

Marktperspektiven

«Es läuft was – bis auf das eine»



«Es läuft was – bis auf das eine»



Im Handelskonflikt der USA gegen den Rest der Welt läuft einiges. Ein kurzer Abriss der wichtigsten Ereignisse der letzten zwei, drei Wochen: Am 26. Mai kündigte Donald Trump an, dass er ab dem 1. Juni auf Warenimporte aus der EU Zölle von 50 % erheben wolle. Nur zwei Tage später folgte eine erneute Kehrtwende. Nach Gesprächen mit EU-Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen hatte Trump einer Fristverlängerung bis zum 9. Juli zugestimmt, was im Grunde dem Ablaufdatum des ursprünglichen 90-tägigen Moratoriums vom 9. April entspricht. Seit dem 4. Juni gilt jedoch für Stahl- und Aluminiumimporte ein Zoll von 50 %. Erst im Februar war dieser auf 25 % festgelegt worden.

Dann hat ein US-Bundesgericht zahlreiche Zollverordnungen der Regierung für nichtig erklärt, insbesondere die Zusatzzölle sowie den globalen Basiszoll von 10 %. Kurz nach diesem Urteil hat wiederum ein Berufungsgericht die Zölle wieder in Kraft gesetzt. Zumindest vorläufig, bis geklärt ist, ob das Notrecht, auf das sich Trump beruft (International Emergency Economic Powers Act), dem Präsidenten tatsächlich die Befugnis gibt, solche Zölle einseitig zu erheben, oder eben nicht. Die Regierung hat verlauten lassen, dass sie bereit sei, dafür bis vor den obersten Gerichtshof zu ziehen. Sie gab ausserdem zu verstehen, dass sie auch andere Wege sehe, Zölle zu erheben, und denkt dabei in erster Linie an den Trade Act sowie den Trade Expansion Act. Zölle werden also vermutlich in irgendeiner Form und Höhe kommen bzw. bleiben. Trump will das so, unbedingt.

Auch der Konflikt zwischen den USA und China ist in Bewegung, allerdings nicht im positiven Sinn. Zwar hatten sich die beiden Parteien vor wenigen Wochen bei Verhandlungen in Genf darauf geeinigt, die gegenseitigen massiven Zölle für 90 Tage auszusetzen oder zumindest deutlich zu reduzieren, und wollten dieser Einigung weitere Gespräche folgen lassen. Was hingegen folgte, waren amerikanische Beschränkungen der Exporte nach China in verschiedenen Bereichen (Software, Speicherchips, Triebwerke) sowie die Ankündigung, die Visa von chinesischen Studenten in den USA zu annullieren. Die USA beschuldigen wiederum China, die Exporte von (dringend benötigten) seltenen Erden zu behindern. Beide Parteien deckten sich in der Folge mit gegenseitigen Vorwürfen ein, das Abkommen von Genf zu verletzen. Die Gespräche sind vorerst ins Stocken geraten. Ein Telefonat zwischen US-Präsident Trump und dem chinesischen Staatspräsidenten Xi Jinping Ende letzter Woche hat keine neuen Erkenntnisse gebracht. Dem Vernehmen nach sind sich die beiden Staatschefs lediglich einig gewesen, dass die Vereinbarung von Genf weiter umgesetzt werden soll und dass sie baldige neue Gespräche einleiten wollen – was seit vergangenem Montag wieder der Fall ist. In diesem Zusammenhang bemerkenswert ist ein Post von Trump in den Tagen vor dem Telefonat, wonach er den chinesischen Präsidenten möge (und schon immer gemocht habe und immer mögen werde), dieser aber sehr hartnäckig sei und es sehr schwierig sei, mit ihm einen Deal zu machen. Xi Jinping, eine echte Herausforderung für den Dealmaker Trump?

[Nach Redaktionsschluss haben die USA und China in ihren Gesprächen ein Zwischenergebnis erzielt. Dem Vernehmen nach haben sich die beiden Parteien darauf geeinigt, die Vereinbarungen von Trump und Xi aus dem Telefonat der Vorwoche sowie die Mitte Mai in Genf erzielte Übereinkunft umzusetzen. Dieses in London ausgehandelte Rahmenwerk soll nun den beiden Staatspräsidenten vorgelegt werden, die darüber entscheiden werden. Das ist kein grosser Durchbruch, aber eine erneute Eskalation scheint damit vorerst abgewendet.]

Es läuft also viel im Handelskonflikt. Nur eines läuft nicht, zumindest nicht so, dass man davon etwas mitbekommen würde: das «Dealmaking». Deals, die die Welt – und allen voran die USA – braucht. Ausser einem Abkommen mit dem Vereinigten Königreich (mit dem die USA einen Handelsbilanzüberschuss haben) ist es bislang zu keinen relevanten Übereinkünften gekommen. Und die Zeit wird langsam knapp, in rund vier Wochen läuft das 90-tägige Moratorium aus. Eine Verlängerung der Frist würde nicht überraschen.

Ein Scheitern der Verhandlungen – insbesondere mit China und der EU – und die Einführung der am 2. April vorgestellten Zolltarife ist keine Option. Zu stark würden die Konjunktur und entsprechend die Märkte belastet. Das weiss im Grunde auch Donald Trump. Man kann wohl weiterhin davon ausgehen, dass es dann doch irgendwann zu Deals kommen wird. Ganz verschwinden werden die Zölle kaum (siehe oben), sie dürften übers Ganze gesehen aber (hoffentlich) näher bei den 10 % zu liegen kommen als bei den Werten vom sogenannten «Liberation Day».

Das sehen offenbar auch die Märkte so. Sie haben auf die jüngsten Ereignisse mit erstaunlicher Gelassenheit reagiert. Dass uns Donald Trump mit seiner erratischen Verhaltensweise nicht doch noch auf dem falschen Fuss erwischt, kann jedoch leider nicht ausgeschlossen werden. Aber in der kommenden Phase dürfte nicht nur etwas laufen, sondern hoffentlich bald auch das eine.



Thomas Heller
Chief Investment Officer

Aussichten (noch) intakt

Fiskalstimuli beidseits des Atlantiks

Die jüngsten Konjunkturdaten lagen mehrheitlich im Rahmen der Erwartungen und bestätigen das Bild einer weitgehend stabilen wirtschaftlichen Entwicklung. Die eine oder andere Zahl wurde allerdings aufgrund der speziellen Umstände durch den schwelenden Handelskonflikt «verfälscht». Angesichts der drohenden Zölle haben beispielsweise vorgezogene Käufe amerikanischer Unternehmen zu vermehrten US-Güterimporten auf der einen Seite geführt (vgl. Marktperspektiven 05/2025), auf der anderen Seite zu höheren Exporten sowie einer anziehenden Industrieproduktion in der Eurozone (vgl. Abb S. 5.).

Die Stabilisierung des verarbeitenden Gewerbes in Europa ist dennoch positiv zu werten. Der Industriesektor dürfte mit den Fiskalstimuli der EU (ReArm Europe Plan/Readiness 2030) und durch das Sondervermögen für Infrastruktur in Deutschland weitere Wachstumsimpulse erhalten. Diese wirken den negativen Effekten der zollbedingten Belastungen entgegen.

Die im US-Haushaltsentwurf – die «Big Beautiful Bill», wie Donald Trump ihn betitelt hat – vorgesehenen Steuersenkungen werden auch in den USA fiskalpolitische Impulse liefern. Kehrseite dieser Medaille sind allerdings das höhere Budgetdefizit sowie die steigende Staatsverschuldung.

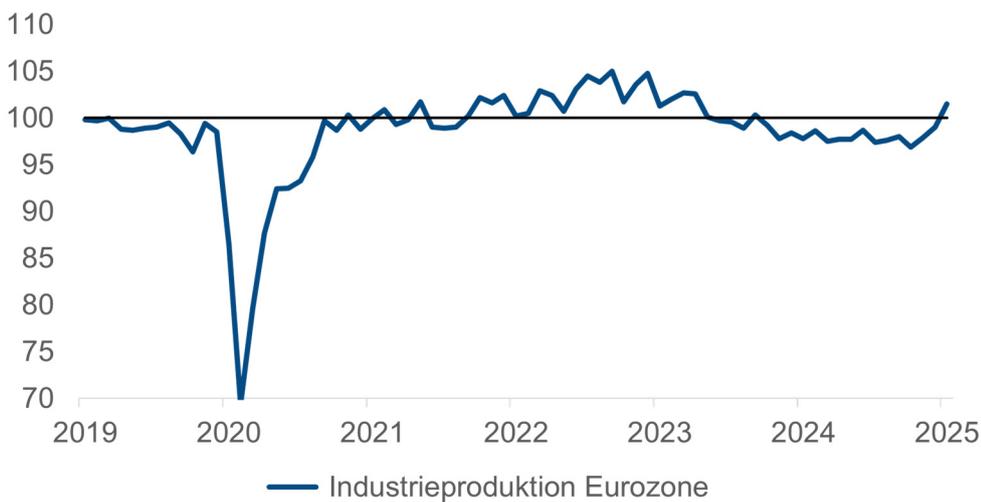
Abschwächung, keine Rezession

Die in den kommenden Wochen eintreffenden Wirtschaftsdaten werden etwas schwieriger zu interpretieren sein, da sich einige der eingangs erwähnten Effekte nicht wiederholen bzw. teilweise ins Gegenteil verkehren werden. Nicht aus jeder schlechten Zahl lässt sich somit unmittelbar eine anstehende konjunkturelle Schwäche ableiten. Dennoch gilt nach wie vor, dass die vom Handelskonflikt ausgehenden Unsicherheiten und Auswirkungen im Fokus stehen. Noch ist nicht klar, welche Verhandlungen der USA mit den Handelspartnern erfolgreich sein werden und wo sich die Zollniveaus einpendeln. Der aktuell geltende allgemeine Zolltarif von 10 % dürfte allerdings trotz aller Verhandlungen wohl bleiben (vgl. Leitartikel). Ein Zollniveau in dieser Grössenordnung würde zu einer Wachstumsverlangsamung führen, wäre insgesamt aber verkraftbar und würde keine Rezession auslösen.

Auch China braucht einen Deal

Dazu braucht es insbesondere eine Einigung, einen Deal, zwischen den USA und China. Bleibt diese aus oder wird auf einem (zu) hohen Niveau abgeschlossen, so droht eine globale Konjunkturflaute. Im Reich der Mitte war das Wachstum im Schlussquartal 2024 und im ersten Quartal 2025 vergleichsweise stark, unterstützt von stimulierenden Massnahmen der Regierung sowie von den vorgezogenen amerikanischen Käufen in Erwartung steigender Zölle. Sinken die zollbedingten Risiken für Chinas Wirtschaft, verringert sich auch die Notwendigkeit von massiven staatlichen Stützungsmaßnahmen.

Eurozone: Industrieproduktion zieht an



Industrieproduktion Eurozone, indexiert: 2021 = 100; Stand: 31. März 2025; Quelle: Bloomberg

EZB setzt Zinssenkungszyklus fort

Am 5. Juni hat die Europäische Zentralbank (EZB) die Leitzinsen um 25 Basispunkte gesenkt. Der Einlagesatz wurde auf 2 % reduziert und liegt nun im konjunkturalneutralen Bereich. Es handelt sich um die achte Zinssenkung seit Juni 2024. Die rückläufige Inflation ermöglichte diesen Schritt und eröffnet der EZB weiteren Spielraum für geldpolitische Lockerungen – insbesondere, falls sich das konjunkturelle Momentum im Zuge des Handelskonflikts abschwächen sollte.

In ihrer aktuellen Projektion geht die EZB für das Jahr 2026 von einer deutlich niedrigeren Inflationsrate in Höhe von 1.6 % aus, was eine Unterschreitung des mittelfristigen Inflationsziels impliziert. Parallel dazu hat sich die Zinsstruktur weiter versteilert: Die Renditedifferenz zwischen zweijährigen und zehnjährigen deutschen Staatsanleihen beträgt Anfang Juni rund 0.7 Prozentpunkte. Für französische Staatsanleihen liegt die Laufzeitprämie bei etwa 1.2 Prozentpunkte.

Die makroökonomischen Entwicklungen in den USA und der Eurozone verlaufen zunehmend unterschiedlich. Während sich die US-Wirtschaft in den vergangenen Jahren durch ein robustes Konsumverhalten und solide Unternehmensgewinne auszeichnete, sorgen eine anhaltend hohe Inflation sowie Unsicherheiten in der Handelspolitik für Belastung.

Fed und EZB: zunehmende geld- politische Divergenz

Im Gegensatz zur EZB ist der geldpolitische Spielraum der US-Notenbank (Fed) durch die erhöhten Inflationsraten eingeschränkt. Der Markt preist aktuell ein bis zwei Zinssenkungen im Herbst dieses Jahres als wahrscheinlich ein. Die wachsende Divergenz in der Zinspolitik wird deutlich, wenn man die Leitzinsen Anfang 2024 mit dem aktuellen Niveau vergleicht: Damals lag der effektive Leitzins der Fed bei 5.33 %, jener der EZB bei 4 %. Bis Juni 2025 senkte die Fed in drei Schritten um insgesamt 100 Basispunkte auf 4.33 %, während die EZB ihre Leitzinsen in vier Schritten um insgesamt 200 Basispunkte auf 2 % reduzierte.

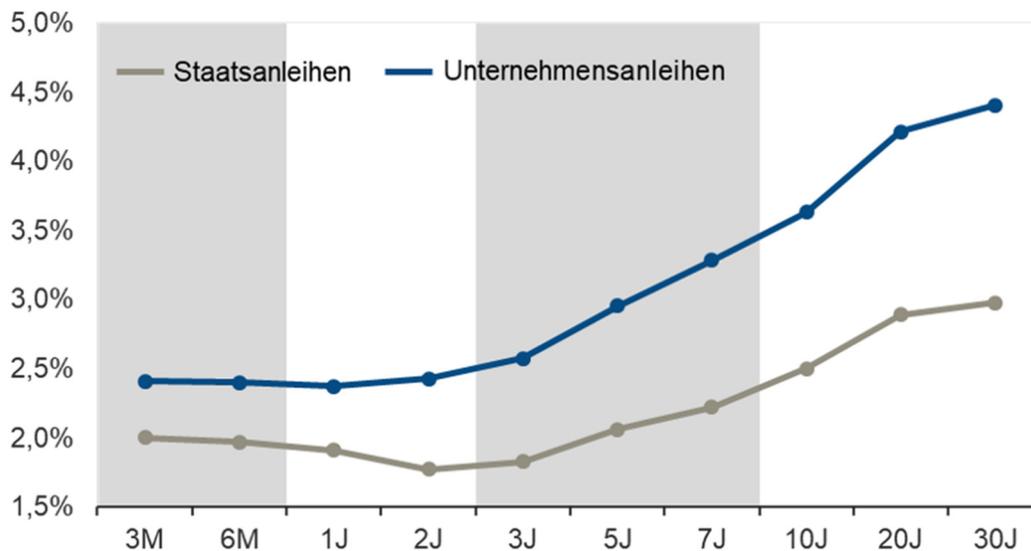
Diese auseinanderlaufende Entwicklung bei den kurzfristigen Zinsen unterstützte zeitweise den US-Dollar gegenüber dem Euro. Allerdings wurden die positiven Effekte aus der Zinsdifferenz durch wachsende Sorgen hinsichtlich der US-Staatsverschuldung und handelspolitischer Unsicherheiten überlagert, was zuletzt zu einer Abwertung des US-Dollar führte. Ob das Abwertungspotenzial gegenüber dem Euro und dem Schweizer Franken bereits ausgeschöpft ist, wird massgeblich von der weiteren Entwicklung im Handelskonflikt über die Sommermonate abhängen.

Fokus auf qualitativ hochwertige Unternehmensanleihen und längere Staatsanleiherduration

Die jüngste US-Dollar-Entwicklung bestärkt unsere strategische Entscheidung, in den Mandaten auf der Rentenseite grundsätzlich in der jeweiligen Basiswährung investiert zu bleiben und kein aktives Fremdwährungsrisiko einzugehen. Im laufenden Jahr dominieren Währungseffekte die Auswirkungen von Zinsdifferenzen deutlich.

Vor diesem Hintergrund bevorzugen wir Unternehmensanleihen mit überdurchschnittlicher Bonität und mittleren Laufzeiten. Zudem haben wir in den vergangenen Monaten die Gewichtung von Staatsanleihen sukzessive erhöht. Innerhalb der Eurozone konzentrieren wir uns dabei bewusst auf Kernländer und meiden Anleihen aus Peripheriestaaten. Aufgrund der steileren Zinsstruktur sehen wir derzeit ein attraktiveres Risiko-Rendite-Profil bei längeren Laufzeiten.

Zinsstrukturkurven in Europa



Quelle: Bloomberg; Daten per 9. Juni 2025

Erfreulicher Mai mit nachlassender Volatilität

Im Mai konnten die europäischen und amerikanischen Aktienindizes deutlich zulegen. Einzige Ausnahme war der französische Leitindex CAC 40, der von der positiven Entwicklung nicht profitierte. Insgesamt verlief die Entwicklung der Märkte weitgehend konvergent – lediglich Wechselkurseffekte belasteten US-Dollar-Investments.

Die erfreuliche Kursentwicklung wurde begleitet von einer rückläufigen Volatilität. Der Volatilitätsindex des S&P 500 (VIX), der im April noch über die Marke von 50 gestiegen war, wies Anfang Juni mit einem Wert von 18 ein eher ruhiges Marktumfeld aus. Ist dies ein Indiz für eine anhaltend entspannte Entwicklung in den Sommermonaten?

Die Märkte preisen derzeit eine weitgehende Einigung im Handelskonflikt ein. In den Kursen spiegeln sich aktuell keine ausgeprägten Rezessionsängste wider. Es bleibt jedoch offen, ob die bisherige Aussetzung der länderspezifischen Zusatzzölle ausreicht, um detaillierte Abkommen zu ermöglichen – oder ob diese Phase nochmals verlängert wird. Mit zunehmendem Zeitdruck auf die Verhandlungen könnte die Nervosität der Marktteilnehmer wieder steigen. Dies würde insbesondere die zuletzt beobachtete zyklische Erholung auf eine Belastungsprobe stellen. Seit Jahresbeginn haben die handelspolitischen Unsicherheiten bei global agierenden Unternehmen spürbar zugenommen.

Nachrichtenfluss bleibt im Fokus

Volatilitätsindex des S&P 500 (VIX)



Quelle: Bloomberg; Daten per 9. Juni 2025

In der jüngsten Berichtssaison zeigten sich Umsätze und Gewinne europäischer wie amerikanischer Unternehmen überraschend widerstandsfähig. Gleichzeitig wurde in den Unternehmensausblicken eine zunehmende Unsicherheit deutlich. Die Auswirkungen der Zölle sind mit dem aktuellen Wissensstand für die meisten Unternehmen schwer oder gar nicht quantifizierbar. Als Folge könnten Investitionsausgaben vorerst reduziert und eine abwartende Haltung könnte verstärkt werden. Wie stark dieser Effekt tatsächlich ausfällt, wird massgeblich von den Verhandlungsergebnissen der kommenden Wochen abhängen.

Gleichzeitig stehen diesen Unsicherheiten solide fundamentale Verbraucherdaten gegenüber. Aus volkswirtschaftlicher Sicht bleiben die Rahmenbedingungen geeignet, ein robustes Umsatz- und Gewinnwachstum gut aufgestellter Unternehmen zu unterstützen.

Unsere neutrale Marktmeinung spiegelt wider, dass robustes wirtschaftliches Fundament den handelspolitischen Unsicherheiten gegenübersteht. Bei der Branchenallokation empfehlen wir, ein höheres Mass an Diversifikation im Portfolio zu berücksichtigen. Eine zu starke sektorale oder thematische Fokussierung erhöht die Anfälligkeit gegenüber nachrichtengetriebenen Kursschwankungen deutlich.

In unseren renditeorientierten Strategien haben wir gezielt defensive Qualitätswerte beigemischt. Unser grundsätzlicher Qualitätsfokus richtet sich auf überdurchschnittlich profitable Unternehmen mit geringer Verschuldung. Gerade in Phasen erhöhter Marktunsicherheit wirkt dies stabilisierend – relativ zum Gesamtmarkt.

Während der Zinssenkungszyklus der Europäischen Zentralbank weiterhin Bestand hat, bleibt abzuwarten, wann die US-Notenbank (Fed) ihre geldpolitische Lockerung fortsetzt. Der Markt rechnet derzeit mit zwei Zinssenkungen, was auch die aktuellen Bewertungsniveaus am Aktienmarkt stützen könnte.

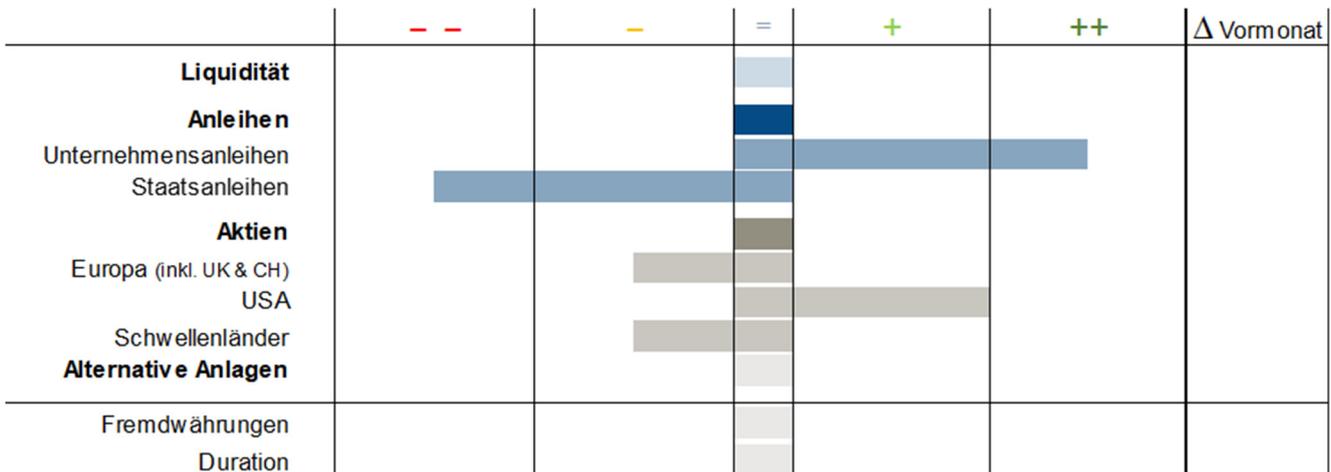
Zudem könnten fiskalpolitische Impulse – etwa durch mögliche Steuerensenkungen in den USA oder durch staatliche Investitionsprogramme in Europa – zusätzliche konjunkturelle Unterstützung liefern.

**Resilienz stärken –
Vorbereitung auf
unterschiedliche
Szenarien**

**Stützende Impulse durch
Geld- und Fiskalpolitik?**

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 unverändert von einer spürbaren Wachstumsverlangsamung in den USA aus, rechnen aber weiterhin mit keiner Rezession. In Europa wirken zollbedingten Belastungen höhere Staatsausgaben, primär in Deutschland, entgegen. China befindet sich auf verhaltenem Wachstumskurs. Der schwelende Handelskonflikt bleibt der grösste Risikofaktor für die globale Konjunktur, mit der Gefahr, dass sich die Wachstumsverlangsamung verschärft und in eine Rezession (= Risikoszenario) mündet.

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

Das aktuelle fundamentale Umfeld ist für Aktien noch intakt. Die geopolitischen Risiken, v. a. der Handelskonflikt und die damit verbundenen Unsicherheiten bleiben aber latente Risikofaktoren.

Positionierung:

Angesichts des im Grunde intakten Umfelds halten wir – trotz aller Unsicherheiten – in den Benchmark-orientierten Strategien unverändert an unserer neutralen Aktienquote fest. Auf der Anleienseite bevorzugen wir weiterhin Unternehmens- gegenüber Staatsanleihen.

Kontakte

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

Frankfurter Bankgesellschaft (Deutschland) AG
Junghofstraße 26
60311 Frankfurt am Main
Deutschland
Tel. +49 69 15686-0
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

IMAP M&A Consultants AG
Harrlachweg 1
68163 Mannheim
Deutschland
Tel. +49 621 3286-0
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: 9. Juni 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 Vermögensverwaltungsmandats oder zur Durchführung anderer Finanztransaktionen. Vor Abschluss eines Vermögensverwaltungsmandats 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.