

Marktperspektiven

«Whatever it takes 2.0»



«Whatever it takes 2.0»



Auf dem Weg zur Einführung des Euro wurden im Vertrag von Maastricht von 1992 Kriterien definiert, die ein Land erfüllen muss, um Mitglied der Europäischen Währungsunion (EWU) zu werden. Im Hinblick auf die Einführung im Jahr 1999 galten diese Bedingungen für die elf EWU-Gründungsmitglieder, aber auch für später dazustossende Länder, wie etwa Bulgarien, das am 1. Januar 2026 als 21. und bislang letztes Land der Eurozone beigetreten ist. Während einige der Maastricht-Kriterien nach einem EWU-Beitritt nicht mehr relevant sind, gelten die beiden wichtigsten und bekanntesten Kenngrössen dauerhaft: Die Haushaltsdefizitgrenze von 3 % sowie die maximale Schuldenquote von 60 % des Bruttoinlandprodukts (BIP) müssen von allen Ländern permanent eingehalten werden.

Geklappt hat das mit dem Einhalten dieser Grenzwerte allerdings nie. Ausnahmen gab es schon bei der Euro-Einführung. Italien und Belgien durften trotz einer Schuldenquote von über 110 % der EWU beitreten. Das Verhältnis der Schulden zum BIP sei hinreichend rückläufig und nähere sich dem Referenzwert mit zufriedenstellender Geschwindigkeit, so damals die Begründung des EU-Rates. In der 27-jährigen Geschichte des Euro gab es kein einziges Jahr, in welchem alle EWU-Länder beide Kriterien erfüllt haben.

Die Diskussion um die (Nicht-)Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen in der Eurozone ist so alt wie der Euro selbst. Der Markt war diesbezüglich meist nachsichtig. Nur einmal reagierte er – dafür gleich heftig. Das Eingeständnis Griechenlands Ende 2009, dass Verschuldung und Defizit tatsächlich viel höher waren als zuvor angegeben, führte dazu, dass Ratingagenturen die Kreditwürdigkeit Griechenlands herabstufen. Die Zinsen für griechische Staatsanleihen schossen in die Höhe, wodurch sich das Land nicht mehr bezahlbar am Markt refinanzieren konnte. Der Ursprung der Euro-Schuldenkrise. Die Angst der Investoren weitete sich rasch auf andere wirtschaftlich anfällige Euro-Staaten aus: Portugal, Irland, Italien, Spanien. Auch dort stiegen die Risikoaufschläge dramatisch an. Die Eurozone drohte auseinanderzubrechen. Die inzwischen legendäre «Whatever it takes»-Rede des damaligen EZB-Chefs Mario Draghi vom Juli 2012 stand letztlich am Beginn der Wende in der Euro-Krise. Es wurden milliardenschwere Rettungsschirme ins Leben gerufen. Griechenland, Irland und Portugal wurden mit Notkrediten von der EU und dem Internationalen Währungsfonds (IWF) vor dem Staatsbankrott bewahrt – gekoppelt an drastische Spar- und Reformauflagen.

Wie sieht die Lage heute aus? 2025 haben lediglich acht zumeist kleinere Nationen beide Maastricht-Kriterien erfüllt. Wie in den USA (vgl. «Marktperspektiven 09/2026») haben die Diskussionen rund um die Haushaltssituation der Euro-Länder jüngst zugenommen. Im Fokus steht dabei vor allem Frankreich. Das französische Haushaltsdefizit lag 2025 bei 5,1 %, die Schuldenquote bei 115 % – Tendenz steigend. Die aktuelle Budgetdebatte verdeutlicht, dass eine markante Haushaltskonsolidierung wenig wahrscheinlich ist. Zudem droht gemäss aktuellen Umfragen bei den Wahlen im April und Mai 2027 eine Stichwahl mit einem linksextremen Kandidaten bzw. einer rechtsextremen Kandidatin, die beide in ihren Wahlprogrammen nicht «Budgetdisziplin» stehen haben. Der Markt hat zuletzt begonnen, die Risiken aus dieser Kombination von zunehmender Verschuldung, erhöhtem Finanzierungsbedarf, steigenden Zinskosten und politischen Risiken verstärkt einzupreisen. Die Risikoaufschläge von französischen Staatsanleihen gegenüber deutschen Bundesanleihen haben zuletzt den höchsten Stand seit der Euro-Krise zu Beginn der 2010er-Jahre erreicht.

Droht nun die Euro-Krise 2.0? Es gibt Parallelen zwischen damals und heute, z. B. der ausgeprägte Anstieg der Risikoprämien, der sich auf andere Länder ausweitet. Von den damaligen Niveaus sind wir heute allerdings noch weit entfernt. Gleich geblieben ist auch der strukturelle Schwachpunkt, dass sich die EWU-Mitgliedstaaten eine gemeinsame Währung und Geldpolitik teilen, die Finanz- und Wirtschaftspolitik aber weiterhin mehrheitlich national geregelt ist.

Andererseits: Die Welt verarbeitete 2010 gerade noch die Globale Finanzkrise und ging bereits geschwächt in die Euro-Krise. Heute ist die Ausgangslage trotz aller geopolitischen Unwägbarkeiten eine andere. Und immerhin erwirtschafteten 2025 mehr Länder einen sogenannten Primärüberschuss als 2010, das heisst, sie nehmen mehr ein als sie ausgeben, unter Ausklammerung der Zinszahlungen. Ausserdem ist das Bankensystem heute robuster, die Banken verfügen über viel mehr Eigenkapital.

Letztlich wird man auch auf die EZB zählen können. Sie hatte 2012 das Outright-Monetary-Transactions-Programm (OMT) ins Leben gerufen, welches bei Bedarf mit dem Kauf von Staatsanleihen von Ländern in einer akuten Problemlage für geldpolitische Stabilität hätte sorgen sollen. «Hätte» deshalb, weil bereits die Ankündigung des OMT-Programms eine beruhigende Wirkung hatte. OMT kam nie zum Einsatz. Die neuste Erfindung aus dem Hause EZB – wobei auch schon vier Jahre alt – heisst TPI, Transmission Protection Instrument. Die EZB kann unter gewissen Voraussetzungen (unbeschränkt) Staatsanleihen kaufen, «um einer ungerechtfertigten, ungeordneten Marktdynamik entgegenzuwirken», und zwar in Ländern mit einer «Verschlechterung der finanziellen Bedingungen, die nicht durch länderspezifische Merkmale gerechtfertigt sind». Sie unterstellt damit, dass es zu einer «ungerechtfertigten», also «falschen» Reaktion kommen könnte, dass quasi ein Marktversagen vorliegen könnte. Dem ist natürlich nicht so. Der Markt funktioniert einwandfrei. Die heutigen Zinssätze und Risikoprämien sind das Resultat der Einschätzung von Chancen und Risiken der Marktakteure. Klar, sie können sich täuschen, ihre Meinung ändern, weniger Risikoprämie verlangen oder mehr. Das ist aber kein Marktversagen, sondern das Ergebnis einer Neubeurteilung. Das ist letztlich Sinn und Zweck des Marktes.

Ein allfälliges Einschreiten der EZB würde nicht überraschen, sondern auf ihrer langjährigen Tradition des (übertriebenen) Interventionismus fussen. Sie würde damit unmittelbar potenziellen Schaden eindämmen. Sie würde damit allerdings auch einmal mehr Fehlsignale an die Staaten und an die Anleger senden. Die EZB wird Frankreich bei Bedarf auf jeden Fall beistehen. Zunächst verbal – whatever it takes 2.0 sozusagen –, wenn das nicht reicht, mit der Aktivierung von OMT oder TPI. Eine neue Schuldenkrise zeichnet sich somit nicht unmittelbar ab – die Risiken sind jedoch nicht gebannt.

Thomas Heller
Chief Economist

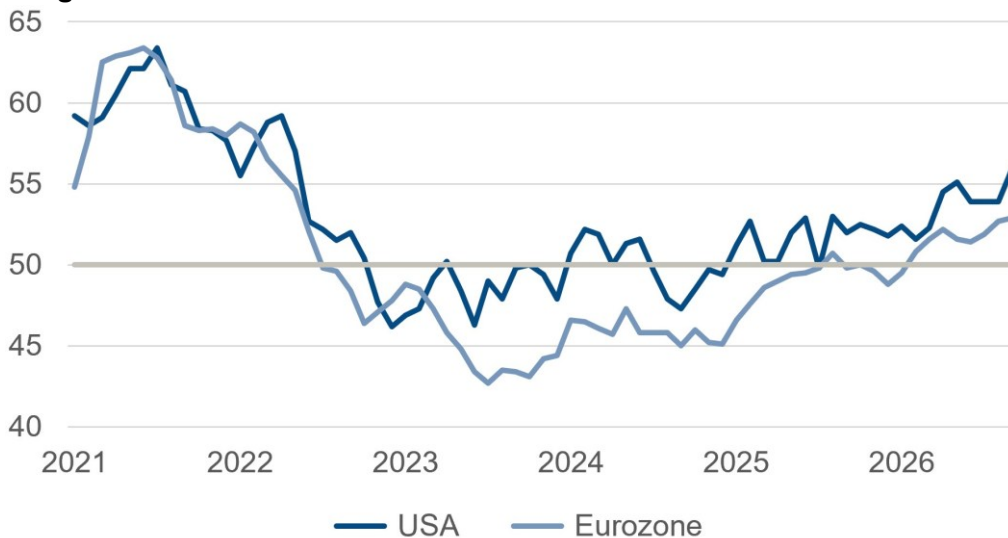
Konjunktur trotz dem teuren Öl

Das konjunkturelle Bild hat sich in den vergangenen Wochen aufgeheitert, und das trotz des teuren Öls. Die Wirtschaftsdaten aus Europa und den USA fielen überwiegend positiv aus und übertrafen meist die Erwartungen, in Europa noch etwas deutlicher als in den USA. An der Rangordnung ändert das allerdings nichts: Die amerikanische Wirtschaft wächst weiterhin deutlich kräftiger als die europäische. Beide Wirtschaftsräume bewegen sich mit unterschiedlichen Geschwindigkeiten, aber in die richtige Richtung.

Europas Aufschwung festigt sich

In Europa verfestigen sich die Signale einer Erholung. Die Einkaufsmanagerindizes für Industrie und Dienstleistungen sind in den vergangenen Monaten schrittweise gestiegen und deuten inzwischen auf ein solides Wachstum hin. In der Industrie ist die Lage so gut wie seit über vier Jahren nicht mehr (vgl. Abb.). Rückenwind kommt zudem von der expansiven Fiskalpolitik, nicht zuletzt vom deutschen Sondervermögen. Noch fehlt allerdings der Konsum als zweites Standbein. Die Verbraucher bleiben verunsichert, und ihre Kauflust hält sich in Grenzen: Die Einzelhandelsumsätze lagen im August preisbereinigt nur 0,8 % über dem Vorjahr.

Lage in der Industrie verbessert sich



Einkaufsmanagerindizes der Industrie für die Eurozone und die USA; Quelle: Bloomberg; Stand: 12.10.2026

**USA: Robuste
Wirtschaft trotz
gedrückter Stimmung**

In den USA zeichnen die Einkaufsmanagerindizes fast schon das Bild eines Booms, in der Industrie ebenso wie bei den Dienstleistungen. Das Prognosemodell der Federal Reserve Bank of Atlanta, das laufend eintreffende Konjunkturdaten in eine Wachstumsschätzung übersetzt, deutet für das dritte Quartal auf ein aufs Jahr hochgerechnetes Wachstum von rund 3,6 % hin, nach einem tatsächlichen Wachstum von 2,2 % im zweiten Quartal.

Erstaunlich ist, wie wenig sich die amerikanischen Verbraucher von ihrer eigenen Stimmung leiten lassen. Die Umfragen zeichnen ein düsteres Bild: Die Konsumentenstimmung der Universität Michigan liegt nahe ihrem Allzeittief vom Mai, das Verbrauchervertrauen des Conference Board auf dem tiefsten Stand seit zwölf Jahren. Vom Einkaufen hält das die Amerikaner jedoch nicht ab. Die Einzelhandelsumsätze lagen im August preisbereinigt 2,6 % über dem Vorjahr, mehr als dreimal so viel wie in der Eurozone.

Etwas Schatten wirft der Arbeitsmarkt. Im September entstanden lediglich 29'000 neue Stellen, und die Arbeitslosenquote stieg leicht auf 4,2 %. Überbewerten sollte man das nicht. Die Datenreihe schwankt stark, und im Durchschnitt der vergangenen sechs Monate entstanden weiterhin rund 66'000 Stellen pro Monat. Da das Arbeitskräfteangebot wegen der geringen Zuwanderung und der alternden Bevölkerung kaum noch wächst, genügen heute zudem deutlich weniger neue Stellen, um die Arbeitslosigkeit stabil zu halten. Der Arbeitsmarkt kühlt sich ab, bleibt aber robust.

**Erdgas entlastet, Diesel
belastet**

Dass die Konjunktur das teure Öl bislang so gut verkraftet, hat mehrere Gründe. Zum einen gelangt trotz des anhaltenden Irankrieges wieder deutlich mehr Öl aus der Golfregion auf den Weltmarkt, über Pipelines an das Rote Meer ebenso wie mit Tankern, die die Strasse von Hormus teils unter dem Schutz amerikanischer Kriegsschiffe passieren. Der Ölpreis scheint sich nach einer Spitze von über 115 US-Dollar Ende September um 100 US-Dollar je Fass einzupendeln.

Zum anderen ist der Gaspreis zwar gestiegen, liegt aber nur bei einem Bruchteil der Spitzenwerte nach Ausbruch des Ukrainekrieges. Davon profitieren Europa und insbesondere Deutschland, denn Gas ist hier nicht nur Energieträger, sondern auch Rohstoff, etwa für die chemische Industrie.

Weniger beachtet wird, dass sich die Mineralölprodukte deutlich stärker verteuert haben als das Rohöl selbst. Die Raffineriemargen für Diesel liegen ein Mehrfaches über ihrem Niveau zu Jahresbeginn. Unternehmen und Haushalte kaufen aber kein Rohöl, sondern Diesel, Benzin, Heizöl und Kerosin. Der Rohölpreis allein lässt die Belastung deshalb geringer erscheinen, als sie ist. An der Zapfsäule spüren die Verbraucher sie sehr wohl, und das dürfte ein wesentlicher Grund für die gedrückte Stimmung auf beiden Seiten des Atlantiks sein.

**Noch keine
Zweitrundeneffekte**

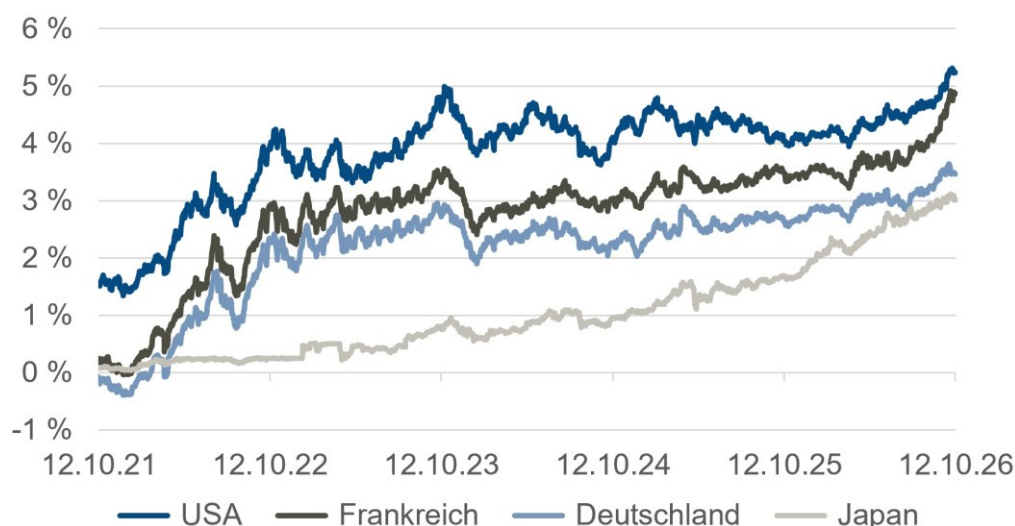
Auch die Inflation ist deshalb wieder gestiegen. In der Eurozone erreichte sie im September 3,8 %, den höchsten Wert seit drei Jahren, getrieben von einem Anstieg der Energiepreise um fast 19 %. Die Kerninflation ohne Energie und Nahrungsmittel blieb mit 2,5 % aber weitgehend stabil. Zweitrundeneffekte sind bislang also nicht erkennbar. Wir beobachten jedoch genau, ob sich die teurere Energie über höhere Transportkosten in andere Preise frisst, etwa bei Nahrungsmitteln, und schliesslich über höhere Löhne und Produktionskosten auf breiter Front durchschlägt.

Unser Basisszenario einer anhaltenden Erholung sehen wir damit bestätigt. Die Wirtschaft hat gezeigt, dass sie auch einen Ölpreis um 100 US-Dollar je Fass verkraftet, und die Auftriebskräfte sind in Europa wie in den USA intakt. Risiken bleiben: ein erneuter Anstieg der Energiepreise, höhere Finanzierungskosten infolge steigender Zinsen und ein dichter Wahlkalender in den USA, Spanien und Frankreich, der Unternehmen und Verbraucher verunsichern könnte. Sie mahnen zur Aufmerksamkeit, ändern aber nichts an unserer Grundeinschätzung: Der Aufschwung bleibt intakt.

Der Zinsanstieg mit drei Gesichtern

Der vergangene Monat war an den Zinsmärkten ausgesprochen bewegt, und die Richtung zeigte meist nach oben. Besonders deutlich stiegen die Renditen langlaufender Staatsanleihen. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen kletterte um rund einen halben Prozentpunkt und lag zeitweise über 5,3 %, so hoch wie seit 2007 nicht mehr. Deutsche Bundesanleihen gleicher Laufzeit erreichten mit gut 3,6 % den höchsten Stand seit 2009 (vgl. Abb.). Die Treiber sind dieselben wie in den Vormonaten, ihr Gewicht hat sich aber verschoben: Politische Risikoprämien spielen eine grössere Rolle, wenn auch bislang vor allem in einzelnen Ländern.

Renditen auf mehrjährigen Höchstständen



Rendite zehnjähriger Staatsanleihen; Quelle: Bloomberg; Stand: 12.10.2026

Wachstum und Inflation treiben die Renditen

In den USA spiegelt der Anstieg vor allem höhere Realzinsen, hinter denen zuletzt in erster Linie die kräftigen Wachstumsaussichten standen. Die Wirtschaft wächst robust, und die enormen Investitionen in Künstliche Intelligenz erhöhen die Nachfrage nach Kapital. Dass Unternehmen diese Projekte auch bei Finanzierungskosten von über 5 % für lohnend halten, ist im Grunde ein gutes Zeichen. In Europa spielen dagegen stärker als in den USA auch die Inflationserwartungen eine Rolle: Der höhere Ölpreis hat die Teuerung erneut angefacht und die Erwartung weiterer Leitzinserhöhungen genährt.

Politische Risikoprämien gewinnen an Gewicht

Bereits im September hatten wir auf steigende Risikoprämien in den USA hingewiesen, als Folge der hohen Staatsverschuldung und der Eingriffe der Regierung in die Finanzmärkte. Inzwischen haben sie auch in Europa an Gewicht gewonnen, allerdings selektiv und vor allem in Frankreich. Dort hat die Debatte über den Haushalt des kommenden Jahres begonnen, und im Frühjahr wird ein neuer Präsident gewählt. Die Umfragen führen Marine Le Pen vom rechtsnationalen Rassemblement National und Jean-Luc Mélenchon von der linken La France Insoumise an. Beide stehen für eine expansive Finanzpolitik. Le Pen verspricht zwar, das Haushaltsdefizit von über 5 % auf die in den EU-Verträgen vorgesehenen 3 % zu senken; wie das gelingen soll, bleibt aber offen. Zudem dürften beide in Konflikt mit Brüssel geraten. Auch wenn keiner von ihnen offiziell den Austritt aus dem Euro anstrebt, könnte dies alte Sorgen um den Zusammenhalt der Währungsunion wecken. Der Renditeaufschlag französischer gegenüber deutschen Staatsanleihen stieg kürzlich auf bis zu 1,5 Prozentpunkte und damit auf den höchsten Stand seit der Eurokrise.

Notenbanken müssen nachziehen

Auf die erneut gestiegene Inflation haben inzwischen beide grossen Notenbanken reagiert. Im September hob die EZB die Leitzinsen bereits zum zweiten Mal in diesem Jahr an, die Fed zum ersten Mal seit 2023. Nach gängiger Lehrmeinung könnten Zentralbanken über einen Angebotsschock wie einen Ölpreisanstieg hinwegsehen, denn es ergibt wenig Sinn, die Wirtschaft so stark abzubremsen, dass die schwächere Nachfrage den Energiepreisanstieg ausgleicht. Das setzt allerdings voraus, dass die Inflation zuvor am Ziel lag. Das war nicht der Fall: Seit dem Höhepunkt 2022 hat sich die Teuerung nie vollständig normalisiert, in den USA lag sie schon vor dem Krieg bei rund 3 %.

Jetzt müssen die Zentralbanken handeln, um ihr höchstes Gut zu schützen: ihre Glaubwürdigkeit. Bekommt diese Kratzer, drohen sich die Inflationserwartungen von ihrem Anker zu lösen, und Preisstabilität wird ungleich schwieriger. Erste Warnzeichen gibt es bereits. Laut der jüngsten Umfrage der New Yorker Fed erwarten amerikanische Haushalte für die nächsten zwölf Monate eine Inflation von 3,9 %, so viel wie seit Mai 2023 nicht mehr. Die längerfristigen Erwartungen sind mit 3,0 % allerdings noch stabil.

Normalisierung mit Schattenseiten

Wir rechnen damit, dass Fed und EZB die Zinsen bis Anfang 2027 noch maximal zweimal anheben. Die darüber hinausgehenden Zinserhöhungen, die der Markt derzeit einpreist, dürften dagegen zunehmend ausgepreist werden. Ab dem Frühjahr spricht allein schon der Basis-effekt bei den Energiepreisen für sinkende Inflationsraten, und ausgeprägte Zweitrundeneffekte erwarten wir nicht.

Dass die Renditen steigen würden, hatten wir erwartet. Im Kern handelt es sich um eine Normalisierung nach Jahren aussergewöhnlich tiefer Zinsen, überraschend war allerdings ihr Tempo. Zudem ist nicht jeder Teil des Anstiegs gleich zu bewerten, und hier zeigen sich die drei Gesichter dieser Entwicklung. Spiegeln höhere Renditen ein robustes Wachstum und eine rege Investitionstätigkeit, ist das ein gutes Zeichen. Gehen sie auf eine höhere Inflation zurück, ist das schon weniger erfreulich. Beruhen sie jedoch auf politischen Risiken und wachsenden Zweifeln an der Tragfähigkeit der Staatsfinanzen, ist das ein Warnsignal. Nach unserer Einschätzung überwiegt bislang klar das erste Gesicht: Der Anstieg geht grösstenteils auf bessere Wachstumsaussichten zurück, die höhere Inflation dürfte zu einem guten Teil vorübergehend sein, und die Risikoprämien fallen vor allem in einzelnen Ländern ins Gewicht.

Kurzfristig dürften die Renditen dennoch schwankungsanfällig bleiben, und solange die politischen Risiken so präsent sind, ist ein nochmaliger Anstieg nicht ausgeschlossen. Lösen sich einzelne dieser Unsicherheiten auf, etwa nach den US-Zwischenwahlen im November, dürften jedoch jene Kräfte die Oberhand gewinnen, die für tiefere Renditen sprechen: eine nachlassende Inflation und schwindende Erwartungen weiterer Zinserhöhungen. Längerfristige Anleihen könnten dann wieder attraktiv werden.

Bewährungsprobe für Aktien: Halten die Gewinne dem Zinsanstieg stand?

Der kräftige Anstieg der Anleiherenditen, den wir im vorangehenden Beitrag beleuchtet haben, stellte auch die Aktienmärkte auf die Probe. Die grossen Indizes hielten erstaunlich gut stand: Der S&P 500 legte im September leicht zu und erreichte neue Höchststände, die europäischen Börsen gaben leicht nach und notieren nur wenig unter ihrem Rekord vom August. Die Ruhe an der Oberfläche täuscht jedoch, vor allem in den USA.

Gewinne als Puffer gegen höhere Zinsen

Steigende Zinsen sind für Aktien grundsätzlich eine Belastung. Wirft eine sichere Staatsanleihe mehr ab, sind die künftigen Gewinne eines Unternehmens aus heutiger Sicht weniger wert. Dass der Zinsanstieg bislang keine grösseren Kursverluste ausgelöst hat, verdanken die Märkte den Unternehmensgewinnen. In den USA sind sie seit Jahresbeginn deutlich stärker gestiegen als die Kurse. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis des S&P 500 auf Basis der erwarteten Gewinne sank dadurch von rund 26 auf 21 und liegt wieder im Durchschnitt der vergangenen zehn Jahre. Die Aktien sind also teurer geworden, die Bewertungen aber günstiger (vgl. Abb.).

Kursanstiege bei gleichzeitigem Bewertungsrückgang



Kurs-Gewinn-Verhältnis basierend auf den erwarteten Gewinnen der nächsten zwölf Monate; Quelle: Bloomberg; Stand: 12.10.2026

Entscheidend ist, warum die Zinsen steigen. Nach unserer Einschätzung gehen die höheren Renditen grösstenteils auf bessere Wachstumsaussichten zurück. Für Aktien ist das die verträglichste Variante, denn mit der Konjunktur wachsen auch die Gewinne, die den Gegenwind auffangen. Kritisch würde es erst, wenn Inflation und Risikoprämien die Oberhand gewännen und die Gewinne nicht mehr Schritt hielten. Davon sind wir derzeit weit entfernt. Risikoprämien wirken bislang vor allem selektiv, etwa in Frankreich. Dort leiden besonders binnenorientierte Unternehmen wie Banken und Versorger, deren Bewertung eng an die Finanzierungskosten des Staates gekoppelt ist.

Wenige tragen den Markt

So beruhigend das Gesamtbild ist, so schmal ist in den USA seine Basis. Das zeigt ein einfacher Vergleich: Während der S&P 500, in dem die grössten Unternehmen das grösste Gewicht haben, im September zulegte, ging die gleichgewichtete Variante des Index sogar zurück. Obwohl der Index auf Rekordniveau notiert, liegt rund die Hälfte der amerikanischen Aktien mehr als 20 % unter ihrem Höchststand. Eine vergleichbare Kluft zwischen Index und Durchschnittsaktie gab es zuletzt während der Dotcom-Ära.

Dasselbe Bild zeigt sich bei den Gewinnen. Für das dritte Quartal wird erwartet, dass zehn Unternehmen mehr als zwei Drittel des Gewinnwachstums im S&P 500 beisteuern, allein Nvidia und Micron über ein Drittel. Der Gesamtmarkt hängt damit in ungewöhnlichem Mass an den Ergebnissen weniger Konzerne. Ein ähnliches Muster findet sich in den Schwellenländern: Ihre Aktienmärkte haben sich trotz der höheren Renditen gut behauptet, doch auch dort trägt eine kleine Zahl grosser Unternehmen einen beträchtlichen Teil der Entwicklung. Die Stabilität der Indizes ist deshalb noch kein Beleg für eine breite Stärke.

Europa breiter abgestützt

Europa liefert das Gegenbild. Der STOXX Europe 600 kennt weder die Dominanz einzelner Schwergewichte noch die einseitige Ausrichtung auf Technologie. Die durchschnittliche europäische Aktie hat sich in diesem Jahr besser entwickelt als die durchschnittliche amerikanische, die Gewinne sind breit abgestützt, und die Unternehmen erwirtschaften hohe freie Mittelzuflüsse. Die Achillesferse bleibt die Energie: Tiefe Gas-speicherstände machen Europa vor dem Winter anfällig für einen erneuten Preisanstieg. Da der Gaspreis aber weit unter den Spitzenwerten von 2022 liegt, halten wir die Belastung bislang für begrenzt.

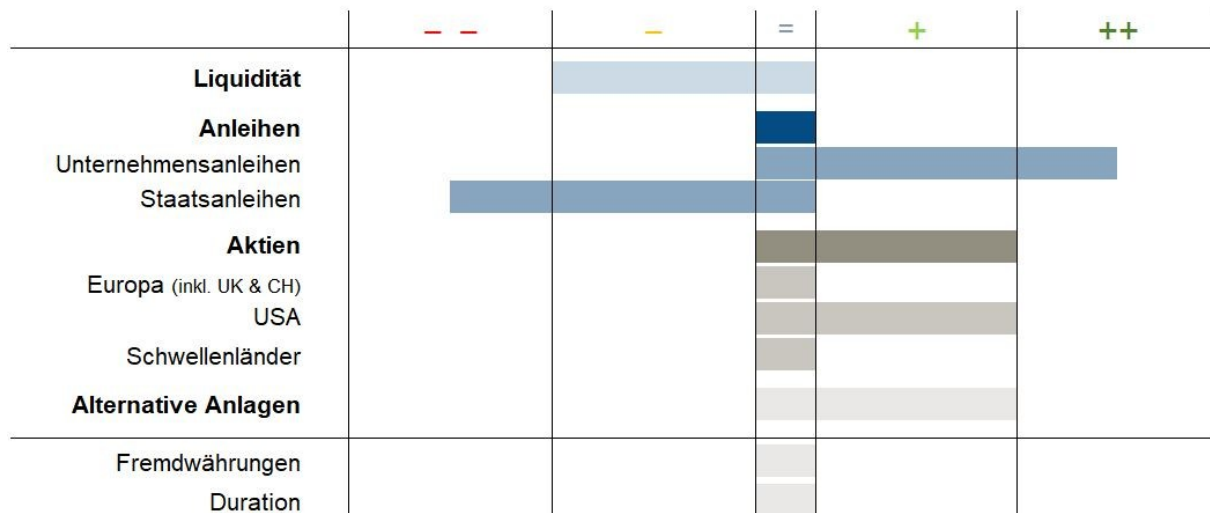
Berichtssaison als Weichenstellung

Ob die Gewinne den Zinsen weiterhin standhalten, wird die nun beginnende Berichtssaison zum dritten Quartal zeigen. Für den S&P 500 erwarten Analysten ein Gewinnwachstum von rund 25 % gegenüber dem Vorjahr. Die Messlatte liegt hoch, und die Frage lautet nicht nur, ob sie übersprungen wird, sondern auch von wem. Ermutigend ist, dass weltweit für über 80 % der Unternehmen steigende Gewinne in diesem Jahr erwartet werden und sich die Schätzungen auch ausserhalb des KI-Sektors verbessern. Das spricht dafür, dass sich die Gewinnbasis allmählich verbreitert.

Die Antwort auf die Eingangsfrage fällt damit positiv aus: Die Gewinne halten dem Zinsanstieg stand, und wir erwarten, dass sie auch in den kommenden Quartalen deutlich zulegen. Wir halten Aktien deshalb weiterhin für attraktiv. Einfach den Markt zu kaufen, greift derzeit allerdings zu kurz, denn unter der Oberfläche stehen einigen wenigen grossen Gewinnern viele Titel gegenüber, die zuletzt nachgegeben haben. Gefragt ist eine sorgfältige Auswahl, die sich nicht am Gewicht eines Unternehmens im Index orientiert, sondern an der Qualität und Breite seiner Gewinnentwicklung.

Unsere Positionierung

TAKTISCHE ASSET ALLOCATION



++ / + Übergewichtung der (Sub-)Anlageklasse gegenüber der strategischen Asset Allocation
 = Neutrale Gewichtung der (Sub-)Anlageklasse
 - - / - Untergewichtung der (Sub-)Anlageklasse gegenüber der strategischen Asset Allocation

Szenario:

Das fundamentale Marktumfeld bleibt insgesamt positiv. In den USA sorgen insbesondere die hohen Investitionen in Künstliche Intelligenz für eine anhaltend robuste Wachstumsdynamik. In Europa gewinnt die konjunkturelle Erholung trotz erhöhter Energiepreise zunehmend an Breite, was sich unter anderem in einer Belebung der Exporte widerspiegelt. An den Aktienmärkten überzeugen weiterhin die Unternehmensgewinne, die auch den wesentlichen Treiber der bisherigen Kursentwicklung darstellen. Insgesamt sehen wir damit eine solide Grundlage für die weitere Marktentwicklung.

Zunehmend in den Fokus rücken die Rentenmärkte. Die weiterhin erhöhten Inflationsrisiken und die damit verbundenen geldpolitischen Erwartungen dürften das Zinsumfeld vorerst prägen. Wir rechnen bis Ende des ersten Quartals 2027 mit bis zu zwei weiteren Zinserhöhungen von EZB und Fed. Auch bei den langfristigen Renditen sehen wir noch moderates Aufwärtspotenzial und eine erhöhte Schwankungsanfälligkeit, wenngleich die stärkste Aufwärtsdynamik hinter uns liegen dürfte. Zusätzlich gewinnen länderspezifische Risikoprämien an Bedeutung. Insbesondere in Frankreich erwarten wir angesichts der angespannten Haushaltslage und der bevorstehenden Präsidentschaftswahl anhaltenden Aufwärtsdruck auf die Risikoaufschläge. Ein systemisches Risiko für die Eurozone sehen wir dabei nicht.

Wesentliche Unsicherheitsfaktoren bleiben der Iran-Konflikt und die damit verbundenen Energiepreis- und Inflationsrisiken. Trotz der weitgehenden Normalisierung der Ölexporte aus der Golfregion bleibt die geopolitische Lage fragil. Weitere Risiken ergeben sich aus möglichen Enttäuschungen bei den Unternehmensgewinnen, insbesondere hinsichtlich der Monetarisierung hoher KI-Investitionen.

Positionierung:

Vor diesem Hintergrund halten wir in unseren benchmarkorientierten Strategien an einer leicht übergewichteten Aktienquote fest. Die robuste Konjunktur und die positive Gewinnentwicklung sprechen weiterhin für Aktien. Besonders positiv bewerten wir, dass die bisherige Kursentwicklung durch steigende Unternehmensgewinne und weniger durch eine zunehmende Risikobereitschaft oder Bewertungsausweitungen getragen wird. Das aktuelle Renditeniveau am Anleihemarkt stellt aus unserer Sicht mit diesem robusten konjunkturellen Umfeld noch keinen wesentlichen Gegenwind für Aktien dar.

Auf der Rentenseite agieren wir angesichts fortbestehender Aufwärtsrisiken bei den Renditen weiterhin selektiv. Obwohl ein Grossteil des Renditeanstiegs hinter uns liegen dürfte, sehen wir noch keinen Anlass, die Duration deutlich auszuweiten, und bleiben daher im mittleren Laufzeitensegment positioniert. Unser Schwerpunkt liegt auf Investment-Grade-Unternehmensanleihen, die attraktive laufende Erträge bieten. Staatsanleihen dienen ergänzend als stabilisierender Portfoliobaustein, wobei wir länderspezifische Risiken stärker berücksichtigen und insbesondere bei langlaufenden französischen Staatsanleihen zurückhaltend bleiben.

Ergänzend setzen wir auf alternative Anlagen, um die Diversifikation zu erhöhen und die Widerstandsfähigkeit unserer Portfolios gegenüber geopolitischen und marktbedingten Schwankungen zu stärken. Insgesamt bleibt unsere Positionierung damit konstruktiv, ohne die bestehenden Risiken aus dem Blick zu verlieren.

Kontakte

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

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

Family Office der Frankfurter Bankgesellschaft AG
Neue Mainzer Strasse 2–4
60311 Frankfurt am Main
Deutschland
Tel. +49 69 2999276-800
service@familyoffice-fbg.com

IMAP M&A Consultants AG
Harrlachweg 1
68163 Mannheim
Deutschland
Tel. +49 621 3286-0
info@imap.de

Impressum

© Frankfurter Bankgesellschaft Gruppe 2026. Alle Rechte vorbehalten.
Herausgeber: Frankfurter Bankgesellschaft (Schweiz) AG und Frankfurter Bankgesellschaft (Deutschland) AG
Redaktion: Bernd Aumann, Marvin Boch, Thomas Heller, Tim Titze, Alan Zulcic
Redaktionsschluss: 12. Oktober 2026

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.