

# *Marktperspektiven*

## *«De-Globalisierung?»*



## «De-Globalisierung?»



Ab den 1990er-Jahren erlebte die Welt einen Globalisierungsschub. Der Fall des Eisernen Vorhangs öffnete neue Märkte, 1995 wurde die Welthandelsorganisation (WTO) gegründet, und 2001 trat mit China das bevölkerungsreichste Land der Welt der WTO bei. Die globalen Exporte im Verhältnis zur globalen Wirtschaftsleistung – als eine Messgrösse für den Globalisierungsgrad – stiegen zwischen 1990 und 2008 von knapp 15 % auf 25 %.

Die internationale Arbeitsteilung war einer der stärksten Treiber des Wohlstands der letzten 200 Jahre. Das Modell der komparativen Vorteile – jedes Land produziert die Güter, die es im Vergleich zu anderen

Ländern günstiger/effizienter herstellen kann – ist eines der anerkanntesten Prinzipien der Ökonomie. Die Corona-Pandemie hat uns allerdings vor Augen geführt, dass diese Arbeitsteilung Abhängigkeiten schafft und dies problematisch werden kann, wenn die Wertschöpfungsketten unterbrochen werden. Deshalb – so die Überlegung – könnte es zu Anpassungen bei den Arbeitsprozessen der Unternehmen kommen, beispielsweise zur Repatriierung der Produktion oder zu erhöhter Lagerhaltung, und demzufolge zu einem Rückgang des globalen Handelsvolumens – zu einer De-Globalisierung.

Fünf Jahre nach Ausbruch der Corona-Pandemie lässt sich das in den Zahlen nicht ablesen. Die Globalisierung hat seit der Finanzkrise zwar nicht weiter zugenommen. Aber eben auch nicht abgenommen. Während die wertmässige Exportquote seit 2008 unter Schwankungen seitwärts verläuft, haben die transportierten Tonnen-Kilometer (die zurückgelegte Distanz multipliziert mit dem Gewicht) gemäss Schätzungen der UNCTAD (UN-Konferenz für Handel und Entwicklung) sogar stetig zugelegt, und zwar mehr als die Wirtschaftsleistung. Zudem hat der schwieriger zu messende grenzüberschreitende Dienstleistungsverkehr (z.B. Finanzdienstleistungen, Tourismus, Telekommunikation) zugenommen.

Auch wenn es in den Gesamtzahlen nicht sichtbar ist, gibt es hingegen Anzeichen für eine partielle Re-Regionalisierung und verstärkte Diversifizierung der Lieferketten (Reshoring, Nearshoring). Wird nun der gegenwärtige Handelskonflikt das Rad der Globalisierung endgültig zurückdrehen? Immerhin ist es das erklärte Ziel der US-Regierung, die Importe zu reduzieren und die Produktion wieder vermehrt im Inland anzusiedeln.

Zölle und eine aktive Repatriierungspolitik à la USA können gewisse Entwicklungen in diese Richtung begünstigen sowie sektorale und regionale Verschiebungen auslösen. Es gibt aber auch wirtschaftlich induzierte Veränderungen in den globalen Handelsströmen. Dabei geht es unter anderem darum, die Zulieferer näher an den Absatzmarkt zu bringen, die Lieferketten zu diversifizieren und Abhängigkeiten zu reduzieren. Entsprechend kommt es in einzelnen Sektoren zu Verlagerungen der Produktion, und es gibt Länder, die davon profitieren (in der Vergangenheit etwa Mexiko und Vietnam).

Die Richtung ist vorgezeichnet, und es wird bis zu einem gewissen Grad zu einer De-Globalisierung kommen. Wird sie substantiell ausfallen und lange anhalten? Das ist zumindest fraglich. Die ökonomischen Treiber der grenzüberschreitenden Arbeitsteilung und der globale Wettbewerb sind nicht ausser Kraft gesetzt. Langfristig wird die Effizienz bei der Erstellung und im Vertrieb von Gütern wieder vermehrt in den Vordergrund rücken und dem wirtschaftlichen De-Globalisierungs-Trend die Spitze brechen. Die OECD meint dazu: *«Wirtschaftliche Logik begrenzt [...] das Tempo einer umfassenden De-Globalisierung. Produktionskosten, Skalenvorteile, grenzüberschreitende Spezialisierung und komplexe Wertschöpfungsketten [...] sprechen dafür, dass vollständiges «Onshoring» teuer und oft nicht realisierbar ist. Analysen der OECD und Forschungsarbeiten zeigen, dass Offshoring und Reshoring koexistieren: Staaten und Firmen treten eher in eine Phase der «Geopolitik-gestützten Regionalisierung» ein als in eine radikale Abkehr vom internationalen Handel.»*

Der verstärkte Aufbau regionalisierter, resilienter Lieferketten und Produktionsprozesse scheint also wahrscheinlicher als eine Rückkehr zu rein nationaler Produktion. Eine umfassende De-Globalisierung ist somit weder empirisch belegt noch zu erwarten: Der Welthandel verschiebt sich, schrumpft aber nicht fundamental.



Thomas Heller  
Chief Investment Officer

## Zaghafte Erholung

### Europa: Moderates Wachstum

Die europäischen Volkswirtschaften präsentieren sich aktuell widerstandsfähiger als vielfach erwartet. Der Industrie-Einkaufsmanager-Index der Eurozone hat sich deutlich von den Rezessionsniveaus des Jahres 2024 erholt und bewegt sich an der Wachstumsschwelle – ein Signal, das insbesondere zyklische Aktien beflügelt. In Deutschland legte die Industrieproduktion im Vorjahresvergleich erstmals seit mehr als zwei Jahren wieder zu. Auch Frankreich hält trotz politischer Unsicherheiten eine stabile Produktionsbasis, wenngleich Einbrüche in der Luft- und Raumfahrtbranche die Bilanz leicht trüben.

Die Konsumseite entwickelt sich verhalten, zeigt aber Anzeichen einer Stabilisierung. Zwar liegt die Konsumentenstimmung noch unterhalb des Vorkrisenniveaus, dennoch erholen sich die privaten Ausgaben in Deutschland und Frankreich moderat. Ausserdem geben fiskalische Impulse – vor allem höhere Staatsausgaben in Deutschland – der Konjunktur weiteren Halt.

Auch auf der Inflationsseite hellt sich das Bild auf. Mit einer Kerninflation von 2,3 % bleibt der Preisauftrieb knapp über dem EZB-Ziel von 2 %. Anzeichen einer nachlassenden Lohninflation deuten auf ein abnehmendes Preiswachstum im Dienstleistungssektor hin. Die Aufwertung des Euro begrenzt zusätzlich den Preisdruck bei Waren.

Politische Faktoren bilden zwar ein Restrisiko, etwa die Haushaltsdebatte und anhaltende Regierungskrise in Frankreich, dürften die wirtschaftliche Gesamtlage jedoch nur geringfügig tangieren. Insgesamt präsentiert sich die Eurozone damit widerstandsfähig – getragen von einer robusten Industrie, einer moderaten Verbrauchererholung sowie gezielten fiskalischen Impulsen.

### USA: stabiles Wachstum

Die US-Wirtschaft zeigt sich derzeit widersprüchlich. Das Bruttoinlandsprodukt wurde für das zweite Quartal nach oben revidiert, von 3,3 % auf 3,8 % (zum Vorquartal, annualisiert). Gleichzeitig bleibt der Arbeitsmarkt verhalten. Die Arbeitslosenquote steigt von tiefem Niveau an, und es wurden zuletzt kaum noch neue Stellen geschaffen. Die Veröffentlichung der so wichtigen Arbeitsmarktdaten für den Monat September fiel vergangene Woche dem «Shutdown» in den USA zum Opfer. Ausgeprägte und nachhaltige realwirtschaftliche Folgen dürfte der Regierungsstillstand hingegen kaum haben.

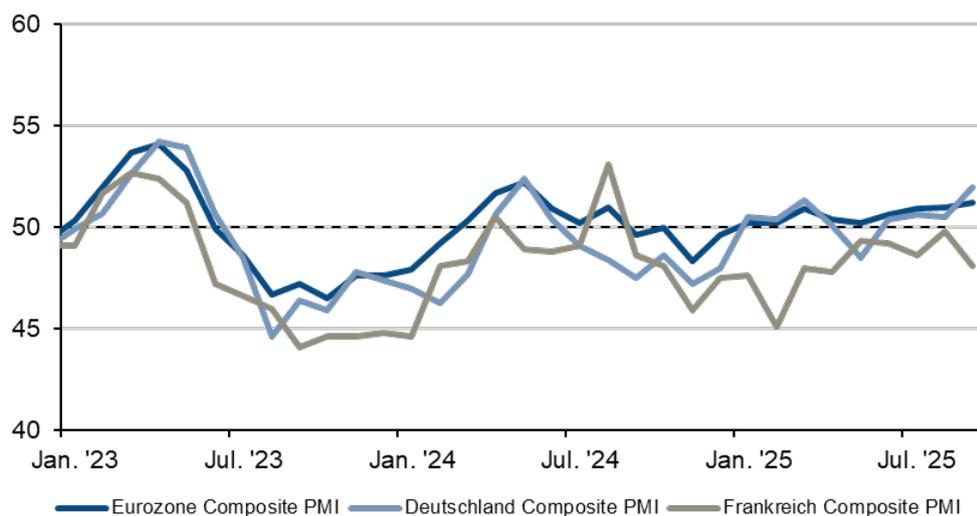
Die Kerninflation der persönlichen Konsumausgaben (PCE, das favorisierte Inflationsmass der Fed) verharrt mit 2,9 % weiterhin über der Zielgrösse von 2 %. Zölle und höhere Energiepreise belasten die Kaufkraft.

## KI als Wachstumstreiber

Investitionen in technologiebezogene Bereiche, insbesondere Künstliche Intelligenz (KI), tragen weiterhin stabil zum Wachstum bei. Im ersten Halbjahr 2025 machten diese Investitionen rund ein Drittel des BIP-Wachstums aus. Für 2026 wird weiterhin ein hohes Investitionsniveau erwartet, allerdings mit geringerer Wachstumsdynamik.

Ungewissheit bringt weiterhin die Zollpolitik. Trotz verschärfter Kontrollen weisen Lieferketten zunehmend auf Umgehungsstrategien hin – etwa über den Produktionsumweg China–Vietnam–USA. Ausserdem steht noch kein Handelsabkommen zwischen den USA und China. Die von US-Präsident Trump gesetzte Frist läuft noch rund einen Monat. Es könnten spannende und für den weiteren Konjunkturverlauf wegweisende Wochen werden.

### Einkaufsmanager-Indizes: Eurozone und Deutschland über der Wachstumsschwelle



Quelle: Bloomberg. Daten per 06.10.2025

## Fed: Phase II

Eine wirkliche Überraschung war es nicht – Powell hatte es bereits beim jährlichen Treffen der Notenbanker in Jackson Hole Ende August angedeutet. Die US-Notenbank (Fed) senkte das Leitzinsband um 25 Basispunkte auf 4,00–4,25 % bei ihrem Treffen im September. Nachdem die US-Notenbank nach einem doppelten und zwei einfachen Zinsschritten um jeweils 25 Basispunkte im Jahr 2024 in diesem Jahr zunächst pausiert hatte, setzt sich der Zinssenkungszyklus nun fort. Diese Fortsetzung dürfte anhalten und bis weit ins kommende Jahr reichen.

### Leitzinsen bald wieder unter 3 % in den USA?

Die Marktteilnehmer erwarten in diesem Jahr noch ein bis zwei weitere Zinssenkungen der Fed. Für das kommende Jahr werden zwei bis drei zusätzliche Schritte antizipiert. Damit erscheint ein Leitzinsniveau von 3 % oder knapp darunter bis Ende 2026 realistisch. Die Zinsdifferenz zwischen Euro und US-Dollar würde sich damit weiter verringern. Allerdings ist dieses Szenario bereits weitgehend im aktuellen Wechselkurs eingepreist. Eine Reaktion am Devisenmarkt wäre nur dann zu erwarten, wenn die Zinssenkungserwartungen durch einen deutlich schwächeren Arbeitsmarkt befeuert würden oder politische Unsicherheiten in den USA strukturell zunehmen. Aus heutiger Sicht ist dies jedoch nicht absehbar.

Die Zinsstrukturkurve dürfte in den USA mit fortschreitenden Zinssenkungen steiler werden. Eine Positionierung im mittleren Laufzeitensegment gewinnt daher an Attraktivität. Gegen eine zu lange Duration spricht die hohe Staatsverschuldung, da längerfristige Renditen deutlich sensibler auf die Budgetpläne reagieren. Das bedeutet: Während die kurzfristigen Zinsen sinken, besteht am langen Ende der US-Zinskurve ein gewisses Aufwärtsrisiko.

### EZB in Warteposition

Die EZB sieht derzeit keinen weiteren Handlungsbedarf für niedrigere Zinsen. Der Einlagesatz dürfte voraussichtlich bis ins nächste Jahr konstant bei 2 % bleiben. Die jüngsten Inflationsdaten, die mit 2,3 % leicht über den Erwartungen und weiterhin knapp oberhalb des Inflationsziels liegen, geben keinen Anlass, diese abwartende Haltung zu verlassen.

Bei europäischen Staatsanleihen spielen aktuell länderspezifische Risiken eine grössere Rolle als die allgemeine Zinsstruktur. Politische Unsicherheiten erhöhen kurzfristig die Volatilität am langen Ende der Kurve – besonders deutlich wurde dies zuletzt in Frankreich. Die Pläne für eine höhere Staatsverschuldung und zusätzliche fiskalpolitische Impulse schlugen sich dort insbesondere in den längerfristigen Renditen nieder.

Die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen sind seit Jahresbeginn gestiegen und liegen derzeit leicht über dem Durchschnitt der letzten drei Monate. Dennoch bewegt sich die Zinsvolatilität im Euroraum nahe des Vierjahrestiefs. Auch die Risikoprämien von Unternehmensanleihen mit guter Bonität befinden sich auf historisch niedrigen Niveaus.

Da wir auf der Rentenseite bewusst keine Wechselkursrisiken eingehen möchten, investieren wir nicht ungesichert in Fremdwährungsanleihen. In der Eurozone schätzen wir den mittleren Laufzeitbereich als besonders attraktiv ein und bevorzugen hier Unternehmensanleihen mit guter Bonität. Staatsanleihen mit mittlerer und längerer Duration sehen wir als Beimischung geeignet – wobei Diversifikation ein zentrales Kriterium bleibt, um länderspezifische Risiken zu begrenzen. Insgesamt bewerten wir das aktuelle Renditeniveau in der Eurozone als fair. Die makroökonomische Situation wird aus unserer Sicht in den derzeitigen Renditen angemessen widergespiegelt.

## Positionierung

### Zinsdifferenz zwischen USA und Eurozone sinkt



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen. Daten per 28.09.2025

## US-Märkte auf Rekordkurs

### USA: KI-Dynamik und geldpolitische Unterstützung

Im September 2025 setzten die US-Aktienmärkte ihre Rekordrally fort. Der S&P 500 erreichte neue Höchststände, getragen von robusten Unternehmensgewinnen, hohen Investitionen und der ungebrochenen Dynamik im KI-Sektor. Vor allem führende Wachstumsunternehmen aus den Bereichen Künstliche Intelligenz, Rechenzentren und Elektrifizierung waren die Treiber der Hausse. Hohe Ausgaben für Investitionen sowie für Forschung und Entwicklung sorgen weiterhin für Rückenwind.

Auch die Geldpolitik stützte die positive Stimmung. Die jüngste Zinssenkung der US-Notenbank (Fed) um 25 Basispunkte sowie die Aussicht auf weitere Schritte in diesem und im nächsten Jahr haben das Marktvertrauen gestärkt. Auffällig bleibt jedoch die zurückhaltende Positionierung vieler Investoren: Trotz Höchstständen deuten Sentimentindikatoren lediglich auf ein durchschnittliches Aktienengagement hin – was bei positiven Impulsen zusätzlichen Spielraum für Aufwärtsbewegungen eröffnet. Historisch betrachtet erzielten US-Aktien in nicht-rezessiven Phasen nach der ersten Fed-Senkung im Median binnen zwölf Monaten Kursgewinne von etwa 15 %, angeführt von Wachstums- und Technologiewerten.

### Gute Unternehmensgewinne

Die Basis dieser Entwicklung sind solide Unternehmensgewinne. Gestützt durch eine niedrige Verschuldung der Firmen, resiliente Konsumausgaben und Aktienrückkäufe auf Rekordniveau verbuchte der S&P 500 seit dem sogenannten Liberation Day einen Anstieg von knapp 30 % – die stärkste Fünfmonats-Performance ausserhalb einer Rezession seit nahezu zwei Jahrzehnten.

Derweil läuft die saisonal schwächere Herbstphase. Potenziell aufkommender Inflationsdruck, Unsicherheiten über den weiteren Zinspfad und politische Unwägbarkeiten könnten temporäre Rücksetzer auslösen. Besonders anfällig wären dabei zinssensitive Sektoren und hoch bewertete KI-Schwergewichte, sollte das makroökonomische Umfeld die optimistischen Erwartungen an die Geldpolitik infrage stellen.

### Europa: Konsolidierung auf hohem Niveau

Nach einem starken Jahresauftakt hatten die europäischen Aktienmärkte in den Sommermonaten spürbar an Dynamik verloren. Der STOXX Europe 600 liegt seit Jahresbeginn mehr als 15 % im Plus (Total Return), bewegte sich von Mai bis Ende September allerdings in einer engen Handelsspanne mehrheitlich seitwärts. Über den Monatswechsel brach der Index aus dem Seitwärtstrend aus und erreichte neue Höchststände.

Die Erwartungen an die Gewinnentwicklung in Europa wurden zuletzt spürbar gesenkt. Zu Jahresbeginn lag die Prognose für 2025 noch bei einem Gewinnwachstum von 8 %, inzwischen rechnet der Konsens mit einem Rückgang um 1 %. Besonders exportorientierte Unternehmen mit hoher US-Abhängigkeit leiden unter der Euro-Stärke. Schätzungen

gehen davon aus, dass eine 10-prozentige Aufwertung des Euro gegenüber dem Dollar das Gewinnwachstum im Durchschnitt um 2,5 Prozentpunkte reduziert. Demgegenüber zeigen binnenorientierte Unternehmen eine grössere Widerstandskraft. Für 2026 wird aktuell ein Gewinnwachstum von 11 % erwartet, was allerdings sportlich erscheint, realistischer ist eine Steigerung im mittleren einstelligen Bereich.

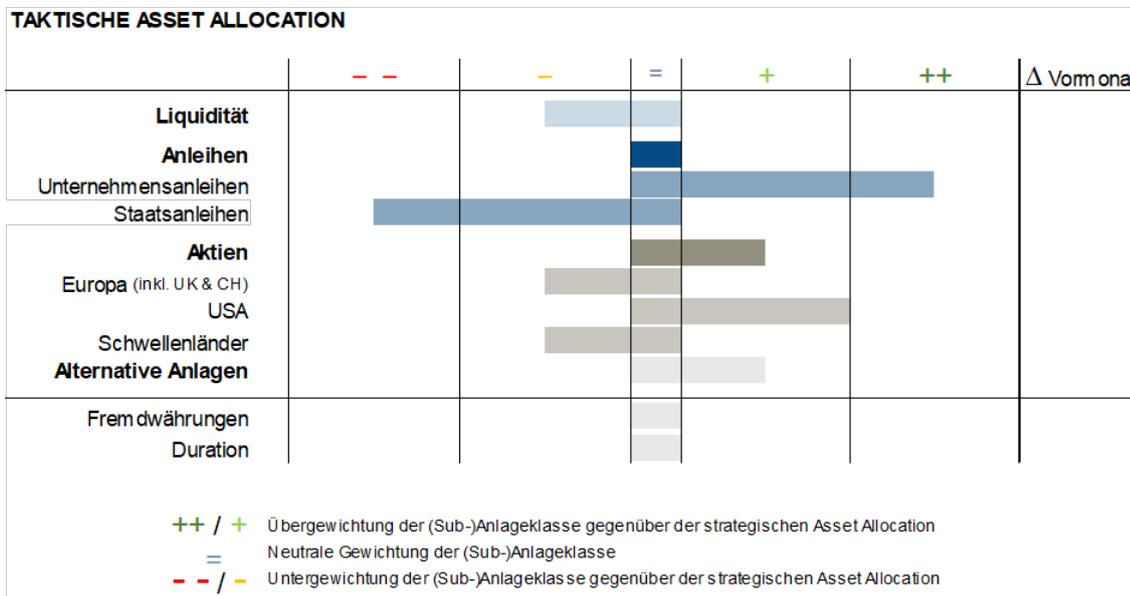
### **Erhöhte Bewertungen**

Bewertungstechnisch handelt der Markt auf einem erhöhten Niveau: Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von fast 15 (basierend auf den Gewinnschätzungen für 2026) liegt die Bewertung europäischer Aktien im historischen Vergleich im oberen Drittel. Im internationalen Kontext bleiben sie jedoch günstiger als US-Aktien, die mit deutlicheren Bewertungsaufschlägen aufwarten. Zudem haben Kapitalzuflüsse institutioneller Investoren zuletzt leicht angezogen und deuten auf ein vorsichtig verbessertes Sentiment hin.

In der Unternehmenspolitik zeigt sich ein deutlicher Kontrast zu den USA: Während Aktienrückkäufe in Übersee Rekordniveaus markieren, halten sich europäische Firmen diesbezüglich bislang zurück. Mit dem erwarteten Gewinnwachstum könnten 2026 auch in Europa die Rückkaufaktivitäten Fahrt aufnehmen.

Regional bleibt Deutschland – gestützt durch fiskalische Stimuli, steigende Investitionen und zunehmende ausländische Kapitalzuflüsse – gut positioniert. Frankreich hingegen kämpft mit Schwächen im Bankensektor und politischer Unsicherheit. Gelingt eine tragfähige fiskalische Neuausrichtung, könnten sich dort jedoch neue Chancen eröffnen.

## Unsere Positionierung



### Basisszenario:

In unserem Basisszenario gehen wir weiterhin von einer Wachstumsverlangsamung in den USA aus, rechnen aber mit keiner Rezession. In Europa wirken den zollbedingten Belastungen höhere Staatsausgaben entgegen. China befindet sich auf verhaltenem Wachstumskurs. Der Handelskonflikt bleibt ein Risikofaktor für die globale Konjunktur (u. a. aufgrund des noch fehlenden Deals mit China), mit der Gefahr, dass sich die Wachstumsverlangsamung verschärft und in eine Rezession (= Risikoszenario) mündet.

Die US-Notenbank (Fed) befindet sich im Spannungsfeld zwischen Wachstumsverlangsamung, erhöhter Inflation und (noch) intaktem Arbeitsmarkt. Dennoch: Die Fed wird die Leitzinsen bis Ende Jahr vermutlich noch zweimal senken. Der Zinssenkungszyklus der EZB ist beendet. Die langfristigen Zinsen schwanken um die aktuellen Niveaus. Diskussionen um das US-Haushaltsdefizit oder sich ändernde Inflationserwartungen können für Bewegung im Zinsgefüge sorgen.

Mit den Handelsdeals mit den meisten Ländern ist ein wesentlicher Unsicherheitsfaktor für die Märkte verschwunden oder zumindest deutlich kleiner geworden. Die intakte Konjunktur, tiefere Leitzinsen und die noch immer gute Gewinn- und Margensituation der Unternehmen bilden ein «konstruktives» Umfeld für Aktien. Die Unsicherheiten bleiben dennoch erhöht, u. a. wegen des fehlenden Deals zwischen den USA und China.

### Positionierung:

Die positive Marktentwicklung hat die Aktienquoten in den benchmarkorientierten Strategien auf ein leichtes Übergewicht erhöht, an welchem wir angesichts des intakten Marktumfeldes festhalten. Allfällige Rücksetzer bei unverändertem Szenario würden wir für Zukäufe nutzen. Auf der Anleiheenseite bevorzugen wir Unternehmens- gegenüber Staatsanleihen. Um das Portfolio gegenüber möglichen Unsicherheiten bzw. Marktschwankungen diversifizierter aufzustellen, halten wir an der Anlagelösung im Bereich Alternative Anlagen fest.

## Kontakte

Frankfurter Bankgesellschaft (Schweiz) AG  
Börsenstrasse 16  
8001 Zürich  
Schweiz  
Tel. +41 44 265 44 44  
[wealthmanagement@frankfurter-bankgesellschaft.com](mailto:wealthmanagement@frankfurter-bankgesellschaft.com)

Frankfurter Bankgesellschaft (Deutschland) AG  
Jungthofstraße 26  
60311 Frankfurt am Main  
Deutschland  
Tel. +49 69 15686-0  
[service@frankfurter-bankgesellschaft.com](mailto:service@frankfurter-bankgesellschaft.com)

Family Office der Frankfurter Bankgesellschaft AG  
Jungthofstraße 26  
60311 Frankfurt am Main  
Deutschland  
Tel. +49 69 2999276-800  
[service@familyoffice-fbg.com](mailto:service@familyoffice-fbg.com)

IMAP M&A Consultants AG  
Harrlachweg 1  
68163 Mannheim  
Deutschland  
Tel. +49 621 3286-0  
[info@imap.de](mailto:info@imap.de)

### Impressum

© Frankfurter Bankgesellschaft Gruppe 2025. Alle Rechte vorbehalten.

Herausgeber: Frankfurter Bankgesellschaft (Schweiz) AG und Frankfurter Bankgesellschaft (Deutschland) AG

Redaktion: Marvin Boch, Thomas Heller, Tim Titze, Alan Zulcic

Redaktionsschluss: 6. Oktober 2025

### Disclaimer

Das vorliegende Dokument stellt Marketingmaterial gemäss § 63 Abs. 6 WpHG dar. Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen kein öffentliches Angebot nach deutschem oder Schweizer Recht, ferner keine Empfehlung oder Beratung dar, sondern dienen ausschliesslich der Information. Dieses Dokument darf nicht als Entscheidungshilfe für wirtschaftliche, rechtliche, steuerliche oder andere Beratungsfragen herangezogen werden. Die Behandlung derartiger Fragen hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden ab und ist vom Kunden mit unabhängigen Beratern vor Abschluss von Finanztransaktionen zu klären. Dieses Dokument ist kein Angebot, keine Beratung und keine Empfehlung zum Abschluss eines Vermögensverwaltungsmandates oder zur Durchführung anderer Finanztransaktionen. Vor Abschluss eines Vermögensverwaltungsmandates oder anderer Finanztransaktionen wird die Beratung durch eine qualifizierte Fachperson empfohlen. Keine der hierin enthaltenen Informationen begründen eine Aufforderung, ein Angebot, eine Beratung oder eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments oder zur Tätigung sonstiger Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäfts. Es wird keine Gewährleistung (weder ausdrücklich noch stillschweigend) übernommen, dass die hierin enthaltenen Informationen und Meinungsäusserungen vollständig, richtig oder aktuell sind.

Jede Haftung für direkte bzw. indirekte Schäden oder Folgeschäden aus Handlungen, die aufgrund von Informationen vorgenommen werden, die in dieser oder einer anderen Dokumentation und/oder Publikation der Frankfurter Bankgesellschaft (Schweiz) AG bzw. der Frankfurter Bankgesellschaft (Deutschland) AG enthalten sind, wird abgelehnt.

Jede Form der Verbreitung dieses Dokuments oder von Auszügen daraus bedarf der ausdrücklichen vorherigen schriftlichen Genehmigung. Dieses Dokument ist nur zur Verwendung in Deutschland und der Schweiz zugelassen.