



# Konjunktur und Strategie

23. April 2026

## Die Deglobalisierung gewinnt an Fahrt: Ändert sich nun die Aktienmarktbeurteilung?

Wer bisher noch nicht ganz glauben wollte, dass die Welt langsam eine neue Phase der Deglobalisierung driftet, dürfte spätestens mit den Entwicklungen im Iran-Krieg und der Sperrung der Straße von Hormus verstanden haben, dass die alte Welt nicht mehr existiert. Dabei ist eine solche Umkehrung von einer Phase der Globalisierung hin zur Deglobalisierung nicht neu. Man würde einen Fehler machen, wenn man glauben würde, dass Handel und Globalisierung eine Einwegstraße sind.

Spätestens mit dem Bedeutungszuwachs des britischen Empires nahm der Anteil des Handels an der globalen Wertschöpfung rasant zu, bis der erste Weltkrieg diesem Trend ein abruptes Ende bereitete. Von 1914 bis etwa 1945 ging der Anteil des Handelsvolumens an der globalen Wertschöpfung von knapp 30 Prozent auf etwa 10 Prozent zurück, bevor es dann zu einer erneuten Phase der Globalisierung kam, in der der Anteil von 10 Prozent auf über 60 Prozent im Jahr 2007 anstieg.

Seit dieser Zeit fällt der Anteil wieder, und es spricht ausgesprochen viel dafür, dass sich dieser Trend in den kommenden Jahren beschleunigen wird. Erste Signale in diese Richtung wurden schon vor Jahren von China versandt; damals setzte sich China recht unverhohlen zum Ziel, von dem Rest der Welt unabhängig zu sein, aber gerne den Rest der Welt von China abhängig zu machen. Hier wurde zum ersten Mal seit langer Zeit offiziell darauf verwiesen, dass man bereit ist, Handel als geopolitische Waffe einzusetzen. Die dann folgende Rationierung von Seltenen Erden für westliche Unternehmen durch China war der nächste logische Schritt aus Sicht Chinas,

um diesen Plan mit Leben zu füllen. Nun zeigt die Sperrung der Straße von Hormus ebenfalls mehr als deutlich, dass eine sehr große Abhängigkeit vom Handel in geopolitisch angespannten Zeiten hochproblematisch ist. Und es spricht viel dafür, dass sich dies so schnell nicht ändert. Phasen der Globalisierung benötigen immer eine Weltmacht, die durch ihr Handeln einen sicheren Rahmen für den Handel setzt. In der ersten großen Phase der Globalisierung war dies das britische Weltreich, in der zweiten Phase waren dies die USA. Inzwischen haben die USA aber (auch als Reaktion auf die geänderte Doktrin in China) ihre Positionierung als Hüter des Handels zum gegenseitigen Vorteil aufgegeben.

Im Fokus steht jetzt, verschiedene strategisch relevante industrielle Fähigkeiten wieder in die eigene Einflussphäre zurückzuholen, auch wenn dies ökonomisch in der Denkwelt eines Ricardo eine suboptimale Vorgehensweise wäre. Zudem geht es in dieser Welt nicht mehr um maximal effiziente Lieferketten, sondern um resiliente und diversifizierte Lieferketten, auch wenn sie nicht die günstigste Lösung darstellen. Denn die günstigste Lösung ist nur dann auch die beste Lösung, wenn alle Handelspartner im guten Willen und zum gegenseitigen Vorteil miteinander Handel treiben möchten. Doch diese Arbeitshypothese hat ihre Belastbarkeit und Relevanz verloren. Man kann es also gut finden oder auch nicht; alles läuft trotzdem darauf hinaus, dass die Wiederauflage einer Deglobalisierung nicht aufzuhalten ist.

Wenn die Globalisierung nun aber beschleunigt „rückwärts läuft“, verändert sich nicht nur die reale Wirtschaft, sondern auch die Logik, nach der Aktien bewertet werden. In einer Welt der Deglobalisierung sind Lieferketten meist weniger effizient, und Unternehmen optimieren weniger auf reine Stückkosten und Geschwindigkeit,

sondern auf Resilienz und Diversifikation. Diese Verschiebung zwingt auch Investoren dazu, Bewertungen neu zu justieren, weil sich die Qualität, die Stabilität und das Wachstum von Cashflows je nach Geschäftsmodell anders entwickeln. Und da das KGV letztlich eine indirekte Aussage über Wachstum, Margen, Kapitalbedarf und Risiko trifft, erscheint es plausibel, dass sich in einer Deglobalisierungsphase faire KGVs bei einzelnen Aktien und ganzen Sektoren verschieben sollten.

Der wichtigste Hebel ist dabei die Ertragsebene: Die Deglobalisierung führt zu höheren Inputkosten (Energie, Vorprodukte, Logistik), zu höheren Transaktionskosten (Zölle, Exportkontrollen, Compliance) und zusätzlichen Ausgaben für die erwünschte Resilienz (Dual Sourcing, höhere Lagerbestände, zusätzliche regionale Produktionskapazitäten). Das alles ist eine strukturelle Mehrbelastung für viele Geschäftsmodelle. Wo diese Kosten nicht vollständig weitergegeben werden können, sinken die Margen, und ein niedrigeres Margenniveau führt zu einem niedrigeren fairen KGV.

Der zweite Hebel wäre die Kapitalintensität. Reshoring, Nearshoring, Lageraufbau und Redundanz führen häufig zu mehr gebundenem Working Capital, höheren Investitionen und damit niedrigeren freien Cashflows in Relation zum Gewinn. In globalisierten „Just-in-time“-Welten konnte man Erträge dagegen oft mit schlanken Bilanzen skalieren. In einer fragmentierten Welt wird das nun schwieriger. Für Bewertungskennzahlen heißt das: Selbst, wenn das KGV zunächst gleich bleibt, wird das Multiple auf Free Cashflow steigen, was Investoren typischerweise nicht sonderlich attraktiv finden. Daher wäre es plausibel anzunehmen, dass bei kapitalintensiveren Anpassungsstrategien die Marktbereitschaft sinkt, hohe KGVs zu akzeptieren.

Der dritte Hebel betrifft Unsicherheitsaspekte. Sanktionsregime, geopolitische Eskalationen, regulatorische Eingriffe, Technologiekontrollen, Enteignungs- bzw. Lokalisationsthemen und abrupte Nachfrageverschiebungen durch staatliche Industriepolitik sind typisch für Phasen einer Deglobalisierung. Dies hat alles einen Einfluss auf die Bewertung von Unternehmen. Investoren diskontieren daher angesichts einer erhöhten Unsicherheit zukünftige Gewinne stärker als sonst, weil die Bandbreite möglicher Pfade größer wird und Extrem-Risiken wahrscheinlicher erscheinen. Eine stärkere Diskontierung betrifft vor allem Unternehmen, deren Cashflows weit in der Zukunft liegen oder die noch stark von einer grenzüberschreitenden Offenheit abhängen.

Nun ist es aber nicht so, dass es ausschließlich Gründe für einen Rückgang von Bewertungskennzahlen gäbe. Denn mehr Resilienz und regionale Kapazitäten schaffen auch neue Investitionszyklen und umfangreiche Möglichkeiten einer staatlichen Förderung. Wer als „Enabler“ bei dieser Umstellung dabei ist (mit den Themen Infrastruktur, Automatisierung, industrielle Software, Energienetze, Verteidigung, ausgewählte Halbleiter- und Sicherheitsketten), kann von strukturellem Nachfragewachstum profitieren, teilweise auch mit staatlich abgesichertem Rückenwind. Deglobalisierung führt somit zwar grundsätzlich zu Effizienzverlusten, bei einigen Unternehmen jedoch auch zu zusätzlichem Geschäft.

Ob bei einem konkreten Unternehmen faire KGVs eher sinken oder steigen, hängt damit stark davon ab, welche Kombination aus vier Faktoren ein Unternehmen hat: (1) Preissetzungsmacht, (2) Abhängigkeit von offenen globalen Märkten, (3) Fähigkeit, Lieferketten resilient aufzubauen, ohne die Renditen zu zerstören, und (4) politisch-regulatorische Exponierung. Unternehmen mit hoher Preissetzungsmacht und einem geringem geopolitischem „Risiko“ können Deglobalisierung sogar nutzen: Sie können ihre Preise erhöhen, Lieferketten neugestalten, Marktanteile von schwächeren Wettbewerbern gewinnen und die Stabilität der Cashflows verbessern. Für solche „Resilienz-Gewinner“ ist ein stabiles bis höheres faires KGV denkbar und sogar plausibel.

Dagegen stehen Geschäftsmodelle, deren Wettbewerbsfähigkeit auf globaler Kostenarbitrage basiert (die Produktion wird dorthin verlegt, wo es am billigsten ist; der Verkauf findet dort statt, wo die Zahlungsbereitschaft hoch ist) massiv unter Druck.

Auf der Ebene von Sektoren ergeben sich daraus einige typische Muster. Exportorientierte Industrien mit komplexen, global verzweigten Wertschöpfungsketten (z. B. Teile des Maschinenbaus, Autozulieferer, Chemie mit globalen Vorprodukten) dürften in eine Welt mit niedrigeren fairen KGVs driften, wenn Margen strukturell unter Druck geraten und der Investitionsbedarf steigt. Bei Konsumgütern erscheint eine differenzierte Sichtweise sinnvoll: Premium- und Markenanbieter mit Preissetzungsmacht können Kosten besser weitergeben (tendenziell stabilere Multiples), während Hersteller von Massenware stärker leiden dürften.

Auch im Bereich Technologie gibt es keine eindeutige Richtung: Digitale Plattformanbieter mit Grenzkosten nahe Null und wenig physischen Lieferketten sind weni-

ger direkt betroffen, aber sie tragen gewisse regulatorische und geopolitische Risiken. Schließlich können Plattform-Anbieter schnell durch staatliche Maßnahmen von ganzen Märkten verdrängt oder so besteuert werden, dass Aktivitäten ad hoc weniger wirtschaftlich sind.

Hardware- und Halbleiterketten sind einer Deglobalisierung grundsätzlich negativ ausgesetzt, vor allem dann, wenn aus einem schleichenden Trend zu Deglobalisierung abrupte Lieferkettenunterbrechungen werden. Dieses grundsätzliche Risiko sollte sich ebenfalls tendenziell in fallenden fairen KGVs niederschlagen. Energie und Infrastruktur könnten dagegen profitieren, weil ein erhöhtes Maß an Resilienz häufig Energiesicherheit, Netzausbau, Speicher, Effizienz und zusätzliche lokale Kapazitäten erzwingt.

Rüstung und Sicherheit sind zudem ein ganz offensichtlicher Profiteur einer geopolitisch fragmentierteren Welt; hier können steigende Auftragsbestände und politische Prioritäten das faire KGV stützen, zumal der Sektor historisch oft mit Abschlägen bewertet wurde.

Bei Banken und Versicherungen ist der Effekt zweischneidig. Einerseits steigen in fragmentierten Welten Unsicherheit und Kreditrisiken, was eigentlich für niedrigere Multiples spricht. Andererseits kann ein Umfeld mit strukturell höheren Inflations- und Zinsniveaus die Ertragskraft (z. B. Zinsmargen) stützen. Entscheidend ist, ob die Deglobalisierung eher wachstumsdämpfend (mehr Stagflationsrisiko) oder investitions- und fiskalgetrieben (Reindustrialisierung, Verteidigung, Infrastruktur) geprägt ist.

Grundsätzlich lässt sich zudem sagen, dass in einer Deglobalisierung Eigenschaften relevanter werden, die

in der Hyperglobalisierung eher als ineffizient gelten. Dazu gehören eine regionale Produktion, eine Lieferantenvielfalt und eine hohe Kompetenz im Betrieb von Lagern. Das verändert die Art, wie Investoren Wachstum beurteilen und letztlich bepreisen: Wachstum, das primär auf fragilen globalen Strukturen mit möglichen zukünftigen Engpässen beruht, bekommt einen Abschlag; Wachstum, das aus der Umstellung selbst entsteht (Reindustrialisierung, Sicherheit, Energieumbau), bekommt eher einen Aufschlag.

Die Deglobalisierung verschiebt dementsprechend die Parameter, die hinter jedem „fairen KGV“ stehen. Margen gehen in dieser Welt tendenziell nach unten (außer bei einer hoher Preissetzungsmacht), der Kapitalbedarf steigt, und die Unsicherheit steigt ebenfalls – allerdings nicht zwingend bei den Anbietern, die den Umbau ermöglichen und davon profitieren.

Plausibel ist somit eine Welt, in der die Bewertungslandschaft heterogener wird. Es wird vermutlich eine größere Spreizung zwischen Gewinnern und Verlierern geben, wobei allerdings der Durchschnitt über alle Bewertungskennzahlen leicht sinken dürfte. Das passiert aber nicht über Nacht, sondern vermutlich kontinuierlich im Laufe der kommenden Jahre, und das Schritt für Schritt. Trotzdem ergibt es Sinn, sich jetzt schon darauf einzustellen und Portfolios behutsam an die sich anbahnende neue Welt anzupassen. Wer hier zu spät kommt, den bestraft das Leben – und in dem Fall vor allem die Kapitalmärkte.

Dr. Christian Jasperneite

## Marktdaten im Überblick

Aktienmärkte (in lokaler Währung)	Stand	Veränderung zum				
	23.04.2026	16.04.2026	20.03.2026	22.01.2026	22.04.2025	31.12.2025
	13:40	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
S&P 500	7138	1,4%	9,7%	3,3%	35,0%	4,3%
Nasdaq	24658	2,3%	13,9%	5,2%	51,3%	6,1%
Russell 2000	2785	2,4%	14,2%	2,4%	47,4%	12,2%
DAX	24092	-0,3%	7,6%	-3,1%	13,1%	-1,6%
MDAX	30750	-0,6%	10,6%	-3,0%	12,7%	0,4%
TecDAX	3664	0,3%	7,1%	-1,1%	7,0%	1,1%
EuroStoxx 50	5871	-1,0%	6,7%	-1,4%	18,3%	1,4%
Stoxx 50	5052	-0,9%	5,7%	-0,1%	19,3%	2,7%
Nikkei 225	59140	-0,6%	10,8%	10,2%	72,8%	17,5%
MSCI Welt	4630	0,7%	9,1%	2,9%	32,7%	4,5%
MSCI Welt SRI	4087	1,0%	9,7%	0,4%	29,1%	3,7%
MSCI Emerging Markets	1607	0,2%	9,8%	7,5%	49,7%	14,4%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>						
Bund-Future	125,71	27	45	-205	-624	-186
Bobl-Future	115,60	-9	28	-69	-413	-56
Schatz-Future	105,89	-8	21	-92	-178	-90
3 Monats Euribor	2,16	-8	5	13	-3	14
3M Euribor Future, Dez 2026	2,66	4	-22	58	89	55
3 Monats \$ Libor	3,69	-1	-5	-2	-64	2
Fed Funds Future, Dez 2026	3,57	0	-16	34	38	51
10-jährige US Treasuries	4,32	1	-6	7	-8	18
10-jährige Bunds	3,03	3	2	19	63	21
10-jährige Staatsanl. Japan	2,43	5	18	23	114	39
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,41	-1	5	14	-1	9
IBOXX AA, €	3,54	-2	-12	24	56	21
IBOXX BBB, €	3,81	-2	-18	30	32	24
<b>Rohstoffmärkte</b>						
Rohöl Brent	102,88	3,4%	-8,5%	60,5%	52,5%	69,1%
Gold	4702,16	-2,2%	2,5%	-3,5%	37,2%	8,7%
Silber	77,72	-0,9%	14,7%	-19,2%	138,8%	9,0%
Kupfer	13374,19	1,3%	13,0%	5,5%	43,0%	7,4%
Eisenerz	107,11	0,0%	1,2%	0,6%	7,2%	0,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	2675	6,0%	30,1%	51,9%	112,1%	42,5%
<b>Devisenmärkte</b>						
EUR/ USD	1,1680	-0,9%	1,1%	-0,2%	1,8%	-0,6%
EUR/ GBP	0,8654	-0,6%	-0,3%	-0,6%	0,9%	-0,9%
EUR/ JPY	186,51	-0,4%	1,7%	0,3%	15,8%	1,3%
EUR/ CHF	0,9172	-0,6%	0,8%	-1,2%	-1,6%	-1,5%

Quelle: LSEG Datastream



Carsten Klude  
+49 40 3282-2572  
cklude@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite  
+49 40 3282-2439  
cjasperneite@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller  
+49 40 3282-2452  
rhaller@mmwarburg.com

Simon Landt  
+49 40 3282-2401  
mlandt@mmwarburg.com

Martin Hasse  
+49 40 3282-2411  
mhasse@mmwarburg.com

Jan Mooren  
+49 40 3282-2132  
jmooren@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.  
Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.