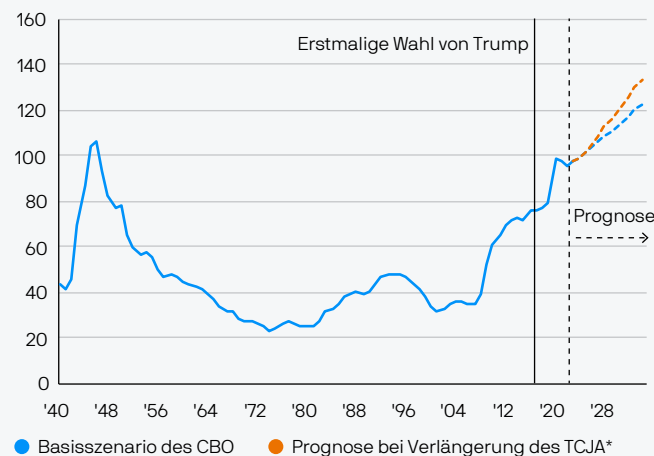
% des BIP



**Abbildung 2: Kontinuierlich steigende Staatsschulden könnten Anleihenmarkt verunsichern**

Schulden auf US-Bundesebene

% des BIP



Quelle: (Alle Diagramme) BEA, CBO, US Treasury, J.P. Morgan Asset Management. Die Prognosen basieren auf den aktuellen Haushalts- und Wirtschaftsprognosen des Congressional Budget Office (CBO) und auf internen Schätzungen von J.P. Morgan Asset Management. \* TCJA bezieht sich auf den Tax Cuts and Jobs Act von 2017, der bis 31. Dezember 2025 teilweise verfällt, sofern er nicht verlängert wird. Bei den angegebenen Jahren handelt es sich um Fiskaljahre. Stand der Daten: 12. November 2024.

Der Anleihenmarkt hat die Nachrichten über den umfassenden Wahlsieg der Republikaner bisher verhältnismäßig gut aufgenommen. Die Frage, wo die Renditen stehen, hängt davon ab, wie das Potenzial für weitere fiskalische Impulse mit der möglichen Umsetzung einiger anderer Wahlversprechen zusammenwirkt.

Die Bekämpfung der Einwanderung war eines der zentralen Themen von Trumps Wahlkampf, und er hat außerdem drakonische Einwanderungsbeschränkungen und umfangreiche Abschiebungen versprochen. Die letzte erfolgreiche Deportation fand 1956 unter Präsident Eisenhower statt, als rund 1,3 Millionen Einwanderer abgeschoben wurden. Unabhängig davon, ob sich Abschiebungen als machbar erweisen, dürften wesentlich strengere Kontrollen an der Grenze, erschwerte Bedingungen für die Gewährung von Asyl und die Aussicht auf Razzien am Arbeitsplatz sowohl potenzielle Migranten als auch die US-Arbeitgeber mit Nachdruck abschrecken.

Dies wird Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt haben. Nicht zu vergessen ist, dass die massive Zunahme der Einwanderung in den letzten Jahren zwar die Wählerschaft verärgert hat, sie allerdings auch wesentlich dazu beitrug, dass die USA ein starkes Wachstum beibehalten und gleichzeitig die Inflation senken konnten. Ein deutlicher Rückgang bei den Wanderarbeitern könnte Lohndruck und Inflationssorgen wiederbeleben.

Der Kostendruck der Unternehmen könnte ferner steigen, wenn der selbsternannte „Zollmann“ auf breiter Basis hohe Zölle auf Importe verhängt. Trump hat erklärt, dass er Zölle von 60% auf alle Waren verhängen wird, die aus China in die USA kommen, und 10% bis 20% auf Waren, die aus allen anderen Regionen stammen.

## Handelt es sich hier um eine Priorität ab Tag Eins oder um einen Ausgangspunkt für Verhandlungen?

Wir gehen davon aus, dass die Zölle auf China beschlossene Sache sind. Dass China ein „unfairer Händler“ ist, ist eine Ansicht, die in den USA von beiden Parteien, Republikanern wie Demokraten, politisch unterstützt wird. Während ein Zoll in Höhe von 60% sicherlich ins Auge sticht, ist anzumerken, dass das Handelsvolumen, das die USA gegenüber China aufweisen, seit der ersten Amtszeit von Präsident Trump bereits deutlich zurückgegangen ist (**Abbildung 3**). Friendshoring und Nearshoring haben sich bemerkenswert schnell entwickelt, was zum Teil darauf zurückzuführen ist, dass chinesische Unternehmen selbst ihre Produktion an andere Standorte wie Mexiko verlagern.

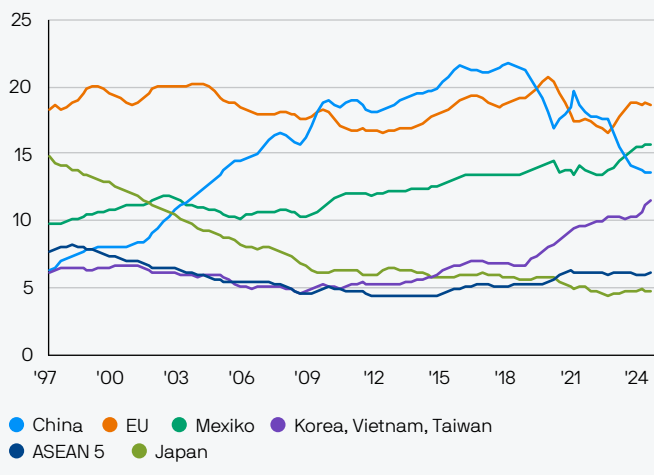
Ein Pauschaltarif für alle anderen Regionen hätte tiefgreifende Auswirkungen, aber wie weit wird Präsident Trump diese Agenda vorantreiben? Einerseits sind er und wichtige Mitglieder seines Teams, wie sein ehemaliger Verhandlungsführer Robert Lightizer, eindeutige Zollideologen. Sie glauben nicht an die Vorteile des Freihandels und sehen Zölle als einfache Einnahmequelle, um Steuersenkungen im Inland zu finanzieren.

Unklar ist unterdessen, ob der Präsident per Erlass einen Pauschalzoll auferlegen kann. Er ist befugt, unilateral abzielende Zölle zu erheben, aber für breit angelegte Zölle sind wahrscheinlich Kongressbeschlüsse erforderlich, und das wird Zeit in Anspruch nehmen. Zudem sind breit angelegte Zölle wirtschaftlich riskanter. In den letzten Jahren hat sich gezeigt, wie sehr die Wähler die Inflation verabscheuen, und ein Zoll von 10% bis 20% auf Importe aus allen Ländern dürfte größere Auswirkungen auf den Preisdruck in den USA haben. Ferner ging die Unsicherheit, die durch Trumps ersten Handelskrieg entstand, mit einem dramatischen Rückgang der Unternehmensinvestitionen in den USA einher (**Abbildung 4**).

**Abbildung 3: Chinas Anteil an US-Importen ist bereits deutlich gesunken**

### Anteil der US-Importe

% der gesamten Waren- und Dienstleistungsimporte, gleitender Durchschnitt im 4. Quartal

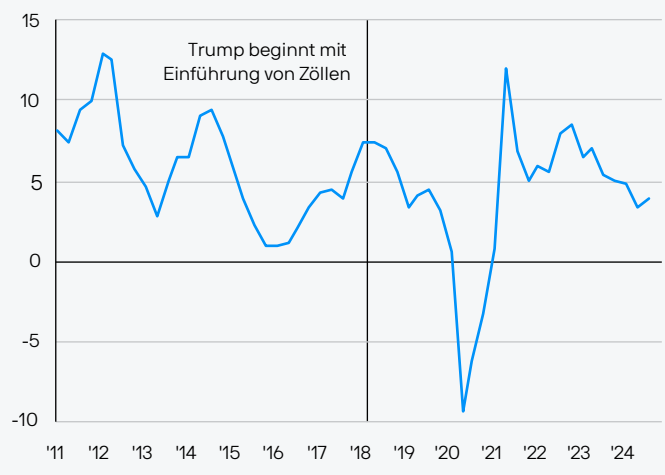


Quelle: LSEG Datastream, US Census Bureau, J.P. Morgan Asset Management. Stand der Daten: 12. November 2024.

**Abbildung 4: Der letzte Handelskrieg fiel mit deutlich rückläufigen Unternehmensinvestitionen in den USA zusammen**

### Reale Unternehmensinvestitionen in den USA

% Veränderung zum Vorjahr



Quelle: BEA, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Stand der Daten: 12. November 2024.

Wir gehen daher davon aus, dass andere Regionen im Hinblick auf Zölle Spielraum für Verhandlungen haben werden. Diejenigen Länder mit den größten Handelsüberschüssen – einschließlich China, Mexiko, Vietnam und Deutschland – sind indes auch diejenigen, bei denen sich die Verhandlungen als am schwierigsten erweisen dürften (**Abbildung 5**).

Angesichts dessen ist die US-Notenbank nicht zu beneiden. Die US-Politiker müssen differenzieren, wie Steuersenkungen die Nachfrage ankurbeln werden, und gleichzeitig verstehen, wie Migration und Handelsspannungen das Angebot einschränken können. Alles in allem dürften diese Faktoren die Inflation in die Höhe treiben und damit die Wahrscheinlichkeit verringern, dass die US-Notenbank die Zinsen bis 2025 deutlich senken wird. Abgesehen davon ist die schwierige Beziehung zwischen Präsident Trump und dem Vorsitzenden der US-Notenbank Jerome Powell zu erwähnen. In seiner ersten Amtszeit kritisierte Präsident Trump Powell häufig dafür, kein „nationaler Champion“ zu sein, indem er sich in einem Beitrag in den sozialen Medien zu Folgenden hinreißen ließ: „Wer ist unser größerer Feind, Jay Powell oder Chairman Xi?“ Trump drohte sogar, einen Schattenvorsitzenden zu ernennen, damit er eine bessere Kontrolle über die Entscheidungsfindung der US-Notenbank hat.

Unsere zentrale Annahme lautet, dass die US-Notenbank während der Präsidentschaft von Trump sehr zurückhaltend die Zinssätze anheben und im Falle einer Abschwächung der Daten schnell handeln wird. Solange es Powell gelingt, Anlegerinnen und Anleger an den Anleihenmärkten bei der Stange zu halten, dürfte eine Zentralbankreaktion, die das Wachstum in den Vordergrund stellt, für Risikoanlagen förderlich sein.

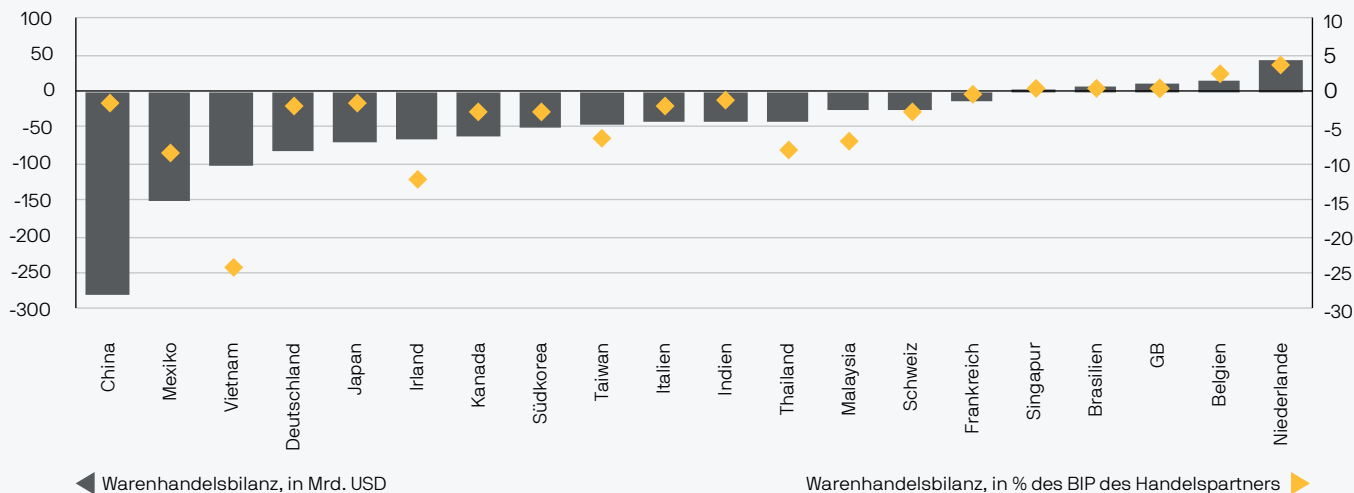


**Abgesehen von den Zöllen gegen China, gehen wir davon aus, dass es Spielraum für Verhandlungen über Zölle gibt.**

**Abbildung 5: Diejenigen mit den größten Handelsüberschüssen sind möglicherweise am stärksten von höheren Zöllen betroffen**

**US-Warenhandelsbilanz nach Ländern**

In Mrd. USD (links); in % des BIP des Handelspartners (rechts)



Quelle: FactSet, J.P. Morgan Asset Management. Stand der Daten: 12. November 2024.

## Europa und China müssen reagieren

Was bedeutet „America First“ für den Rest der Welt?

Europa und China hatten bereits vor der Wahl mit Schwierigkeiten zu kämpfen. Im Gegensatz zum zuversichtlichen Überschwang in den USA sind die europäischen Privathaushalte und Verbraucherinnen und Verbraucher vorsichtig und zurückhaltend geblieben (siehe unsere jüngste Studie „**Was bewegt Anlegerinnen und Anleger?**“). Während die Privathaushalte in den USA die während der Pandemie angehäuften Ersparnisse willig aufbrauchten, haben die europäischen Privathaushalte ihre Ersparnisse weiter aufgestockt (**Abbildung 6**).

Die Anziehungskraft höherer Zinssätze ist hierbei ein Faktor (**Abbildung 7**), aber die Angst hat mit Sicherheit ebenfalls eine Rolle gespielt, da die Energiekosten hoch bleiben, der Konflikt in der Ukraine anhält und erneut Diskussionen über höhere Steuern zur Bekämpfung der Staatsdefizite aufkamen.

Innerhalb Europas hat Großbritannien die grünsten Triebe eines Aufschwungs entwickelt und scheint sich in einer bescheidenen Erholung zu befinden, da die sinkende Gesamtinflation und das starke Reallohnwachstum die Verbraucherausgaben wieder beleben konnten. Der jüngste Staatshaushalt der neuen Labour-Regierung enthielt erhebliche Steuererhöhungen, zugleich aber noch mehr staatliche Ausgaben, die im Voraus getätigt wurden und daher das Potenzial haben, dem Wachstum im Jahr 2025 unterm Strich einen positiven Schub zu verpassen.

Angesichts seines sehr kleinen Fertigungssektors ist Großbritannien zudem weniger anfällig gegenüber der anhaltenden globalen Handelsschwäche als die Eurozone, da ein Großteil der globalen Erholung in den letzten Jahren von der Nachfrage nach Dienstleistungen angetrieben wurde.

Die Schwäche der globalen Nachfrage nach Gütern könnte indes nur ein Überhang aus den Zeiten der Pandemie sein. Während der Lockdowns konzentrierten sich die Ausgaben der Privathaushalte auf Güter. Mit Aufhebung der Lockdowns fokussierte sich die Nachfrage auf Dienstleistungen und einen Nachholeffekt, um nicht gemachte Erfahrungen zu kompensieren. Irgendwann dürfte sich das Ausgabeverhalten normalisieren; es gibt viele Anzeichen dafür, dass das Durchschnittsalter von langlebigen Gütern, wie z. B. Autos, gegenwärtig sehr hoch ist.

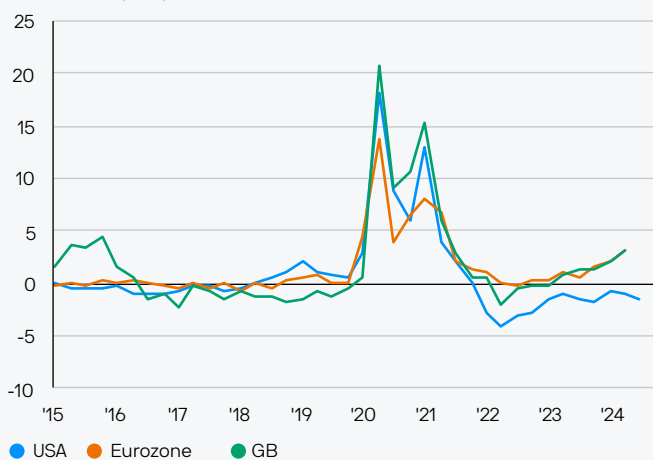
Die anhaltende Nachfrageschwäche aus China spielt ebenfalls eine Rolle, da die Erholung Chinas nach der Pandemie noch enttäuschender war als die in Europa. Der dortige Überhang im Immobiliensektor – nach einem jahrzehntelangen Bauboom – hat die Hauspreise nachhaltig belastet. Da zwei Drittel des Vermögens chinesischer Privathaushalte im Immobiliensektor angesiedelt sind, überrascht es kaum, dass die Sorgen in Bezug auf den Sektor das Verbrauchervertrauen belastet haben. Angesichts der ins Stottern geratenen Binnenkonjunktur haben sich die Unternehmen auf Exporte konzentriert. Der daraus resultierende intensive Wettbewerb hat die europäischen Hersteller weiter unter Druck gesetzt.

Auf den ersten Blick scheint das Wahlergebnis in den USA die Probleme Europas und Chinas zu verschärfen. Wir gehen allerdings davon aus, dass sowohl China als auch Europa dieser drohenden Feindseligkeit mit mehr Unterstützung für ihre eigenen Volkswirtschaften begegnen werden.

**Abbildung 6: Verbraucherinnen und Verbraucher in den USA haben die Ersparnisse aus der Pandemiezeit ausgegeben, die Europäer nicht**

Sparquoten für Überschüsse

%-Punkte, Sparquoten im Verhältnis zum Durchschnitt 2015 bis 2019

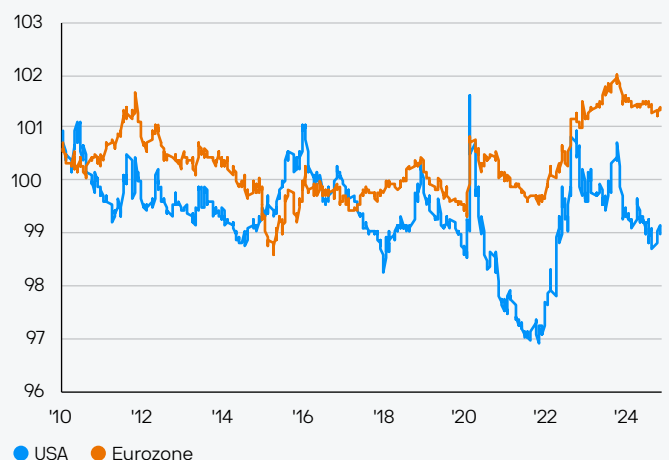


Quelle: BEA, Eurostat, LSEG Datastream, ONS, J.P. Morgan Asset Management. Stand der Daten: 12. November 2024.

**Abbildung 7: Die EZB steht weiterhin fest auf der geldpolitischen Bremse**

Finanzierungsbedingungen in den USA und der Eurozone

Indexstand



Quelle: Bloomberg, Goldman Sachs, J.P. Morgan Asset Management. Der Index für die Finanzierungsbedingungen ist eine Kennzahl dafür, wie leicht Geld und Kredite durch die Wirtschaft fließen. Stand der Daten: 12. November 2024.

Die Konjunkturmaßnahmen Chinas haben sich bisher darauf konzentriert, Kredite schneller verfügbar und billiger zu machen. Wenn das zugrunde liegende Problem jedoch eine überbordende Verschuldung ist, ist eine Kreditvergabe zu attraktiveren Bedingungen selten eine Lösung von Dauer. Wir gehen davon aus, dass die Feindseligkeiten des Auslands Peking dazu veranlassen werden, den Schuldenüberhang der lokalen Regierungen direkter anzugehen und den Privathaushalten und Unternehmen direktere fiskalpolitische Anreize zu bieten.

Die Fähigkeit Europas, schnell zu reagieren, könnte durch hausgemachte politische Probleme beeinträchtigt werden.

In Deutschland<sup>1</sup> traf Kanzler Olaf Scholz, der die Wiederwahl Trumps – gepaart mit dem Krieg in der Ukraine – als „Notfallsituation“ bezeichnet, die eine vorübergehende Aussetzung der Schuldenbremse ermöglichen sollte, auf den Widerstand der fiskalisch konservativen FDP-Partei.

Seitdem ist die Regierungskoalition zusammengebrochen, und im Februar dürften Bundestagswahlen anstehen. Die nach aktuellen Umfragen sinkende Beliebtheit der FDP deutet darauf hin, dass die fiskalische Verantwortung der Partei nicht honoriert wird. In der Tat ist es derzeit unwahrscheinlich, dass die FDP die für den Einzug in das deutsche Parlament erforderliche 5%-Hürde bei den Wählerstimmen nehmen wird. Ungewiss ist, ob Deutschland schnell eine Regierung mit einem glaubwürdigen Plan für die Binnenwirtschaft und die Ukraine-Politik bilden kann. Während die für die USA für die nächsten zehn Jahre prognostizierten Defizite unserer Ansicht nach unklug erscheinen, erscheint die extreme Besessenheit Deutschlands von finanzpolitischem Konservatismus dagegen wie ein bemerkenswerter Akt der Eigensabotage.

Die politische Situation in Frankreich ist ähnlich prekär. Nachdem Präsident Macron im Juni überraschend Parlamentswahlen ausrief, verlor seine Koalition ihre Mehrheit. Es dauerte dann mehrere Monate, bis eine neue Mitte-Rechts-Koalitionsregierung gebildet werden konnte, sehr zum Ärger des Linksbündnisses, das eigentlich die meisten Sitze gewonnen hatte. Michel Barnier – der neue Premierminister – hat eine fragile Haushaltslage geerbt. Das Defizit wird voraussichtlich im Laufe des Jahres 2024 6,1% erreichen, und Frankreich unterliegt nun dem „Verfahren bei einem übermäßigen Defizit“ der Europäischen Kommission, in dem sich das Land dazu gezwungen sieht, Konsolidierungsmaßnahmen vorzuschlagen.

Der neue Haushaltsplan Frankreichs beinhaltet folglich Ausgabenkürzungen in Höhe von 40 Mrd. EUR und Steuererhöhungen in Höhe von 20 Mrd. EUR. Er dürfte im Parlament auf wenig Gegenliebe stoßen. Sollten Versuche unternommen werden, den Haushalt über einen umstrittenen Verfassungsartikel durchzusetzen, könnte dies ein Misstrauensvotum und neue Parlamentswahlen auslösen, die allerdings nicht vor Juni 2025 stattfinden können.

Darüber hinaus muss Europa über seine Vorgehensweise zum Klimaschutz nachdenken. Während es zweifellos bewundernswert ist, der Zukunft des Planeten Priorität einzuräumen, legen andere Regionen nicht das gleiche Gefühl der Dringlichkeit an den Tag. Unter Präsident Trump droht sich die Regulierungslücke zwischen Europa und anderen Regionen auszuweiten, was sich zu einem zunehmenden Gegenwind für die europäische Industrie entwickelt. Europa muss entweder seine aktuellen Pläne anpassen oder die betroffenen Unternehmen subventionieren und eigene Schutzwälle errichten, um sich vor dem Wettbewerb durch Waren zu schützen, die in Regionen mit weniger strengen Umweltrichtlinien hergestellt werden.

Es ist verlockend, sich Pessimismus hinzugeben und davon auszugehen, dass die europäischen Politiker nicht die Notwendigkeit erkennen oder die Fähigkeit haben werden, eine Lösung für diese Probleme zu finden. Doch gerade in Zeiten globaler Krisen haben die politischen Entscheidungsträger des Euroraums oft zusammengefunden, um aktiv zu werden. Denken Sie an die Reaktion des Kontinents auf den Krieg in der Ukraine oder die Kooperation nach der Pandemie, die zum Wiederaufbaufonds der EU geführt hat, der ein außerordentlicher Schritt hin zu einer dringend benötigten Fiskalunion war.



**In Zeiten globaler Krisen haben die politischen Entscheidungsträger des Euroraums oft zusammengefunden, um aktiv zu werden.**

<sup>1</sup> Die deutsche Schuldenbremse begrenzt das Haushaltsdefizit auf maximal 0,35% des BIP.

Die heutigen Krisen könnten sich als Motor für weitere Anreize erweisen. Viele europäische Länder erfüllen nun ihre NATO-Verpflichtung, 2% des BIP für die Verteidigung auszugeben (**Abbildung 8**). Präsident Trump hat allerdings unlängst erklärt, dass diese Zahl künftig bei 3% des BIP liegen sollte.

Die Unterstützung durch die Regierungen kann einige Zeit in Anspruch nehmen, so dass die Europäische Zentralbank (EZB) zunächst unter Druck geraten wird. Im Gegensatz zur US-Notenbank dürfte die EZB kaum durch Sorgen über ein Wiederaufflackern der Inflation behindert werden, sodass wir weiterhin davon ausgehen, dass die Währungshüter Europas im Laufe des Jahres 2025 mehrere Zinssenkungen vornehmen werden. Angesichts der angespannten finanziellen Lage in Europa könnte diese Lockerung der Zinssätze erhebliche Auswirkungen auf den zinssensiblen Unternehmenssektor haben und vielleicht sogar die Privathaushalte dazu ermutigen, einen Teil ihrer umfangreichen Ersparnisse auszugeben.

Die Bank of England dürfte angesichts der robusten Nachfrage in Großbritannien und der anhaltenden Bedenken über einen angespannten Arbeitsmarkt infolge der geringen und sinkenden inländischen Beteiligung kaum Stimulierungsmaßnahmen in der gleichen Größenordnung ergreifen.

## Bekannte Unbekannte

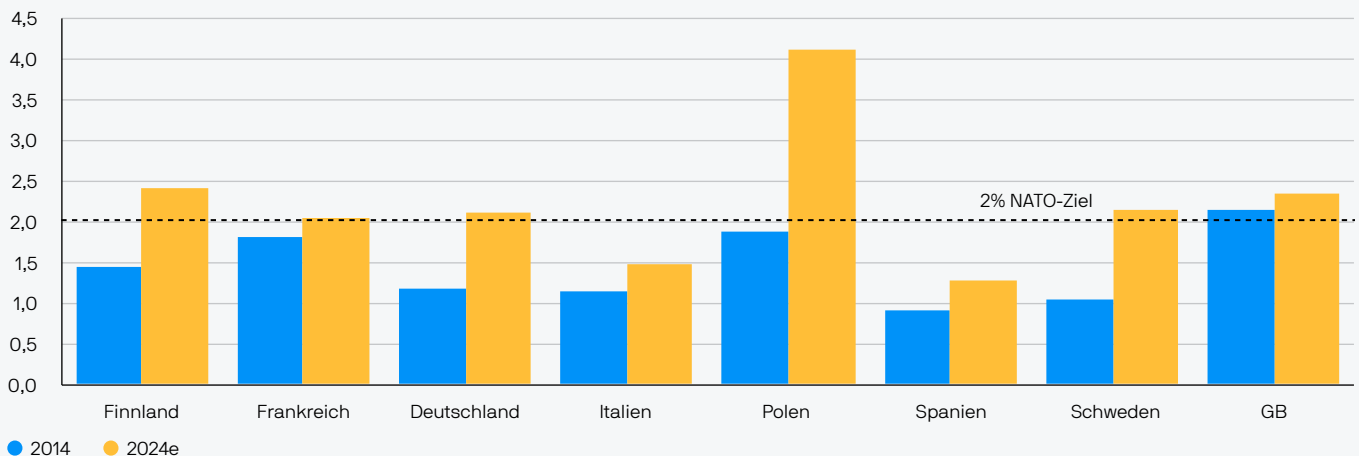
Insgesamt gilt es im Auge zu behalten, dass es ein hohes Maß an Unsicherheit in Bezug auf die Innen- und Außenpolitik der USA und die politischen Reaktionen gibt, zu denen es in anderen Regionen kommen wird. Eine „America First“-Politik könnte zwar zu einem anhaltenden „US-Exzeptionismus“ in allen Anlageklassen führen. Da der Multiplikator für die zukünftigen Gewinne jedoch beim 22-Fachen liegt, verglichen mit dem 14-Fachen in Europa, würden wir jedoch erwarten, dass ein Großteil dieses relativen Optimismus bereits am US-Aktienmarkt eingepreist ist (siehe [Voreiliger Abschlag auf europäische Aktien und Chinas Anreize und Aussichten für Schwellenländeraktien](#)). Die Anlegerinnen und Anleger müssen auch sehr darauf achten, wie sie ihre Aktienallokationen verwalten, da der KI-Boom nach dem anfänglichen Hype nun in der Realität ankommen muss (siehe [Investieren in KI: Beständiger Trend statt Blase](#)).

Wir sollten uns ferner dessen bewusst sein, dass das heutige Umfeld über die konjunkturellen Auswirkungen hinaus einige der strukturellen Ansichten bestätigt, die wir schon seit geraumer Zeit vertreten. Dazu gehört die Tatsache, dass das Risiko einer höheren und volatileren Inflation angesichts der veränderten Wechselwirkung zwischen Finanz- und Geldpolitik im Vergleich zur Zeit vor der Pandemie uns zwingt, die Grundlagen der Portfoliodiversifikation zu überdenken (siehe [Neue Anforderungen an die Portfolio-Diversifikation](#)).

**Abbildung 8: Die europäischen Länder geben bereits mehr für die Verteidigung aus, aber weitere Erhöhungen sind wahrscheinlich, um die Beziehungen zu den USA aufrechtzuerhalten**

Verteidigungsausgaben

% des BIP



## Investieren in KI: Beständiger Trend statt Blase

„Bis 2005 wird sich zeigen, dass die Auswirkungen des Internets auf die Wirtschaft nicht größer sein werden als die des Faxgeräts“, erklärte 1998 ein ehemaliger Gewinner des Nobelpreises für Wirtschaftswissenschaften. Dieses berühmte Zitat verdeutlicht, wie selbst die klügsten analytischen Köpfe sich schwer tun können, das Tempo des technologischen Fortschritts zu prognostizieren.

Mittlerweile herrscht zunehmend Konsens darüber, dass die boomende Branche der künstlichen Intelligenz (KI) die nächste Technologierevolution vorantreibt. Für die Anlegerinnen und Anleger lautet unterdessen die wichtigste Frage, ob die momentan an den Finanzmärkten verankerten Erwartungen einen realistischen Weg vorgeben.

### KI-Aktien und Indexkonzentration

Die aktuelle Zusammensetzung des S&P 500 macht deutlich, wie wichtig eine kleine Anzahl von Unternehmen geworden ist, die mit KI verbunden sind. Während jedes der Unternehmen unter den „Glorreichen Sieben“ unterschiedlich auf das KI-Thema ausgerichtet ist, macht diese Gruppe mittlerweile fast

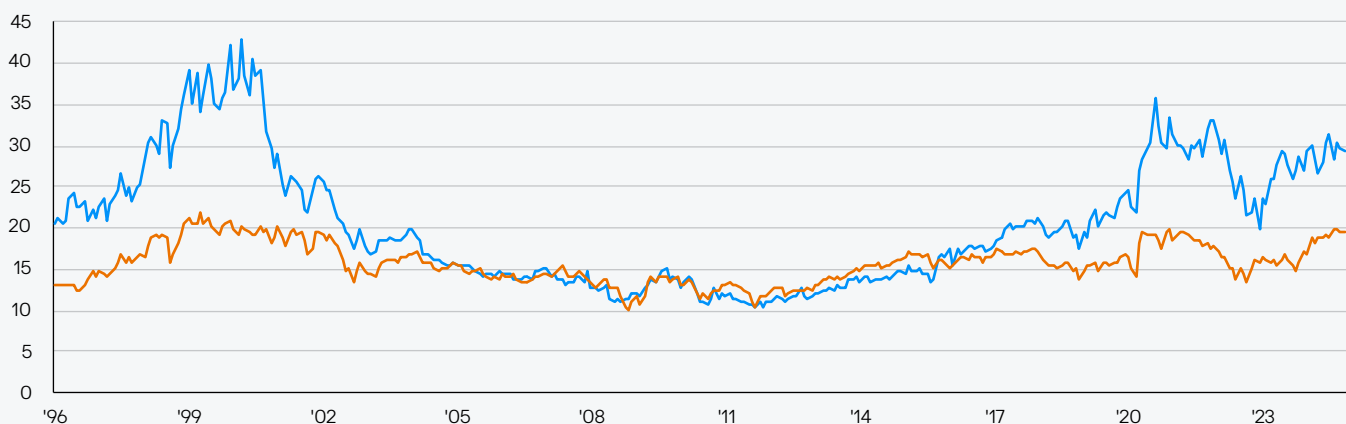
35% der Marktkapitalisierung des S&P 500 aus und hat seit Anfang 2023 mehr als 70% der Erträge erzielt. Diese Outperformance hat zudem eine Expansion der Bewertungen herbeigeführt. Während der Rest des S&P 500 mit dem 19-Fachen der zukünftigen Gewinne für die nächsten 12 Monate gehandelt wird, werden die zehn größten Aktien im Index mittlerweile zum 29-Fachen der Gewinne gehandelt (**Abbildung 9**).

Die Bewertungslücke zwischen den größten Aktien (den Mega Caps) und dem Rest wird wohl nicht auf ewig fortbestehen. Wenn das breite KI-Ökosystem genügend Umsätze generiert, um die für eine Handvoll Unternehmen bereits angenommenen Gewinnerwartungen zu rechtfertigen, dürfte der „Rest“ mit der Zeit aufholen. Sollte jedoch das breitere Unternehmensuniversum den klaren Anwendungsfall dieser Technologien nicht erkennen und nicht bereit sein, dafür zu zahlen, ist ein ungünstiges Nachholzenario wahrscheinlicher.

**Abbildung 9: Die Bewertungsdiskrepanz zwischen dem Technologiesektor und dem Rest ist nicht aufrechtzuerhalten**

Forward-KGV der Top 10 im S&P 500 ggü. den anderen Titeln

x, Vielfaches



● Top 10 ● Übrige Aktien

Quelle: FactSet, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Grundlage für die 10 größten Aktien sind die 10 größten Indexbestandteile zu Beginn des jeweiligen Monats. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Stand der Daten: 12. November 2024.

**Abbildung 10: Das erzielte Gewinnwachstum hat die Kursgewinne der Aktien unterstützt**

Bewertung der „Glorreichen Sieben“, Gewinn- und Aktienkursentwicklung

	Alphabet	Amazon	Apple	Meta	Microsoft	Nvidia	Tesla
12-M-Forward-KGV vor 1 Jahr	20x	48x	28x	20x	32x	31x	56x
12-M-Forward-KGV aktuell	21x	35x	30x	24x	31x	39x	106x
1-Jahres-Änderung der 12-M-Forward-Gewinne	35%	100%	13%	54%	18%	145%	-19%
1-Jahres-Kursentwicklung	37%	46%	20%	78%	14%	207%	53%

Quelle: IBES, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Das Forward-KGV ist das Verhältnis des Kurses zu den Gewinnen in 12 Monaten, berechnet anhand der IBES-Gewinnschätzungen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Stand der Daten: 12. November 2024.



Die starken Fundamentaldaten der Mega Caps, sowohl im Vergleich zu anderen Teilen des S&P 500 heute als auch im Vergleich zur Technologieblase im Jahr 2000, bieten eine gewisse Zuversicht, dass ein großer „Nachholeffekt“ unwahrscheinlich ist. Insgesamt verfügen die „Glorreichen Sieben“ gemäß ihren jüngsten Ergebnisberichten über Barmittel in ihren Bilanzen von rund 460 Mrd. US-Dollar. Der aktuelle Spread von knapp über 10 Basispunkten auf die 2032 fälligen Unternehmensanleihen von Apple ist ein Beispiel dafür, wie der Markt die Qualität dieser Unternehmen einstuft.

Ein weiterer wesentlicher Unterschied im Vergleich zum Jahr 2000 besteht darin, wie sehr das erzielte Gewinnwachstum einen Großteil der Aktienkursentwicklung unterstützt hat (Abbildung 10). Nehmen wir mal Amazon, dessen KGV in den letzten zwölf Monaten von 48x auf 35x gesunken ist, bei dem jedoch ein enormes Gewinnwachstum zu einem Kapitalertrag von 46% auf ein Jahr geführt hat. Oder Nvidia, das Aushängeschild der KI, dessen Multiplikatoren in den letzten zwölf Monaten gestiegen sind, bei dem aber eine 145%ige Veränderung der Zwölf-Monats-Gewinnprognose eine wichtige Rolle beim Kapitalertrag der Aktie von 207% gespielt hat.

Mit anderen Worten: Was wir heute sehen, ist die Dominanz von Realität gegenüber der Hoffnung, anstelle des umgekehrten Falls, der während der Dotcom-Blase vorherrschte (Abbildungen 11 und 12).

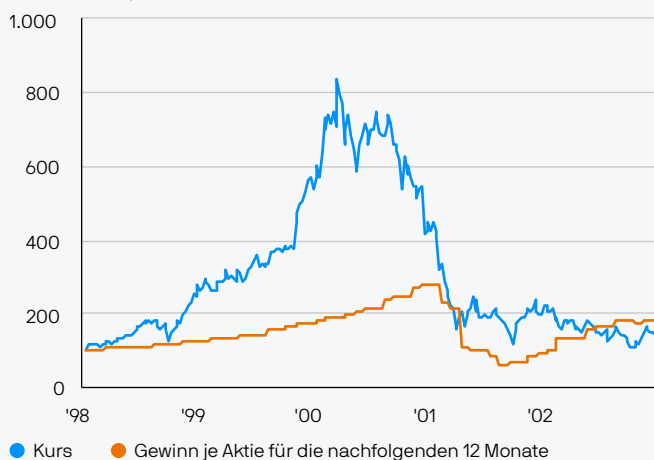
## Die KI-Wertschöpfungskette verstehen

Um zu verstehen, wie ein „Aufhol szenario“ aussehen könnte, muss man entlang der KI-Wertschöpfungskette viel genauer hinschauen (Abbildung 13). Ganz einfach ausgedrückt lassen sich KI-Unternehmen in fünf Schlüsselgruppen zusammenfassen:

- **KI-Hardware** (z. B. Nvidia in den USA, ASML in Europa und TSMC in Taiwan), d. h. diejenigen Unternehmen, die die Entwicklung und Herstellung von Halbleitern vorantreiben, welche für die Generierung von Rechenleistung entscheidend sind;
- **KI-Hyperskalierer** (z. B. Amazon Web Services Business oder Google Cloud), d. h. Unternehmen, die physische KI-Infrastruktur wie Cloud-Services und Rechenzentren bereitstellen, benutzerdefinierte Siliziumchips konzipieren und große Sprachmodelle erstellen, welche von anderen Unternehmen verwendet werden können;
- **KI-Entwickler**, d. h. Unternehmen, die von kleinen App-Entwicklern bis hin zu bestehenden Unternehmen für Unternehmenssoftware (z. B. Adobe oder Microsoft) reichen können, welche Hyperskalierer-Technologien nutzen, um Lösungen für Endnutzer bereitzustellen;
- **KI-Integratoren**, d. h. die größeren Unternehmen, die über ausreichende Technologiefunktionen verfügen, um ihre eigenen KI-Lösungen zu entwickeln, sowie die IT-Serviceunternehmen, die sie dabei unterstützen;
- **KI-Grundlagen**, d. h. Unternehmen, die weniger direkt von der Technologie selbst betroffen sind, aber die Ressourcen bereitstellen, welche die gesamte KI-Wertschöpfungskette ermöglichen, sei es Energie, Klimaanlage, Rohstoffe oder sogar die Daten, um Modelle zu trainieren.

**Abbildung 11: In den frühen 2000ern kam es zu einer Entkopplung der Kurse von den Gewinnen**

Kurs- und Gewinnerwartungen von Cisco  
Indexstand, per Januar 1998 auf 100 umbasiert



Quelle: IBES, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Stand der Daten: 12. November 2024.

**Abbildung 12: Heute haben schnell steigende Gewinne die Technologiebewertungen unterstützt**

Kurs- und Gewinnerwartungen von NVIDIA  
Indexstand, per Januar 2020 auf 100 umbasiert



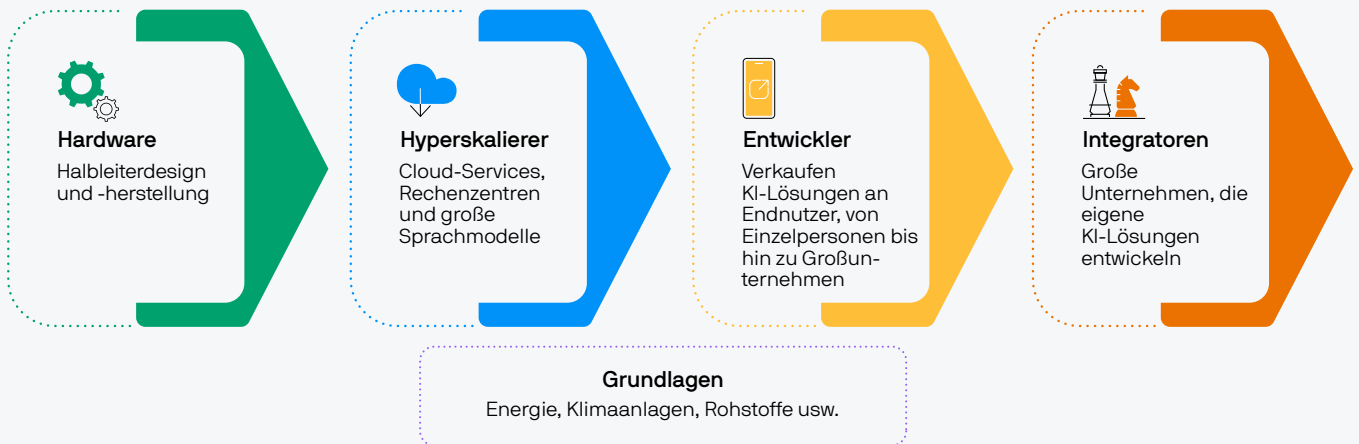
Quelle: IBES, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Stand der Daten: 12. November 2024.

## Ein bislang von Mega Caps beherrschtes Monopol...

Ungeachtet der riesigen Anzahl an unterschiedlichen Unternehmen, die sich irgendwann in einer (oder mehreren) dieser KI-Kategorien wiederfinden werden, werden heute nur eine Handvoll Mega Caps auf Grundlage der aktuellen Gewinnerwartungen als Gewinner erachtet, wobei der Investitionsfluss (Capex) bei dieser kleinen Anzahl von Mega Caps in den letzten zwei Jahren einen positiven Gewinnzyklus etabliert hat.

Laut Daten von S&P Global werden von 2024 bis 2027 nur fünf KI-Hyperskalierer insgesamt mehr als 1 Bio. US-Dollar an Investitionen tätigen, was wiederum massive Umsatzerwartungen für KI-Hardware-Namen nach sich ziehen wird. NVIDIA ist der Hauptnutznießer, dessen Jahresumsatz von 4 Mrd. USD im Jahr 2014 auf prognostizierte 61 Mrd. USD im Jahr 2024 angewachsen ist. Gleichzeitig sind die zehn größten Aktien im S&P 500 mittlerweile für über 40% der Forschungs- und Entwicklungskosten (F&E) verantwortlich, obwohl sie nur 13% der Umsätze im S&P ausmachen (**Abbildung 14**).

Abbildung 13: Die KI-Wertschöpfungskette verstehen

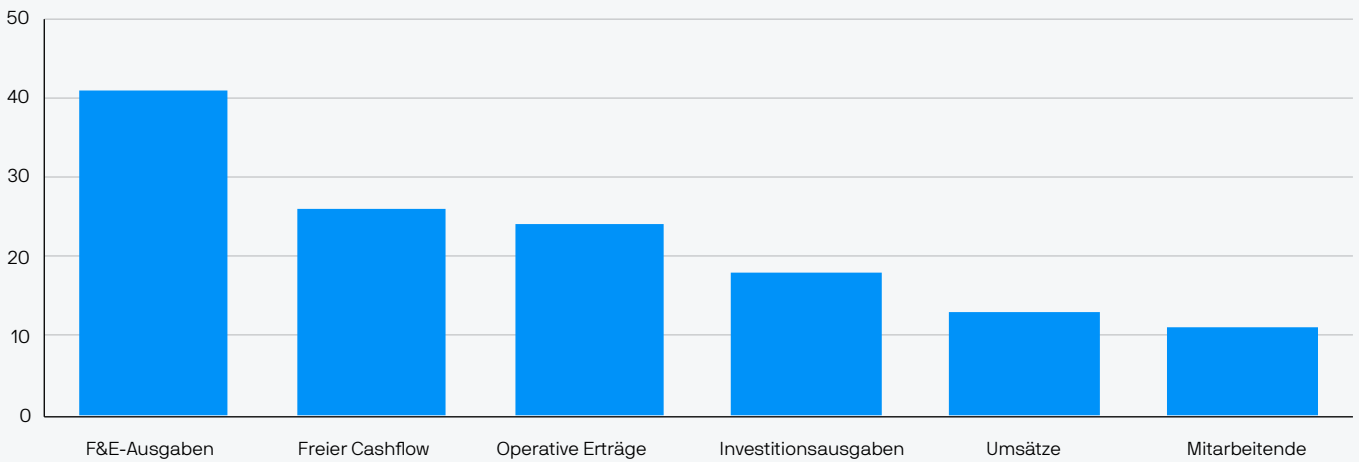


Quelle: J.P. Morgan Asset Management, Stand: November 2024.

Abbildung 14: Technologiedominanz bei F&E, Cashflow und regelmäßigen Erträgen

### Wirtschaftliche Konzentration im S&P 500

Anteil der zehn größten Aktien an S&P 500-Kennzahlen



Quelle: FactSet, J.P. Morgan Asset Management. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Stand der Daten: 12. November 2024.

## Die Rentabilität von Investitionen steht nun im Rampenlicht

Die erhebliche Lücke zwischen den Umsatzerwartungen von Hardwareunternehmen und dem Umsatzwachstum, das durch das KI-Ökosystem generiert werden kann, ist bereits ein Thema, das viel Aufmerksamkeit auf sich gezogen hat.<sup>2</sup> Wenn die Entwickler und Integratoren nicht genügend Gewinn erzielen können, wird sich diese Schwäche letztendlich auf die Wertschöpfungskette ausbreiten. Da der anfängliche Hype um KI allmählich nachlässt, stellt sich für die Anlegerinnen und Anleger eine einfache Frage: „Wo bleibt das Geld?“

Die gute Nachricht für Technologie-Bullen ist, dass die Akzeptanz von KI anscheinend zunimmt. Die globale Umfrage von McKinsey zu KI von Anfang des Jahres zeigte beispielsweise, dass der Anteil der Unternehmen, die KI in mindestens einer Geschäftsfunktion eingeführt haben, von 55% im Jahr 2023 auf 72% im Jahr 2024 gestiegen war, wobei der Anteil der Unternehmen, die generative KI nutzen, noch stärker zugenommen hat.

Die Quantifizierung des Umsatzvorteils ist unterdessen wesentlich schwieriger. Während die Prognosen für die Hardwareanbieter noch unsicher sind, stammt ein Großteil der KI-bezogenen Umsätze von einer geringen Anzahl an Hyperskalierern. Aber für die Entwickler, ob sie nun Software an eine Anwaltskanzlei verkaufen, um deren Mitarbeiterzahl zu reduzieren, oder neue Technologien an ein Pharmaunternehmen verkaufen, die beschleunigte Arzneimitteltests ermöglichen, werden sich diese höheren Umsätze auf die gesamte Wirtschaft verteilen. Dies erschwert es Analystinnen und Analysten deutlich, die Gewinnaussichten zu beurteilen.

## Bewertung von KI-Anlagegelegenheiten

Sollten sich die Anlegerinnen und Anleger entlang der Wertschöpfungskette für weiteres Aufwärtspotenzial positionieren, da sich der KI-Hype in KI-Realität wandelt?

Bisher konzentrierte sich die Begeisterung der Anlegerinnen und Anleger vor allem auf die ersten beiden Kategorien, namentlich Hardware und Hyperskalierer. Deren Unternehmen sind häufig in den Sektoren Technologie und Kommunikationsdienste vorzufinden. Die hohe Bewertungsstreuung in diesen Kategorien deutet darauf hin, dass weiterhin Chancen für kompetente, auf die Aktienauswahl spezialisierte Anlegerinnen und Anleger bestehen. Sie müssen sich jedoch bewusst sein, dass enttäuschende Unternehmensgewinne zu einer erheblichen Volatilität führen könnten. Diese Kategorien dürften ferner am stärksten von eskalierenden Handelsspannungen zwischen den USA und China betroffen sein, wengleich die Ausgestaltung der neuen Politik noch nicht bekannt ist. Angesichts der aktuell hohen Gewinnspannen sind Zölle zudem eher ein zweitrangiges Thema. Neue Handelsbeschränkungen, welche die Verfügbarkeit hochentwickelter Technologien einschränken, würden indes größere Risiken mit sich bringen.

Wir finden zahlreiche Gelegenheiten im Bereich KI-Grundlagen, in dem Unternehmen häufig mit weniger anspruchsvollen Bewertungen gehandelt werden und viele derzeit eine deutliche Umsatzbeschleunigung erleben. Ein Beispiel hierfür ist der Versorgungssektor, in dem sich die Nachfrage von Rechenzentren nach Elektrizität bis 2026 im Vergleich zu 2022 mehr als verdoppeln dürfte.

Die größten KI-gesteuerten Gewinner könnten im Laufe der Zeit bei den Entwicklern zu finden sein. In dieser Kategorie gibt es bereits viele etablierte Unternehmen in Form von Anbietern von Unternehmenssoftware, die momentan KI integrieren, um ihre Produktpalette zu erweitern. Das Wachstum des Internets in den frühen 2000s Jahren zeigt unterdessen, wie lange es dauern kann, bis man vollständig versteht, wie transformativ neue Technologien sein können. Nur wenige Anlegerinnen und Anleger haben den Erfolg von Unternehmen wie Amazon und Uber vorhergesehen, die später die enormen Investitionssummen, die zunächst von anderen investiert wurden, für sich nutzen konnten. Dergleichen könnte auch für KI gelten. Ein diversifizierter Ansatz wird angesichts der stark unterschiedlichen Zukunftsaussichten bei den weniger etablierten Entwicklern von entscheidender Bedeutung sein.

Schließlich hofft praktisch jedes S&P 500 Unternehmen in den kommenden Jahren auf „Integratorstatus“. Die größte Herausforderung für Aktienanalysten besteht darin, zwischen diesen Unternehmen zu differenzieren, die Worten kaum Taten folgen lassen, und denjenigen, deren Ergebnisberichte zeigen, dass sie wirklich „den Weg beschreiten“.

## Fazit: Jenseits der Mega Caps unter den Tech-Aktien nach KI-Chancen suchen

Unserer Ansicht nach ist die Bewertungslücke zwischen Mega Caps im Technologiesektor und dem breiteren S&P 500 nicht aufrechtzuerhalten. Im Gegensatz zu 2000 erachten wir jedoch ein „Aufholsszenario“ als wahrscheinlicher als ein „Nachholsszenario“. Von hier aus sollten sich Anlegerinnen und Anleger auf Chancen konzentrieren, die sich direkt entlang der KI-Wertschöpfungskette durchsetzen werden. Sie müssen dabei künftige Ertragschancen gegen bereits im Kurs eingepreiste Faktoren abwägen. Günstigere Bewertungen und weniger anspruchsvolle Gewinnerwartungen außerhalb von Mega-Cap-Technologieaktien deuten darauf hin, dass sich selbst KI-Bullen für eine verstärkte Ausweitung auf alle Sektoren im Jahr 2025 positionieren sollten.

<sup>2</sup> Siehe z. B. <https://www.sequoiacap.com/article/ais-600b-question/>

## Voreiliger Abschlag auf europäische Aktien

Der S&P 500 hat den britischen FTSE All-Share Index oder den MSCI Europe ex-UK Index im Laufe des Jahres 2024 weiterhin deutlich übertroffen. Infolgedessen wird der britische Aktienmarkt jetzt mit einem Abschlag von fast 50% gegenüber der US-Benchmark und der MSCI Europe ex-UK Index mit einem Abschlag von mehr als 35% gehandelt.

Ist ein derartiger Abschlag auf europäische Aktien gerechtfertigt? Sollten Anlegerinnen und Anleger eine Umschichtung in europäische Aktien in Betracht ziehen?

Anlegerinnen und Anleger könnten versucht sein, diesen Gedanken angesichts eines neuen US-Präsidenten mit einem klaren „America first“-Mandat und aufgrund der Tatsache, dass Europas Aufschwung schon vor den drohenden neuen Handelsspannungen glanzlos war, zu ignorieren. Wir sehen jedoch mehrere Gründe, weshalb sie bei ihren Aktienallokationen regionale Diversität in Betracht ziehen sollten.

### Europa hat eine deutlich niedrigere Hürde zu nehmen, um die Erwartungen zu übertreffen

Zwischen den Erwartungen in Bezug auf die US-Unternehmen und denen ihrer europäischen Pendanten besteht ein großer Unterschied (Abbildungen 15 und 16). Es wird davon ausgegangen, dass die Gewinne des S&P 500 in den nächsten zwölf Monaten um 14% steigen werden, und der Index wird zu einem KGV von 22x gehandelt. Im Gegensatz dazu wird für den MSCI Europe ex-UK für die nächsten zwölf Monate ein Gewinnwachstum von 8% prognostiziert, und der Index wird zu einem KGV von

14x gehandelt. Für die im FTSE All-Share vertretenen Unternehmen wird ein Gewinnwachstum von 8% erwartet, und das KGV basierend auf diesen Gewinnen liegt bei nur 11x. Daher ist ein beträchtliches Ausmaß der Underperformance in Europa bereits eingepreist.

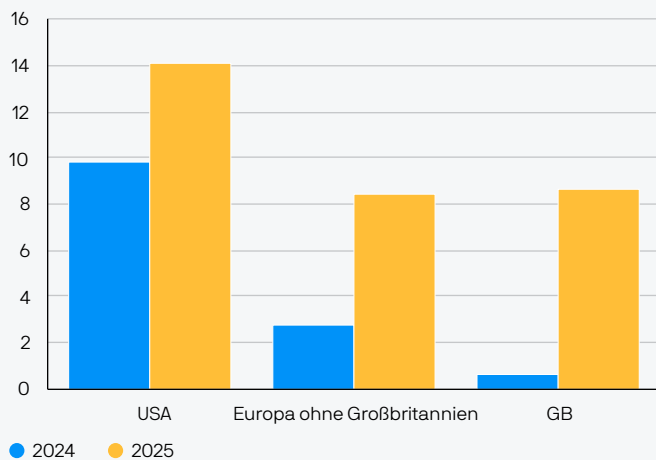
Teilweise ist dieser europäische Bewertungsabschlag in den Benchmarks auf die Sektorzusammensetzung zurückzuführen. Die Region verfügt über weit weniger Technologieaktien als der US-Markt und hat daher nicht vom Optimismus der Anlegerinnen und Anleger im Zusammenhang mit KI profitiert. Stattdessen enthalten die europäischen Indizes mehr Industrie-, Finanz- und Rohstoffunternehmen, die sich infolge der gedämpften globalen Nachfrage nach Gütern, der Angst vor notleidenden Krediten und der schwächeren chinesischen Wirtschaft mit Herausforderungen konfrontiert sehen.

Allerdings wird jeder europäische Sektor derzeit mit einem Abschlag gehandelt, der deutlich über dem Normalwert gegenüber seinem US-Pendant liegt (Abbildungen 17 und 18). Dies spiegelt den allgemeinen Pessimismus der Anlegerinnen und Anleger in Bezug auf die Umsatz- und Margenaussichten in Europa wider.

Abbildung 15: Die Erwartungen für Europa sind niedrig, ob man nun das prognostizierte Gewinnwachstum betrachtet...

Konsensschätzungen für das Gewinnwachstum je Aktie

% Veränderung zum Vorjahr

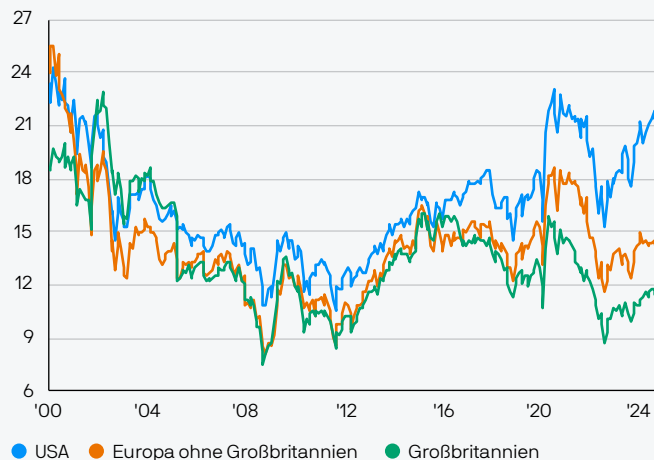


Quelle: FTSE, IBES, LSEG Datastream, MSCI, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. USA: S&P 500; Europa ohne Großbritannien: MSCI Europe ex-UK; Großbritannien: FTSE All-Share. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Stand der Daten: 12. November 2024.

Abbildung 16: ...oder die Bewertungen

Forward-KGV

x, Vielfaches



Quelle: FTSE, IBES, LSEG Datastream, MSCI, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. USA: S&P 500; Europa ohne Großbritannien: MSCI Europe ex-UK; Großbritannien: FTSE All-Share. Die Gewinnangaben basieren auf 12-Monats-Prognosen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Stand der Daten: 12. November 2024.

## Die politischen Impulse dürften größer ausfallen, als am Markt derzeit erwartet

Wir gehen davon aus, dass die neue US-Regierung zwar schnell Zölle auf China erheben wird, die Beziehungen zu Europa jedoch weniger feindselig sein werden. Dies allein schon könnte die Stimmung gegenüber europäischen Anlagen stützen.

Die handelsstarken europäischen Volkswirtschaften werden dennoch von Einschränkungen des Welthandels betroffen sein, insbesondere wenn die Europäische Union (EU) gezwungen ist, den USA zu folgen und chinesische Importe zu beschränken, um ihre Branchen vor einem Überangebot aus China zu schützen.

Ein abmildernder Faktor, den die Anlegerinnen und Anleger möglicherweise unterschätzen, ist die Reaktion der politischen Entscheidungsträger in Europa. Wir sind zuversichtlich, dass die Europäische Zentralbank ihren Lockerungspfad fortsetzen wird, da Trumps Politik die Inflation in den USA wieder ankurbeln, den Inflationsdruck in Kontinentaleuropa aber dämpfen könnte, weil der europäische Wachstumsausblick mit zollbedingten Risiken konfrontiert ist. Niedrigere Zinssätze könnten die Verbraucherinnen und Verbraucher dazu anregen, einen Teil der während der Pandemie angehäuften Ersparnisse auszugeben.

Einige europäische Regierungschefs verfügen zudem über fiskalische Hebel, die sie nutzen könnten, um den Auswirkungen einer aggressiveren Handelspolitik entgegenzuwirken, und wie der Rückgang in der Wählergunst für die fiskalisch konservative FDP in Deutschland vermuten lässt, ist dies etwas, worauf die Wähler hoffen. Zumindest dürften die Anstrengungen zum Defizitabbau sehr allmählich verlaufen, wobei die inländische Industrie, die Energie und die militärische

Sicherheit wohl Vorrang haben werden.

Außerdem könnten die europäischen Länder endlich dringendere Anstrengungen unternehmen, um die mehr als 50% des Wiederaufbaufonds der EU, die noch nicht ausgezahlt wurden, einzusetzen.

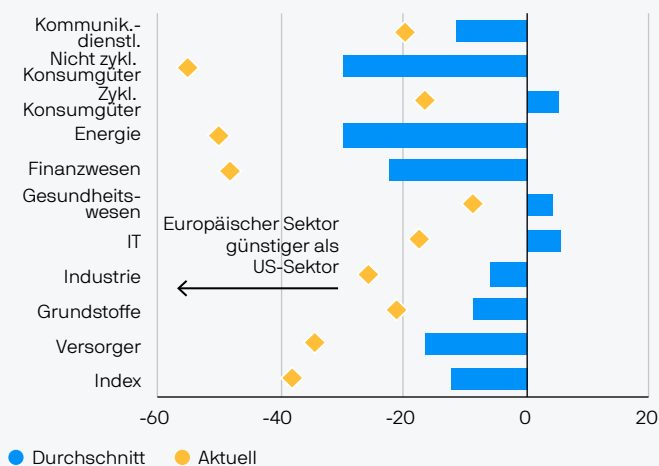
In Großbritannien lässt die zugrunde liegende strukturelle Dynamik der Wirtschaft darauf schließen, dass die Inflation etwas länger anhalten könnte als in den europäischen Nachbarländern. Dennoch besteht für die Bank of England noch Spielraum, um weiterhin vorsichtig den Fuß von der Bremse zu nehmen. Und obwohl der jüngste Haushalt bereits expansiv war, gehen wir davon aus, dass die neue Regierung vermehrt unter Druck geraten wird, ihre bereits bestehenden Verpflichtungen zur Verteidigung zu erfüllen und ihre noch nicht näher bezeichneten Pläne zur Steigerung der Investitionen zu forcieren.

Möglich ist auch, dass diese politischen Überraschungen in Europa zu einer Zeit politischer Enttäuschung in den USA führen, wenn klar wird, dass Trump nicht die Unterstützung der traditionell konservativeren Republikaner im Senat für zusätzliche Unternehmenssteuersenkungen hat.

**Abbildung 17: Jeder Sektor wird mit einem ungewöhnlich hohen Abschlag auf dem Kontinent gehandelt...**

Relative Bewertung des MSCI Europe ex-UK gegenüber den USA

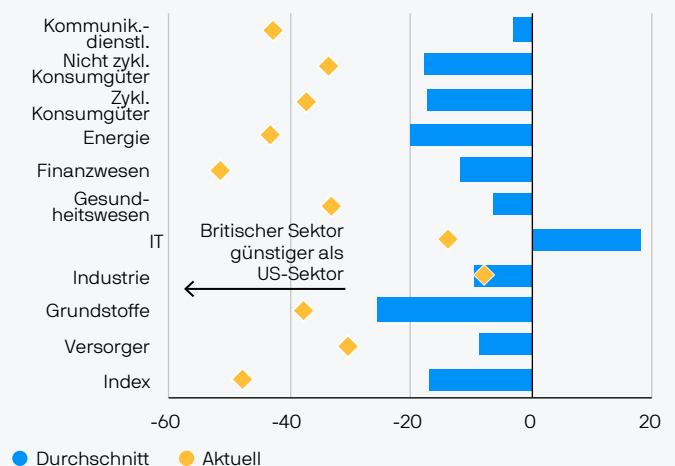
%, Relativer Abschlag/Aufschlag auf Basis des Forward-KGV für die nächsten 12 Monate



**Abbildung 18: ...und in Großbritannien**

Relative Bewertung des MSCI UK gegenüber den USA

%, Relativer Abschlag/Aufschlag auf Basis des Forward-KGV für die nächsten 12 Monate



Quelle: LSEG Datastream, MSCI, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Das Diagramm zeigt den aktuellen prozentualen Abschlag des Forward-KGV für die nächsten 12 Monate des Index oder Sektors gegenüber dem Äquivalent des S&P 500 sowie den Durchschnitt seit 1995. Der Durchschnitt für Kommunikationsdienstleistungen wurde aufgrund von Änderungen in der Zusammensetzung des Sektors mit den Daten von 1995 bis einschließlich 2000 und von 2005 bis zur Gegenwart berechnet. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Stand der Daten: 12. November 2024.

## Die Entwicklung von Technologieaktien ist wichtiger als Trump

In Zeiten wie diesen ist es leicht, von der Politik in Beschlag genommen zu werden, aber häufig sind wesentlich größere Marktkräfte der Hauptfaktor für die relative Aktienmarktentwicklung. Wir sind der Meinung, dass der Ausblick für US-Technologieaktien in den kommenden vier Jahren durchaus eine größere Rolle bei der relativen Performance der US-amerikanischen gegenüber europäischen Benchmarks spielen könnte als die Politik von Trump, da 32% der US-Benchmark aus dem Technologiesektor besteht, im Vergleich zu 9% im MSCI Europe ex-UK und nur 1% im FTSE All-Share.

Wir sind der festen Überzeugung, dass US-Technologiewerte keine Blase darstellen und dass diese Unternehmen ihre Bewertungen expandieren werden, wenn die Gewinne durch die breite Einführung von Technologien steigen (**Abbildung 19**). Sollten die Gewinne dieser Unternehmen jedoch enttäuschend ausfallen, wird dies die relative Performance der USA stark belasten, wie nach dem Platzen der Blase im Jahr 2000 (**Abbildung 20**) zu beobachten war.

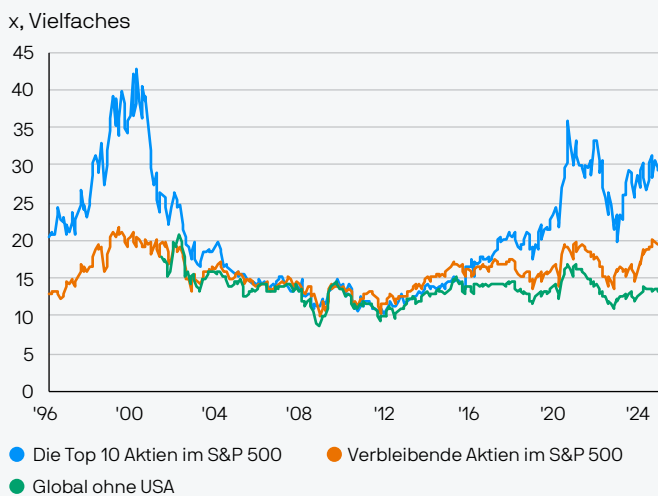
## Die Cash-Rendite in Großbritannien wird immer ansprechender

Britische Unternehmen zahlen bekanntlich eine gesunde Dividende: 4% im FTSE All-Share, im Vergleich zu den 1% des S&P 500. Unterdessen ist die Anzahl der Aktienrückkäufe ebenfalls gestiegen, was darauf hindeutet, dass die Chief Financial Officers der in Großbritannien notierten Unternehmen ihre Aktien als zu billig erachten. Die Renditen für britische Aktienrückkäufe liegen nun über denen am US-Markt, wobei der FTSE All-Share derzeit eine Cash-Rendite von knapp 6% bietet. Darüber hinaus nehmen die Fusions- und Übernahmeaktivitäten zu, was ebenfalls ein unterstützender Faktor für die Bewertungen sein sollte.

Insgesamt scheint die Wiederwahl von Präsident Trump zwar das Narrativ der amerikanischen Outperformance zu bestätigen, doch sollten Anlegerinnen und Anleger bei der Festlegung des Umfangs einer US-Übergewichtung die oben genannten Faktoren berücksichtigen. Innerhalb des Korbs europäischer Aktien bevorzugen wir britische Aktien. Ein altes Sprichwort besagt: „Es kommt nicht nur darauf an, was man kauft, sondern auch darauf, welchen Preis man dafür bezahlt.“

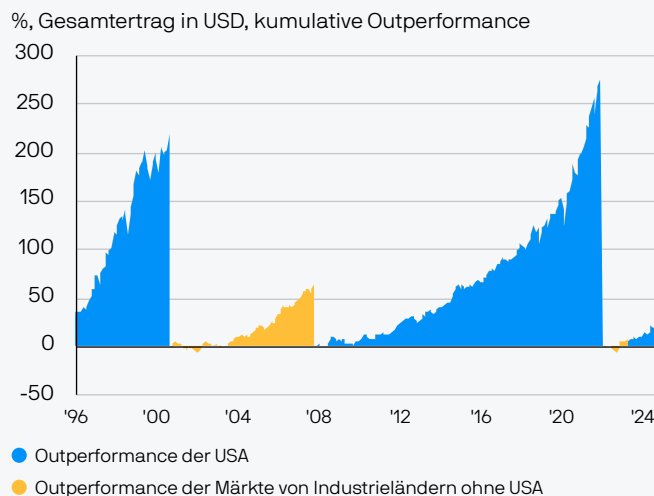
**Abbildung 19: Die Performance von Mega Caps in den USA ist entscheidend**

Forward-KGV für die nächsten 12 Monate



**Abbildung 20: Die sektorale Performance ist eng mit der regionalen Performance verknüpft**

Relative Performance der USA ggü. sonstigen Industrieländern



## Chinas Anreize und die Aussichten für Schwellenmarktaktien

Die erhebliche geldpolitische Lockerung der People's Bank of China (PBoC) und die finanzpolitische Unterstützung der chinesischen Regierung haben die Bewertungen des chinesischen Aktienmarktes seit den extremen Tiefständen zu Beginn dieses Jahres angehoben.

Diese Willensbekundung der politischen Entscheidungsträger ist ermutigend. Wir werden jedoch – sowohl durch Stimulierung als auch durch Regulierung – zusätzlicher Interventionen bedürfen, um Zuversicht gewinnen zu können, dass sich die chinesischen Unternehmensgewinne in einem nachhaltigen Aufschwung befinden, insbesondere angesichts wahrscheinlich weiterer Handelskonflikte. Anlegerinnen und Anleger sollten ihre Schwellenmarktallokationen aktiv verwalten, um von sich ändernden Handelstrends und Nuancen in der Binnenpolitik zu profitieren.

### Bewältigung der Immobilienkrise in China

Der Immobilienmarkt ist der chinesischen Wirtschaft seit langem ein Dorn im Auge. Die Preise für Wohnimmobilien sind seit ihrem Höchststand im zweiten Quartal 2021 im Durchschnitt um 12% rückläufig. Im Gegensatz zu Europa und den USA leidet China derzeit unter einem kurzfristigen Überangebot an Wohnimmobilien, da sich die in den Boomjahren vorgenommenen Bedarfsschätzungen als zu optimistisch erwiesen haben. In der Tat fiel die Geburtenrate in China von 10,4 Geburten pro 1.000 Einwohner im Jahr 2019 auf 6,4 Geburten im Jahr 2023 und es kam zu einem deutlichen Rückgang bei den Eheschließungen. Dies hat die Sorgen um den

chinesischen Immobiliensektor verstärkt. In den 80 größten Städten dauert es mittlerweile im Durchschnitt fast 28 Monate, um ein neues Objekt zu verkaufen.

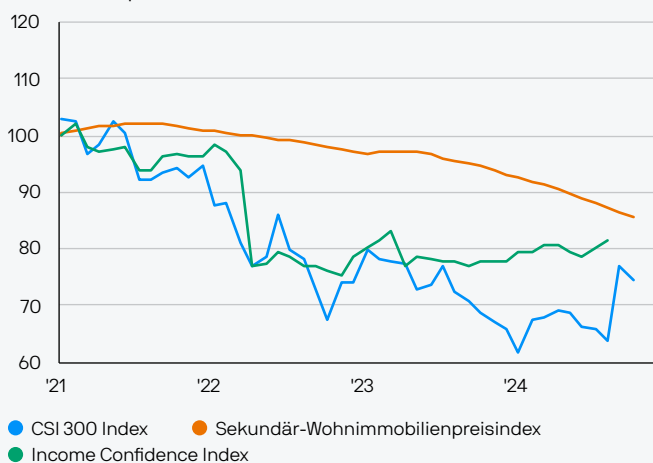
Für die chinesischen Privathaushalte ist der schwache Immobilienmarkt besonders schmerzhaft, da fast zwei Drittel ihres Vermögens in Immobilien gebunden sind (**Abbildung 21**). Die sinkenden Immobilienpreise wirken sich somit stark auf die Kaufbereitschaft der Privathaushalte aus. Erschwerend kommt hinzu, dass viele dieser Immobilien und die damit verbundenen Schulden in den Bilanzen der Kommunen verbleiben, was die Möglichkeiten der Kommunen zur Förderung weiterer Aktivitäten beschneidet. Ohne staatliche Unterstützung besteht ein reales Risiko, dass China in eine anhaltende „Bilanzrezession“ eintritt, wie dies in Japan in den 1990er und 2000er Jahren der Fall war.

Unserer Ansicht nach sind die von den chinesischen Politikern bisher ergriffenen Maßnahmen unzureichend. Die Ankündigungen vom September 2024 reduzierten die Finanzierungskosten, senkten die Anforderungen für den Erwerb von Wohneigentum und boten den Privathaushalten finanzielle Unterstützung. Diese Maßnahmen fördern zwar die Immobiliennachfrage und dürften den Preisverfall auf kurze Sicht verlangsamen, aber wir würden uns wünschen, dass Peking das Problem an der Wurzel packt. Dies würde bedeuten, dass der überschüssige Wohnraum und die Schulden aus dem allgemeinen Wirtschaftssystem in die Bilanz der Zentralregierung übernommen werden.

**Abbildung 21: Negative Vermögenseffekte haben die Verbraucherausgaben belastet**

Einkommens- und Vermögenseffekt bei den chinesischen Verbraucherinnen und Verbrauchern

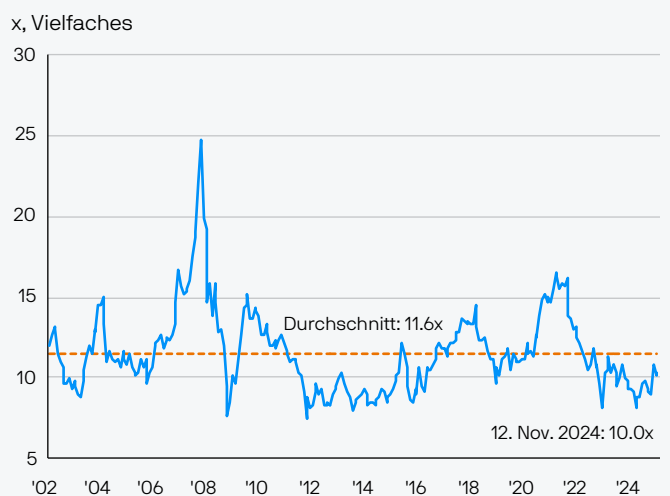
Indexstand, per Januar 2021 auf 100 umbasiert



Quelle: CEIC, China Securities Index Company, Goldman Sachs Investment Research, LSEG Datastream, National Bureau of Statistics of China, NIFD, Wind, J.P. Morgan Asset Management. Der sekundäre Preisindex für Wohnimmobilien erfasst die Preise, die für Verkäufe von Bestandsimmobilien gezahlt werden. Stand der Daten: 12. November 2024.

**Abbildung 22: Die Steigerung der Aktienbewertungen hat Priorität in Peking**

Forward-KGV des MSCI China



Quelle: IBES, LSEG Datastream, MSCI, J.P. Morgan Asset Management. Das Forward-KGV ist das Verhältnis des Kurses zu den Gewinnen in 12 Monaten, berechnet anhand der IBES-Gewinnschätzungen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Stand der Daten: 12. November 2024.

Obwohl das Bevölkerungswachstum in China 2020 insgesamt negativ war, gibt es noch kein strukturelles Überangebot an Wohnimmobilien. Eine voranschreitende Urbanisierung hat das Potenzial, den Wohnungsmarkt mittelfristig auszugleichen, da der Urbanisierungsgrad in China mit 65% im Vergleich zu anderen Industrieländern wie Korea (81%) und den USA (83%) immer noch relativ niedrig ist. Die Reformierung des „Hukou-Systems“, das bestimmt, wie Menschen vom Land in neuen Bezirken Zugang zu Gesundheit und Bildung erhalten, würde bei diesem Prozess helfen.

Die Zentralregierung sollte auch einige lokale Staatsschulden in ihrer Bilanz konsolidieren. Peking zögert jedoch immer noch, diesen Schritt zu unternehmen, da die Gesamtverschuldung in der Wirtschaft in den letzten zehn Jahren von 224% des BIP auf geschätzte 289% gestiegen ist und es zudem ein moralisches Risiko gibt, wenn lokale Regierungen von ihrer Rechenschaftspflicht befreit werden.

### Aktien als Quelle für Wohlstandseffekte bei Verbraucherinnen und Verbrauchern

Negative Vermögenseffekte für chinesische Privathaushalte aufgrund fallender Immobilienpreise wurden durch einen gleichzeitigen Rückgang der Aktienmärkte und sinkende Einlagenzinssätze verstärkt, was zu einem geringeren Vertrauen führte (**Abbildung 21**). Dies ist ein grundlegender Unterschied zwischen den jüngsten Erfahrungen in China einerseits und den USA andererseits, wo ein boomender Aktienmarkt und robustere Immobilienmärkte zu einer positiven Verbraucherstimmung beigetragen haben.

Jüngste Interventionen deuten darauf hin, dass sich Peking auf Maßnahmen zur Stützung des Aktienmarktes konzentriert (**Abbildung 22**), um damit die Verbraucherstimmung anzukurbeln. Die Einführung einer Swap-Fazilität bei der PBoC, die es Wertpapierfirmen, Versicherungsgesellschaften und Fonds ermöglicht, Aktienkäufe zu finanzieren, und einer Weiterverleihungsfazilität, mit der börsennotierte Unternehmen Aktienrückkäufe zu einem Satz von 2,25% finanzieren könnten, ist ebenfalls ein klarer Hinweis darauf, dass die Entscheidungsträger eine Strategie der Reflation für die Anlagemärkte verfolgen.



## Die politischen Entscheidungsträger in China wollen der Wirtschaft unter die Arme greifen. Diese Willensbekundung ist wichtiger als die bisher ergriffenen Maßnahmen.

Anlegerinnen und Anleger sollten die potenziellen Auswirkungen eines solchen positiven Liquiditätseffekts im Jahr 2025 nicht unterschätzen. Da 25% des Vermögens chinesischer Privathaushalte in Einlagen und Barmitteln investiert sind, könnte selbst eine teilweise Neuallokation in Aktien den lokalen Märkten Auftrieb verleihen. Das Risiko für diese Einschätzung besteht darin, dass ausländische Anlegerinnen und Anleger stattdessen jüngste Kursanstiege nutzen könnten, um ihre Allokation in China zu reduzieren.

Die Maßnahmen der PBoC und der chinesischen Regierung haben zwar dazu beigetragen, die Bewertungen in China zu verbessern, doch für eine Fortsetzung der Erholung muss sich eine Verbesserung der Unternehmensgewinne abzeichnen. Die Wiederwahl von Präsident Trump macht eine Wiederbelebung der Unternehmensgewinne offensichtlich schwieriger.

Wir gehen davon aus, dass Zölle in Höhe von 60% auf Einfuhren aus China in die USA eine kurzfristige politische Priorität für die neue US-Regierung haben werden. Es sollte jedoch nicht vergessen werden, dass der chinesische Anteil der Importe in die USA seit der Einführung von Zöllen durch Präsident Trump im Jahr 2018 von 21% auf nurmehr 12% gefallen ist. Ungeachtet dessen ist der globale Exportanteil Chinas im selben Zeitraum von 13% auf 14% gestiegen, da chinesische Unternehmen ihre Lieferketten umstrukturiert haben, um Länder wie Mexiko und Vietnam zu integrieren. Präsident Trump könnte höhere Zölle verhängen und/oder andere Regionen ermutigen, ähnliche Beschränkungen für chinesische Importe zu erlassen. Eine solche Strategie würde jedoch das Verbraucher- und Unternehmensvertrauen in den USA gefährden.

Wir gehen auch davon aus, dass Feindseligkeiten des Auslands mit mehr inländischen fiskalischen Impulsen für Privathaushalte und Unternehmen in China beantwortet werden.



Außerdem sollten wir das Potenzial nicht unterschätzen, dass Regulierungs- und Markteingriffe in China zu einem Rückenwind werden können, ganz im Gegensatz zu dem erheblichen Gegenwind seit der Einführung der Politik des gemeinsamen Wohlstands (Common Prosperity Policy) im Jahr 2021. Die Folgen dieser Politik für die Unternehmensbewertungen und -erträge waren beträchtlich, und das Risiko weiterer drastischer Regulierungen bleibt den derzeit gedrückten Bewertungen auf dem chinesischen Aktienmarkt nach zu schließen eingepreist. Dieses regulatorische Risiko ist insbesondere in Wachstumssektoren erkennbar. Zu Beginn des Jahres 2021 wurden große chinesische Technologie- und Online-Unternehmen zu ähnlichen Bewertungen wie ihre US-Konkurrenten gehandelt. Heute werden Chinas Wachstumschampions zu einem erheblichen Abschlag gehandelt (**Abbildung 23**).

Die strenge Regulierung setzte auch die Rentabilität chinesischer Unternehmen unter Druck. Das Wachstum des Gewinns je Aktie konnte in den letzten zehn Jahren nicht mit dem Wirtschaftswachstum mithalten (**Abbildung 24**), während der Kapitalertrag von 15% auf 11% fiel. Für eine nachhaltige Verbesserung der chinesischen Aktienperformance wären weniger und besser vorhersehbare Regulierungen hilfreich.

## Was ist mit den breiter gefassten Schwellenmärkten?

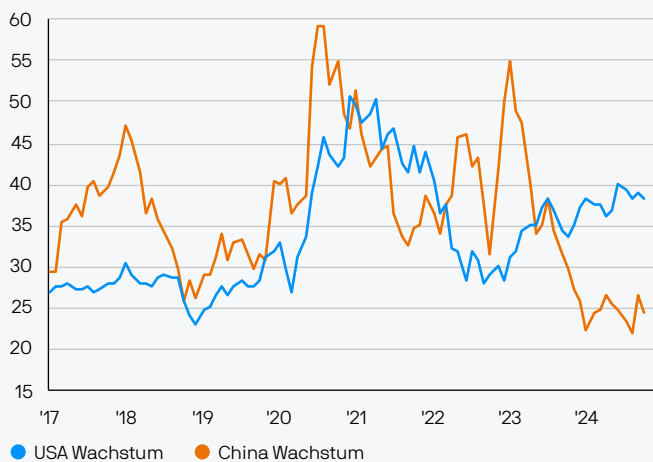
Die Schwierigkeiten Chinas in den letzten Jahren haben sich nicht gleichmäßig auf andere Schwellenmärkte übertragen. Friendshoring und die Neuordnung des Welthandels kamen Ländern wie Mexiko und Vietnam zugute, während wachstumsfördernde innenpolitische Maßnahmen die Investitionen in Indien angekurbelt haben.

Mit Blick auf das Jahr 2025 könnten Aktien in den breiteren Schwellenmärkten durch die jüngsten Konjunkturanreize Chinas Auftrieb erhalten. Wir sind uns aber dessen bewusst, dass sich die Maßnahmen zur Stabilisierung des Finanzsystems und des Immobiliensektors erheblich von früheren Konjunkturpaketen unterscheiden, die einen stärkeren Schwerpunkt auf Investitionen und Infrastruktur aufwiesen. Daher werden die positiven Auswirkungen auf die Weltwirtschaft und den Rohstoffmarkt in gewissem Maße begrenzt sein. Wir erwarten folglich keinen erheblichen Rückenwind für die klassischen Rohstoffexporteure in Lateinamerika, dem Nahen Osten und Südostasien.

**Abbildung 23: Die Bewertung chinesischer Wachstumsaktien wurde durch unvorhersehbare Regulierungen gedämpft**

Forward-KGV des MSCI Growth: China ggü. USA

x, Vielfaches

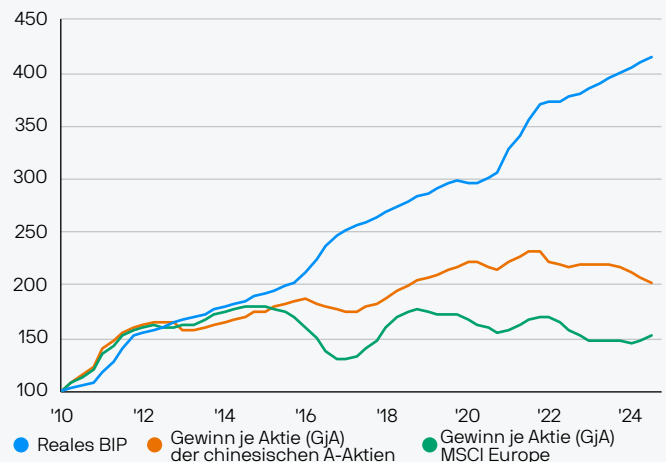


Quelle: IBES, LSEG Datastream, MSCI, J.P. Morgan Asset Management. Das Forward-KGV ist das Verhältnis des Kurses zum Ergebnis der kommenden zwölf Monate, gemäß Veröffentlichung von MSCI. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Stand der Daten: 12. November 2024.

**Abbildung 24: Das schnelle Wirtschaftswachstum hat sich nicht in den Unternehmensgewinnen niedergeschlagen**

Reales BIP Chinas ggü. Gewinn je Aktie (GjA)

Indexiert auf 100 in 2010



Quelle: Bloomberg, China Securities Index Company, MSCI, National Bureau of Statistics of China, J.P. Morgan Asset Management. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Stand der Daten: 12. November 2024.

Eine Verschärfung des Handelskonflikts zwischen der neuen US-Regierung und China könnte den Friendshoring-Trend weiter verstärken. Für die US-Regierung scheint es praktisch schwieriger zu sein, eine Zollpolitik zu entwickeln, die der Neuorganisation der Lieferketten entgegenwirkt, weshalb Volkswirtschaften wie Mexiko und Vietnam weiterhin profitieren könnten. Nordostasien dürfte unvermindert von dem anhaltenden globalen Investitionsboom im Technologiesektor profitieren.

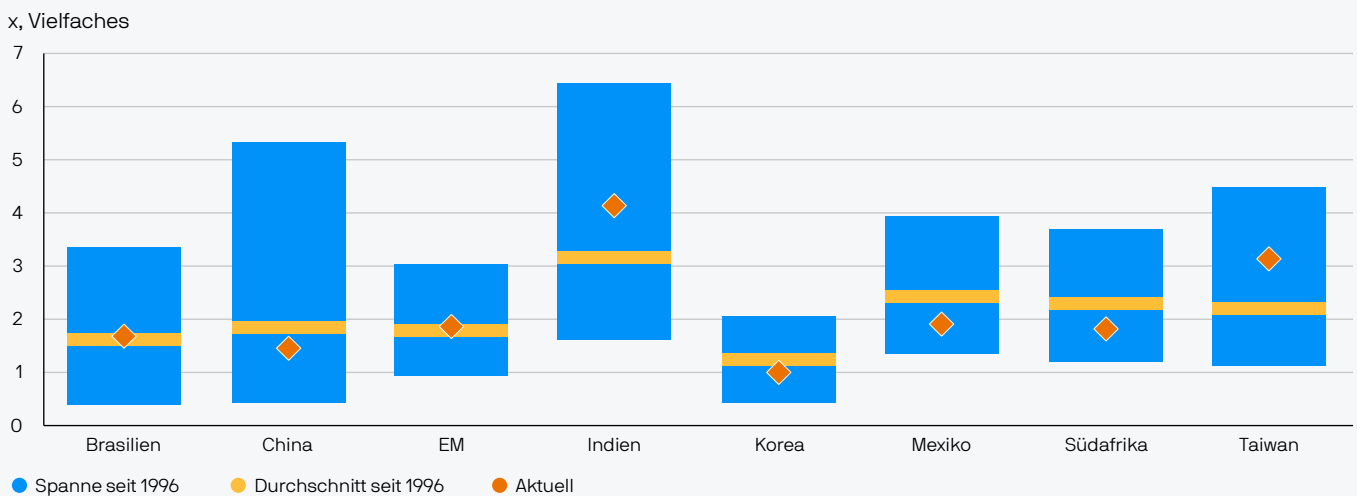
Auch der US-Dollar wird 2025 eine entscheidende Rolle bei der relativen Performance der Schwellenmärkte spielen. Zölle und eine expansive Fiskalpolitik dürften einen inflationären Effekt auf die US-Wirtschaft haben, so dass die US-Notenbank weniger geneigt sein könnte, die finanziellen Rahmenbedingungen kontinuierlich zu lockern. Dies würde den US-Dollar unterstützen und könnte sich als Gegenwind für Schwellenländerwährungen erweisen, was es den Zentralbanken der Schwellenländer erschweren würde, ihre inländischen Volkswirtschaften mit weiteren geldpolitischen Lockerungen zu unterstützen.

### Fazit

Die politischen Entscheidungsträger in China wollen die chinesische Wirtschaft unterstützen. Ihre Willensbekundung ist wichtiger als die bislang ergriffenen konkreten Maßnahmen. Wir vermuten, dass sie ihre Munition so lange aufsparen, bis klar ist, welche Handelsfeindlichkeit ihnen droht. Dennoch bleibt es ungewiss, ob die Bemühungen der politischen Entscheidungsträger lediglich die negativen Auswirkungen auf die chinesische Wirtschaft und die Märkte begrenzen werden oder sich als ausreichend erweisen werden, um die Entwicklung der Wirtschaft und der Unternehmensgewinne auf mittlere Sicht zu verbessern. Das Gleichgewicht der Risiken ist nun aber zumindest zweiseitig und nicht mehr tendenziell abwärts gerichtet.

Die aktuellen Bewertungen von Schwellenländeraktien erscheinen im Vergleich zu Aktien der Industrieländer relativ günstig. Die Bewertungen der Schwellenländer nehmen sich jedoch im historischen Vergleich nur durchschnittlich aus (**Abbildung 25**). Die Anlegerinnen und Anleger müssen an den Märkten der Schwellenländer aktiv vorgehen, um von der breiten Streuung in der Region, den veränderten globalen Handelsmustern und den Auswirkungen der idiosynkratischen US-Außenpolitik zu profitieren.

**Abbildung 25: Es gibt eine erhebliche Bewertungsstreuung in den Märkten der Schwellenländer**  
KBVs in den einzelnen Schwellenländern



Quelle: IBES, LSEG Datastream, MSCI, J.P. Morgan Asset Management. Bei allen Indizes handelt es sich um MSCI. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Stand der Daten: 12. November 2024.

## Neue Anforderungen an die Portfolio-Diversifikation

Angesichts der wiederauflebenden Inflation und der steigenden Staatsverschuldung stellen sich viele Anlegerinnen und Anleger die Frage, ob Anleihen in Zeiten von Marktturbulenzen noch Sicherheit bieten können. Und wenn nicht, wie sollte man dann ein diversifiziertes, ausgewogenes Portfolio aufbauen?

Es steht außer Frage, dass die Anlegerinnen und Anleger vor einem größeren Diversifikationsproblem stehen als in der Zeit vor der Pandemie. Damals war ein Portfolio mit einem ausgewogenen Verhältnis zwischen Aktien und Anleihen unter allen Bedingungen gut investiert. Aktien lieferten in guten Zeiten Kapitalwachstum, während Staatsanleihen im Zuge von Rezessionen und Zinssenkungen der Zentralbanken aufwerteten.

Die Realität nach der Pandemie ist indes komplexer. Die Anlegerinnen und Anleger brauchen Schutz vor Rezessionsrisiken, aber auch vor Inflationsschocks und fiskalischer Großzügigkeit, die zu einem Rückgang der Anleihe- und Aktienkurse führen könnten. Anleihen sind nicht mehr die Einheitslösung, die sie einmal waren. Anlegerinnen und Anleger brauchen heute unterschiedliche Rettungsringe für unterschiedliche Stürme.

### Staatsanleihen für Rezessionen, aber selektiv vorgehen

Staatsanleihen hatten zweifellos ein schwieriges Jahr. Die Angst vor Inflation und übermäßigen Staatsausgaben hat zu einer Volatilität der Zinssätze beigetragen, die zum Zeitpunkt der Verfassung dieses Berichts sogar die

Volatilität an den Aktienmärkten übertrifft. Kein Wunder also, dass die Anlegerinnen und Anleger die sicheren Häfen ihrer Bestände in Staatsanleihen in Frage stellen.

Dabei ist jedoch zu beachten, dass in den letzten Jahren das vorherrschende wirtschaftliche Risiko in der Gefahr einer Überhitzung lag, die zum Teil durch großzügige fiskalische Unterstützung verursacht wurde. Mit Blick auf das Jahr 2025 sind die Risiken nun gleichmäßiger verteilt.

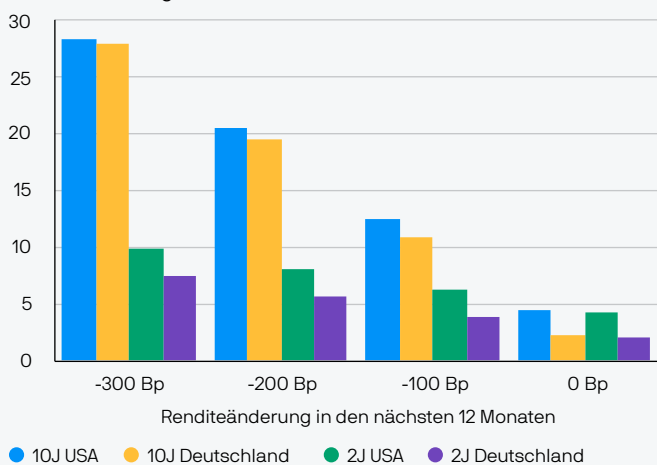
Während sich die US-Wirtschaft abkühlt, ist es möglich, dass die geopolitischen Spannungen einen Vertrauensverlust verursachen und zu einer Rezession führen. In diesem Szenario würden wir eine erneute Diversifikation von Aktienverlusten durch Anleihen erwarten. Tatsächlich haben Anleihen ihren Wert bereits unter Beweis gestellt, wenn Rezessionsängste aufkommen. Während des Abverkaufs am Aktienmarkt über den Sommer 2024 stellten Anleihen ihre eher typischen kompensierenden Eigenschaften unter Beweis. US-Aktien fielen vom 16. Juli bis zum 5. August um 8,4%, während 10-jährige US-Staatsanleihen positive Erträge von 3,2% erzielten.

Angesichts des Ausgangsniveaus der Renditen ist die Fähigkeit von Anleihen, sich vor einem tiefen Rezessionsschock zu schützen, so groß wie seit langem nicht mehr. Wenn die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen in den nächsten zwölf Monaten um 100 Basispunkte sinken, würden sie einen Ertrag von mehr als 10% liefern (**Abbildung 26**).

**Abbildung 26: Staatsanleihen bieten Schutz bei einem Rezessionsschock**

#### Ertragsszenarien von Staatsanleihen

%, Gesamtertrag über 12 Monate

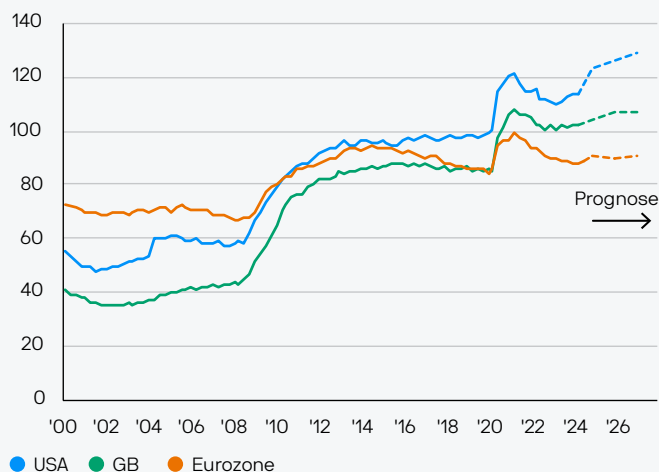


Quelle: LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Das Diagramm zeigt den rechnerischen Gesamtertrag, der sich aus dem Ankauf von Staatsanleihen zu den aktuellen Renditen und einem Verkauf in zwölf Monaten bei verschiedenen Renditeentwicklungen ergibt. Nur zur Veranschaulichung. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Stand der Daten: 12. November 2024.

**Abbildung 27: Die US-Verschuldung ist auf einem nicht nachhaltigen Weg**

#### Staatsschulden

In % des nominalen BIP



Quelle: Bank for International Settlements, Eurostat, IWF, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Fremdkapital bedeutet Bruttoverschuldung zum Nennwert. Die gepunkteten Linien stellen die IWF-Prognosen dar. Stand der Daten: 12. November 2024.

Diese Performance würde eine sinnvolle Diversifikation gegen Aktienverluste bieten, auf die Anlegerinnen und Anleger in Multi-Asset-Anlagen bei der Zusammenstellung ausgewogener Portfolios vertrauen.

Es gibt jedoch einige Nuancen, die Anlegerinnen und Anleger bei der Entscheidung berücksichtigen müssen, wo sie ihr Durationsbudget einsetzen wollen. Anlegerinnen und Anleger tendieren angesichts der attraktiveren regelmäßigen Erträge naturgemäß zu Anleihen mit höheren Renditen. Für die Diversifikation ist das Ausmaß der Renditeentwicklung jedoch weitaus wichtiger als die Ausgangssituation

(Abbildung 26). Die Anlegerinnen und Anleger sollten sich daher darauf konzentrieren, Märkte zu identifizieren, an denen weder Inflations- noch Haushaltsrisiken die Fähigkeit der Anleihenrenditen, zu sinken, beeinträchtigen dürften.

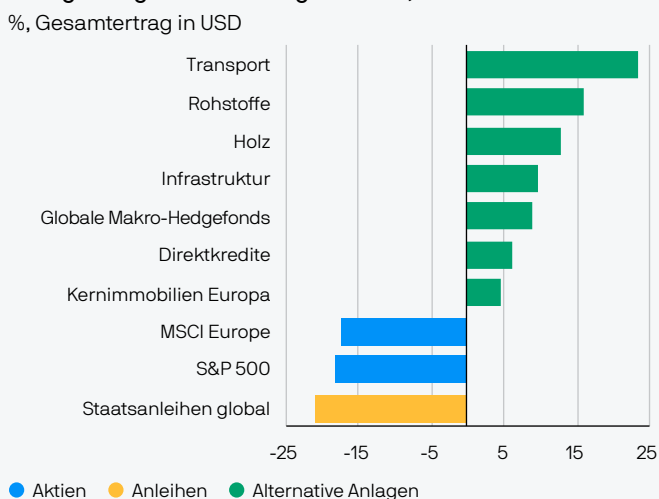
Wir bevorzugen in beiden Fällen deutsche Bundesanleihen. In zyklischer Hinsicht scheint das Inflationsumfeld günstiger zu sein, und wir sind zuversichtlicher, dass die Europäische Zentralbank die Zinsen im Jahr 2025 deutlich senken wird. Die Überwachung der Finanzpolitik durch die Europäische Kommission bietet eine institutionelle Leitplanke, die für Anlegerinnen und Anleger in Staatsanleihen attraktiv ist. Und insgesamt dürfte die Verschuldung im Verhältnis zum BIP in der Eurozone relativ gesehen niedriger bleiben (Abbildung 27). Die Erreichung fiskalischer Ziele gestaltet sich jedoch in höher verschuldeten Ländern der Eurozone wie Frankreich und Italien als politisch schwierig. Wir haben mehr Vertrauen in die Fähigkeit von deutschen Bundesanleihen, ein Portfolio vor Verlusten zu schützen, als britische Giltis oder US-Treasuries.

## Alternative Anlagen für Inflations- und fiskalische Schocks

Während der pandemiebedingte Inflationsdruck kurzfristig weiter nachlassen dürfte, gehen wir davon aus, dass mittelfristig eine stärker fragmentierte Weltwirtschaft – und das Potenzial für fiskalisches Fehlverhalten – zu weiteren Inflationsimpulsen führen werden, ähnlich wie schon im Jahr 2022. In diesem Fall ist bei festverzinslichen Anlagen mit einem Abverkauf bei gleichzeitig sinkenden Aktienkursen zu rechnen (Abbildung 28).

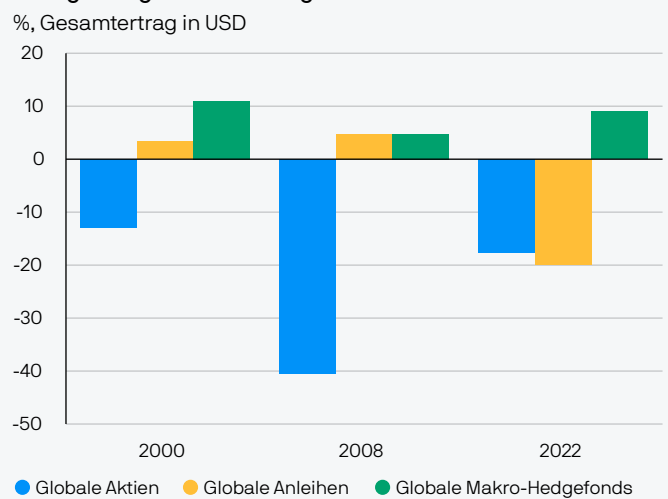
Diese Erwartung unterstreicht, wie wichtig es ist, Diversifikationsstrategien über klassische Anleihen hinaus zu verfolgen. In einem Umfeld, das durch zweiseitige Risiken gekennzeichnet ist, erweisen sich Sachwerte als wesentlicher Bestandteil eines gut abgerundeten Portfolios. Diese Vermögenswerte, zu denen Immobilien, Infrastruktur, Transport und Rohstoffe zählen, bieten eine Absicherung gegen Inflation und Schutz, wenn herkömmliche sichere Häfen rar gesät sind. Aufgrund ihres inneren Wertes und ihres materiellen Charakters sind sie weniger anfällig für die erosiven Auswirkungen steigender Preise, wodurch die Kaufkraft erhalten bleibt und die realen Erträge in inflationären Zeiten geschützt werden.

Abbildung 28: Alternative Anlagen bieten Schutz vor Inflation  
Erträge ausgewählter Anlageklassen, 2022



Quelle: Bloomberg, HRFI, MSCI, NCREIF, LSEG Datastream, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Rohstoffe: Bloomberg Commodities Index; globale Staatsanleihen: Bloomberg Global Aggregate – Sovereign; Hedgefonds: HRFI Global Macro; Kernimmobilien USA: NCREIF Property Index – Open End Diversified Core Equity-Komponente; Kernimmobilien Europa: MSCI Global Property Fund Index – Continental Europe; Globale Infrastruktur: MSCI Global Quarterly Infrastructure Asset Index (gleichgewichteter Mix); Holz: NCREIF Timberland Total Return Index. Transporterträge werden von einem J.P. Morgan Asset Management Index abgeleitet. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Stand der Daten: 12. November 2024.

Abbildung 29: Hedgefonds können Kapitalschutz bieten  
Erträge ausgewählter Anlageklassen in Bären-Märkten



Quelle: Bloomberg, HRFI, LSEG Datastream, MSCI, J.P. Morgan Asset Management. Der 2000-Bärenmarkt erstreckt sich vom 31. März 2000 bis zum 31. Oktober 2002, der 2008-Bärenmarkt erstreckt sich vom 31. Oktober 2007 bis zum 28. Februar 2009; 2022 bezieht sich auf das Kalenderjahr. Globale Aktien: MSCI World; Globale Anleihen: Bloomberg Global Aggregate Index; Globale Makro-Hedgefonds sind im HRFI-Klassifizierungssystem für Hedgefondsstrategien definiert. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Stand der Daten: 12. November 2024.

Neben Sachwerten können auch andere alternative Anlagen eine entscheidende Rolle bei der Diversifikation spielen. Durch die Allokation eines Teils eines Portfolios auf Strategien, die unabhängig von den Marktbedingungen Erträge generieren sollen, können Anlegerinnen und Anleger die Widerstandsfähigkeit des Portfolios weiter verbessern. Hedgefonds mit ihren verschiedenen Strategien wie Equity-Long/Short, Event Driven und Global Macro können in verschiedenen Umgebungen Wert schaffen. Durch das aktive Management von Risikopositionen und flexible Reaktion auf sich ändernde Marktbedingungen können Hedgefonds Verluste mindern und Abwärtsrisiken in Portfolios begrenzen (**Abbildung 29**).

Gold kann auch in Inflationszeiten Wertzuwächse verzeichnen, da die Anlegerinnen und Anleger versuchen, Wert durch Investition in einen Vermögenswert zu speichern, dessen Angebot begrenzt ist. In der Tat hat sich Gold in den letzten zwei Jahren gut entwickelt, aber in „normalen Zeiten“ ist Gold ein nicht rentierlicher Vermögenswert – wir würden also argumentieren, dass andere Sachwerte im Verlauf des Zyklus einen besseren Schutz bieten. So haben US-Immobilien seit 1981 auf rollierender Dreijahresbasis in der Summe um 60% besser abgeschnitten als Gold und das Dreifache der Gesamterträge erzielt.

Letztendlich müssen Anlegerinnen und Anleger die Diversifikation in der heutigen Investmentlandschaft neu überdenken. Ein Portfolio sollte Kernanleihen für Ertrags- und Rezessionsschutz, aber auch inflationssensible Sachwerte und Hedgefonds umfassen. Wir behalten zwar eine positive Sicht auf Anleihen bei. Ein breiter angelegter Diversifikationsansatz ermöglicht es Anlegerinnen und Anlegern jedoch, widerstandsfähigere Portfolios aufzubauen, die gut investiert sind, um die Komplexität und die Ungewissheit der heutigen Weltwirtschaft zu meistern.



**In einem Umfeld, das durch zweiseitige Risiken gekennzeichnet ist, erweisen sich Sachwerte als wesentlicher Bestandteil eines gut abgerundeten Portfolios.**

---

## Globale Marktszenarien und -risiken

Unser makroökonomisches Basisszenario für die nächsten 12 bis 18 Monate sieht eine Fortsetzung der globalen Expansion vor, wobei die Inflation für die politischen Entscheidungsträger etwas zäh, aber auf einem tolerierbaren Niveau bleibt. Allerdings besteht ein hohes Maß an Unsicherheit in Bezug auf die Innen- und Außenpolitik der USA und die von anderen Regionen als Reaktion umgesetzte Politik.

Gut diversifizierte Portfolios sind daher unabdingbar, um sich sowohl vor dem Abwärtsrisiko zu schützen, dass Handelsspannungen zu einem Rückgang des Geschäftsvertrauens und der Rezession führen, als auch vor der Gefahr, dass es erneut zu Inflation kommt und die Anleiherenditen steigen werden.



**Gut diversifizierte Portfolios sind unabdingbar, um sich sowohl vor dem Abwärtsrisiko zu schützen, dass Handelsspannungen zu einem Rückgang des Geschäftsvertrauens und der Rezession führen, als auch vor der Gefahr, dass es erneut zu Inflation kommt und die Anleihenrenditen steigen werden.**

### Basisfall: Die Expansion setzt sich fort

**Makro:** Das globale Wachstum bleibt stabil, und in den USA wurden moderate neue fiskalpolitische Anreize angekündigt. Gegen China werden Zölle erhoben, aber die neue US-Regierung verzichtet auf einen Pauschalzoll. China gibt unvermindert Anreize für seine Wirtschaft bekannt. Europa senkt angesichts des geringeren Inflationsrisikos in der Region die Zinsen schneller als die USA. In **Abbildung 30** finden Sie Einzelheiten zu unseren Erwartungen an die Politik von Trump im Vergleich zu den im Wahlkampf angesprochenen Maßnahmen sowie zu unseren Erwartungen an die Reaktion der übrigen Welt (ROW).

**Märkte:** Angesichts des robusten wirtschaftlichen Klimas ist das Umfeld risikofreundlich. Die Performance der US-Aktien ist über alle Sektoren hinweg breiter gefächert, während die europäischen und asiatischen Aktien bei ausreichender politischer Unterstützung mithalten können. Die Kernmärkte für Anleihen bieten Erträge, die den Kupons entsprechen.

### Abwärtsrisiko: Stagflation

**Makro:** Ein globaler Handelskrieg führt zu einer erneuten Beschleunigung der Inflation, während das Wachstum weltweit unter Druck gerät. Strafzölle auf China bremsen trotz Anreizen eine Erholung, während die Einführung eines Pauschalzolls von 10% auf US-Importe die Region Europa besonders stark trifft. Steuersenkungen und einwanderungsfeindliche Maßnahmen verstärken den Inflationsdruck in den USA zusätzlich, während die Ölpreise aufgrund der Spannungen im Nahen Osten, die die gestiegene US-Produktion ausgleichen, unvermindert hoch sind. Angesichts der erhöhten Inflation ist die US-Notenbank nicht in der Lage, die Zinsen zu senken, um den Wachstumsausblick zu unterstützen.

**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. Deutsche Bundesanleihen übertreffen US-Staatsanleihen. Gold, Sachwerte und Rohstoffstrategien schneiden besser ab als Barmittel, während Hedgefonds, die von höherer Volatilität profitieren können, ebenfalls eine gute Performance aufweisen.

### Abwärtsrisiko: Rezession

**Makro:** Harte protektionistische Maßnahmen und geopolitische Unwägbarkeiten trüben das Vertrauen von Unternehmen und VerbraucherInnen und zwingen Unternehmen zu Einstellungsstopps. China werden Zölle auferlegt, die Unternehmen sind jedoch gezwungen, höhere Preise durch schwächere Margen aufzufangen, da das Verbrauchervertrauen geringer ist. Die Zinssätze werden zur Stützung der Konjunktur deutlich stärker gesenkt, als es derzeit der Fall ist.

**Märkte:** Die negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen kehrt zurück. Bei Aktien gibt es Abwärtsrisiken, wobei auf eine höhere Qualität und regelmäßige Erträge ausgerichtete Strategien besser abschneiden, während das Umfeld für Kernanleihen sehr positiv ist und ein erhebliches kapitalsteigerndes Potenzial bietet.

### Aufwärtsrisiko: Goldlöffchen

**Makro:** Das Wachstum beschleunigt sich, angetrieben von umfangreichen fiskalischen Anreizen und einem Produktivitätsboom, ausgelöst durch die künstliche Intelligenz. Die Handelsspannungen lassen nach, da die drohenden Zölle neue Handelsabkommen nach sich ziehen, während sich geopolitische Spannungen beruhigen. Die steigende Produktivität hält die Inflation trotz eines angespannten Arbeitsmarktes im Zaum und ermöglicht es den Zentralbanken, die Zinssätze ungeachtet des nach wie vor soliden Wachstums wieder in Richtung neutral zu senken.

**Märkte:** Sehr positives Umfeld für Aktien weltweit, insbesondere in den Schwellenländern. Anleihen verzeichnen ebenfalls starke Erträge, da die Zinssätze sinken und sich die Kreditspreads auf neue Rekordniveaus verengen.

Abbildung 30: Wichtige politische Vorschläge für die nächste, von den Republikanern geführte Regierung

	Vorschläge im Wahlkampf	Annahmen zur Umsetzung der Politik	Auswirkungen auf die übrige Welt
<b>Steuern</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Umfassende Verlängerung der Bestimmungen des Tax Cuts and Jobs Act (TCJA)</li> <li>Eliminierung der Steuern auf Sozialversicherung, Trinkgelder und Überstunden</li> <li>Senkung des Körperschaftsteuersatzes von 21% auf 15%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>TCJA-Ausweitung</li> <li>Bestrebungen zur Abschaffung der Steuern auf Sozialversicherung und Trinkgelder und zur Senkung des Körperschaftsteuersatzes könnten auf Widerstand der eher steuerlich konservativen Republikaner stoßen</li> </ul>	Höheres US-Wachstum und höhere Zinsen ziehen Kapital aus anderen Regionen an, was Währungen gegenüber dem USD unter Druck setzt.
<b>Zölle</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Zölle von 60% auf chinesische Waren</li> <li>10–20% Pauschalzoll auf alle anderen Importe</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ein Zoll von 60% auf chinesische Waren hat vorgezogene Priorität</li> <li>Pauschalzölle weniger wahrscheinlich, mit mehr bilateralen Verhandlungen</li> </ul>	Ein negativer Wachstumsschock in der übrigen Welt wird wahrscheinlich jeden Inflationsimpuls überwiegen, was zu größeren Anreizen für fiskalische und geldpolitische Anreize in Europa und China führt.
<b>Verteidigung</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die US-Regierung entzieht die Mittel für die Ukraine</li> <li>Stärkerer Druck auf die NATO-Mitglieder, die Verteidigungsausgaben auf 2% des BIP zu erhöhen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ukraine-Finanzierung gestrichen, aber US-Waffen können weiterhin von Europa gekauft werden</li> </ul>	ROW sieht sich gezwungen, die Verteidigungsausgaben zu erhöhen, insbesondere in Europa.
<b>Energie</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Deregulierung des traditionellen Energiesektors</li> <li>Kürzung der Subventionen für saubere Energie im IRA</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Erhöhte US-Ölproduktion dank Deregulierung</li> <li>Keine wesentliche Aufhebung des IRA, da Arbeitsplätze und Projekte in republikanische Bezirke fließen</li> </ul>	Größere Kluft in der Klimapolitik zwischen den USA und Europa, die Europa zwingt, sich zwischen Klimazielen und dem Schutz der heimischen Industrie zu entscheiden.
<b>Einwanderung</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Wesentlich strengere Einwanderungspolitik</li> <li>Versuch, Asylsuchende abzuschieben</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Einige Abschiebungen, wobei das Ausmaß von den praktischen Gegebenheiten abhängen wird</li> <li>Die zunehmende Rhetorik gegen die Immigration verlangsamt die Einwanderung rapide</li> </ul>	Ein stärkerer Inflationsdruck führt zu höheren US-Zinsen und zieht somit Kapital aus aller Welt an. Die Spannungen zwischen den USA und Mexiko eskalieren ebenfalls.

Quelle: J.P. Morgan Asset Management. Stand der Daten: 12. November 2024.

## Autorinnen und Autoren



**Karen Ward**  
Chief Market Strategist  
for EMEA



**Tilmann Galler**  
Global Market Strategist



**Maria Paola Toschi**  
Global Market Strategist



**Hugh Gimber**  
Global Market Strategist



**Vincent Juvyns**  
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.

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine allgemeine Mitteilung, die ausschließlich zu Informationszwecken bereitgestellt wird. Es hat informativen Charakter und ist nicht dazu bestimmt, in irgendeinem Rechtsgebiet als Beratung oder als Empfehlung für ein bestimmtes Anlageprodukt, eine Strategie, ein Planelement oder für einen sonstigen Zweck zu dienen, noch stellt es eine Verpflichtung von J.P. Morgan Asset Management oder einer seiner Tochtergesellschaften dar, an den hierin erwähnten Transaktionen teilzunehmen. Alle verwendeten Beispiele sind generisch und hypothetisch und dienen ausschließlich der Veranschaulichung. Dieses Material enthält keine ausreichenden Informationen, um eine Anlageentscheidung zu unterstützen, und Sie sollten sich bei der Beurteilung der Vorzüge einer Investition in Wertpapiere oder Produkte nicht darauf verlassen. Darüber hinaus sollten Anlegerinnen und Anleger 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. Anlegerinnen und Anleger sollten sicherstellen, dass sie vor einer Investition alle verfügbaren relevanten Informationen erhalten. 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. Wir weisen darauf hin, dass der Wert und die Rendite von Anlagen Schwankungen unterliegen können, die u. a. auf den jeweiligen Marktbedingungen und Steuerabkommen beruhen, und dass die Anlegerinnen und Anleger das investierte Kapital unter Umständen nicht in vollem Umfang zurück erhalten. 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. Soweit nach geltendem Recht erlaubt, können wir Telefonate aufzeichnen und die elektronische Kommunikation überwachen, um unseren gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Verpflichtungen sowie internen Richtlinien nachzukommen. 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: [am.jpmorgan.com/global/privacy](https://am.jpmorgan.com/global/privacy). Diese Informationen werden von den folgenden Einrichtungen veröffentlicht: In den USA von J.P. Morgan Investment Management Inc. oder J.P. Morgan Alternative Asset Management, Inc., jeweils reguliert durch die Securities and Exchange Commission; in Lateinamerika nur für vorgesehene Empfänger, gegebenenfalls durch lokale Unternehmen von J.P. Morgan; in Kanada nur für institutionelle Kunden von JPMorgan Asset Management (Canada) Inc., das als Portfoliomanager und steuerbefreiter Wiederverkäufer in allen kanadischen Provinzen und Territorien mit Ausnahme Yukons und ebenfalls als Investmentfondsmanager in British-Kolumbien, Ontario, Quebec und Neufundland und Labrador registriert ist. Im Vereinigten Königreich von JPMorgan Asset Management (UK) Limited, die von der Financial Conduct Authority zugelassen ist und reguliert wird; in anderen europäischen Ländern von JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l. Im Asien-Pazifikraum („APAC“) von den folgenden ausgebenden Stellen und in den jeweiligen Ländern, in denen sie primär reguliert werden: JPMorgan Asset Management (Asia Pacific) Limited, JPMorgan Funds (Asia) Limited oder JPMorgan Asset Management Real Assets (Asia) Limited, jeweils reguliert durch die Securities and Futures Commission of Hong Kong; JPMorgan Asset Management (Singapore) Limited (Co. Reg. No. 197601586k), wobei diese Anzeige oder Veröffentlichung nicht von der Monetary Authority of Singapore überprüft wurde; JPMorgan Asset Management (Taiwan) Limited; JPMorgan Asset Management (Japan) Limited, Mitglied der Investment Trusts Association, Japan, der Japan Investment Advisers Association, Type II Financial Instruments Firms Association und der Japan Securities Dealers Association und reguliert von der Financial Services Agency (Registernummer „Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firm) No. 330“); in Australien nur an Wholesale-Kunden im Sinne von Artikel 761A und 761G des Corporations Act 2001 (Commonwealth) von JPMorgan Asset Management (Australia) Limited (ABN 55143832080) (AFSL 376919). Für alle anderen Märkte im Asien-Pazifikraum richtet sich dieses Dokument nur an vorgesehene Empfängerinnen und Empfänger. Nur für die USA: Wenn Sie eine Behinderung haben und beim Lesen der Unterlagen Unterstützung benötigen, rufen Sie uns bitte unter der Nummer 1-800-343-1113 an. Wir helfen Ihnen gern.

Copyright 2024 JPMorgan Chase & Co. Alle Rechte vorbehalten.

Bildquelle: Shutterstock

LV-JPM55743 | 11/24 | DE | 09nn232911172514