

***Marktperspektiven***  
**«Ökonomische Unvernunft»**



## «Ökonomische Unvernunft»



Einer der Vorteile der Wiederwahl Donald Trumps ist, dass es dank seiner ersten Amtszeit von 2017 – 2021 eine Blaupause gibt für sein Denken und Handeln heute. Das heisst, dass man als Marktbeobachter auch schon mal alte Analysen und Berichte hervorholen kann, die lediglich auf 2025 «gepimpt» werden müssen. So findet Trump damals wie heute, dass die USA im globalen Handel benachteiligt würden. Beleg dafür seien die Handelsbilanzdefizite, welche die USA mit vielen Ländern aufweisen. Beheben will er dies mit Zöllen auf importierte Güter. Ist das eine begründbare und zielführende Herangehensweise?

Die Tatsache, dass sich das Handelsbilanzdefizit auch in Trumps erster Amtszeit weiter ausgeweitet hatte, zeigt, dass Zölle sein «Problem» kaum lösen. Zwei kurze volkswirtschaftliche Abhandlungen verdeutlichen, dass sie sich auch ökonomisch kaum begründen lassen.

In einer offenen Volkswirtschaft gilt, dass die Differenz zwischen den einheimischen Ersparnissen (S) und den Investitionen (I) dem Aussenbeitrag, d. h. den Exporten minus den Importen ( $X - M$ ) entspricht:  $S - I = X - M$ . Ein negativer Aussenbeitrag ( $X < M$ ) wie in den USA entsteht nur, wenn die Investitionen die Ersparnisse übersteigen ( $I > S$ ). Das heisst, die Amerikaner sparen zu wenig und geben zu viel aus. Sofern sie nicht beginnen, mehr zu sparen und/oder weniger zu investieren, erfolgt der Ausgleich über den Aussenbeitrag. Mit anderen Worten: Sie sind auf Importe angewiesen. Das Handelsbilanzdefizit ist das Resultat des Spar- und Investitionsverhaltens der amerikanischen Haushalte und Unternehmen und somit primär hausgemacht.

Die Gleichung für die Berechnung des Bruttoinlandsprodukts (BIP) lautet: Privater Konsum (C) + Staatsausgaben (G) + Investitionen (I) + Aussenbeitrag ( $X - M$ ).  $BIP = C + G + I + X - M$ . Es ist wohl das Minus vor den Importen, das Trump irritiert. Da diese von der inländischen Produktion abgezogen werden, sind sie aus seiner Sicht schlecht. Das greift viel zu kurz. Denn die Importe fliessen in den Konsum und in die Investitionen, was das BIP steigert. Beim Versuch, die «schlechten» Importe einzudämmen und «gutes» Investitionskapital anzulocken, beisst sich die Katze in den Schwanz.

Dieser ökonomische Exkurs ist allerdings nur ein Aspekt der laufenden Debatte. Es geht Trump auch darum, mit den Zollandrohungen politischen Druck aufzubauen, um Zugeständnisse in anderen Bereichen zu erreichen. Das Muster: Ankündigung von Zöllen, angedrohte Gegenzölle, Verhandlungen (z. B. über Grenzsicherung), Aufschub, neuerliche Ankündigungen, Vollzug eines ersten Schrittes mit der Drohung weiterer Schritte. Das kennt man aus seiner ersten Amtszeit, dieses Mal beispielhaft durchexerziert mit Mexiko und Kanada. Natürlich reagieren die betroffenen Länder mit Gegenmassnahmen. Auch China und die EU werden dagegenhalten. Es wird dabei höchstens politische Sieger geben. Wirtschaftlich gibt es vor allem Verlierer.

Auch die Finanzmärkte, die zuletzt bereits etwas nervöser reagiert haben, werden das auf Dauer nicht goutieren. Ein eskalierender Handelskonflikt hat das Potenzial, in der Wirtschaft und an den Märkten erheblichen Schaden anzurichten. Donald Trump ist ein Mann der Wirtschaft und der Märkte. Es bleibt zu hoffen, dass die ökonomische Vernunft doch noch obsiegt.



Thomas Heller  
Chief Investment Officer

## Handelskonflikt erhöht Unsicherheit

### Verschlechterte Stimmung

Jüngst gab es aus den USA vereinzelt schwächere Wirtschaftsdaten, ohne dass diese die grundsätzlich nach wie vor intakte Konjunktur in Frage stellten. Aber die Stimmung sowohl unter den Kleinunternehmen wie auch unter den Konsumenten war zuletzt rückläufig, wenngleich immer noch auf hohem Niveau. Dazu passen auch die zum Jahresauftakt gesunkenen Detailhandelsumsätze. Die zuweilen erratische Politik der neuen US-Regierung, etwa die Androhung (und mittlerweile erfolgte Einführung) von Importzöllen, dürfte für die zunehmende Unsicherheit bei Konsumenten und Produzenten mitverantwortlich sein.

Auf der positiven Seite zu vermelden sind der Einkaufsmanagerindex (PMI) für den Dienstleistungssektor, der im Februar zum 25. Mal in Folge über der Wachstumsschwelle von 50 Punkten lag, sowie die Belegung im verarbeitenden Gewerbe – der Industrie-PMI notierte zum Jahresauftakt über 50 Punkten (vgl. Abb. Seite 5). Ausserdem entwickelt sich der amerikanische Arbeitsmarkt weiterhin solide. Im Februar wurden erneut über 150'000 neue Stellen geschaffen und die Arbeitslosenquote verharrte auf tiefen 4.1 %. Insgesamt bleibt die US-Konjunktur vergleichsweise robust.

### Staatliche Unterstützung

Der Handelskonflikt droht die Konjunktur stärker zu belasten, als man dies vor der angelaufenen Eskalation erwarten konnte. Wie stark die amerikanischen Importzölle und die von den betroffenen Ländern erhobenen Gegenzölle den Wirtschaftsverlauf tatsächlich beeinflussen werden, hängt davon ab, welche Massnahmen in welchem Umfang Bestand haben werden. Von Verhandlungen, mit Rücknahme oder Aufschub einzelner Beschlüsse (wie gerade bei mexikanischen und kanadischen Autoproduzenten), bis zu einer weiteren Verschärfung des Konflikts scheint alles möglich.

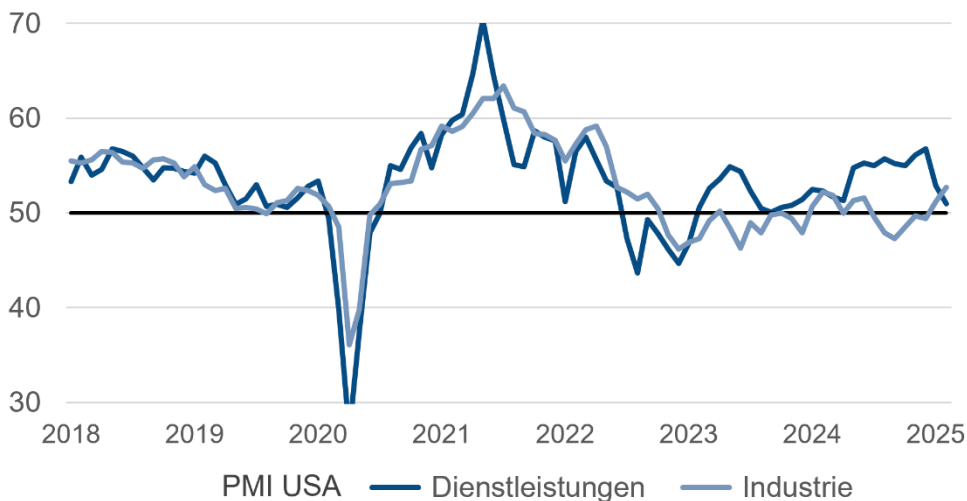
Aussichten auf konjunkturelle Unterstützung gibt es von staatlicher Seite. Die EU will die Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspakts lockern und in Deutschland steht in den Koalitionsverhandlungen zwischen CDU/CSU und der SPD eine weitgehende Reform der Schuldenbremse auf der Agenda. Auch wenn dabei insbesondere die Wiederaufrüstung im Fokus steht, dürfte die Wirkkraft über die reinen Rüstungsausgaben hinausgehen.

In China hat der Nationale Volkskongress das Wachstumsziel für 2025 auf 5.0 % festgelegt. Um dieses Ziel vor dem Hintergrund des Handelskonflikts mit den USA zu erreichen, wird das Budgetdefizit auf 4.0 % erhöht, so hoch wie nie seit 2010.

### Höhere Staatsschulden, höhere Inflation?

Nach Bekanntwerden der europäischen fiskalpolitischen Vorhaben stiegen nicht nur die Renditen von 10-jährigen europäischen Staatsanleihen, sondern auch die mittelfristigen Inflationserwartungen in der Eurozone an. Inwieweit umfangreiche staatliche Ausgabenprogramme die Inflation erhöhen, ist ungewiss. Abgesehen von dem Energiepreisschock und der Lieferkettenthematik in der post-pandemischen Phase wies die Eurozone seit ihrem Bestehen trotz umfangreicher geld- und fiskalpolitischer Massnahmen keine Tendenz zu hohen Inflationsraten auf. Vielmehr fehlte es an binnenwirtschaftlicher Nachfrage – diese könnte durch die angekündigten staatlichen Investitionen belebt werden.

### USA: Belebung im Industriesektor



Einkaufsmanagerindizes USA; Quelle: Bloomberg  
Historische Entwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Entwicklungen.

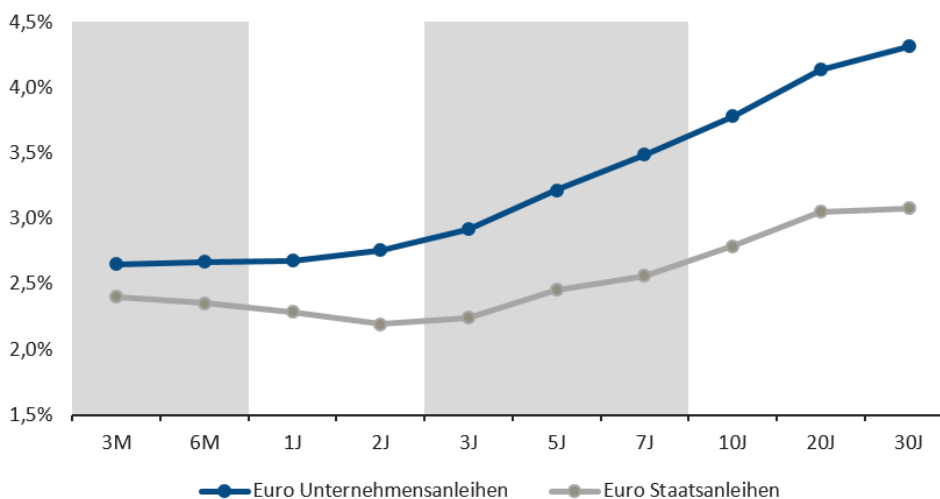
## Zwei Regionen, zwei Geschwindigkeiten

Während sich die EZB weiter auf dem Zinssenkungspfad befindet und Inflationsentwicklung und schwache Wachstumsszahlen ihr Handeln bekräftigen, ist die Gemengelage in den Vereinigten Staaten deutlich komplexer. Nach den höher als erwartet ausgefallenen Inflationszahlen im Februar zogen die mittelfristigen Inflations- und Zinserwartungen in den USA weiter an. Erst schwächere Wachstumsszahlen aus dem Konsumenten- und Produzentenbereich relativierten den Anstieg. Die Erwartungen für weitere Zinssenkungen stiegen Ende Februar daraufhin an. Aktuell werden drei Zinssenkungsschritte der US-amerikanischen Notenbank bis zum Jahresende erwartet. In der Eurozone ist dagegen das makroökonomische Stimmungsbild schon länger eingetrübt und die Inflationsrate nähert sich – mit der ein oder anderen kleineren Abweichung – dem Inflationsziel der EZB an. Diese Kombination gibt der EZB deutlich mehr Spielraum für Zinssenkungen als der Fed.

### Negative Realzinsen, aber intakte Zinsstruktur

Die Kapitalmarktakteure antizipieren bis zum Jahresende bereits einen Leitzins von unter 2.0 %. Die hätte zur Folge, dass bei einer Inflationsrate nahe Notenbankziel die Realzinsen wieder negativ werden würden. Betrachtet man allerdings nicht nur kurzfristige Zinsen, sondern bezieht auch längere Laufzeiten ein, so zeigt sich eine steigende Zinsstruktur. Die Zinsdifferenz zwischen der 2-jährigen deutschen Staatsanleihe und der 10-jährigen ist mit ca. 0.6 % (Stand 6.3.2025) wieder deutlich positiv. Die französischen Staatsanleihen weisen sogar eine Renditedifferenz (10 Jahre vs. 2 Jahre) von ca. 1.2 % auf (Stand 6.3.2025). Somit steigt die Attraktivität einer längerfristigen Anleihe relativ an, zumal kurzfristige Zinsen mit den antizipierten Zinssenkungen der EZB weiter nachgeben werden.

### Zinsstruktur in der Eurozone wird steiler



Quelle: Bloomberg

Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Entwicklung.

**(Geo-)politische Faktoren  
und ihre Auswirkungen  
auf die Rentenmärkte**

Die geopolitische Gemengelage hat auch im Februar zu zunehmenden Volatilitäten geführt. Während erste Zollerhöhungen gegenüber Mexiko, Kanada und China Anfang März wirksam geworden sind, wird die EU wohl das nächste Ziel von Trumps Zollpolitik sein. Zusätzlich sorgt der Nachrichtenfluss zu möglichen Waffenstillstandverhandlungen und europäischen Aufrüstungsplänen zusätzlich für ein Wechselspiel zwischen Risk-on und Risk-off. Gerade in Zeiten mit wachsender Unsicherheit eignen sich Staatsanleihen mittlerer und längerer Laufzeit gut als stabilisierende Beimischung im Portfolio. Nach Bekanntwerden von Plänen zu europäischen Investitionsprogrammen in den Bereichen Verteidigung, Infrastruktur, Innovation und Klima stieg die längere Rendite europäischer Staatsanleihen weiter stark an. Auch wenn diese Sondervermögen die Staatsschuldenquote anheben werden, ist die Gefahr von einer Verschlechterung der Zahlungsfähigkeit begrenzt. Wir sehen auf europäischer Seite die langfristigen Renditen als fair an.

## Korrekturen nach dynamischem Jahresstart

Nachdem die europäischen Leitindizes sehr erfreulich ins Jahr gestartet sind und sich im Gegensatz zu letztem Jahr stärker entwickelten als ihre amerikanischen Pendanten, kam es in der zweiten Februarhälfte zu kleineren Korrekturen. Ursachen für diese abwartende Stimmung an den Kapitalmärkten sind multifaktoriell. Während die Unternehmensberichte in den USA und auch in Europa mehrheitlich positiv überraschen, gibt es konjunkturell weniger Rückenwind. In den USA sorgte die Kombination aus leicht enttäuschenden Wirtschafts- und Inflationsdaten für eine verhaltene Anlegerstimmung. In Europa wechselten sich Optimismus bezüglich eines möglichen Waffenstillstands im russischen Angriffskrieg auf die Ukraine und Unsicherheiten aufgrund der trumpfischen Zollpolitik ab. Unter den geplanten und umgesetzten US-Zöllen bleibt auch der US-Kapitalmarkt nicht verschont – mit geplanten und bereits umgesetzten Gegenmassnahmen werden auch gezielt US-Unternehmen getroffen.

### USA: Rückenwind der Wirtschaftsdaten bleibt aus

Bereits mit den Inflationsdaten vom 12. Februar wurde die Hoffnung auf weitere schnelle Zinssenkungen in den Vereinigten Staaten weiter reduziert. Die Kernrate lag mit 3.3 % genau wie die Gesamtinflation mit 3.0 % leicht über den Erwartungen. Allerdings sind bei granularer Betrachtung vor allem volatile Komponenten, wie Transportkosten, für diese Abweichung verantwortlich. Ein strukturelles «Aufblähen» der Inflation bleibt unwahrscheinlich. Die nachlassende Dynamik am US-Arbeitsmarkt, schlechtere Einkaufsmanagerindizes im Servicebereich und eine abkühlende Konsumstimmung deuten allerdings auf eine Abkühlung der US-Volkswirtschaft hin. Eine Rezession scheint auf Basis der sehr starken Ausgangslage weit entfernt – lediglich der Rückenwind, der die Börse v. a. im zweiten Halbjahr des letzten Jahres trug, fehlt aktuell.

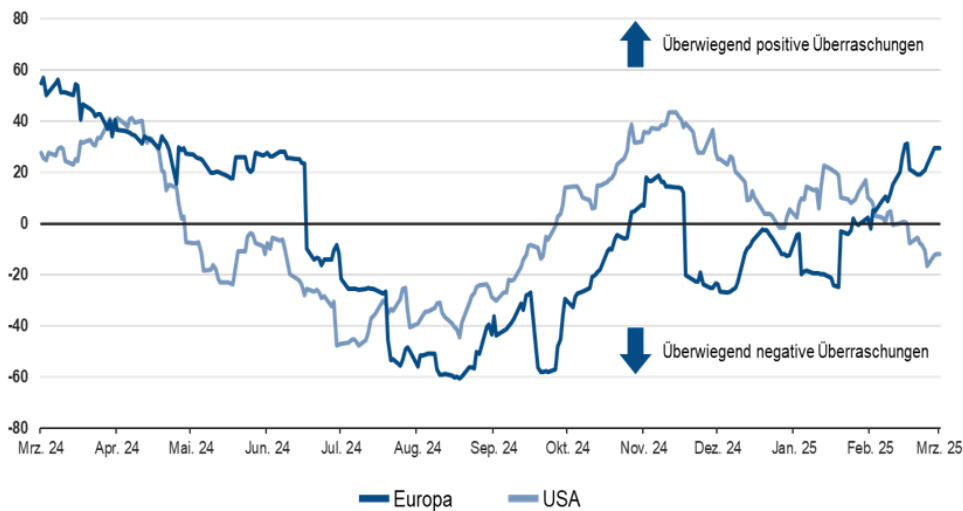
### Europa: zartes Pflänzchen des Frühlingserwachens

Der Economic Surprise Index, der misst, ob Wirtschaftsdaten besser oder schlechter als erwartet berichtet werden, weist für die Eurozone wieder positive Werte auf. Insbesondere die besser als erwarteten Einkaufsmanagerindizes des verarbeitenden Gewerbes geben Hoffnung. Wie nachhaltig diese Hoffnung auf einen wachsenden konjunkturellen Stimulus ist, bleibt abzuwarten. Für Deutschland gibt es gemischte Signale – während die ZEW-Daten positiver ausfielen, enttäuschte der ifo-Geschäftsklimaindex. Auch wenn der Stimulus im europäischen Binnenmarkt weiterhin niedrig ist, bleibt Europa mit einer nachlassenden Inflation, einer intakten Zinssenkungsphase und einer moderaten Bewertung des Aktienmarktes weiterhin ein essentieller Anlageschwerpunkt. Ein Waffenstillstand beim Russland-Ukraine-Konflikt, europäische fiskalpolitische Programme und ein Nachlassen der Zolldebatte können weitere Katalysatoren für die europäischen Börsen sein. Anfang März nahm die Volatilität nach dem Wirksam-



werden erster Zollerhöhungen und der Ankündigung einer starken Erhöhung des europäischen Verteidigungs- und Infrastrukturbudgets zu. Diese fiskalpolitischen Impulse können zu strukturell mehr Wachstum in Europa führen, belasten allerdings auch die Staatsverschuldung.

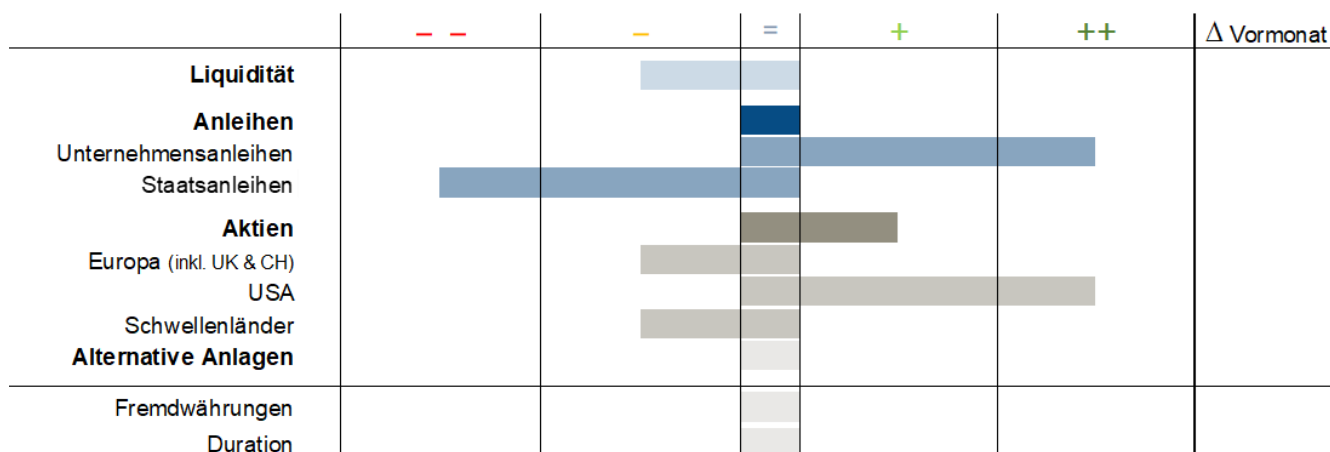
### Economic Surprise Index: Europa überrascht positiv



Citi Economic Surprise Indices; Stand 04.03.2025; Quelle: Bloomberg  
Historische Entwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Entwicklungen.

## 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 trotz einiger Verlangsamungsanzeichen weiterhin von einem robusten Wachstum in den USA aus. In Europa bestätigen positive Signale aus dem verarbeitenden Sektor die (zaghafte) Erholung. China befindet sich – u. a. mit staatlicher Unterstützung – auf verhaltenem Wachstumskurs. Der schwelende Handelskonflikt ist einer der Risikofaktoren für die globale Konjunktur.

Der Zinssenkungszyklus der Notenbanken setzt sich fort, EZB und Fed werden die Leitzinsen weiter senken. Die langfristigen Zinsen schwanken um die aktuellen Niveaus.

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 noch immer erhöhten 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 Anleienseite 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  
Redaktion: Thomas Heller, Tim Titze  
Redaktionsschluss: 6. März 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.