

Marktperspektiven

«BBB»



«BBB»



BBB steht hier nicht für das Bonitätsrating der USA (dieses steht bei S&P bei AA+), sondern für «Big Beautiful Bill» oder mit vollem Namen «One Big Beautiful Bill Act» (OBBBA), das neue Haushaltsgesetz, welches jüngst vom US-Kongress verabschiedet wurde. Es ist ein zentrales Gesetz, das die Fiskalpolitik des Landes für die kommenden Jahre definiert. Die Debatte im Kongress verlief im Wesentlichen entlang der Parteigrenzen, die Abstimmungen fielen äusserst knapp aus. Im Senat mit Stichentscheid von Vizepräsident JD Vance, im Repräsentantenhaus mit 218 zu 204 Stimmen, mit zwei «Abweichlern» in den Reihen der Republikaner.

Die Diskussionen drehten sich einerseits um die nun beschlossenen Massnahmen per se, etwa um die 2017 eingeführten Steuererleichterungen für hohe Einkommen sowie für Unternehmen, die nun dauerhaft werden. Oder um die Kürzung bei Sozialprogrammen (u. a. bei Medicaid und Lebensmittelhilfen). Andererseits ging es um die Auswirkungen von OBBBA auf das Defizit und die Verschuldung der USA. Das Congressional Budget Office (CBO), das Haushaltsbüro des US-Kongresses, rechnet mit einem Anstieg der Verschuldung um USD 3.3 Billionen über die nächsten zehn Jahre, von heute rund USD 36 Billionen auf gegen USD 40 Billionen. Es ist eine Anhebung der Schuldenobergrenze um USD 5 Billionen vorgesehen. Die Schuldenquote (d. h. die Schulden im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung) dürfte von aktuell rund 100 % auf über 120 % steigen.

Bis Ende 2027 müssen die USA ein Drittel ihrer ausstehenden Schulden refinanzieren, bis 2029 sind es über 50 %. Die durchschnittliche Verzinsung dieser auslaufenden Anleihen liegt dabei unter 3 % und somit wesentlich tiefer als die 4.4 %, die aktuell für zehnjährige US-Staatsanleihen fällig sind. Das heisst, dass die Zinszahlungen künftig schon allein deshalb spürbar höher ausfallen werden. Für den Schuldendienst werden in diesem Jahr etwa 14 % sämtlicher Staatsausgaben aufgewendet. Das ist mehr, als für Verteidigungsausgaben vorgesehen ist (ca. 12 % in 2025). Mit der höheren Verschuldung wird dieser Anteil weiter zunehmen.

Die Anleihenmärkte nehmen diese neue Defizit- und Verschuldungsentwicklung, die ja nicht nur die USA, sondern auch Europa betrifft (Readiness-2030-Programm der EU, Sondervermögen in Deutschland), erstaunlich gelassen. Abgesehen von vereinzelt Ausreissern nach oben, bewegen sich die Renditen schon seit Längerem in einem volatilen Seitwärtskanal. Der Markt geht offenbar davon aus, dass die Notenbanken dereinst wieder in die Bresche springen werden. Zum Beispiel mit Zinssenkungen, oder dass sie mit grossangelegten Käufen von Staatsanleihen zum Quantitative Easing der (Post-)Finanzkrise und der Coronapandemie zurückkehren. Und diese Erwartung ist – wie die Vergangenheit gezeigt hat – nicht unberechtigt. Um Marktverwerfungen entgegenzuwirken und die Stabilität des Finanzsystems zu gewährleisten, werden die Währungshüter bei Bedarf bereit sein, ihren Werkzeugkasten zu nutzen.

Für die Konjunktur und die Aktienmärkte sind die vorgesehenen Steuererleichterungen grundsätzlich positiv und werden die zu erwartenden zollbedingten Belastungen abfedern. Dass sich das Steuerpaket über eine Ankurbelung der Wirtschaft, wie von Trump und den Republikanern erhofft, praktisch selbst finanziert, ist allerdings unwahrscheinlich. Die Konsumneigung der wohlhabenderen Bevölkerung, die stärker von den Steuererleichterungen profitiert, wird wohl nicht derart stark zunehmen.

Und auf Unternehmensseite wird lediglich ein Teil der freiwerdenden Mittel in zusätzliche Investitionen fließen, der Rest steigert die Gewinne der Unternehmen und begünstigt bei börsennotierten Firmen deren Kursentwicklung.

Langfristprognosen des CBO rechnen mit einem Anstieg der US-Schuldenquote auf bis zu 170 % in den nächsten 30 Jahren, manche Schätzungen gehen von noch höheren Werten aus. Mit möglichen Folgen für das Bonitätsrating der USA. Wohin die Reise ohne Gegensteuer gehen könnte, zeigt das Beispiel Japans, das seit vielen Jahren eine Schuldenlast von mehr als 200 % trägt, dessen S&P-Rating von AAA im Jahr 1989 (Schuldenquote bei knapp 70 %) in mehreren Schritten auf das heute gültige A+ gesenkt wurde. Weitere G8-Staaten mit hoher Verschuldung sind Frankreich (113 %, S&P-Rating AA-) und Italien (135 %, BBB+). Am 18. Mai 2025 hat mit Moody's die letzte der drei grossen Ratingagenturen den USA das Top-Rating entzogen (von Aaa auf Aa1). Begründet hat Moody's diesen Schritt mit der hohen Verschuldung, dem steigenden Defizit und dem (nun verabschiedeten) Budgetentwurf für das nächste Jahr, der keine Verbesserung erwarten lasse. S&P und Fitch, die beiden anderen relevanten Ratingagenturen, haben diesen Schritt bereits 2011 (S&P) bzw. 2023 (Fitch) vollzogen. Ein BBB-Rating steht für die USA allerdings nicht zur Debatte.



Thomas Heller
Chief Investment Officer

Ungewissheit wegen der Zölle

Die Frist läuft ab

Am 2. April hatte Donald Trump den sogenannten «Liberation Day» ausgerufen und die Welt mit Zöllen überzogen. Eine Woche später, am 9. April, nur wenige Stunden nach deren Einführung, hatte er die Zölle für 90 Tage ausgesetzt. Diese Zeit sollte für Verhandlungen mit den Handelspartnern dienen. Die Frist läuft am 9. Juli ab (nach Redaktionsschluss). Die Ergebnisse dieser Verhandlungen werden den weiteren Verlauf der globalen Konjunktur und an den Finanzmärkten massgeblich bestimmen. 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. Ganz verschwinden werden die Zölle kaum, sie dürften übers Ganze gesehen aber (hoffentlich) näher beim Basissatz von 10 % zu liegen kommen als bei den Werten vom «Liberation Day». Das wäre für die Wirtschaft und die Unternehmen verkraftbar und würde nur geringfügige Bremsspuren in den Konjunkturdaten hinterlassen. Diese signalisieren derzeit eine zaghafte Belebung der Konjunktur in Europa und Asien sowie leichte Schwächetendenzen, aber keine Rezession in den USA.

[Nach Redaktionsschluss hat die US-Regierung die Frist für die Einführung der Importzölle auf den 1. August verschoben und gewinnt damit Zeit für weitere Verhandlungen. Bislang sind erst zwei schriftliche Einigungen bekannt, mit Grossbritannien und mit Vietnam. Mit einem Mahnbrief an 14 Länder – darunter Japan und Südkorea – erhöht Trump zudem den Druck auf die Handelspartner.]

Die höheren Zölle (eine Steuer auf Importe) müssen absorbiert werden, sei es von Unternehmen, die in die USA exportieren, von den US-Importeuren oder von den US-Konsumenten, sofern die gestiegenen Zölle überwältigt werden (können). Der US-Konsumentenpreisindex für Güter zeigte auch im Mai insgesamt wenig Spuren höherer Preise, was darauf hindeutet, dass derzeit vor allem die Unternehmen die gestiegenen Zölle tragen.

Fiskalstimuli stützen

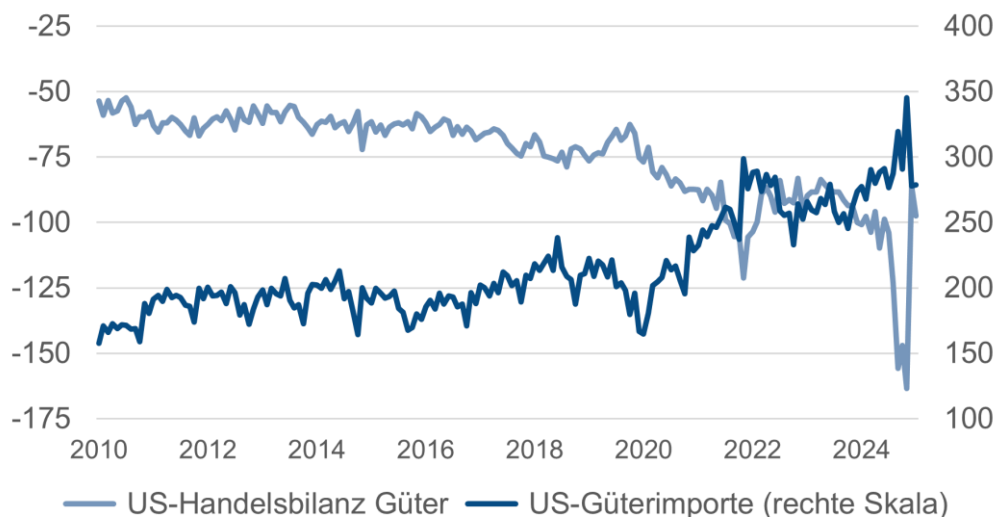
Der europäische Industriesektor dürfte mit den Fiskalstimuli der EU (Readiness 2030) und durch das Sondervermögen für Infrastruktur in Deutschland weitere Wachstumsimpulse erhalten. Diese wirken den negativen Effekten der zollbedingten Belastungen entgegen. Die im neuen US-Haushaltsgesetz vorgesehenen Steuersenkungen werden auch in den USA fiskalpolitische Impulse liefern. Kehrseite dieser Medaille sind allerdings das höhere Budgetdefizit sowie die steigende Staatsverschuldung (vgl. Leitartikel).

Spuren im US-Aussenhandel

In Erwartung höherer US-Zölle waren im ersten Quartal 2025 Käufe vorgezogen worden. Im zweiten Quartal ist dieser Effekt weggefallen, was beispielsweise in den Aussenhandelsdaten erkennbar ist: Die Güterimporte sind zurückgegangen, das Handelsbilanzdefizit hat sich erheblich reduziert (vgl. Abb.).

Einige Umfragen weisen aufgrund der erratischen US-Politik auf erhöhte wirtschaftliche Unsicherheit hin. Die Vergangenheit zeigt allerdings, dass erhöhte Unsicherheit oft nicht zu einem vorsichtigeren Ausgabeverhalten der Unternehmen und von Privaten führt. Im Juni haben sich die Unsicherheiten im Gefolge des Israel-Iran-Kriegs vorübergehend zusätzlich erhöht. Derartige Konflikte haben in aller Regel nur dann einen Einfluss auf die Weltkonjunktur, wenn Rohstoffe, insbesondere Öl, massiv teurer werden. Dies ist aktuell nicht der Fall.

USA: Handelsbilanzdefizit engt sich ein, Importe gehen zurück



Güterhandelsbilanz und Güterimporte in Mrd. USD; Stand: 31.05.2025; Quelle: Bloomberg

Staatsverschuldung und langfristige Zinsen

Die fiskalische Lage der USA hat sich zuletzt spürbar verschlechtert. Mit dem Haushalts- und Steuersenkungsgesetz «One Big Beautiful Bill Act» dürfte sich das Haushaltsdefizit über die nächsten zehn Jahre um 3.3 Billionen US-Dollar ausweiten. Die Zinszahlungen auf US-Staatsanleihen übersteigen inzwischen erstmals seit fast 100 Jahren die Verteidigungsausgaben. Entsprechend steigt die Schuldenquote von rund 100 % auf über 120 % (vgl. Leitartikel).

Theoretisch führt eine solche Entwicklung zu einem Aufwärtsdruck auf die langfristigen Zinsen: Die sinkende Attraktivität von US-Staatsanleihen und eine verschlechterte Bonität verringern die Nachfrage und erhöhen die Refinanzierungskosten. Die ohnehin hohe Schuldenlast verschärft diesen Effekt zusätzlich.

Die Finanzierung des umfangreichen Entlastungspakets soll zumindest teilweise über Zölle erfolgen – ein Ansatz, der durch Einsparungen bei Sozialausgaben und eine effizientere Verwaltung flankiert wird. In Summe bleibt die Haushaltslage jedoch angespannt.

Trotz dieser Belastungen ist die Zinsstruktur der US-Staatsanleihen seit Jahresbeginn gesunken – entgegen der theoretischen Erwartung. Zu Jahresbeginn lag die Rendite zweijähriger US-Treasuries bei 4.25 %, die zehnjährigen bei 4.6 %. Anfang Juli notieren sie mit 3.9 % bzw. 4.35 % spürbar niedriger (vgl. Abb. S. 7).

Zinsstruktur: Rückgang statt Anstieg

Woran liegt diese Divergenz zwischen Theorie und Praxis?

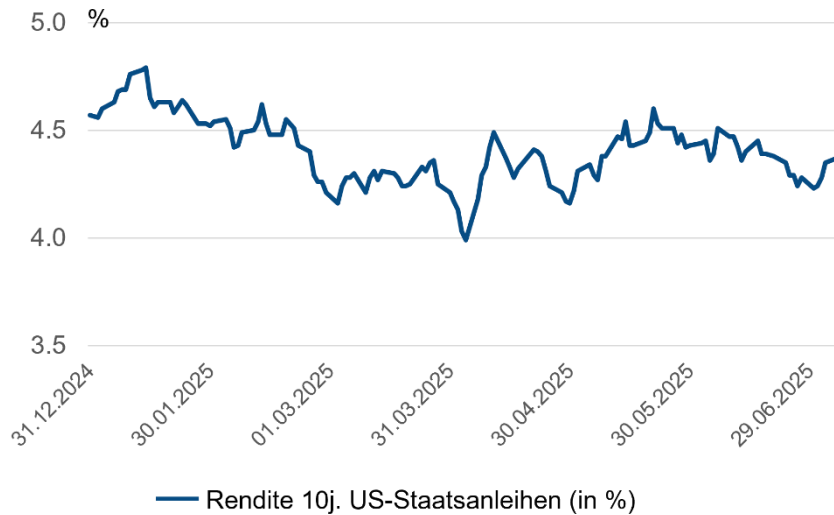
Kurzfristig dominieren die Zinssenkungserwartungen der US-Notenbank den Markt. Zwar wurde der Beginn eines neuen Zinssenkungszyklus in die zweite Jahreshälfte verschoben, doch die erwartete Zahl an Senkungen hat zugenommen. Der Markt geht davon aus, dass die Fed die Zinsen bis Ende 2026 bis zu fünf Mal senken könnte – getrieben von der Erwartung einer konjunkturellen Abschwächung, die durch zunehmende Zollunsicherheiten verstärkt werden könnte. Auch die zuletzt moderateren Töne aus dem Fed-Umfeld sowie die Neubesetzung des Fed-Vorsitzes lassen auf eine geldpolitisch lockerere Ausrichtung schliessen – trotz weiterhin moderat erhöhter Inflation.

Ein Blick nach Japan zeigt, dass hohe Staatsschulden nicht zwangsläufig mit hohen Zinsen einhergehen müssen – dort bestehen seit Jahren hohe Schuldenquoten bei gleichzeitig niedrigen Renditen. Auch wenn die strukturellen Rahmenbedingungen nicht direkt vergleichbar sind, zeigt das Beispiel: Eine Kombination aus expansiver Geldpolitik und hoher Verschuldung kann zumindest über längere Zeit tragfähig bleiben – wenn auch nicht ohne Nebenwirkungen. Für die USA sollte dieser Weg jedoch nicht zur Dauerlösung werden. Die Finanzmärkte fungieren letztlich als Korrektiv und könnten zukünftige Regierungen zu mehr Haushalts-

Langzeitfolgen von expansiver Politik und hoher Verschuldung

disziplin zwingen. In der Vergangenheit ist es den USA mehrfach gelungen, fiskalische Herausforderungen durch wirtschaftliches Wachstum, Innovation und strukturelle Reformen zu überwinden – nach dem Zweiten Weltkrieg ebenso wie nach der globalen Finanzkrise.

US-Zinsen: Rückgang statt Anstieg seit Jahresbeginn



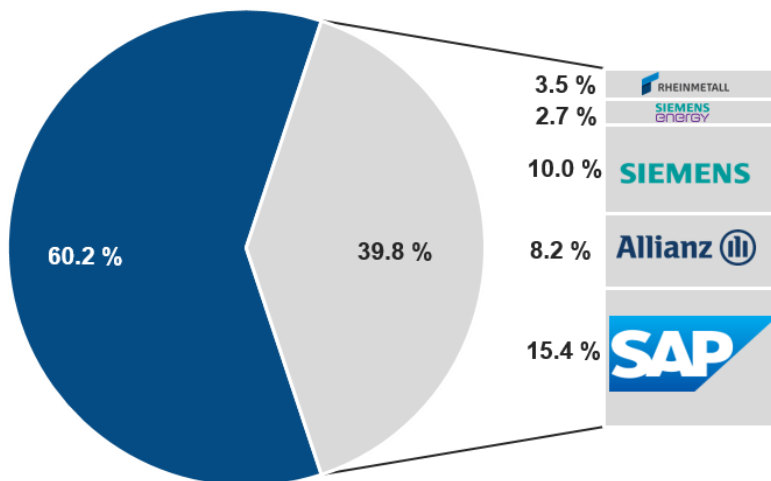
Rendite 10j. US-Staatsanleihen (in %); S 1

Bewegtes erstes Halbjahr mit Licht und Schatten

Betrachtet man zum Start des zweiten Halbjahres die Performance europäischer Leitindizes, fällt die Bilanz insgesamt positiv aus – wie stark, hängt vom jeweiligen Index ab. Der STOXX Europe 600, der breit den europäischen Markt abdeckt, erzielte bis zum 30. Juni eine Rendite von 8.8 % seit Jahresbeginn. Ergänzt wird dieses Bild durch den Schweizer Leitindex SMI mit einem Zuwachs von 6.5 % und den DAX, der mit beeindruckenden 20 % deutlich besser abschnitt.

Dass der DAX trotz verhaltenen Wachstums der deutschen Wirtschaft so stark zulegte und seine europäischen Pendanten übertraf, hat einen zentralen Grund: Konzentration. Die fünf stärksten Performancetreiber im DAX machen 39.8 % der gesamten Indexgewichtung aus. Damit weist der DAX eine deutlich höhere Konzentration auf Einzeltitel auf als die Leitindizes anderer Volkswirtschaften. Diese Top-5-Aktien trugen zusammen ca. 11 % zur Gesamtpformance bei – verglichen mit 9 % durch alle übrigen Indexmitglieder.

Aggregierte Gewichtungen der Top-5-Performer und der restlichen Unternehmen im Deutschen Aktienindex



Quelle: Bloomberg; eigene Berechnung

Auch in den Vereinigten Staaten fällt die Kapitalmarktbilanz der ersten sechs Monate in US-Dollar betrachtet verhalten positiv aus. Der S&P 500 legte 5.5 % zu, der Technologieindex Nasdaq erreichte 6.7 %. Für Anleger aus dem Euroraum ergibt sich jedoch ein anderes Bild: Während in den Vorjahren die Dollarstärke die Europerformance amerikanischer Aktien gestützt hatte, kehrte sich dieser Effekt 2025 deutlich um. Der US-Dollar verlor seit Jahresbeginn rund 12 % gegenüber dem Euro.

Währungsbereinigt ergibt sich für den S&P 500 somit ein Verlust von etwa 8 %. Zwischenzeitlich war der amerikanische Leitindex im Zuge der Zollthematik sogar mit bis zu –25 % (in Euro) im Minus.

Währungsrisiken sind ein fester Bestandteil des Kursrisikos bei Aktienanlagen. Mittelfristig schwanken die Wechselkurse führender Währungen meist innerhalb einer Bandbreite und wirken je nach Richtung kursstützend oder -belastend. Eine Währungsabsicherung ist mit rund 3 % p.a. derzeit jedoch teuer und würde langfristig die Kapitalrendite schmälern. Da wir schwerpunktmässig in global agierende Unternehmen investieren, wird der Währungseffekt auf Unternehmensebene teilweise relativiert. Ein US-Konzern mit wesentlichen Umsätzen in Europa profitiert beispielsweise von einem stärkeren Euro, da dies die Erlöse in US-Dollar erhöht. Gleichzeitig verbessert ein schwächerer Dollar die Wettbewerbsfähigkeit US-amerikanischer Unternehmen gegenüber europäischen Mitbewerbern.

Europäische Banken und amerikanische Industrie als Gewinner

Investoren im europäischen Bankensektor konnten sich über ein starkes erstes Halbjahr freuen: Seit Jahresbeginn verzeichnete das Segment ein Plus von 34.5 %. Dahinter folgen die traditionell defensiveren Sektoren Versorger und Versicherer. Der Bereich Construction & Materials profitierte von erwarteten expansiven fiskalpolitischen Massnahmen sowie Hoffnungen auf Fortschritte im Ukraine-Russland-Friedensprozess.

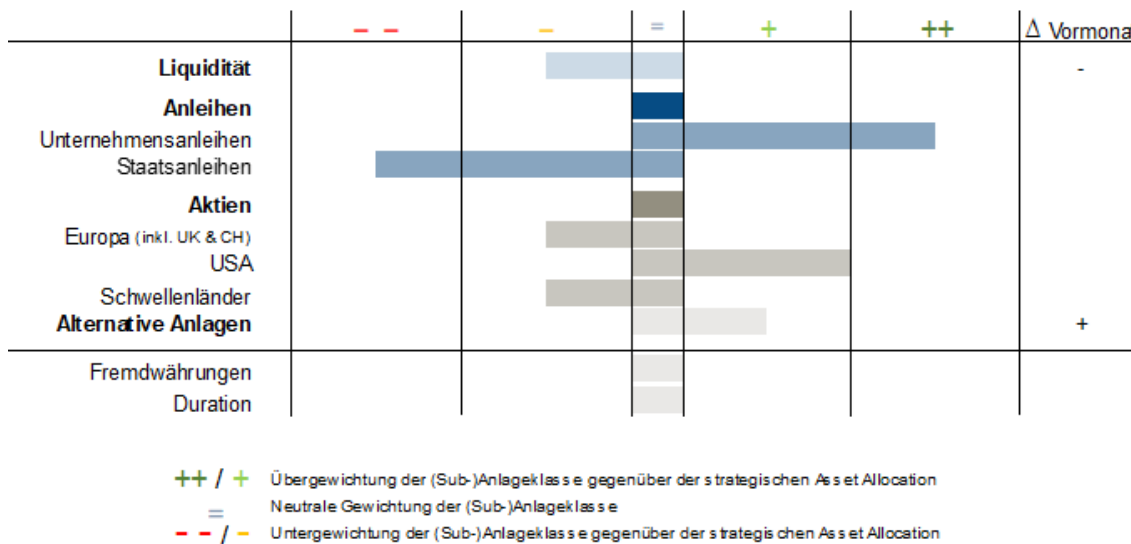
Der Automobilsektor hingegen litt unter strukturellen Herausforderungen und Unsicherheiten im Zusammenhang mit der amerikanischen Zollpolitik. Wie auch der Gesundheitssektor verzeichnete er eine negative Halbjahresperformance.

In den USA entwickelten sich die Sektoren ausgewogener. Besonders positiv waren Industrials, Kommunikationsdienste, Versorger und Financials. Zyklischer Konsum und Gesundheitswerte wiesen in US-Dollar eine negative Entwicklung auf, die sich in Euro noch stärker auswirkt.

Ob sich dieser Branchentrend im zweiten Halbjahr fortsetzt, hängt massgeblich von zwei Faktoren ab: den Unternehmensberichten für das zweite Quartal, die ab Mitte Juli veröffentlicht werden, sowie weiteren Entwicklungen im internationalen Handel. Diese werden mitentscheiden, ob global aufgestellte Unternehmen weiterhin gegenüber binnenorientierten Sektoren im Vorteil bleiben.

Unsere Positionierung

TAKTISCHE ASSET ALLOCATION



Basisszenario:

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

Der Zinssenkungszyklus der EZB nähert sich dem Ende. Die Fed befindet sich im Spannungsfeld zwischen Wachstumsverlangsamung, erhöhter Inflation und (noch) starkem Arbeitsmarkt. Dennoch: Die EZB (1x) und die Fed (2x) werden bis Ende Jahr die Leitzinsen nochmals reduzieren. Die Schweizerische Nationalbank senkt den Leitzins womöglich sogar ins Negative. Die langfristigen Zinsen schwanken um die aktuellen Niveaus. Diskussionen um das US-Haushaltsdefizit können für Bewegung im Zinsgefüge sorgen.

Das aktuelle fundamentale Umfeld ist für Aktien 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 Anleihienseite bevorzugen wir weiterhin Unternehmens- gegenüber Staatsanleihen. Um das Portfolio gegenüber möglichen Unsicherheiten bzw. Marktschwankungen diversifizierter aufzustellen, haben wir das Portfolio im vergangenen Monat um eine Anlagelösung im Bereich alternative Anlagen ergänzt. Diese weist eine negative Korrelation zum amerikanischen Aktienmarkt auf.

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: 7. Juli 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 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.