Investmentausblick für das 2. Halbjahr 2025

Stabiles Fundament in einer instabilen Welt

Autorinnen und Autoren

Karen Ward
Chief Market Strategist EMEA

Tilmann Galler
Global Market Strategist

Maria Paola Toschi
Global Market Strategist

Hugh Gimber
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 Märkte spielen eine entscheidende Rolle dabei, die US-Regierung zu einer vernünftigen, einvernehmlichen Politik zu bewegen, aber die Unsicherheit dürfte die Konjunktur weiterhin belasten. **Die wahre Gefahr ist die Angst vor der Gefahr.**
- Wir schöpfen Zuversicht aus den starken Fundamentaldaten des US-Privatsektors und den Reaktionen anderer Länder, die eigene Konjunkturmaßnahmen ergreifen.
- Anlegerinnen und Anleger müssen sich auf stabile Strategien konzentrieren, um in diesen unbeständigen Zeiten erfolgreich zu sein:
  - **Regionale Diversifikation und Dividendenstrategien nutzen.** Eine Diversifizierung des Portfolios verringert die Risiken, die mit einer übermäßigen Abhängigkeit vom Abschneiden der Technologiebranche und mit dem US-Markt im Allgemeinen verbunden sind.
  - **Anleihen sind für stürmische Zeiten, nicht für jede Wetterlage.** Anlegerinnen und Anleger an den Anleihenmärkten sehen sich mit widersprüchlichen Risiken konfrontiert: einer höheren Inflation und einem sich verlangsamenden Wachstum. Nichtsdestotrotz sehen wir Anleihen weiterhin als wichtigen Bestandteil eines Portfolios.
  - **Alternative Anlagen für alternative Risiken.** Angesichts der drohenden Gefahr einer wieder aufflammenden Inflation sollten Anlegerinnen und Anleger die Lehren aus dem Jahr 2022 beherzigen und sich vor Augen führen, wie Sachwerte als Inflationsschutz dienen können.
  - **Achten Sie auf Währungsrisiken.** Währungsschwankungen könnten in mehreren von Risikoscheue geprägten Szenarien die Verluste bei US-Vermögenswerten noch verstärken. Beachten Sie Wechselkursrisiken und erwägen Sie eine Absicherung von USD-Positionen.

Die wahre Gefahr ist die Angst vor der Gefahr

In seiner Antrittsrede im Jahr 1933 verwendete US-Präsident Franklin D. Roosevelt den heute berühmten Satz „Das Einzige, was wir fürchten müssen, ist die Furcht selbst“. Er argumentierte, dass es lediglich die Furcht sei, die die Nachfrage in den USA nach der Weltwirtschaftskrise lähme, und nicht etwa tief in den Fundamenten der Wirtschaft verwurzelte strukturelle Probleme. Dieses Zitat ist auch für die wesentlichen Risiken relevant, denen die USA und die Weltwirtschaft heute ausgesetzt sind.

Die Weltwirtschaft ist strukturell gesund. Trotz steigender Inflation und Zinsen hat sie in den letzten Jahren den Prognosen einer Rezession getrotzt – dank solider Bilanzen von Privathaushalten und Unternehmen. Das Risiko besteht darin, dass Unternehmen und Privathaushalte aufgrund der Unsicherheit über die US-Politik ihre Ausgabenpläne aussetzen und zunächst abwarten. Das Einzige, was wir fürchten müssen, ist die Furcht selbst.

Zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichts besteht noch erhebliche Unsicherheit über Umfang und Reichweite der Zölle, welche die USA gegenüber ihren Handelspartnern verhängen werden. Die schockierenden Zahlen, die am „Liberation Day“ bekannt gegeben wurden, sind zwar zwischenzeitlich gesunken, aber der effektive Zollsatz für US-Importe liegt immer noch auf dem höchsten Stand seit den 1940er Jahren (siehe **Abbildung 1**). Das Urteil eines US-Handelsgerichts gegen die Notstandserklärung des Präsidenten zur Einführung umfassender Zölle Ende Mai hat die Unsicherheit noch verstärkt. Da dem Präsidenten noch mehrere andere rechtliche Möglichkeiten zur Verfügung stehen, um im Falle einer endgültigen Aufhebung der Vergeltungszölle vorzugehen, gehen wir davon aus, dass die Regierung Wege finden wird, um ihre handelspolitischen Ziele weiterzuverfolgen.

Die Regierung sucht nach einer Lösung für die aktuellen rechtlichen Herausforderungen, da sie die Verwendung der eingenommenen Mittel bereits verplant hat. Das Finanzpaket, das derzeit beide Kammern des amerikanischen Kongresses durchläuft, verlängert nicht nur die im Rahmen des „Tax Cuts and Jobs Act“ von 2017 gewährten Steuersenkungen, sondern sieht auch weitere Steuergeschenke vor. Dies führt nach Schätzungen des CBO zu Steuersenkungen und Ausgaben in Höhe von insgesamt 5,3 Billionen US-Dollar. Obwohl diese Steuersenkungen theoretisch später durch Zolleinnahmen und Ausgabenkürzungen ausgeglichen werden sollen, ist der Anleihenmarkt verständlicherweise skeptisch gegenüber dem Kurs der US-Behörden (siehe **Abbildung 2**).

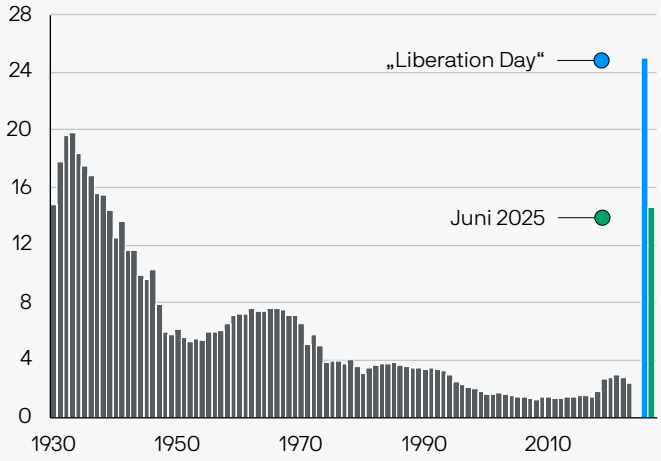
Eine wesentliche Frage ist, ob die Vorteile einer finanzpolitischen Lockerung für die US-Wirtschaft durch höhere Zinsen aufgewogen werden. Als Emittent der globalen Reservewährung kann sich das US-Finanzministerium mehr erlauben als Länder wie Großbritannien (siehe Achten Sie auf Währungsrisiken), aber das britische Desaster um Liz Truss ist der US-Regierung eine Lehre: Bei Vollbeschäftigung führt eine finanzpolitische Lockerung lediglich zu höheren Finanzierungskosten.

Die große Unsicherheit hinsichtlich der Prognosen für die Handels- und Finanzpolitik und damit auch für Wachstum und Inflation könnte in der zweiten Jahreshälfte 2025 zu Turbulenzen an den Märkten führen, da die Anlegerinnen und Anleger auf die neuen Wachstums- und Inflationsdaten reagieren werden.

Abbildung 1: Die US-Zölle sind seit Anfang April gesunken, aber immer noch auf einem historisch hohen Niveau

Effektiver Zollsatz der USA

in %, Anteil der erhobenen Einfuhrzölle am Gesamtwert der Einfuhren

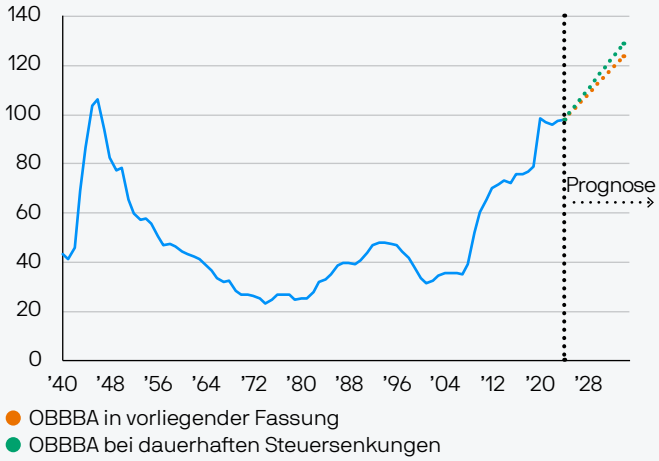


Quelle: Cato Institute, US Department of Commerce, J.P. Morgan Asset Management. Schätzungen durch J.P. Morgan Asset Management. Stand der Daten: 6. Juni 2025.

Abbildung 2: Der „One Big Beautiful Bill“ erhöht die ohnehin schon besorgniserregende Verschuldung noch weiter

Staatliche Nettoverschuldung der USA

% des BIP



Quelle: BEA, CFRB, US Treasury, J.P. Morgan Asset Management. Die Prognosen basieren auf CFRB-Prognosen und internen Schätzungen von J.P. Morgan Asset Management und beinhalten Zinskosten. OBBBA bezieht sich auf den One Big Beautiful Bill Act, der am 22. Mai 2025 vom Repräsentantenhaus verabschiedet wurde. Stand der Daten: 31. Mai 2025.

Die wichtigsten von uns beobachteten Daten sind wie folgt (alle Daten werden in unserem täglich aktualisierten *Guide to the Markets* veröffentlicht):

- Investitionsausgaben der Unternehmen und Einstellungsabsichten als Indikatoren für die Auswirkungen der abwartenden Haltung der Unternehmen (siehe **Abbildung 3**).
- Ausgabenabsichten für langlebige Konsumgüter als Indikatoren für die Auswirkungen der abwartenden Haltung der Privathaushalte.
- Einkaufsmanagerindizes – insbesondere die Input- und Output-Preiskomponenten – sind wichtige Indikatoren für Anlegerinnen und Anleger, um das Verhalten der Unternehmen und die Weiterreichung von Zöllen zu beurteilen.
- Die Inflationserwartungen der Verbraucherinnen und Verbraucher könnten die US-Notenbank (Fed) dazu veranlassen, eine Zinssenkung zu verschieben.

Wir gehen davon aus, dass die Daten eher auf eine Abschwächung der US-Wirtschaft hindeuten werden als auf eine Rezession. Wenn überhaupt, sehen wir die Risiken eher auf der Seite der Inflation als auf der Seite der Rezession. Die jüngste Rückkehr der Goldlöckchen-Phase ist unserer Ansicht nach vor allem auf den starken Zustrom von Einwanderinnen und Einwanderern in die USA zurückzuführen, der dazu beigetragen hat, das Lohnwachstum und den allgemeinen Inflationsdruck in den USA rasch zu dämpfen (siehe **Abbildung 4**). Angesichts der Tatsache, dass die Migration nach einem sehr deutlichen Signal der aktuellen Regierung effektiv gestoppt ist, würde ein weiterer Angebotsschock, wie er im Jahr 2022 aufgetreten ist, die Anlegerinnen und Anleger erneut mit einem unerwartet starken Inflationsanstieg erschüttern. Ein solcher Schock würde mit einem fiskalischen Schock einhergehen, der die Nachfrage ankurbelt.

Dieses Gleichgewicht der Risiken bringt die US-Notenbank in eine unangenehme Lage und versetzt sie unserer Ansicht nach in einen reaktiven statt in einen präventiven Modus. Die Anlegerinnen und Anleger haben ihre Erwartungen hinsichtlich Zinssenkungen durch die US-Notenbank in diesem Jahr bereits zurückgeschraubt. Angesichts der lautstarken Äußerungen des Präsidenten zur US-Geldpolitik sind wir der Ansicht, dass die Inflation ziemlich deutlich steigen müsste, bevor die US-Notenbank offen über Zinserhöhungen sprechen würde. In unserer zentralen Prognose gehen wir davon aus, dass die US-Notenbank ihre Zinssätze bis Ende 2025 unverändert lassen wird.

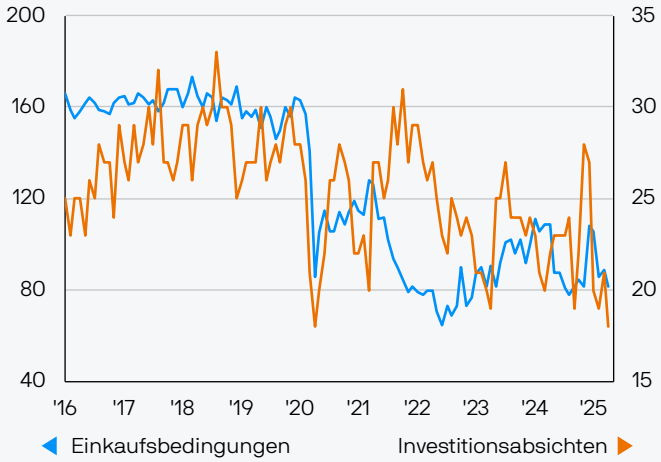
Sollten wir die Abwärtsrisiken falsch eingeschätzt haben und die Arbeitslosigkeit steigen, gehen wir davon aus, dass die US-Notenbank die Inflationssorgen ignorieren und ihre diesbezügliche Politik lockern würde, möglicherweise sogar erheblich. In diesem Szenario sollten Anlegerinnen und Anleger den Schutz, den Kernanleihen vor einer Rezession bieten, nicht vergessen (siehe **Anleihen sind für stürmische Zeiten, nicht für jede Wetterlage**).

Wenn man über die Grenzen der USA hinausblickt, wird einmal mehr deutlich, dass Europa oft dann am besten funktioniert, wenn es mit einem gemeinsamen Gegenspieler oder einer gemeinsamen Krise konfrontiert ist. Eine deutlich positivere Innenpolitik macht uns Mut. Deutschland nutzt nun den beträchtlichen finanziellen Spielraum, den es sich in den letzten Jahren gesichert hat. Die von der neuen Regierung vorgeschlagenen finanziellen Impulse sind enorm. Für die Wachstumsaussichten Deutschlands ist jedoch entscheidend, wie schnell ein so großer Geldbetrag eingesetzt werden kann.

Abbildung 3: Privathaushalte und Unternehmen befinden sich in einer „abwartenden" Haltung

Einkaufsbedingungen für langlebige Konsumgüter in den USA und Investitionsabsichten kleiner Unternehmen

Indexwert

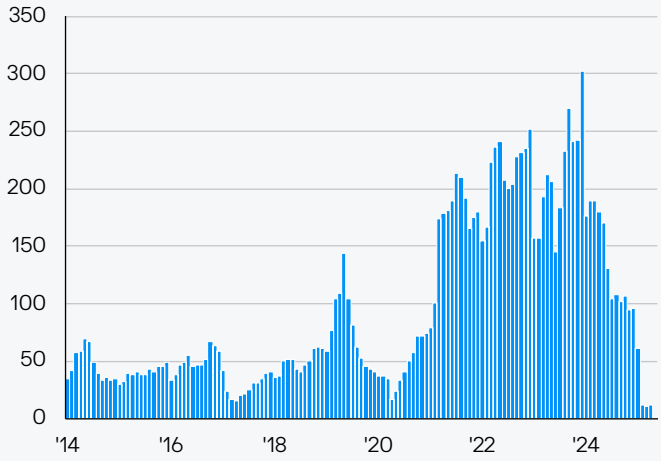


Quelle: LSEG Datastream, NFIB, University of Michigan, J.P. Morgan Asset Management. Stand der Daten: 31. Mai 2025.

Abbildung 4: Deutliche Signale der US-Regierung haben die Migration gestoppt

Interaktionen mit Grenzkontrollbehörden an der südwestlichen Landesgrenze der USA

In Tausend



Quelle: Haver Analytics, US Customs and Border Protection, J.P. Morgan Asset Management. Die Daten zu Interaktionen mit Grenzkontrollbehörden umfassen Personen, die wegen illegaler Einreise in die USA festgenommen wurden, Personen, die an einer Einreisestelle als nicht einreiseberechtigt eingestuft wurden, und Personen, die aus Gründen der öffentlichen Gesundheit ausgewiesen wurden. Stand der Daten: 31. Mai 2025.

Auch das Umfeld für die europäischen Verbraucherinnen und Verbraucher verbessert sich. Die Reallöhne steigen weiter, die Arbeitsmärkte bleiben weitgehend stabil und sinkende Zinsen könnten die Region endlich dazu veranlassen, einen Teil der während der Corona-Pandemie angehäuften beträchtlichen Ersparnisse einzusetzen (siehe **Abbildung 5**).

Die Erholung der europäischen Binnenkonjunktur könnte ins Stocken geraten, wenn die Spannungen mit den USA erneut eskalieren. Ende Mai wurde deutlich, wie schnell sich die Lage ändern kann: Die US-Regierung drohte, bereits zum 1. Juni zusätzliche Zölle von bis zu 50% auf Waren aus der Europäischen Union (EU) zu erheben, bevor sie nur zwei Tage später wieder einen Rückzieher machte. Präsident Trump begründete diese potenziell höheren Zölle mit dem Warenhandelsdefizit der USA gegenüber der EU sowie den langsamen Fortschritten bei den Handelsgesprächen. Wir vermuten, dass es wie in anderen Regionen auch zu einer Einigung kommen wird, da ein langwieriger Handelskrieg wohl nicht im Interesse beider Seiten ist. Wenn Europa seine Binnenkonjunktur aufrechterhalten kann, bestünde durchaus die Chance, dass europäische Aktien ihren überdurchschnittlichen Bewertungsrückstand gegenüber den USA verringern könnten (siehe Regionale Diversifikation und Dividendenstrategien nutzen).

Großbritannien profitiert von vielen der gleichen potenziellen Begünstigungsfaktoren wie Kontinentaleuropa. Dazu zählen auch die beträchtlichen Ersparnisse, die während der Pandemie angehäuft wurden. Auch die Handelsbedingungen verbessern sich für Großbritannien wohl zunehmend. Ein Handelsabkommen mit den USA wurde bereits abgeschlossen, aber – was für britische Exporteure noch wichtiger ist – auch die Beziehungen zur EU haben sich deutlich verbessert.

Die größte Herausforderung für Großbritannien im weiteren Verlauf des Jahres 2025 ist der Haushaltsplan im Herbst, für den die Finanzministerin erneut schwierige Entscheidungen treffen muss, wenn sie an ihren Haushaltsregeln festhalten will. Im vergangenen Herbst erhöhte Finanzministerin Reeves eine der wenigen Steuern, die im Wahlprogramm ihrer Partei nicht ausgeschlossen worden waren – die Sozialversicherungsbeiträge der Arbeitgeber –, um einen Anstieg der öffentlichen Ausgaben zu finanzieren. Angesichts der bevorstehenden Haushaltsplanung im Herbst 2025 könnten höhere globale Zinssätze die britische Regierung dazu zwingen, zwischen Ausgabenkürzungen und Steuererhöhungen zu wählen.

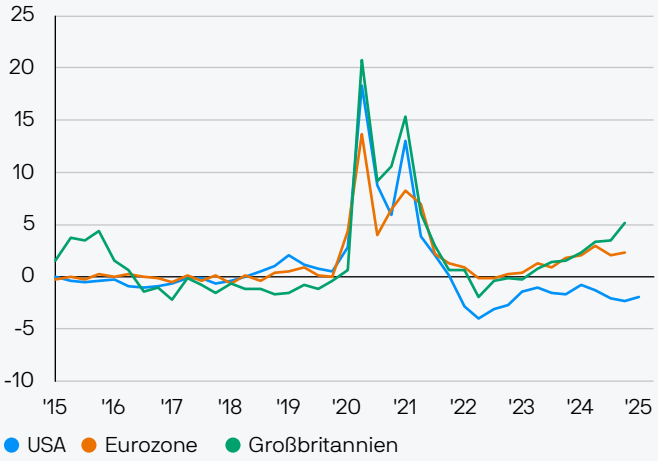
Angesichts der öffentlichen Kritik an der Steuererhöhung vom letzten Herbst und der Notwendigkeit, das Wachstum zu stützen, gehen wir davon aus, dass sich alle finanzpolitischen Entscheidungen auf die Eindämmung der mittelfristigen Ausgaben konzentrieren werden. Sollte jedoch das Office for Budget Responsibility – das die britischen Staatsfinanzen überwacht – seine stets optimistischen Produktivitätsprognosen nach unten korrigieren, dürften sich die finanzpolitischen Aussichten bis zum Herbst verschlechtern, was die Finanzministerin dazu zwingen könnte, die Erhöhung der „wesentlichen" Steuern zu überdenken.

Die Bank of England (BoE) könnte ebenfalls gezwungen sein, ihren Lockerungszyklus zu unterbrechen, sofern sich der Inflationsdruck in Großbritannien nicht bald abschwächt (siehe **Abbildung 6**). Die Kerninflation bleibt in Großbritannien unverändert hoch und widerspricht damit dem anhaltenden Optimismus der Bank, dass die Inflation innerhalb des Zielhorizonts wieder auf 2% zurückgehen wird.

Abbildung 5: Die europäischen Privathaushalte verfügen über enorme Ersparnisse, die sie einsetzen können

Ersparnisüberschussquoten

%-Punkte, Sparquoten im Vergleich zum Durchschnitt von 2015 bis 2019

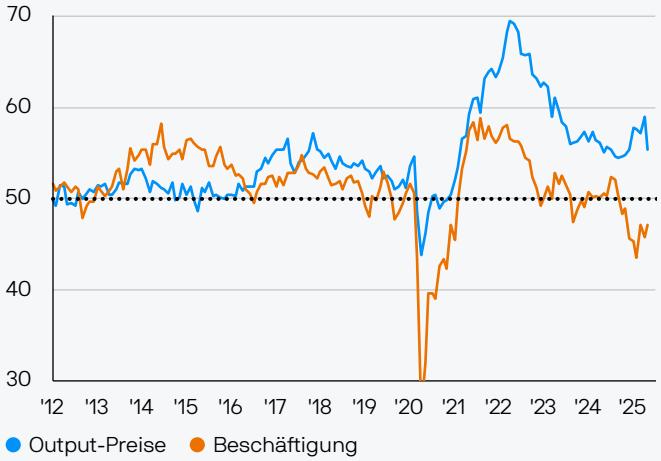


Quelle: BEA, Eurostat, LSEG Datastream, ONS, J.P. Morgan Asset Management. Stand der Daten: 31. Mai 2025.

Abbildung 6: Die Kombination aus verlangsamtem Wachstum und anhaltender Inflation bereitet der BoE Kopfzerbrechen

Zusammengesetzte britische Einkaufsmanagerindizes (EMI)

Indexwert



Quelle: Bloomberg, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Ein EMI-Wert von 50 bedeutet, dass Preise und Beschäftigung weder steigen noch fallen, ein Wert über 50 bedeutet steigende Preise oder Beschäftigung. Stand der Daten: 31. Mai 2025.

In Asien scheint China weiterhin weitgehend in der Lage zu sein, Probleme bei der Lieferung von Waren in die USA zu umgehen, indem es Zwischenhandelspartner einsetzt (siehe **Abbildung 7**). Sollten die USA dies in den bevorstehenden Verhandlungen mit anderen Regionen unterbinden, muss China wie Deutschland entscheiden, ob es die Binnennachfrage ankurbeln will, um die schwächere Exportnachfrage auszugleichen. Im Gegensatz zu Deutschland hat China jedoch wenig Bereitschaft für ein umfangreiches Konjunkturpaket gezeigt.

Peking scheint es gelungen zu sein, den Rückgang der Immobilienpreise einzudämmen, und seine Bemühungen zur Förderung inländischer Aktieninvestitionen haben zu einem Anstieg der Aktienkurse beigetragen, wodurch sich die Vermögenslage der Verbraucherinnen und Verbraucher verbessert hat. Allerdings bleibt abzuwarten, ob die Maßnahmen Pekings zu einem deutlichen Anstieg des Verbrauchervertrauens und der Konsumausgaben führen werden, was entscheidend sein wird, wenn China den Druck im Außenhandel bewältigen will.

Die Ankündigung von DeepSeek im Januar war jedoch ein symbolischer Hinweis darauf, was die chinesische Regierung richtig gemacht hat. Dies gelingt vielen Schwellenländern nicht (siehe **Abbildung 8**). China konzentrierte sich auf die Bildung, weshalb es jedes Jahr eine große Zahl hochqualifizierter Absolventinnen und Absolventen hervorbringt. Wenn die Regierung unternehmerisches Engagement fördert – und Ingenieure davon überzeugt sind, dass sie von den Früchten ihrer Arbeit profitieren werden –, könnte China an der Spitze der technologischen Innovation stehen.

Insgesamt erwarten wir trotz der Unruhe einen weitgehend positiven Ausblick mit einem Übergang zu einem langsameren und geografisch stärker gestreuten Wachstum im Laufe des nächsten Jahres. Allerdings bestehen in beide Richtungen erhebliche Risiken (siehe **Globale Marktszenarien und -risiken**). Abwärtsrisiken würden sich aus Ängsten ergeben, die, ausgelöst durch politische Unsicherheit, zu einem deutlicheren Rückgang der Einstellungs- und Investitionspläne der Unternehmen führen könnten. Noch beunruhigender ist vielleicht das Risiko einer stärkeren Rückkehr der Inflation (siehe **Alternative Anlagen für alternative Risiken**).

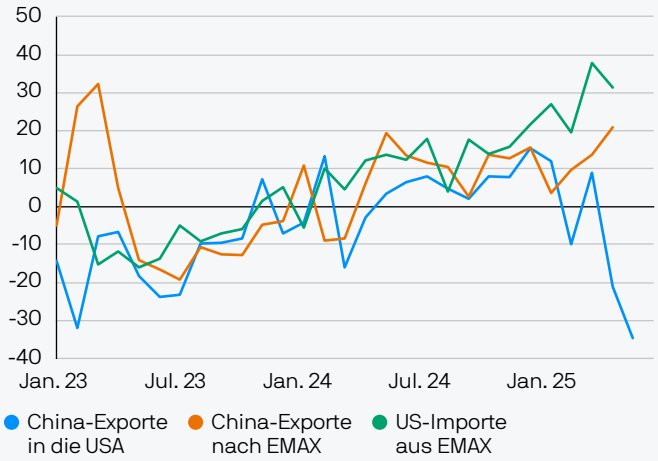
Eine stabile Strategie für den Umgang mit einer unbeständigen Welt ist entscheidend, um sich von den ermüdenden politischen Diskussionen abkoppeln zu können – in der Gewissheit, dass selbst wenn diese zu einer destabilisierenden Kakofonie werden, Strategien zum Kapitalerhalt vorhanden sind.

> **Das Risiko besteht darin, dass Unternehmen und Privathaushalte aufgrund der Unsicherheit über die US-Politik ihre Ausgabenpläne aussetzen und zunächst abwarten.**

Abbildung 7: China scheint seine Exporte über andere Märkte umzuleiten

Chinesische Exporte in EMAX-Länder und US-Importe aus EMAX-Ländern

% Veränderung zum Vorjahr

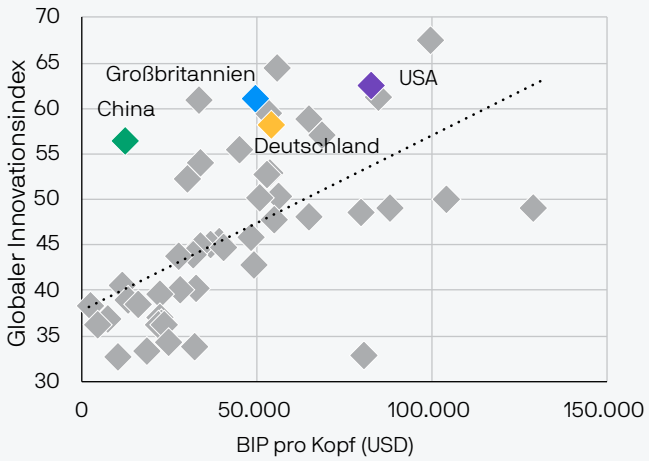


Quelle: China Customs, LSEG Datastream, US Census Bureau, J.P. Morgan Asset Management. EMAX umfasst Brunei, Indien, Indonesien, Laos, Malaysia, die Philippinen, Singapur, Thailand und Vietnam. Stand der Daten: 31. Mai 2025.

Abbildung 8: DeepSeek war eine Demonstration der Innovationskraft Chinas

BIP pro Kopf und globaler Innovationsindex der WIPO für 2024

USD, BIP pro Kopf (x-Achse); Index-Ranking (y-Achse)



Quelle: Weltbank, Weltorganisation für geistiges Eigentum (WIPO), J.P. Morgan Asset Management. Die Index-Rankings stammen aus dem Globalen Innovationsindex der WIPO für 2024: Unlocking the Promise of Social Entrepreneurship (Das Potenzial des sozialen Unternehmertums freisetzen). Stand der Daten: 31. Mai 2025.

Regionale Diversifikation und Dividendenstrategien nutzen

Die erste Hälfte des Jahres 2025 war für Anlegerinnen und Anleger an den Aktienmärkten eine ziemliche Achterbahnfahrt. Diese Volatilität könnte durchaus anhalten, da die Konjunkturprognosen weiterhin zwischen Rezessions- und Inflationsängsten schwanken und die Märkte die Politik zu vernünftigen, einvernehmlichen Entscheidungen drängen. Die richtige Strategie für einen guten Jahresabschluss besteht darin, sich nicht von den Nachrichten beeinflussen zu lassen und regional stärker diversifiziert zu sein als im letzten Zyklus.

Nach dem stärksten Quartal für europäische Aktien seit 2015 im Vergleich zum US-Markt,[1] brachen die globalen Aktienmärkte Anfang April in Folge der Ankündigung von US-Zöllen ein. Diese Negativstimmung war jedoch nur von kurzer Dauer, denn der S&P 500 Index benötigte nur 18 Handelstage, um seine Verluste von Anfang April wieder auszugleichen. Für Anlegerinnen und Anleger, die zu Jahresbeginn über ein gut diversifiziertes Portfolio verfügten, das verschiedene Regionen und Anlagestile abdeckte, war es wahrscheinlich die beste Strategie, nichts zu tun.

Rückblickend wurden im Jahr 2025 bislang drei wichtige Markterwartungen auf die Probe gestellt. Die erste war, dass die Gewinne der Technologieunternehmen trotz einer leichten Abschwächung der Konsensprognosen weiterhin extrem stark bleiben würden. Die zweite war die Annahme, dass sich das Gewinnwachstum über die Mega-Cap-Technologieunternehmen hinaus auf andere Sektoren des US-Marktes ausweiten würde. Die dritte Annahme war, dass diese Ausweitung des Gewinnwachstums auf andere Sektoren die weniger technologieorientierten regionalen Aktienmärkte stützen würde.

Diese Einschätzungen hatten sich vor den Zollankündigungen im April und nach Bekanntwerden neuer Informationen bereits abgezeichnet. Vor allem der Montag des „DeepSeek-Schocks“ im Januar hatte die Führungsrolle der US-Technologiegiganten im Wettlauf um künstliche Intelligenz in Frage gestellt. Das chinesische Start-up DeepSeek gab bekannt, dass es ihm gelungen sei, ein großes Sprachmodell zu entwickeln, das mit einem Bruchteil des Zeit- und Kostenaufwands auskommt, den die US-amerikanische Konkurrenz benötigt. Dies löste eine Abkehr von den Mega-Cap-Technologieunternehmen in den USA aus. Neben einer geringeren Abhängigkeit vom Technologiesektor, die zunehmend vorteilhaft erschien, trug auch die finanzpolitische Kehrtwende Europas zum Optimismus gegenüber der Region bei.

> **Vor allem glauben wir nach wie vor, dass Anlegerinnen und Anleger im Gegensatz zu den letzten 10 bis 15 Jahren mit einer guten regionalen Diversifizierung bessere risikobereinigte Erträge erzielen werden als mit einer Konzentration auf US-Portfolios.**

Die US-Handelspolitik hat die Erwartungen der Märkte weiter auf die Probe gestellt. Nach erheblichen regionalen Unterschieden im ersten Quartal 2025 haben sich die globalen Aktienmärkte seit dem 2. April wieder stärker aneinander angeglichen. Im Zuge der Eskalation sind sie gefallen und nach der Entspannung wieder gestiegen. Die Branchenentwicklungen im April zeigen, wo Anlegerinnen und Anleger nach Sicherheit gesucht haben: Defensive Sektoren wie Basiskonsumgüter und Versorger haben sich im Monatsverlauf besser entwickelt als konjunkturabhängigere Sektoren wie Energie und zyklische Konsumgüter.

Die Gesundheit der Unternehmen bleibt weiterhin eine wichtige Stütze für den Aktienmarkt. Das von uns erwartete langsamere Wirtschaftswachstum ist nicht darauf zurückzuführen, dass sich die Unternehmen zu stark verschuldet haben und nun zurückrudern müssen. Vielmehr spiegelt es wider, dass die Unternehmen angesichts der erhöhten Unsicherheit Vorsichtsmaßnahmen ergreifen, dabei aber von einer relativ soliden Ausgangsposition starten. Dies bedeutet, dass das Gewinnwachstum eher stagnieren als einbrechen dürfte, wobei ein stärkerer Rückgang wahrscheinlich nur dann eintreten würde, wenn die US-Regierung ihre restriktive Politik fortsetzt.

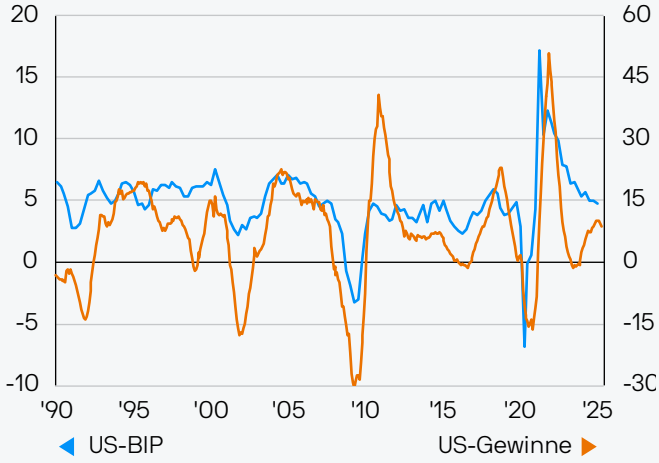
Die Herausforderung für Anlegerinnen und Anleger an den Aktienmärkten besteht darin, dass die Konsensprognosen für die Gewinne trotz einer gewissen Abschwächung seit Jahresbeginn immer noch optimistischer sind als es die makroökonomischen Aussichten vermuten lassen. Die Gewinnprognosen 2025 für die USA sind seit Anfang Januar um fünf Prozentpunkte gesunken, liegen aber immer noch bei 9% gegenüber dem Vorjahr, wobei für 2026 ein weiteres Wachstum von 14% erwartet wird. In Europa lagen die Erwartungen für das Gewinnwachstum 2025 zu Jahresbeginn bei moderaten 8% gegenüber dem Vorjahr und sind seitdem deutlich zurückgegangen (siehe **Abbildungen 9** und **10**).

[1] S&P 500 und MSCI Europe in Landeswährung.

Abbildung 9: Die Unternehmensgewinne im S&P 500 werden sich mit der Konjunktur verlangsamen

Nominales BIP-Wachstum in den USA und Gewinnwachstum im S&P 500

% Veränderung zum Vorjahr

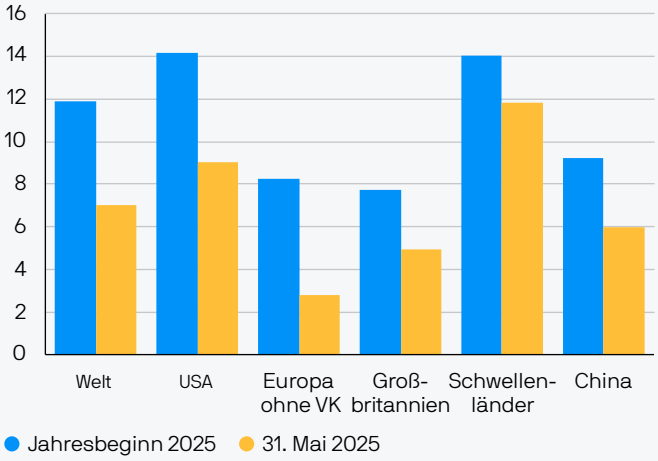


Quelle: BEA, IBES, LSEG Datastream, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. US-Gewinne sind die von IBES veröffentlichten Gewinne je Aktie des S&P 500 für die letzten 12 Monate. Stand der Daten: 31. Mai 2025.

Abbildung 10: Die Konsensprognosen für Gewinne erscheinen weiterhin zu optimistisch

Konsensschätzungen für das Gewinnwachstum 2025 je Aktie weltweit

% Veränderung zum Vorjahr



Quelle: FTSE, IBES, LSEG Datastream, MSCI, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Für die Welt, Europa ohne Großbritannien, die Schwellenländer und China werden MSCI-Indizes verwendet. Für Großbritannien der FTSE All-Share und die USA der S&P 500. Stand der Daten: 31. Mai 2025.

Die Möglichkeit der Unternehmen, höhere Inputkosten an Verbraucherinnen und Verbraucher weiterzureichen, ist von entscheidender Bedeutung, aber leider nur schwer vorhersehbar. Im Jahr 2019 gingen die Margen in den USA zwar um etwa einen halben Prozentpunkt zurück, allerdings war der Handelsschock damals weitaus geringer als heute. Selbst wenn es den Unternehmen diesmal gelingen sollte, ihre Preissetzungsmacht aufrechtzuerhalten, gehen wir davon aus, dass höhere Verbraucherpreise mit der Zeit zu einer schwächeren Nachfrage führen würden. Dies würde wiederum die Gewinne der Unternehmen belasten, selbst wenn die Margen auf einem stabilen Niveau bleiben. Die Geschäftszahlen für das erste Quartal gaben kaum Aufschluss darüber, wie Unternehmen mit höheren Inputkosten umgehen würden. Viele Unternehmen gaben entweder mehrere Prognosen für verschiedene Szenarien ab oder zogen es vor, ihre Prognosen ganz zurückzuziehen.

Die Unsicherheit bezüglich der künftigen Steuerpolitik dürfte ein weiterer Faktor gewesen sein, der die Unternehmen davon abgehalten hat, konkrete Prognosen abzugeben. Als Präsident Trump im Dezember 2017 das Steuerreformgesetz „Tax Cuts and Jobs Act" verabschiedete, führte die Senkung der Körperschaftssteuer zu einem Anstieg der Gewinnerwartungen um 10 Prozentpunkte innerhalb von nur drei Monaten. Während an der genauen Ausgestaltung des diesjährigen Steuergesetzes noch gearbeitet wird, sollen die Steuersenkungen für 2025 deutlich stärker auf Verbraucherinnen und Verbraucher als auf Unternehmen ausgerichtet sein, sodass sie wahrscheinlich keine so weitreichenden Auswirkungen haben werden. Anlegerinnen und Anleger an den Aktienmärkten müssen auch die Auswirkungen der neuen konjunkturpolitischen Impulse sowie die Auswirkungen höherer Anleiherenditen auf die Bewertungskennzahlen gegeneinander abwägen.

Die Gewinnentwicklung der Mega-Cap-Technologieunternehmen ist ein weiterer wichtiger Faktor für die Gesamtgewinnprognose (siehe **Abbildung 11**). Eine Erklärung für die nach wie vor hohen Gewinnerwartungen für die USA trotz zunehmender makroökonomischer Gegenwinde besteht darin, dass die Mega-Caps von der Konjunkturschwäche verschont bleiben werden. Es könnte durchaus sein, dass CEOs neue Fähigkeiten im Bereich der künstlichen Intelligenz als so entscheidend erachten, dass die Investitionen in Technologie trotz des schwächeren Wachstums weiterhin stabil bleiben. In einem derart unsicheren makroökonomischen Umfeld, für das es keine historischen Präzedenzfälle gibt, erscheint diese Annahme jedoch gewagt (siehe **Abbildung 12**). Handelsbeschränkungen, die den Transfer kritischer Technologien weltweit einschränken, sind ein weiterer Faktor, der bei der Beurteilung der Gewinnaussichten im Technologiesektor über die Höhe der geltenden Zölle hinaus zu berücksichtigen ist.

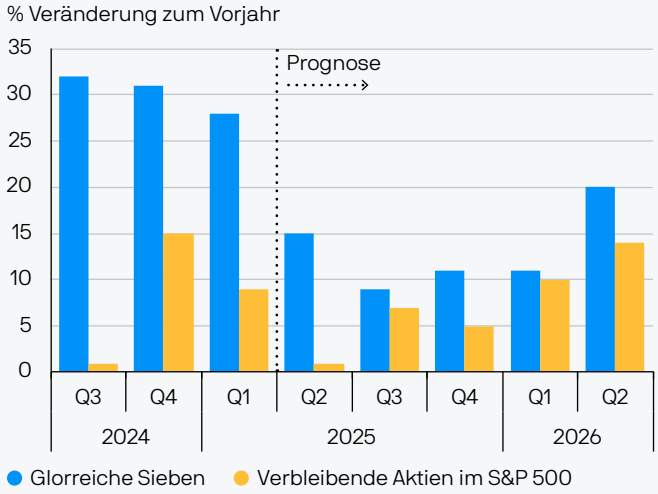
Bewertungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Erträge in einem kurzfristigen Zeithorizont, aber wenn die Gewinnerwartungen zurückgehen, stellen wir fest, dass die Bewertungen in vielen Märkten derzeit weiterhin hoch sind. Dies deutet darauf hin, dass wenig Spielraum besteht, um etwaige Gewinnausfälle aufzufangen. In den USA betraf die diesjährige Herabstufung vor allem die Mega-Caps: Die Bewertung der zehn größten Aktien im S&P 500 fiel vom 30-Fachen der erwarteten Gewinne zu Jahresbeginn auf das 27-Fache Ende Mai. Im Gegensatz dazu ist die Bewertung der übrigen 490 Aktien mit dem 20-Fachen der erwarteten Gewinne im Wesentlichen unverändert geblieben (siehe **Abbildung 13**).

Die Bewertungen außerhalb der USA sind im Vergleich zum S&P 500 sicherlich angemessener – aber im Vergleich zu ihrer eigenen Geschichte lassen auch sie auf einen relativ hohen Grad an Optimismus schließen (siehe **Abbildung 14**). In Europa liegen die Aktienbewertungen mit dem 16-Fachen der erwarteten Gewinne leicht über ihrem langfristigen Durchschnitt und sind höher als zu Beginn des Jahres 2025. Auch die Bewertungen in China haben sich gegenüber dem Jahresbeginn trotz der weiterhin schwachen Wachstumsaussichten verbessert.

Was sollten Anlegerinnen und Anleger angesichts der unbeständigen Lage also tun? Vor allem glauben wir nach wie vor, dass im Gegensatz zu den letzten 10 bis 15 Jahren mit einer guten regionalen Diversifizierung bessere risikobereinigte Erträge erzielt werden kann als mit einer Konzentration auf US-Portfolios (wie wir in unserem Ausblick für 2025 dargelegt haben). Die Verlagerung vom US-Aktienmarkt hin zu anderen Industrieländern verlief schneller als von uns erwartet, aber wir sehen noch Spielraum für eine Fortsetzung dieser Verlagerung. Das bedeutet, dass Anlegerinnen und Anleger von einer Neugewichtung ihrer globalen Aktienportfolios profitieren können, die noch immer eine deutliche Übergewichtung in US-Aktien aufweisen.

Abbildung 11: Es wird weiterhin davon ausgegangen, dass US-Mega-Caps höhere Gewinne erzielen werden als der Rest des US-Marktes

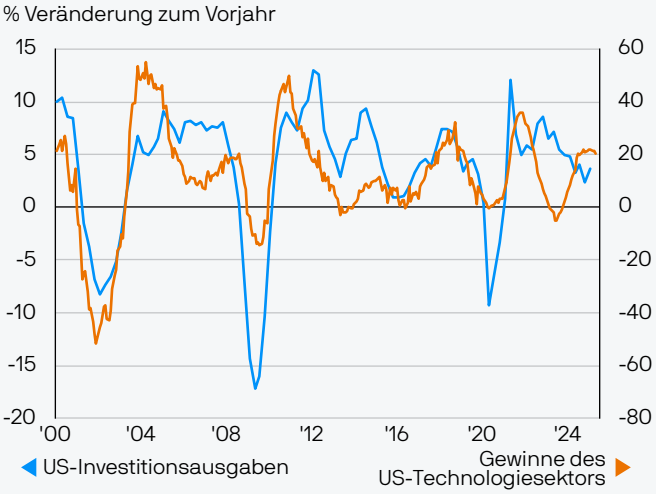
Gewinnwachstum im S&P 500



Quelle: FactSet, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Die Gewinnwachstumsprognosen basieren auf Konsensdaten von FactSet. Stand der Daten: 31. Mai 2025.

Abbildung 12: Das Risiko für den Technologiesektor besteht in einer erheblichen Kürzung der Unternehmensinvestitionen

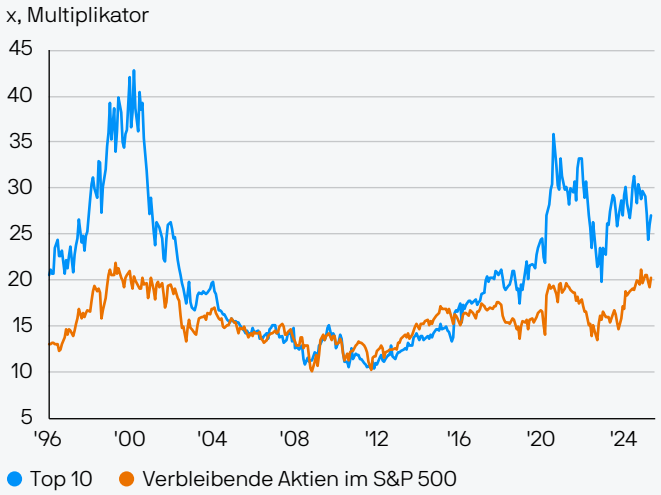
US-Investitionsausgaben im Nichtwohnungsbau und Gewinnwachstum im US-Technologiesektor



Quelle: BEA, LSEG Datastream, MSCI, J.P. Morgan Asset Management. Der Investitionsfluss sind private Anlageinvestitionen außerhalb des Wohnungsbaus und die Gewinne des Technologiesektors sind die Gewinne je Aktie der letzten zwölf Monate im MSCI USA Technology. Stand der Daten: 31. Mai 2025.

Abbildung 13: Der Bewertungsrückgang in den USA betrifft in erster Linie Mega-Caps

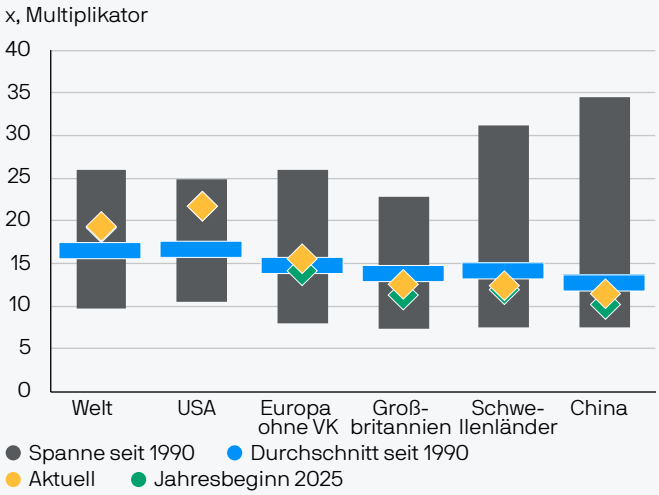
Forward-KGV der Top 10 im S&P 500 ggü. den anderen Titeln



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. Stand der Daten: 31. Mai 2025.

Abbildung 14: Außerhalb der USA sind die Bewertungen seit Jahresbeginn gestiegen

Globale Forward-KGV



Quelle: FTSE, IBES, LSEG Datastream, MSCI, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Für die Welt, Europa ohne Großbritannien, die Schwellenländer und China werden MSCI-Indizes verwendet. Für Großbritannien der FTSE All-Share und die USA der S&P 500. Die Gewinndaten basieren auf 12-Monats-Prognosen. Stand der Daten: 31. Mai 2025.

> **Bewertungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Erträge in einem kurzfristigen Zeithorizont, aber wenn die Gewinnerwartungen zurückgehen, stellen wir fest, dass die Bewertungen in vielen Märkten derzeit weiterhin hoch sind.**

Auf regionaler Ebene ist unsere Zuversicht bezüglich der europäischen Märkte, einschließlich Großbritannien, weiterhin stärker als unsere Zuversicht im Hinblick auf Japan. Wir gehen davon aus, dass in mehreren Makro-Szenarien mit einem stärkeren Yen zu rechnen ist, was die Rückführung von Gewinnen aus dem Ausland belasten und somit Gegenwind für den relativ international ausgerichteten japanischen Aktienmarkt bedeuten würde. Gleichzeitig scheinen viele Anlegerinnen und Anleger die positiven Wachstumseffekte, die wir von der finanzpolitischen Kehrtwende in Europa erwarten, nur zögerlich zu würdigen, was sich in den nach wie vor hohen Bewertungsabschlägen vieler europäischer Sektoren gegenüber ihren US-Pendants zeigt (siehe **Abbildung 15**).

Der Ausblick für die Schwellenländer (EM) im Verhältnis zu den Industrieländern scheint weniger deutlich. Wie wir im Abschnitt **Achten Sie auf Währungsrisiken** darlegen, dürfte ein schwächerer US-Dollar den Schwellenländern mittelfristig Rückenwind verschaffen, doch die schleppenden makroökonomischen Aussichten in China dämpfen unseren Optimismus. Das wohl stärkste Argument für Anlagen in Schwellenländern liegt in der Notwendigkeit, das globale Technologiesegment zu diversifizieren, da weitere „DeepSeek-Schocks" nicht ausgeschlossen werden können und die Tech-Innovation in Asien weiterhin rasant voranschreitet.

Ertragsorientierte Strategien dürften sich ebenfalls als relativ defensiv erweisen. Bei einem Gewinnrückgang sinkt das Dividendenwachstum in der Regel um etwa die Hälfte des Gewinnrückgangs, was dazu beiträgt, den Gesamtertrag vor Aktienkursverlusten abzufedern (siehe **Abbildung 16**). Angesichts niedriger Ausschüttungsquoten und rückläufiger Investitionen der Unternehmen könnten Anlegerinnen und Anleger in einem aktuellen Konjunkturabschwung sogar eine noch größere Widerstandsfähigkeit der Dividenden erwarten als in der Vergangenheit.

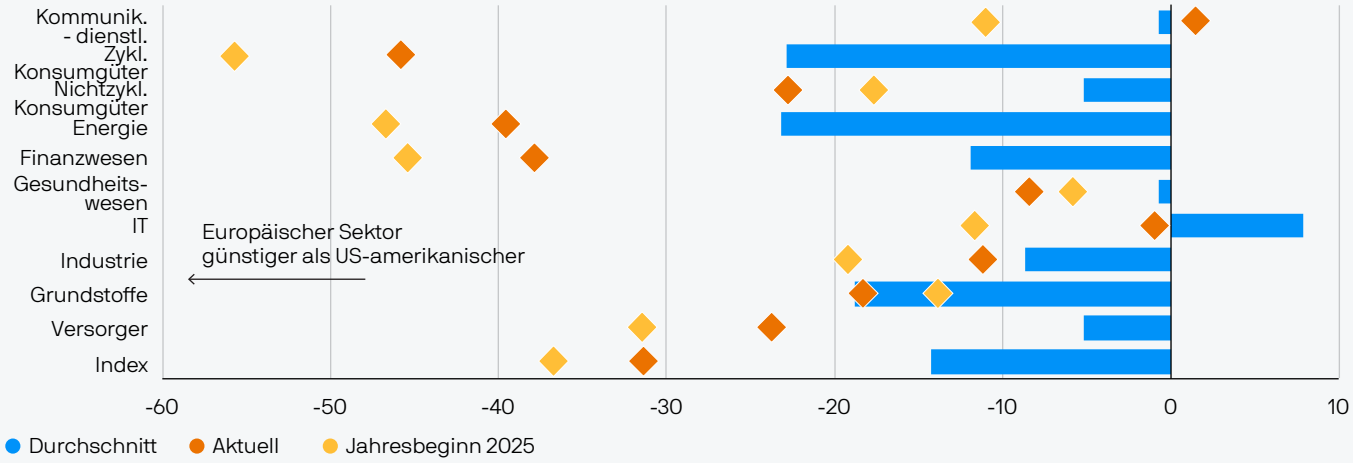
Insgesamt dürfte die Achterbahnfahrt, die die globalen Aktienmärkte in den ersten fünf Monaten des Jahres erlebt haben, in naher Zukunft noch nicht vorbei sein, nicht zuletzt weil die Märkte weiterhin eine entscheidende Rolle dabei spielen werden, vernünftigere und einvernehmlichere Lösungen von der Politik zu fordern. Die robuste Verfassung der Unternehmen bietet zwar einen gewissen Schutz vor großen Abwärtsrisiken, doch angesichts der sich abkühlenden Konjunktur dürften sich die Gewinnerwartungen weiter abschwächen.

Für Anlegerinnen und Anleger muss es daher oberste Priorität sein, eine ausreichende regionale Diversifizierung ihrer Portfolios sicherzustellen, wobei ertragsorientierte Strategien als zusätzliches Instrument zum Schutz vor weiteren Marktschwankungen dienen können.

Abbildung 15: Viele europäische Sektoren werden immer noch mit einem ungewöhnlich hohen Abschlag gegenüber ihren US-Pendants gehandelt

Relative Bewertung des MSCI Europe gegenüber den USA

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

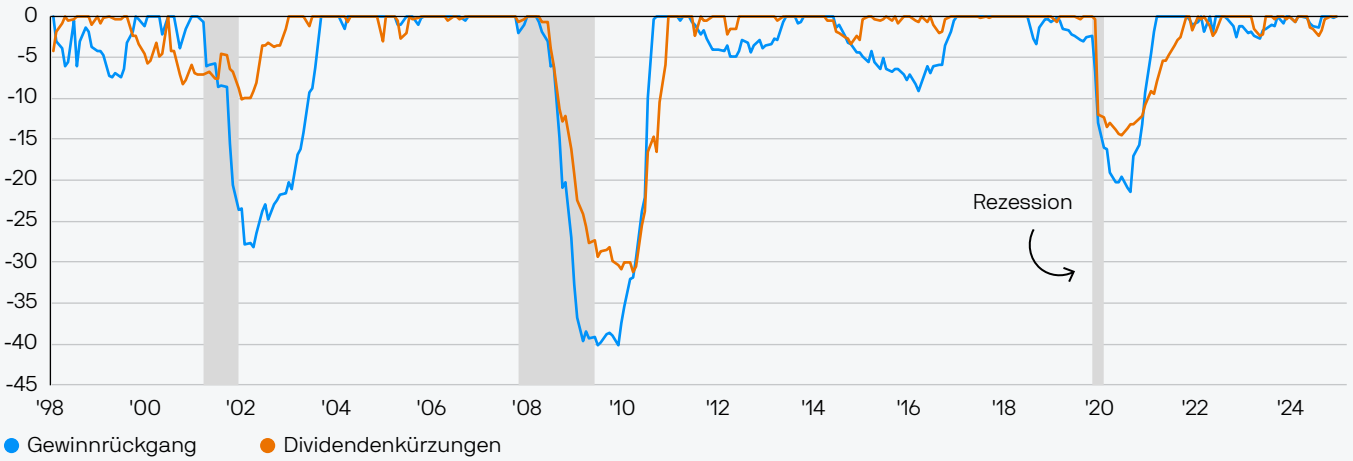


Quelle: LSEG Datastream, MSCI, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Das Diagramm zeigt den aktuellen prozentualen Abschlag des Forward-KGV für die nächsten 12 Monate des Index oder Sektors gegenüber dem Äquivalent des S&P 500 sowie den Durchschnitt seit 1995. Der Durchschnitt für Kommunikationsdienstleistungen wurde aufgrund von Änderungen in der Zusammensetzung des Sektors mit den Daten von 1995 bis einschließlich 2000 und von 2005 bis zur Gegenwart berechnet. Stand der Daten: 31. Mai 2025.

Abbildung 16: Dividenden halten sich in der Regel deutlich besser als Gewinne

Schwächephasen von Gewinnen und Dividenden im MSCI World

%, Rückgang gegenüber dem rollierenden Zweijahreshoch



Quelle: IBES, LSEG Datastream, MSCI, J.P. Morgan Asset Management. Die Gewinne und Dividenden je Aktie beziehen sich jeweils auf die letzten 12 Monate. Eine Rezession wird anhand der Daten des US National Bureau of Economic Research (NBER) zum Geschäftszyklus definiert. Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Stand der Daten: 31. Mai 2025.

Anleihen sind für stürmische Zeiten, nicht für jede Wetterlage

Die Märkte für Staatsanleihen schwanken seit mehreren Quartalen zwischen wechselnden Interpretationen. Als Rezessionsängste in den Vordergrund traten, sanken die Anleiherenditen, da die Anlegerinnen und Anleger mit einer aggressiveren Lockerung der Geldpolitik durch die Zentralbanken rechneten. Als sich der Fokus des Marktes jedoch von den Abwärtsrisiken für das Wachstum auf die Aufwärtsrisiken für die Inflation verlagerte – möglicherweise aufgrund der finanzpolitischen Großzügigkeit –, kehrte sich die Entwicklung der Anleiherenditen um. Das Nettoergebnis dieser gegenläufigen Faktoren war, dass die Renditen von Staatsanleihen in den letzten zwei Jahren in den USA und Großbritannien in einer Spanne von 3,5% bis 5% und in der Eurozone zwischen 2% und 3% schwankten (siehe **Abbildung 17**). Dies ist eine höhere Volatilität als wir es vielleicht von unseren erstklassigen „risikofreien" Anlagen erwarten würden.

Mit Blick auf die Zukunft rechnen wir damit, dass ein Teil dieser Volatilität anhalten wird, sind jedoch weiterhin der Meinung, dass Kernanleihen aufgrund ihrer regelmäßigen Erträge und ihres Schutzes vor Kursverlusten ihren Platz im Portfolio behalten sollten.

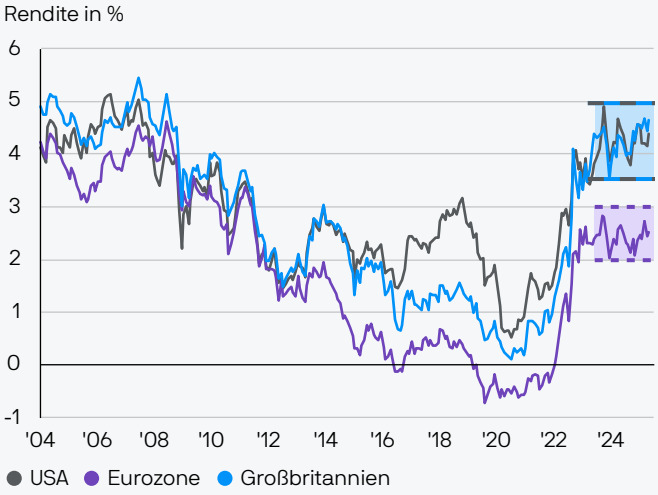
Zum Zeitpunkt der Drucklegung bewegen sich die Anleiherenditen am oberen Ende der Spanne von 3,5% bis 5%, da sich die Märkte auf das im Kongress diskutierte Konjunkturpaket und die etwas besorgniserregenden Aussichten für die Entwicklung der US-Staatsverschuldung konzentrieren. Ob Kundinnen und Kunden in einer Welt, in der sich die Regierungen offenbar nicht um die Verschuldung kümmern, Anleihen kaufen sollten, ist eine entscheidende Frage, die uns häufig gestellt wird.

Sie ist aber auch allzu verständlich. In seiner aktuellen Form wird das US-Finanzgesetz voraussichtlich zu einer zusätzlichen Belastung von rund 2,4 Billionen US-Dollar führen, die zu den bereits beträchtlichen 21 Billionen US-Dollar hinzukommen, die in den nächsten zehn Jahren voraussichtlich aufgenommen werden. Um noch höhere Kosten zu vermeiden, sieht das Gesetz nach hinten verschobene Ausgabenkürzungen vor und stuft viele der Steuersenkungen als vorübergehend ein. Die Erfahrungen mit dem „Tax Cuts and Jobs Act" von 2017 lassen Zweifel daran aufkommen, ob diese vorübergehenden Steuersenkungen später wirklich auslaufen werden. Zudem stellt sich die Frage, ob Ausgabenkürzungen in Bereichen wie der Gesundheitsfürsorge, die für die kommenden Jahre vorgesehen sind, politisch durchsetzbar sind.

Wir sind jedoch skeptisch, ob die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen nachhaltig über 5% steigen können, ohne dass es zu erheblichen makroökonomischen Turbulenzen kommt. Da die US-Hypothekenzinsen bereits nahe ihrem höchsten Stand seit 2002 liegen, würden deutlich höhere Renditen unserer Einschätzung nach zu einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen führen, was langfristig wiederum die Konjunktur bremsen würde (siehe **Abbildung 18**). Höhere Renditen könnten auch einen starken Rückgang der Aktienkurse auslösen, und angesichts der engen Verbindung zwischen dem Niveau des S&P 500 und dem Verbrauchervertrauen könnte das Wirtschaftswachstum durch schwächere Konsumausgaben einen weiteren Dämpfer erhalten.

Abbildung 17: Die Renditen westlicher Staatsanleihen bewegen sich seit zwei Jahren in einer bestimmten Bandbreite

Nominale Renditen 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Stand der Daten: 31. Mai 2025.

Abbildung 18: Die Übertragung auf die Hypothekenzinsen und die Auswirkungen auf die Wirtschaft dürften die Anleiherenditen begrenzen

30-jähriger fester Hypothekenzins in den USA

Quelle: LSEG Datastream, Mortgage Bankers Association of America, J.P. Morgan Asset Management. Stand der Daten: 31. Mai 2025.

Auch wenn dabei ein leichtes Unbehagen mitschwingt, würden wir daher mehr in längere Laufzeiten investieren, wenn sich die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen 5% nähern.

Trotz der aktuellen Volatilität sollten wir nicht aus den Augen verlieren, dass Anleihen uns Schutz vor Verlusten bieten, sollte sich die Aufmerksamkeit wieder auf das Rezessionsrisiko verlagern. Sich abschwächende Arbeitsmärkte wären der wahrscheinlichste Auslöser für deutlich niedrigere Renditen. Das hartnäckige Lohnwachstum in vielen Industrieländern war und ist ein wichtiger Treiber für die anhaltende Inflation im Dienstleistungssektor seit dem Ende der Pandemie. Damit die Zentralbanken mehr Vertrauen in die Überkompensation der Aufwärtsrisiken für die Inflation durch die schwächere Nachfrage haben, dürfte ein deutlicher Anstieg der Arbeitslosigkeit erforderlich sein.

Sollte dieses negative Wachstumsszenario eintreten, ist es wichtig zu berücksichtigen, dass die Federal Reserve (und andere) Spielraum für aggressivere Zinssenkungen haben als vom Markt eingepreist. Selbst wenn die Renditen längerfristiger Anleihen weniger stark fallen als in früheren Zinssenkungszyklen, dürften sie in diesem Szenario auf Basis des Gesamtertrags immer noch besser abschneiden als ihre kurzfristigeren Pendants. Die Fähigkeit von Anleihen, gegenüber einem Wachstumsschock zu diversifizieren, ist daher uneingeschränkt gegeben. Dies bleibt eine ihrer attraktivsten Eigenschaften in einem Multi-Asset-Kontext (siehe **Abbildung 19**).

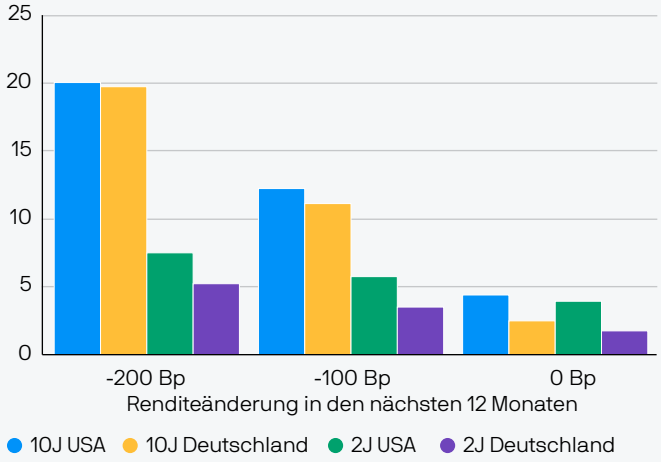
Wir sehen zwar Gründe, warum eine längere Laufzeit attraktiv sein könnte, wenn sich die Rendite 10-jähriger US-Anleihen 5% nähert, glauben jedoch, dass es eine Untergrenze für Renditen geben sollte, unterhalb derer Anleihen ihre Attraktivität verlieren. Eine volatilere Inflation in einer Welt der Deglobalisierung, eine aktivere Finanzpolitik und Veränderungen in der Struktur der Anleihenmärkte sind allesamt Gründe, warum unserer Ansicht nach die Laufzeitprämie – die zusätzliche Vergütung, die Anlegerinnen und Anleger für das Risiko des Haltens längerfristiger Anleihen verlangen – deutlich höher sein sollte als in den letzten zehn Jahren (siehe **Abbildung 20**). Angesichts der Tatsache, dass die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen nicht mehr zuverlässig negativ ist, stellt sich auch die Frage nach der Attraktivität von Staatsanleihen als sichere Anlagen.

Zwar ist es unwahrscheinlich, dass sich Staatsanleihen in anderen Regionen der Welt vollständig von US-Staatsanleihen abkoppeln werden, doch gibt es unserer Meinung nach Anleihenmärkte außerhalb der USA, an denen die Volatilität im kommenden Jahr geringer ausfallen dürfte. Britische Staatsanleihen sind angesichts des relativ schwachen Wachstums und der durch ihre eigenen Haushaltsregeln stark eingeschränkten Handlungsfähigkeit der britischen Regierung wohl am besten positioniert. Deutlich zurückhaltender sind wir bei den Aussichten für japanische Anleihen. Ein anhaltender Anstieg der Löhne hat dort die Inflation über das Zielniveau getrieben, während die Märkte eine Straffung der Geldpolitik noch immer kaum einpreisen.

Abbildung 19: Staatsanleihen bieten weiterhin Diversifizierungsvorteile gegenüber einem Wachstumsschock

Ertragsszenarien von Staatsanleihen

%, Gesamtertrag über 12 Monate

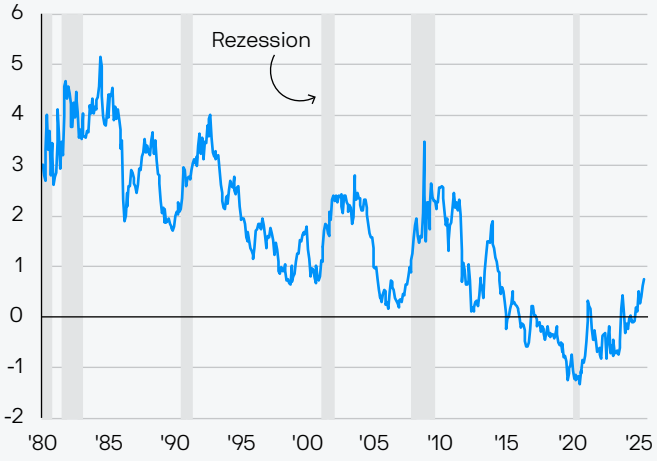


Quelle: LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Das Diagramm zeigt den rechnerischen Gesamtertrag, der sich aus dem Ankauf der genannten Staatsanleihe zur aktuellen Rendite und einem Verkauf in zwölf Monaten bei verschiedenen Renditeentwicklungen ergibt. Nur zur Veranschaulichung. Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Stand der Daten: 31. Mai 2025.

Abbildung 20: Die Laufzeitprämie ist auf ein normaleres Niveau gestiegen

Laufzeitprämie zehnjähriger US-Staatsanleihen

In %



Quelle: Federal Reserve Bank of New York, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Die Laufzeitprämie ist die zusätzliche Vergütung, die Anlegerinnen und Anleger dafür verlangen, dass sie Staatsanleihen mit längerer Laufzeit statt mehrere Staatsanleihen mit kürzeren Laufzeiten in fortlaufender Serie halten. Das Diagramm zeigt die ACM-Laufzeitprämie der Federal Reserve Bank of New York. Eine Rezession wird anhand der Daten des US National Bureau of Economic Research (NBER) zum Geschäftszyklus definiert. Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Stand der Daten: 31. Mai 2025.

Die Staatsanleihen der Eurozone liegen in der Mitte dieses Spektrums, wobei die Inflation der Europäischen Zentralbank weit weniger Kopfzerbrechen bereitet, aber das Anleihenangebot wahrscheinlich zunehmen wird, um neue Staatsausgaben zu finanzieren. Für europäische Anlegerinnen und Anleger dürfte die Entscheidung zwischen US-Staatsanleihen und Euro-Staatsanleihen eher von den Währungsabsicherungsüberlegungen beeinflusst werden, die wir im Abschnitt zum US-Dollar erläutert haben.

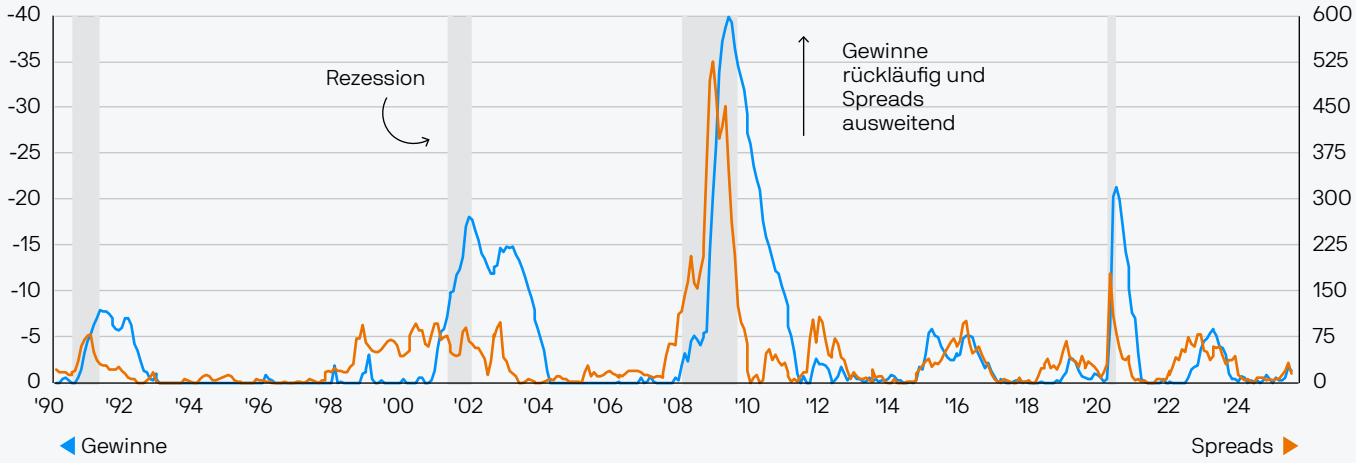
Unter der Annahme, dass die Renditen innerhalb einer bestimmten Spanne bleiben, dürften regelmäßige Erträge die wichtigste Einkommensquelle aus Anleihen sein. Dies macht die zusätzlichen Renditen von erstklassigen Anleihen attraktiv, zumal Ausfälle und Spreads wahrscheinlich begrenzt bleiben dürften, sofern sich die Unternehmensgewinne weiterhin stabil entwickeln (siehe **Abbildung 21**). Nach Bereinigung um Änderungen der Indexqualität sind die Spreads sowohl bei Hochzinsanleihen als auch bei Investment-Grade-Unternehmensanleihen in den USA und Europa gleichermaßen eng. Angesichts der knappen Bewertungen und der ausgewogenen makroökonomischen Risiken liegt unser Fokus auf hochwertigen Anleihen.

> **Während dieser Volatilität sollten wir nicht aus den Augen verlieren, dass Anleihen uns Schutz vor Verlusten bieten, sollte sich die Aufmerksamkeit wieder auf das Rezessionsrisiko verlagern.**

Abbildung 21: Die Spreads erstklassiger Anleihen dürften gestützt werden, sofern die Erträge stabil bleiben

US-Unternehmensgewinne und Spreads von Investment-Grade-Anleihen

Rückgang vom Höchstwert in % (links, invertiert); Basispunkte, Differenz zu den Zwei-Jahres-Tights (rechts)



Quelle: Bloomberg, IBES, LSEG Datastream, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Die Gewinne sind die 12-Monats-Gewinnprognosen des S&P 500, die Spreads sind die optionsbereinigten Spreads von Bloomberg US Aggregate - Corporate. Eine Rezession wird anhand der Daten des US National Bureau of Economic Research (NBER) zum Geschäftszyklus definiert. Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung.
Stand der Daten: 31. Mai 2025.

Alternative Anlagen für alternative Risiken

Widersprüchliche makroökonomische Signale hinsichtlich einer Wachstumsverlangsamung und anhaltender Inflation haben die Marktvolatilität im Jahr 2025 befeuert. Veränderungen in der Zoll- und Finanzpolitik haben diese Unsicherheit noch verstärkt. Infolgedessen ist die traditionelle Beziehung zwischen Aktien und Anleihen weniger verlässlich geworden, was die Notwendigkeit alternativer Quellen für die Portfoliodiversifizierung verstärkt.

Ein erneuter Inflationsanstieg ist ein Risiko, das besondere Aufmerksamkeit verdient. Steigende Zölle und Handelsbarrieren stellen einen klassischen negativen Angebotsschock dar. Gleichzeitig schlägt die Finanzpolitik einen expansiveren Kurs ein. Der Haushaltsentwurf der Republikaner sieht vorgezogene Konjunkturmaßnahmen vor, wobei kurzfristige Steuersenkungen durch Ausgabenkürzungen ausgeglichen werden, die größtenteils über das Ende der zweiten Amtszeit von Präsident Trump hinaus verschoben werden. Die potenzielle Wechselwirkung zwischen Angebotsengpässen und erneuten finanziellen Impulsen weist unangenehme Parallelen zum Inflationsanstieg nach der Pandemie auf.

Dies wirft eine wichtige Frage auf: Was haben wir aus dem Inflationsschock von 2022 gelernt, und wie sollten sich Anlegerinnen und Anleger gegen dieses Tail-Risiko absichern?

Die erste Lektion, die sich für Anlegerinnen und Anleger besonders unangenehm darstellte, war, dass weder Aktien noch Anleihen gut auf Inflation reagieren und Inflationsschocks daher die traditionelle Diversifizierung untergraben. Anlegerinnen und Anlegern blieben 2022 nur wenige wirksame Absicherungen in liquiden traditionellen Anlageklassen (siehe **Abbildung 22**).

> **Die besten Zufluchtsorte während des Inflationsschocks 2022 waren oftmals Kern-Sachwerte wie Infrastruktur, Transportwesen und Waldflächen.**

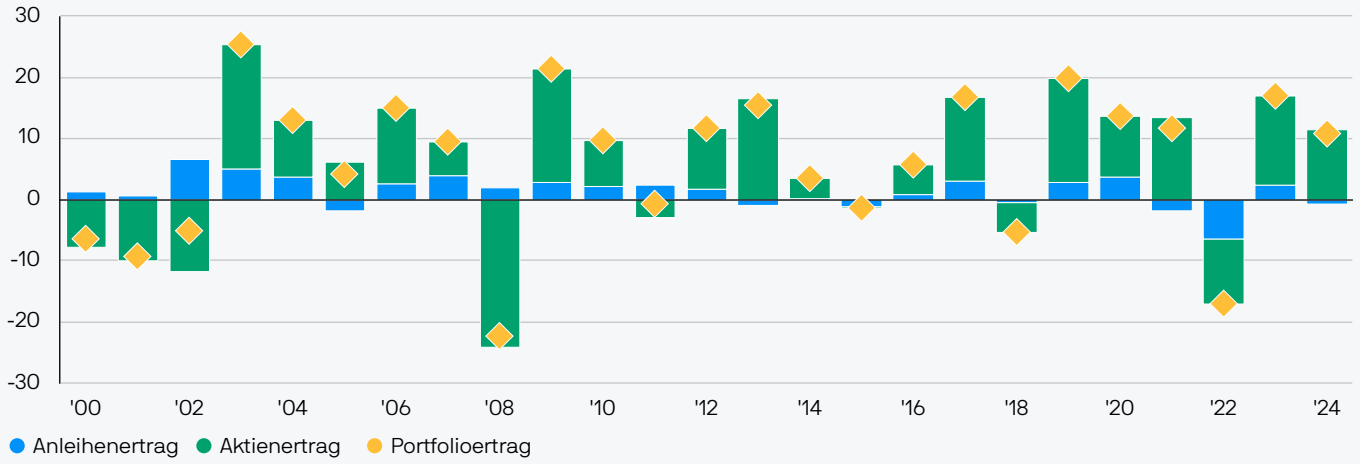
Unsere zweite Lektion war, dass viele der besten Zufluchtsorte im Falle einer Inflation in Kern-Sachwerten wie Infrastruktur, Transportwesen und Waldflächen zu finden waren (siehe **Abbildung 23**). Kern-Sachwerte zeichnen sich durch ihre Fähigkeit aus, stabile, einkommensorientierte Erträge zu erzielen, die durch langfristige Verträge, regulatorische Rahmenbedingungen und/oder die Erbringung wesentlicher Dienstleistungen abgesichert sind. Ihre geringe Anfälligkeit gegenüber Konjunkturzyklen und ihre explizite oder implizite Inflationsbindung machen sie in Inflationsphasen besonders widerstandsfähig.

Im Bereich der Kerninfrastruktur profitieren beispielsweise regulierte Versorgungsunternehmen und langfristige Lieferverträge für erneuerbare Energien von inflationsgebundenen Einnahmen, Mechanismen zur Kostenweitergabe und oft einer regulierten Eigenkapitalrendite, die mit der Inflation steigt. Im Gegensatz dazu fehlen bei förderfreien Anlagen oder Greenfield-Projekten – die bei eher opportunistischen Strategien üblich sind – vertraglich vereinbarte Einnahmen. Zudem sind diese mit Bau- oder Marktrisiken verbunden, wodurch ihr Inflationsschutz weniger zuverlässig ist.

Abbildung 22: Der Inflationsschock von 2022 führte zu einem starken Rückgang sowohl der Aktien- als auch der Anleihekurse

Jährliche Erträge eines Aktien-Anleihe-Portfolio von 60:40

%, Gesamtertrag in USD

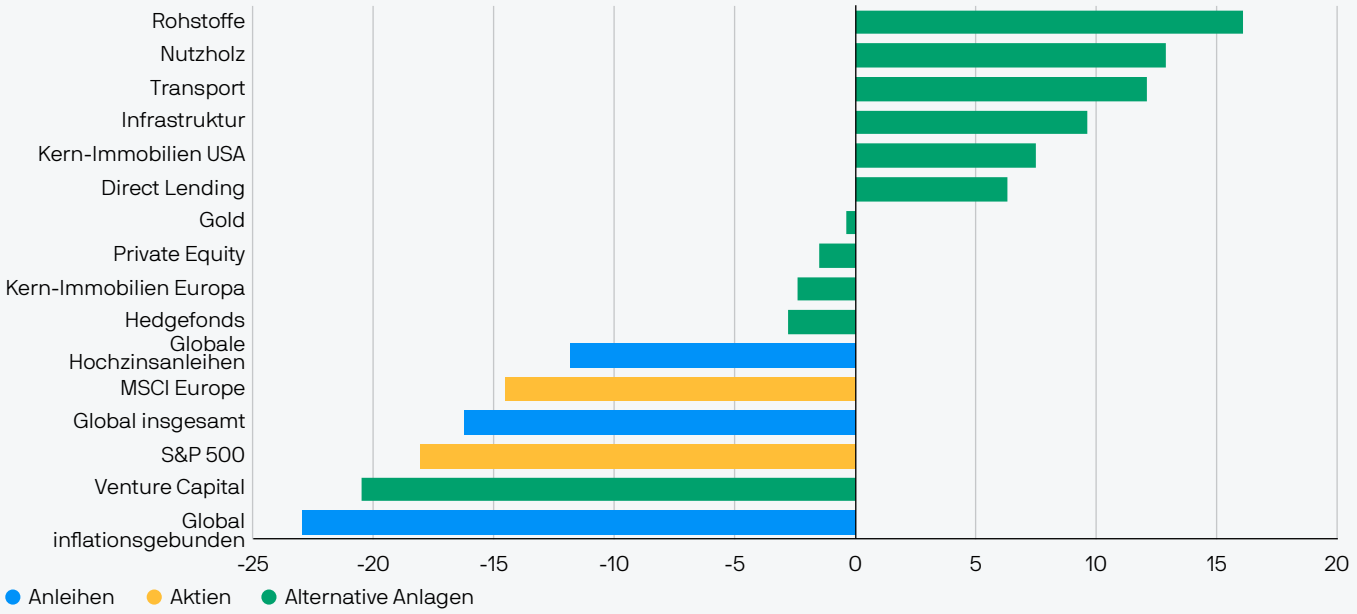


Quelle: Bloomberg, LSEG Datastream, MSCI, J.P. Morgan Asset Management. Aktienerträge werden mit dem MSCI World Index und Anleihenerträge mit dem Bloomberg Global Aggregate Index berechnet. Alle Erträge sind in USD ausgewiesen. Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Stand der Daten: 31. Mai 2025.

Abbildung 23: Alternativen haben die Volatilität des Jahres 2022 weitaus besser überstanden als Aktien oder Anleihen

Ausgewählte Erträge öffentlicher und privater Märkte im Jahr 2022

%, Gesamtertrag in USD



Quelle: Bloomberg, Burgiss, Cliffwater, FactSet, HRFI, ICE BofA, LSEG Datastream, MSCI, NCREIF, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Global insgesamt: Bloomberg Global Aggregate; Global inflationsgebunden: Bloomberg Global Inflation-Linked; Globale HY-Anleihen: ICE BofA Global High Yield; Hedgefonds: HRFI Fund Weighted Composite; Core-Immobilien USA: NCREIF Property Index – Open End Diversified Core Equity; Core-Immobilien Europa: MSCI Global Property Fund Index – Continental Europe; Direct Lending: Cliffwater Direct Lending Index; Infrastruktur: MSCI Global Quarterly Infrastructure Asset Index (gleichgewichteter Mix); Nutzholz: NCREIF Timberland Total Return Index. Private Equity und Venture Capital sind zeitgewichtete Erträge von Burgiss. Transport: Erträge werden von einem J.P. Morgan Asset Management Index abgeleitet. Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Stand der Daten: 31. Mai 2025.

Im Transportwesen umfassen Kernstrategien in der Regel Schiffe oder Flugzeuge, die im Rahmen langfristiger Zeitcharterverträge an Investment-Grade-Gegenparteien vermietet werden und vorhersehbare, oft inflationsbereinigte Cashflows generieren. Durch diese Vereinbarungen werden das operative Risiko und das Marktrisiko auf den Mieter verlagert, wodurch das Risiko der Anlegerinnen und Anleger gegenüber der Volatilität der Spotmärkte reduziert wird. Im Gegensatz dazu können Nicht-Kernstrategien Schiffe umfassen, die im Rahmen von Kurzzeit- oder Spot-Charterverträgen betrieben werden, wobei die Einnahmen mit den Frachtraten, die stark von den Handelszyklen abhängig sind, schwanken.

Waldflächen können ebenfalls einen starken Inflationsschutz bieten, da die Preise für Nutzholz und Land in der Vergangenheit mit der Inflation gestiegen sind. Anlageverwalter können die Holzernte in Zeiten schwächerer Märkte aufschieben und verkaufen, wenn die Preise besser sind. Während die Bäume weiter wachsen, steigt das Volumen des erntefähigen Nutzholzes und bietet so eine sich natürlich vermehrende Ertragsquelle.

Für Anlegerinnen und Anleger ohne Zugang zu Kern-Sachwerten kann Gold als teilweiser Ersatz dienen. Während Gold trotz hoher Inflation in den Jahren 2021 bis 2022 hinter den Erwartungen zurückblieb, unterstreicht die zuletzt verzeichnete Erholung dessen Wert als Absicherung gegen geopolitische Unsicherheiten und bekräftigt Fragen zum langfristigen Status des US-Dollars. Im Gegensatz zu ertragsstarken Sachwerten bietet Gold zwar keine Renditen, dient jedoch in Zeiten systemischer Belastungen häufig als beständiger Substanzwert. Wir betrachten Gold daher als Ergänzung zu anderen Kern-Sachwerten in einem diversifizierten Portfolio, da es eine andere, liquidere Form der Absicherung bietet, die besonders dann relevant ist, wenn das Vertrauen in Fiatwährungen oder globale Institutionen schwankt. Wir müssen jedoch auch anerkennen, dass nach einem Anstieg von 40% in den letzten 12 Monaten viele dieser Bedenken offenbar bereits im Goldpreis berücksichtigt sind.

Anlegerinnen und Anleger sollten auch Strategien in Betracht ziehen, die von diesen Bedingungen profitieren können. Liquide Alternativen – insbesondere Makro-Hedgefonds-Strategien – sind so konzipiert, dass sie unabhängig von der Marktrichtung performen und tendenziell von Marktverwerfungen, Zinsdivergenzen oder einer erhöhten politischen Unvorhersehbarkeit profitieren. In der Vergangenheit haben diese Strategien unter ähnlichen Bedingungen tendenziell eine stärkere relative Performance erzielt. Liquide Alternativen sind zwar kein Ersatz für strukturelle Inflationsabsicherungen, sie können jedoch dazu beitragen, die Gesamtvolatilität des Portfolios zu reduzieren und Kursverluste zu begrenzen. Darüber hinaus verbessern sie die Diversifizierung in Zeiten, in denen die Korrelationen zwischen traditionellen Anlageklassen instabiler sind.

Diese Erkenntnisse sind auch im derzeitigen Umfeld relevant, weshalb wir der Ansicht sind, dass Portfolios unter Berücksichtigung wechselseitiger Risiken aufgebaut werden sollten. Kernanleihen bleiben unverzichtbar für die Absicherung gegen Rezessionsrisiken, während Kern-Sachwerte langfristigen Schutz vor Inflation bieten und in einem Umfeld erhöhter makroökonomischer Volatilität und wachsender Sorgen um die Stabilität von Fiatwährungen als realer Substanzwert dienen.

Gleichzeitig können liquide Alternativen – insbesondere Hedgefonds-Strategien mit geringer Korrelation zu traditionellen Anlagen – eine zusätzliche Diversifizierungsebene bieten, die dazu beiträgt, von Volatilität zu profitieren, Verluste zu begrenzen und in Zeiten von Marktstress als Stabilisator zu fungieren. Zusammen können diese alternativen Instrumente dazu beitragen, widerstandsfähigere Portfolios in einer Welt aufzubauen, in der Inflations- und Wachstumsrisiken gleichmäßiger ausgeprägt sind als im letzten Jahrzehnt.

> Inflation und politische Unsicherheit führen in der Regel zu anhaltenden Phasen der Marktvolatilität und einer Streuung der Wertentwicklungen verschiedener Anlageklassen. Im derzeitigen Umfeld sollten Anlegerinnen und Anleger Strategien in Betracht ziehen, die von diesen Bedingungen profitieren können.

Achten Sie auf Währungsrisiken

Für europäische Anlegerinnen und Anleger ist die Stärke des US-Dollars seit 2010 ein nahezu konstanter Begünstigungsfaktor für die Wertentwicklung von US-Anlagen. Zusätzlich zur starken Wertentwicklung der Anlagen selbst hat die Aufwertung des US-Dollars die Erträge aus US-Aktien und -Anleihen für Anlegerinnen und Anleger in Euro um 2,4% pro Jahr und für Anlegerinnen und Anleger in britischen Pfund um 1,9% pro Jahr zusätzlich erhöht.

Dieses Jahr war jedoch anders. Die aggressive Handels- und Finanzpolitik der neuen US-Regierung hat den Dollar geschwächt. Wie wir in unserem kürzlich veröffentlichten Artikel **Der US-Dollar auf neuen Pfaden** hervorgehoben haben, könnte diese Schwäche noch weiter zunehmen.

Währungsabsicherung – ja oder nein?

Aufgrund der überdurchschnittlichen Wertentwicklung von US-Vermögenswerten hat das Dollar-Engagement in vielen Portfolios deutlich zugenommen. Der USD-Anteil in einem klassischen 60:40-Portfolio, das sich aus dem MSCI ACWI und dem Bloomberg Global Aggregate Bond Index zusammensetzt, stieg laut Daten von Bloomberg und MSCI von 41% zu Beginn des Jahres 2011 auf 55% Ende Mai 2025.

> **Sollte sich die US-Politik als inflationsfördernd und destabilisierend erweisen, dürfte der US-Dollar seine positiven Diversifizierungseffekte in Zukunft verlieren.**

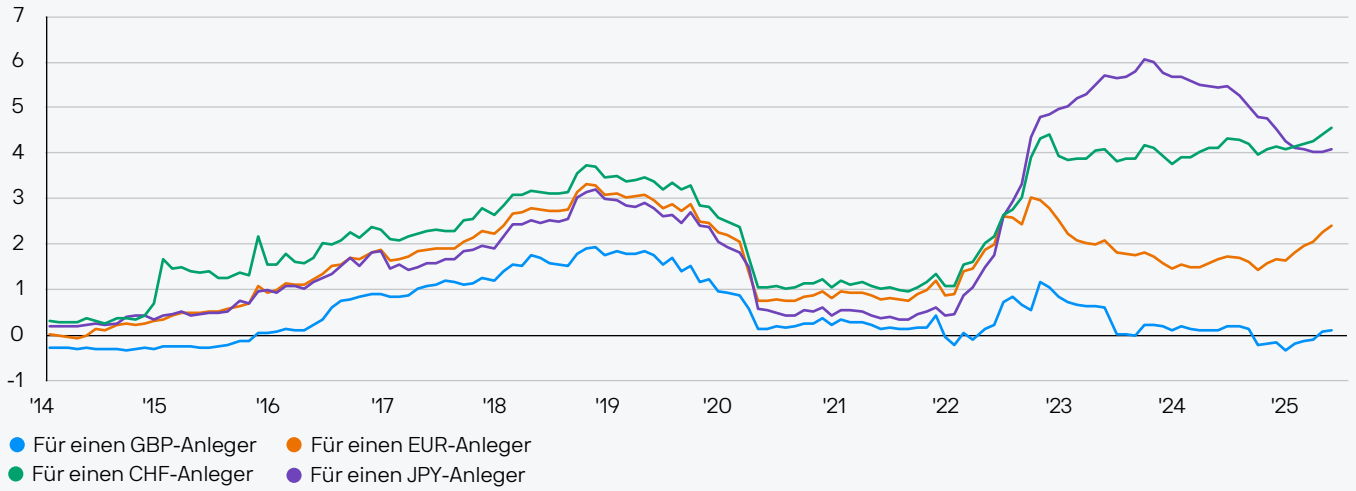
Aus Sicht des Portfoliomanagements müssen Anlegerinnen und Anleger verstärkt auf das Währungsrisiko in den verschiedenen Anlageklassen achten. Trotz der diesjährigen Abwertung ist der US-Dollar nach wie vor eine grundsätzlich sehr teure Währung. Basierend auf unseren Long-Term Capital Market Assumptions (LTCMA) für 2025 schätzen wir, dass der US-Dollar gegenüber dem Euro immer noch um 13% und gegenüber dem britischen Pfund um 10% über seinem Marktwert liegt. Die zentrale Frage für Anlegerinnen und Anleger ist, wie geordnet eine Abwertung des US-Dollars verlaufen könnte.

In unserem Basisszenario, das von einer sich abkühlenden, aber nicht in eine Rezession abgleitenden US-Wirtschaft ausgeht, dürfte der US-Dollar in den kommenden Jahren gegenüber den meisten seiner Gegenwährungen geordnet an Wert verlieren. Angesichts der relativ hohen Absicherungskosten erscheinen Absicherungsstrategien in diesem Szenario eher unattraktiv (siehe **Abbildung 24**). Geringfügige und geordnete Abwertungen des US-Dollars rechtfertigen möglicherweise keine solchen Absicherungsmaßnahmen.

Abbildung 24: Die Kosten für die Absicherung des USD werden immer teurer

Kosten für die Absicherung einer US-Dollar-Investition

%-Punkte, jährl. Kosten



Quelle: Bloomberg, CME, ICE, J.P. Morgan Asset Management. Die Absicherungskosten basieren auf den 3-Monats-Terminrenditen verschiedener Währungen. Stand der Daten: 31. Mai 2025.

Es gibt jedoch auch Szenarien mit einer ungeordneten Entwicklung des US-Dollars, in denen sich diese Absicherung lohnen würde. Zu den größten Risiken zählen eine erneute Eskalation des Zollstreits, finanzpolitische Großzügigkeit und Maßnahmen, die die Unabhängigkeit der Federal Reserve in Frage stellen oder ausländische Anlegerinnen und Anleger dazu zwingen, extrem langfristige Anleihen mit Renditeabschlägen zu kaufen (ein sogenanntes Mar-a-Lago-Abkommen, das derzeit in einigen Kreisen diskutiert wird).

Der Carry Trade gerät ins Stocken, da die Absicherungskosten steigen

Bei Anleihen hat der Carry Trade in USD an Attraktivität verloren. Da die Zinsen in vielen Regionen gestiegen sind, gibt es bei US-Staatsanleihen auf Basis einer Währungsabsicherung keinen Renditeaufschlag mehr (siehe **Abbildung 25**). Daher können internationale Anlegerinnen und Anleger nur dann von den relativ hohen nominalen Renditen in den USA profitieren, wenn sie bereit sind, Währungsrisiken einzugehen. Angesichts der sich verschlechternden Fundamentaldaten des US-Dollars wird diese Option derzeit zunehmend unattraktiv.

Die Normalisierung der Zinsen in Japan ist in diesem Zusammenhang eine wichtige Komponente, und europäische Anlegerinnen und Anleger sollten besonders darauf achten, nicht in die Kapitalströme zwischen den USA und Japan zu geraten. Japanische Anlegerinnen und Anleger halten mehr als 1,1 Billionen US-Dollar an US-Staatsanleihen und sind derzeit der größte ausländische Gläubiger der USA. Da die japanische Gesamtinflation hartnäckig über 3% liegt, wird erwartet, dass die Bank of Japan die Zügel anziehen wird. Die Renditen langfristiger japanischer Staatsanleihen sind so hoch wie schon lange nicht mehr.

Japanische Anlegerinnen und Anleger, die in den Jahrzehnten der Deflation und niedriger Renditen verzweifelt nach regelmäßigen Erträgen gesucht haben, sehen nun weniger Anreize, ins Ausland zu gehen, um solche Erträge zu erzielen. Der durch billige Yen-Finanzierungen angeheizte globale Carry Trade gerät ins Stocken. Angesichts des zunehmenden Gegenwinds für den US-Dollar und des Risiko-Rendite-Verhältnisses erscheint aus europäischer Sicht eine höhere Beteiligung an inländischen Anleihen gerechtfertigt.

Mögliches Hemmnis für Gesamterträge aus Aktien

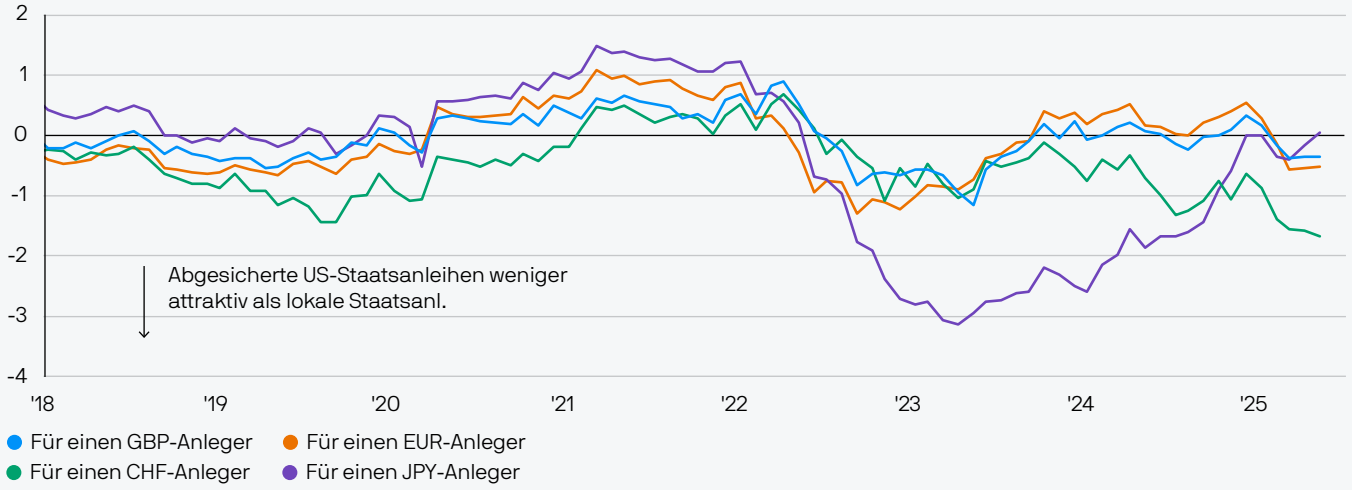
Seit dem Ende des Bretton-Woods-Systems ging ein starker US-Dollar in der Regel mit einer überdurchschnittlichen Wertentwicklung von US-Aktien gegenüber dem Rest der Welt einher (siehe **Abbildung 26**). In Phasen der US-Dollarschwäche war das Gegenteil der Fall. Das leuchtet ein, da die Attraktivität von Aktienerträgen globales Kapital anzieht und den US-Dollar antreibt.

Wie in unserem **Abschnitt über Aktien** hervorgehoben, bleiben die Aussichten für das Gewinnwachstum in den USA positiv, hängen jedoch stark von der wirtschaftlichen Widerstandsfähigkeit in einer Phase erhöhter Unsicherheit und der künftigen Entwicklung des Technologiesektors ab. Andererseits könnte der Wechsel zu einer aktiveren Finanzpolitik in Europa in den kommenden Jahren zu einem besseren Wachstum und höheren Erträgen führen. Das wiederum könnte einen Teil der Portfolioinvestitionen zurück nach Europa bringen.

Abbildung 25: Abgesicherte US-Staatsanleihen bieten nur geringe bis negative Renditeaufschläge

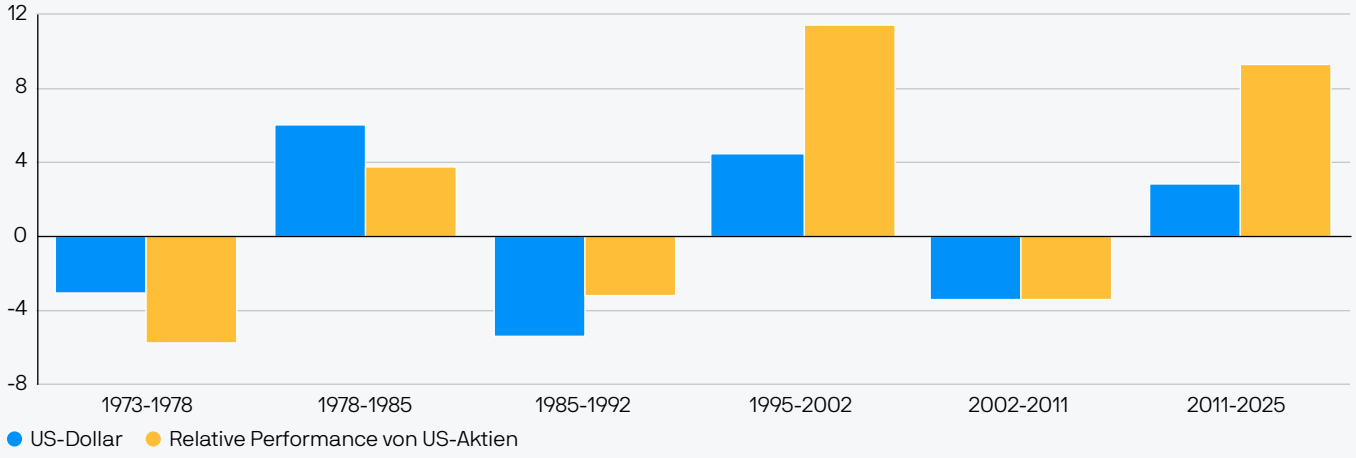
Renditeaufschlag von abgesicherten 10-jährigen US-Staatsanleihen

%-Punkte, Rendite gegenüber lokalen Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. Das Diagramm zeigt die Differenz zwischen der Rendite einer abgesicherten 10-jährigen US-Staatsanleihe und der Rendite einer lokalen 10-jährigen Staatsanleihe. Die EUR-Rendite bezieht sich auf Deutschland. Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Stand der Daten: 31. Mai 2025.

Abbildung 26: Die Underperformance von US-Aktien geht in der Regel mit einer Schwäche des US-Dollars einher
Bullen-/Bärenzyklen des US-Dollars und relative Performance von US-Aktien
In %, jährliche Veränderung über den Zeitraum



Quelle: J.P. Morgan Securities Research, LSEG Datastream, MSCI, J.P. Morgan Asset Management. Die US-Dollar-Zyklen basieren auf dem realen effektiven Wechselkurs. Die relative Performance von US-Aktien ist die prozentuale Veränderung des MSCI USA im Vergleich zum MSCI World ex-US. Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Stand der Daten: 31. Mai 2025.

Anlegerinnen und Anleger sollten daher ungesicherte Engagements im Auge behalten und bedenken, dass Währungsschwankungen eine relative Underperformance noch verstärken können, sollte der US-Aktienmarkt ins Stocken geraten. Die ersten fünf Monate des Jahres 2025 haben gezeigt, dass solche Schwankungen kurzfristig erheblich sein können. In Landeswährung stieg der S&P 500 bis Ende Mai um 1%, während Anlegerinnen und Anleger ohne Absicherung in EUR und GBP Verluste von 8% bzw. 6% hinnehmen mussten.

Unsere LTCMA für 2025 schätzen den Marktwert des USD gegenüber dem EUR (GBP) bis 2037 auf 1,29 (1,48). Dies entspricht einer Abwertung des USD um 1,1% (0,8%) pro Jahr. Angesichts der Erwartung einer Konvergenz der kurzfristigen Renditen verschiedener Währungspaare in den kommenden Jahren wird eine strategische Absicherung langfristig zunehmend attraktiver. Die aktuellen Absicherungskosten sind zwar kurzfristig ein erheblicher Nachteil, durch die Hinzunahme von USD-abgesicherten Aktienstrategien lässt sich jedoch ein gewisser Schutz vor politischen Fehlentscheidungen und ungeordneten Abwertungen erzielen.

Die Prämie für den US-Dollar als sicherer Hafen ist möglicherweise nicht mehr so hoch wie früher

In den letzten zehn Jahren waren Anlegerinnen und Anleger vielleicht bereit, ein höheres USD-Engagement einzugehen, um sich in Zeiten von Marktvolatilität zusätzlich abzusichern. Seit dem Höhepunkt der globalen Finanzkrise war die rollierende zweijährige Korrelation des US-Dollars zur Performance des S&P 500 fast durchgehend negativ. Das bedeutete wiederum, dass ein Engagement in US-Dollar einen Teil des Aktienrisikos ausgleichen konnte. Besonders deutlich war dies bei Krisen außerhalb der USA, wie beispielsweise der Euro-Staatsschuldenkrise und dem Ausbruch des Ukraine-Krieges.

Dieser Status als sicherer Hafen scheint jedoch zu bröckeln. Die Korrelation des US-Dollars mit dem Aktienmarkt hat in den letzten sechs Monaten stark zugenommen. Sollte sich die US-Politik als inflationsfördernd und destabilisierend erweisen, dürfte der US-Dollar seine positiven Diversifizierungseffekte verlieren.

Für den künftigen Anlageerfolg ist es entscheidend, auf ein ausgewogenes Währungsrisiko im Portfolio zu achten. Währungsgesicherte Strategien, ein Währungsoverlay und eine breite internationale Diversifizierung können die Risiken eines geordneten oder ungeordneten Verfalls des US-Dollars mindern.

Globale Marktszenarien und -risiken

Unser makroökonomisches Basisszenario für die nächsten 12 bis 18 Monate geht von einer Abkühlung der Weltwirtschaft aus, da die US-Zölle und die politische Unsicherheit die Konjunktur im In- und Ausland belasten.

Allerdings besteht große Unsicherheit über die Auswirkungen der US-Politik und die Reaktion anderer Länder. Gut diversifizierte Portfolios sind also unerlässlich, um sich sowohl gegen das Risiko eines Wiederanstiegs der Inflation und damit deutlich höherer Anleiherenditen als auch gegen das Risiko einer Rezession zu schützen.

Basisszenario: Abkühlung der Weltwirtschaft

Makro: Die US-Zölle und die politische Unsicherheit belasten die Weltwirtschaft. In den USA ist die Abkühlung stärker ausgeprägt als in anderen Regionen. In Europa stützen umfangreiche Finanzhilfen und niedrigere Zinsen die Binnennachfrage und wirken den externen Widerständen entgegen. Aufgrund der weiterhin angespannten Beziehungen zu den USA und der eingeschränkten Zugangsmöglichkeiten zu anderen Exportmärkten bleibt das Wachstum in China schleppend.

Märkte: Regionale Diversifizierungs- und Ertragsstrategien sind unerlässlich. Europäische Aktien entwickeln sich besser als US-Aktien. Kernanleihen werden innerhalb der bisherigen Spannen gehandelt, wobei britische Staatsanleihen besser abschneiden. Der US-Dollar verliert gegenüber zahlreichen Währungen geordnet an Wert.

Abwärtsrisiko: Die Inflation steigt wieder

Makro: Die Zollpolitik führt zu einer erneuten, deutlichen Beschleunigung der Inflation in den USA, da die hohen Inflationserwartungen der Privathaushalte für anhaltenden Preisdruck sorgen. Steuersenkungen und Einwanderungsbeschränkungen verschärfen das Inflationsproblem. Trotz des schwachen Wachstums hindert die hartnäckige Inflation die Zentralbanken daran, ihre Geldpolitik zu lockern.

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. Sachwerte und ausgewählte Rohstoffe dienen als wichtige Absicherung gegen die Inflation.

Abwärtsrisiko: Tiefe Rezession

Makro: Die US-Wirtschaft gerät ins Straucheln, da Unternehmen aufgrund der pessimistischen Aussichten von einem Einstellungsstopp zu Entlassungen übergehen und damit einen wirtschaftlichen Teufelskreis in Gang setzen. Die Schwäche der USA bremst die Konjunktur in anderen Regionen, wobei finanz- und geldpolitische Unterstützungsmaßnahmen die negativen Impulse aus dem Ausland nicht ausgleichen können. Die zunehmenden geopolitischen Spannungen verschärfen die Wachstumsschwäche.

Märkte: Die negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen kehrt zurück. Aktien sind von erheblichen Gewinnsenkungen betroffen. Dies ist wiederum sehr positiv für erstklassige Anleihen, die erhebliche Kursgewinne erzielen können, da die Zentralbanken die Zinsen deutlich stärker senken als vom Markt erwartet.

Aufwärtsrisiko: Goldlöckchen

Makro: Das Wachstum beschleunigt sich – angetrieben von umfangreichen finanzpolitischen Anreizen sowie einem durch künstliche Intelligenz ausgelösten Produktivitätsboom. Mit dem Abschluss neuer Handelsabkommen und der Beruhigung der geopolitischen Lage nehmen die Handelsspannungen ab. Die steigende Produktivität hält die Inflation trotz eines angespannten Arbeitsmarktes und finanzpolitischer Impulse im Zaum und ermöglicht es den Zentralbanken, die Zinssätze ungeachtet des nach wie vor soliden Wachstums schrittweise 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 die Kreditspreads sich auf neue Rekordniveaus verengen.

Autorinnen und Autoren

Karen Ward
Chief Market Strategist EMEA

Tilmann Galler
Global Market Strategist

Maria Paola Toschi
Global Market Strategist

Hugh Gimber
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 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 Investitionen 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.

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, Führichgasse 8, A-1010 Wien.

Copyright 2025 JPMorgan Chase & Co. Alle Rechte vorbehalten.

Bildquelle: Shutterstock

LV–JPM56496 | 06/25 | DE | 435b251b-8edc-11ee-9df2-b31424a448e4

J.P.Morgan
ASSET MANAGEMENT