

# *Marktperspektiven*

*«Déjà-vu»*



## «Déjà-vu»



Der Begriff «Perspektive» leitet sich aus dem lateinischen «perspicere» (genau sehen/betrachten, durchschauen) ab und bedeutet gemäss Duden (unter anderem): «Betrachtungsweise von einem bestimmten Standpunkt aus; Aussicht für die Zukunft». Damit wissen Sie, werte Leserinnen und Leser, was Sie von unserer neuen Anlagepublikation «Marktperspektiven» erwarten dürfen, die Sie hiermit erstmals vor sich haben: einen Blick auf und hinter die Marktgeschehnisse sowie eine Einschätzung, wie es an den Finanzmärkten weitergeht.

2024 ist einiges passiert. Eine kleine Auswahl, ohne Gewichtung und Anspruch auf Vollständigkeit: die Wende in der Geldpolitik und die Wachstumsschwäche der Eurozone im Gegensatz zu den wachstumsstarken USA. Das KI-induzierte Kursfeuerwerk bei Nvidia (2024: +171 %!) und der Crash in Japan am 5. August (-11 %). Neue Rekordstände beim Gold und vor allem beim Bitcoin sowie der Höhenflug des US-Dollars. Gescheiterte Regierungen in Deutschland, Frankreich und Grossbritannien. Und last, but not least, die neuerliche Wahl Donald Trumps zum US-Präsidenten.

Während 2024 all dies passiert ist, wird 2025 das Jahr sein, in welchem wir mit den Auswirkungen einiger dieser Ereignisse und Entwicklungen konfrontiert werden. Und bei gewissen Aspekten beschleicht einen das Gefühl eines Déjà-vu. Etwa die erneute Wahl Donald Trumps. Damit verbunden sind einerseits die Erwartungen einer wirtschafts- und marktfreundlichen Politik. Andererseits bringt sie auch Unsicherheit, wenn beispielsweise die Ankündigung neuer Zölle nicht nur Drohkulisse bleibt, sondern diese Zölle tatsächlich in heute noch unbekannter Höhe eingeführt werden. Das erinnert doch schwer an Trumps erste Amtsperiode vor acht Jahren.

Oder als der neue Chef der Schweizerischen Nationalbank (SNB), Martin Schlegel, nach den ohnehin überraschend frühen und ausgeprägten Zinssenkungen seine Bereitschaft betonte, notfalls wieder Negativzinsen einzuführen. Dann denkt man an 2014, als die Europäische Zentralbank (EZB) und später die schwedische Riksbank, die SNB und die Bank of Japan den Leitzins ins Negative drückten. Es wird zwar vermutlich nicht so weit kommen, aber nur schon der Gedanke an den «Sündenfall» weckt unguete Gefühle.

Oder der aktuelle Hype um die künstliche Intelligenz (KI). Er erinnert an die Interneteuphorie um die Jahrtausendwende. Letztlich entpuppte sich das Internet als Mittel zum Zweck, als wertvolles Instrument, um neue Geschäftsmodelle aufzubauen, innovative Produkte zu entwickeln oder neue Absatzmärkte zu erschliessen. Ähnliches bahnt sich mit der KI an. Erfolgreich wird sein, wer die KI gewinnbringend einsetzen kann.

Diese und viele hier nicht genannte Aspekte sowie solche, die wir heute noch gar nicht kennen, werden uns in den kommenden Monaten beschäftigen. An dieser Stelle wollen wir Ihnen dazu jeweils Analysen und Einschätzungen geben. Es bleibt mir, Ihnen alles Gute für das soeben angebrochene Jahr 2025 zu wünschen sowie eine anregende und inspirierende Lektüre der ersten «Marktperspektiven».

Thomas Heller  
Chief Investment Officer

## Wachstumsaussichten intakt

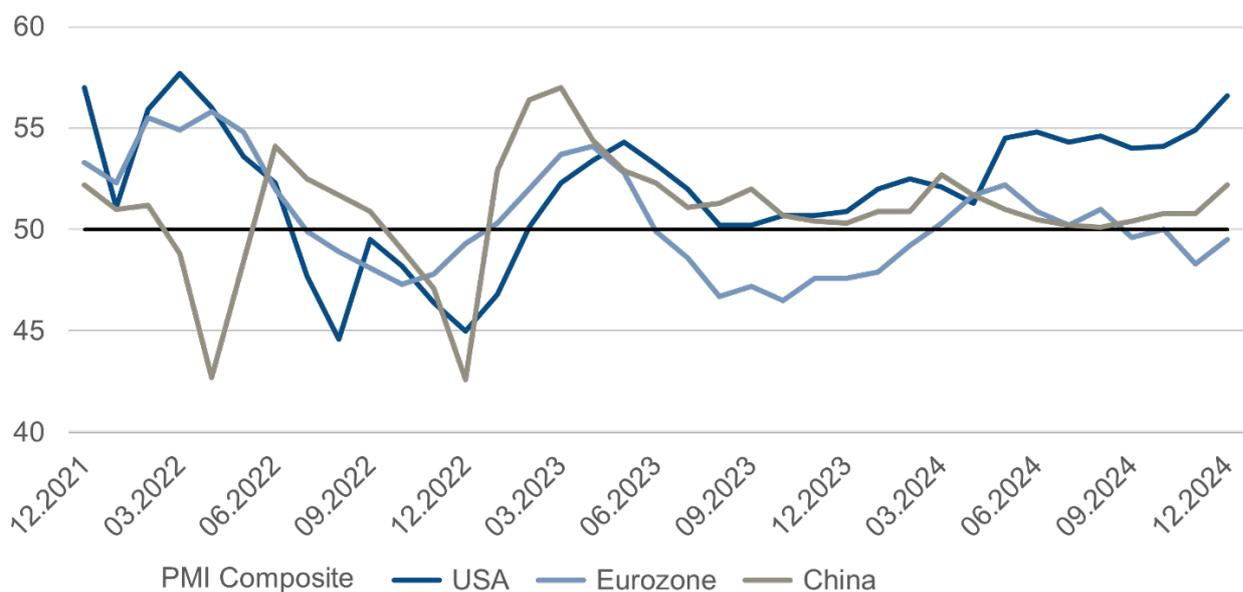
### US-Wirtschaft läuft ...

Konjunkturell hat sich die Schere zwischen den USA und dem Rest der Welt, namentlich der Eurozone und China, weiter geöffnet. Während die US-Wirtschaft noch immer robust wächst, tut sich die Eurozone nach wie vor schwer, China für seine Verhältnisse ebenso. Das lässt sich aus der Entwicklung der Einkaufsmanagerindizes (PMI) herauslesen. Der Composite PMI – der die gesamtwirtschaftliche Entwicklung abbildet – ist im Dezember in den USA auf den höchsten Stand seit März 2022 gestiegen und zeigt damit ein starkes Wachstum an. In der Eurozone hat die Wachstumsdynamik ab dem Frühjahr hingegen stetig nachgelassen. Seit September notiert der Composite PMI für die Eurozone sogar unter der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. In China hält er sich knapp darüber (vgl. Abb.).

### ... auch 2025 gut

Diese Wachstumsdivergenz dürfte im Wesentlichen auch 2025 Bestand haben. Getragen von einem trotz leichter Abschwächung noch immer intakten Arbeitsmarkt und entsprechend ausgabefreudigen Konsumenten, aber auch gestützt von der Politik der neuen Regierung, welche die inländische Wirtschaft zumindest kurzfristig begünstigt, bleiben die USA die globale Wachstumslokomotive. Europa wächst, wenn auch langsam. China, das bereits unter dem schwachen Immobilienmarkt leidet, könnte zusätzlich durch die amerikanischen Importzölle belastet werden.

### USA und Eurozone driften auseinander



Einkaufsmanagerindizes (PMI); Quelle: Bloomberg

## Zölle als Risikofaktor

Die Ausgestaltung der angekündigten US-Importzölle ist eine der grossen Unbekannten und mithin ein Risikofaktor für 2025: Werden sie tatsächlich eingeführt? Für welche Länder? Für welche Produkte? In welcher Höhe? China dürfte auf jeden Fall betroffen sein, das Handelsdefizit mit China (vgl. Abb.) war Trump schon immer ein Dorn im Auge. Aber vermutlich auch Länder, die in der Vergangenheit von der Umgehung der Zölle profitiert und ihre Exporte in die USA erhöht haben, wie Mexiko, Vietnam oder Malaysia. Trump wird allerdings darauf bedacht sein, die amerikanische Wirtschaft nicht zu stark zu beeinträchtigen. Unter dieser Annahme eines besonnenen Vorgehens sind höhere Zölle für Wachstum und Inflation zwar negativ, dürften aber verkraftbar sein.

## US-Handelsbilanz mit China klar negativ



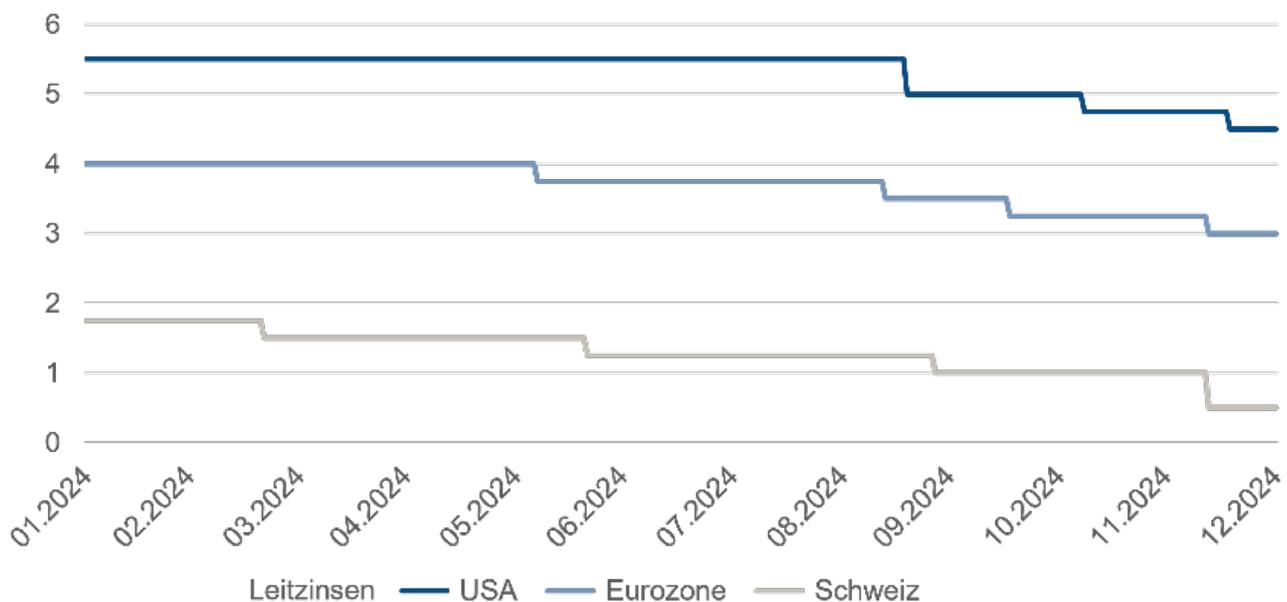
Handelsbilanz in Mrd. USD; Stand 30.09.2024; 2024 = Jan.-Sept.; Quelle: Bureau of Economic Analysis, eigene Berechnungen

## Zinssenkungszyklus setzt sich fort

### Niedrigere Leitzinsen

Der Zinssenkungszyklus, den die meisten westlichen Notenbanken im vergangenen Jahr eingeleitet haben, wird sich 2025 fortsetzen. Die Wachstumsperspektiven sind zwar intakt, die Konjunktur läuft aber nicht heiss, sodass die Geldpolitik ihren eingeschlagenen Lockerungspfad beenden müsste. Es wird also zu weiteren Leitzinssenkungen kommen, in der Eurozone etwas ausgeprägter als in den USA. Letztere wachsen stärker und die Inflation ist doch noch ein gutes Stück vom 2%-Ziel der amerikanischen Notenbank (Fed) entfernt. Und auch wenn der inflationäre Effekt der möglichen Importzölle nicht allzu gross ausfallen dürfte, sind damit gewisse Risiken verbunden. Entsprechend hat die Fed an ihrer letzten Sitzung 2024 klar signalisiert, dass sie wohl zurückhaltender agieren wird, als man das bis vor wenigen Wochen noch erwartet hatte. Mehr als zwei Zinssenkungen à 25 Basispunkte (0.25 %) werden es in den USA kaum sein, während die Europäische Zentralbank bis zu vier Mal an der Zinsschraube drehen wird.

### Schweizerische Nationalbank preschte vor



Leitzinsen in %; Quelle: Bloomberg

Auf die Zukunft gerichtete Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

### Sonderfall Schweiz: Drohen Negativzinsen?

Spannend wird es in der Schweiz. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) ist vergangenes Jahr, was Zeitpunkt (März) und Ausmass (125 Basispunkte) betrifft, vorgeprescht. Sie senkte die Zinsen drei bzw. sechs Monate vor der EZB bzw. der Fed und insgesamt um 25 Basispunkte mehr als die beiden führenden Notenbanken. Bei einem Leitzins von noch 0.5 % hat die SNB einen grossen Teil der Munition verschossen, um sich mit Zinssenkungen gegen den möglichen weiteren Aufwertungsdruck auf den Schweizer Franken zu stellen. Es bleiben Devisenmarktinterventionen oder ... Negativzinsen! Dieses Stichwort macht in der Schweiz wieder die Runde, seit SNB-Chef Martin Schlegel kürzlich Negativzinsen explizit weiterhin als Teil des Werkzeugkastens der SNB bezeichnet hat. Wir rechnen allerdings nicht damit, dass es so weit kommen wird.

### Rückläufige Kapitalmarktrenditen

Die langfristigen Zinsen bewegen sich in einem Spannungsfeld von steigender Staatsverschuldung und hohem Refinanzierungsbedarf vieler Länder (u. a. USA), fallender, aber immer noch erhöhter Inflation (und dem Risiko der Zölle) sowie sinkenden Leitzinsen. Nach der jüngsten Aufwärtsbewegung ist die Luft für einen weiteren Anstieg dünner geworden. Von den aktuellen Niveaus aus ist eher mit einem leichten Rückgang der langfristigen Zinsen zu rechnen.

### USA: Folgen die langfristigen Zinsen dem Leitzins?



Leitzinsen in %; Quelle: Bloomberg

Auf die Zukunft gerichtete Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

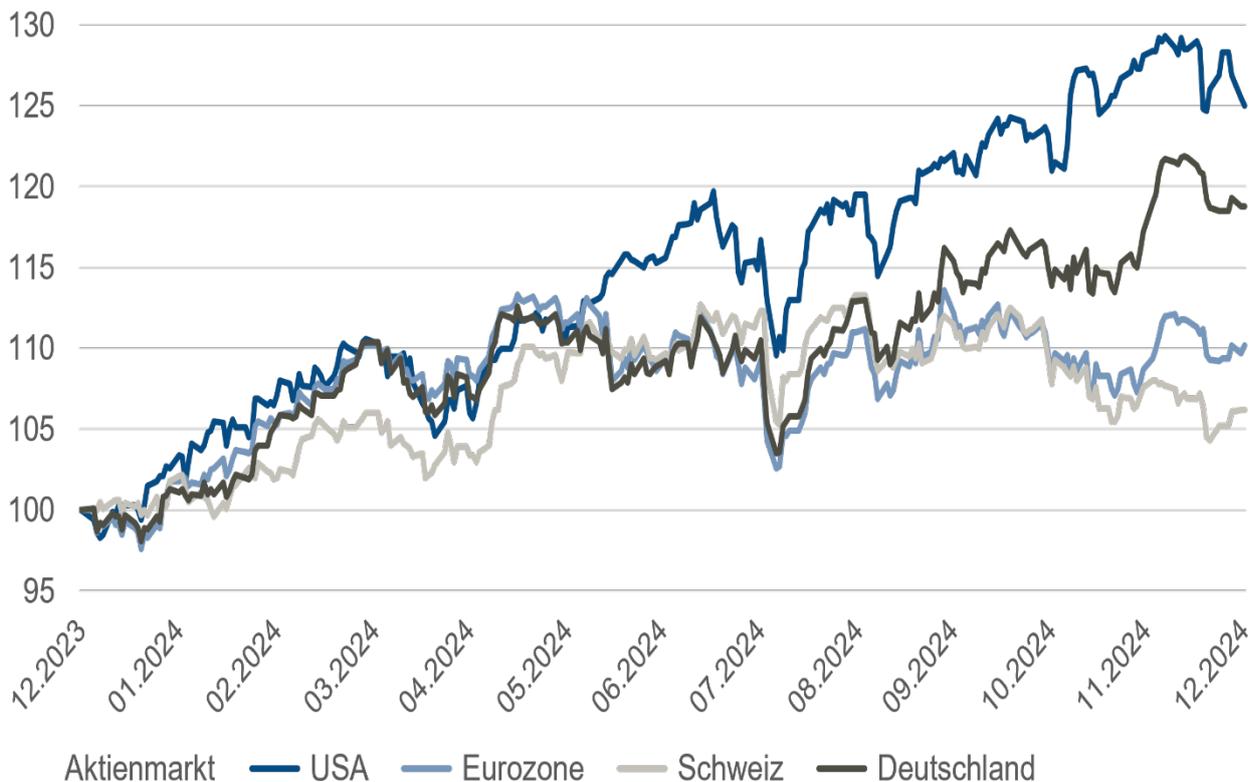
## Aktien USA erneut vorneweg

### Erfolgreiches 2024

### Schwergewichte prägen Indizes

Auch wenn die oft zu beobachtende Weihnachtsrally im Dezember dieses Mal mehrheitlich ausblieb, blicken wir auf ein erfolgreiches Aktienjahr 2024 zurück. Der amerikanische Aktienmarkt hat dabei die hiesigen Börsenplätze einmal mehr klar überflügelt. US-Aktien legten 2024 um 25 % zu, die Aktienmärkte der Eurozone und der Schweiz um gut 10 % bzw. 6 % (jeweils in Lokalwährung, vgl. Abb.). In Europa sticht der DAX mit einem Plus von fast 19 % heraus. Auffällig in Deutschland wie auch in den USA, dass einige wenige Titel massgeblich zur Gesamtperformance beigetragen haben. Im DAX waren es Schwergewichte wie SAP, Allianz und Deutsche Telekom, die sich sehr gut entwickelt und den Gesamtindex nach oben gezogen haben. Ein ähnliches Phänomen war in den USA zu beobachten, wo zehn Titel – unter ihnen die als «Magnificent 7» bekannten Unternehmen Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia und Tesla – mehr zur Performance des Gesamtmarktes beigetragen haben als die restlichen 490 Firmen des S&P 500. Allein Nvidia war 2024 für fast ein Fünftel der Gesamtperformance verantwortlich. In der Schweiz sorgte das Indexschwergewicht Nestlé mit einem Minus von gut 20 % dafür, dass die Performance des Swiss Performance Index (SPI) mit den genannten 6 % im Vergleich niedriger ausfiel.

### 2024: USA und Deutschland schwingen obenaus

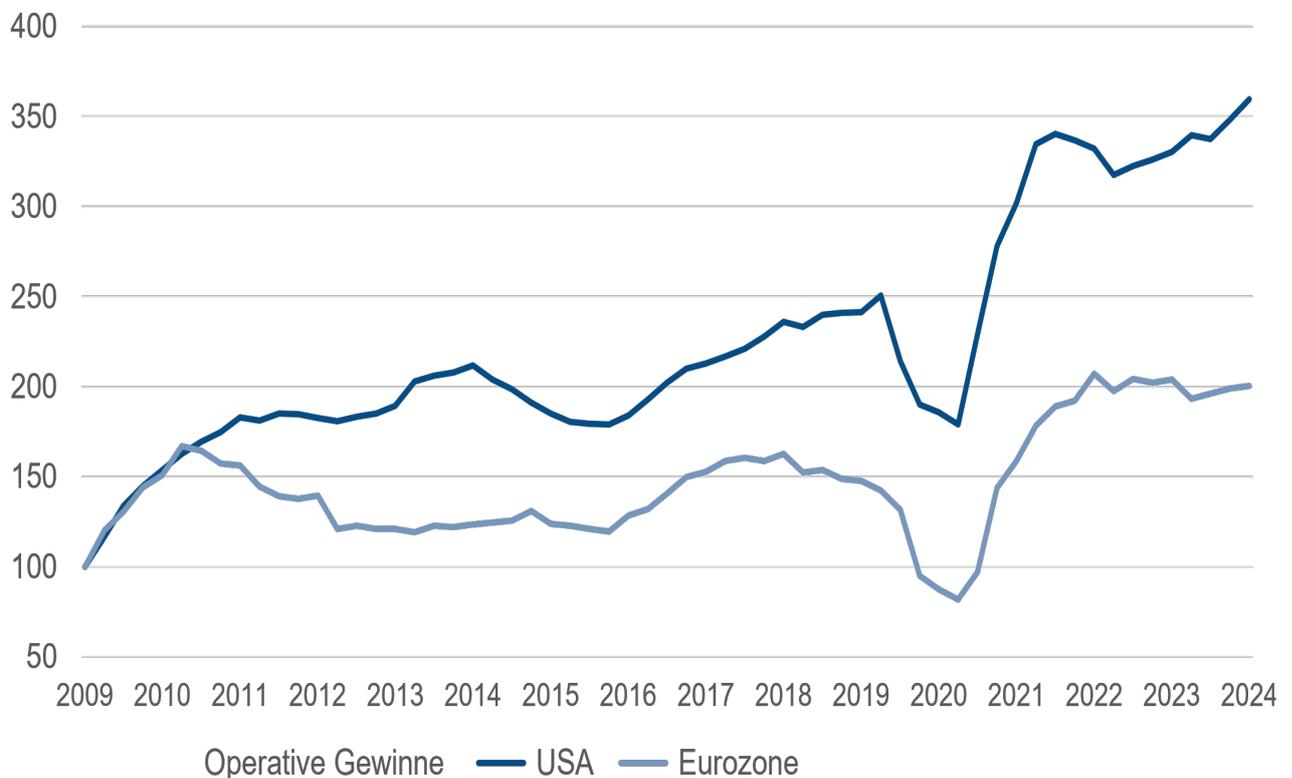


Wertentwicklung, indiziert, 31.12.2023 = 100, Quelle: Bloomberg; Auf die Zukunft gerichtete Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Die Wertentwicklung kann durch Währungsschwankungen beeinflusst werden, wenn die Basiswährung des Finanzinstruments/Index von CHF (für die Schweiz) / EUR (für Deutschland) abweicht. Die Rendite kann infolge der Währungsschwankungen steigen oder fallen.

## Gute Gewinnsituation

Die intakte Konjunktur, die Aussicht auf niedrigere Zinsen sowie die Tatsache, dass die Unternehmen vor allem in den USA immer noch gutes Geld verdienen (vgl. Abb.), bilden ein weiterhin positives Umfeld für Aktien, auch wenn keine Wiederholung der sehr guten Performance von 2024 zu erwarten ist. Limitierend wirken könnten die von Trump ausgehenden Unsicherheiten sowie die in den USA hohen Bewertungen. Letzteres ist per se kein Problem, doch es braucht in einer solchen Situation weniger für einen Rücksetzer, als wenn die Bewertungen weniger sportlich sind. Die Musik spielt wohl erneut in Übersee, der US-Markt dürfte auch 2025 den europäischen Markt schlagen. Für eine Überraschung in Europa bräuchte es einen «externen Auslöser». Etwa eine Entspannung im Ukraine Konflikt oder stabile(re) Regierungsverhältnisse in Deutschland und Frankreich.

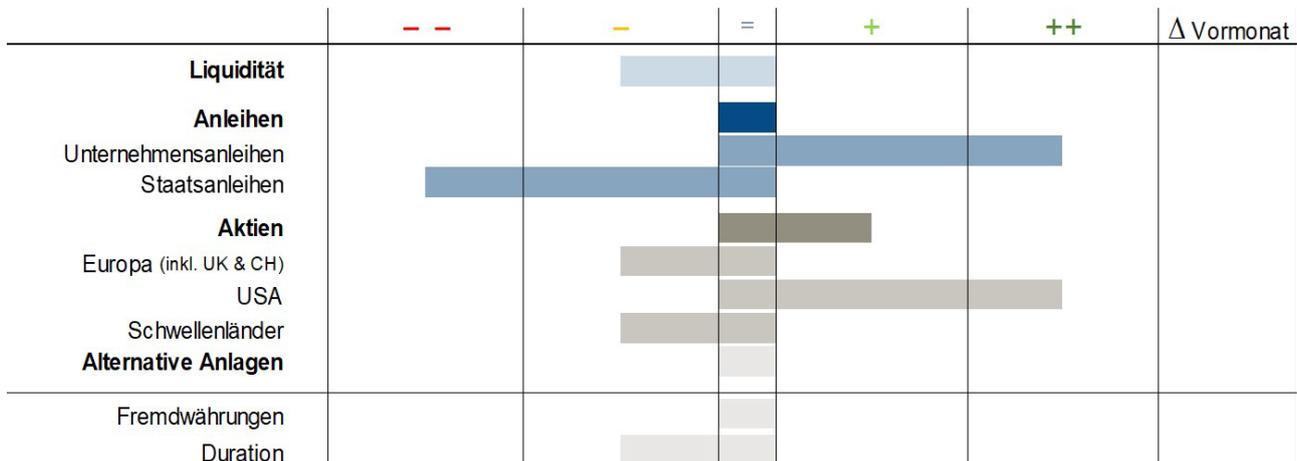
## Gute Gewinnsituation der Unternehmen



Operative Gewinne, indiziert, Q4 2009 = 100; Quelle: Bloomberg; Frühere Entwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige 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

#### Basisszenario:

In unserem Basisszenario gehen wir weiterhin von einem robusten Wachstum in den USA und einer (zaghafte) Erholung in Europa aus. China befindet sich – u. a. mit staatlicher Unterstützung – auf verhaltenem Wachstumskurs.

Der Zinssenkungszyklus der Notenbanken setzt sich fort, in der Eurozone ausgeprägter als in den USA. Die langfristigen Zinsen schwanken um die aktuellen Niveaus mit leicht sinkender Tendenz.

Die intakte Konjunktur, sinkende (Leit-)Zinsen und die noch immer gute Gewinnsituation der Unternehmen bilden ein «konstruktives» Umfeld für Aktien. Limitierend wirken könnten die von der neuen US-Regierung ausgehenden Unsicherheiten sowie die in den USA hohen Bewertungen.

#### Positionierung:

In unseren Benchmark-orientierten Strategien sind wir in Aktien übergewichtet. Das Übergewicht geht dabei vollständig zugunsten der USA. In Europa und in den Schwellenländern bleiben wir untergewichtet. Auf der Anleihe-seite bevorzugen wir Unternehmens- gegenüber Staatsanleihen. Liquidität halten wir aktuell etwas weniger als in der langfristigen Strategie vorgesehen.

## 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  
Junghofstraße 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  
Junghofstraße 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

Redaktionsschluss: 7. Januar 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 Tätigkeit 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.