

# *Marktperspektiven*

*« Wusst' ich's doch »*



## «Wusst' ich's doch»



Kennen Sie das Gefühl, wenn man etwas im Grunde weiss oder zumindest eine starke Vermutung hat und es dann doch nochmal etwas ganz anderes ist, wenn man die vermeintliche Gewissheit aus berufenem Munde bestätigt erhält?

So erging es mir im vergangenen Herbst, konkret am Tag vor der ersten Zinssenkung der amerikanischen Notenbank (Fed). Ich hatte die Gelegenheit, in sehr kleiner Runde mit Richard Clarida zu sprechen, der von 2018 bis 2022 stellvertretender Vorsitzender der Fed war. Heute arbeitet er als Dozent, Referent und als wirtschaftlicher Berater des amerikanischen Vermögensverwalters Pimco.

Natürlich wollte die Runde von Clarida zunächst wissen, was die Fed am nächsten Tag seiner Meinung nach tun werde. Dazu später mehr. Eine meiner Fragen lautete: «Wir Marktbeobachter verfolgen jede Regung der Fed. Verfolgt die Fed auch, was die Analysten sagen und was am Markt eingepreist ist?» Clarida bestätigte, was man eigentlich weiss: Die Fed will die Märkte bei ihren Aktionen nicht auf dem falschen Fuss erwischen. Das Terrain ist vor den Zinsentscheiden jeweils verbal gut vorbereitet, grössere Überraschungen bleiben in der Regel aus. Gemäss Auswertung des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg gab es – abgesehen von den ausserplanmässigen Zinssenkungen in Krisenzeiten – in den letzten 20 Jahren nur drei überraschende Zinsentscheide – zwei davon während der Finanzkrise, die letzte im Mai 2022, als die Zinserhöhung stärker ausfiel als erwartet.

Ein am Markt viel diskutiertes Thema ist der sogenannte «Fed-Put». Dieser besagt, dass man darauf setzen kann, dass die Fed unterstützend eingreift, wenn es in der Wirtschaft oder an den Märkten zu Verwerfungen kommt. Gibt es diesen «Fed-Put» tatsächlich? Die Fed hat ein duales Mandat: Preisstabilität und Vollbeschäftigung. Aber warum nicht, so Clarida, weitere Aspekte berücksichtigen, wenn das eigentliche Mandat nicht konterkariert wird? Da schien der amerikanische Pragmatismus durch. Ohne das Kind explizit beim Namen zu nennen, bestätigte der ehemalige Fed-Vizechef, dass es den «Fed-Put» gibt.

Dann rief Richard Clarida der Gesprächsrunde in Erinnerung, dass von den 19 Mitgliedern des Offenmarktausschusses (FOMC), der die geldpolitische Ausrichtung festlegt, nur jeweils zwölf stimmberechtigt sind (vier davon wechseln jährlich). Das ist soweit bekannt. Das heisst aber auch – und dessen ist sich wohl nicht jede und jeder explizit bewusst –, dass mehr als ein Drittel der FOMC-Mitglieder zu den Fed-Projektionen bezüglich der wirtschaftlichen Entwicklung, der Inflation und dem erwarteten Zinsverlauf beitragen, diese jedoch nicht in die geldpolitischen Entscheidungen einfließen. Das könne im (allerdings seltenen) Extremfall zu Diskrepanzen zwischen der «Fed-Durchschnittsmeinung» und den effektiven geldpolitischen Entscheidungen führen.

Bemerkenswert war auch die Aussage von Clarida, dass «the chairman typically gets what he wants», dass also der Vorsitzende üblicherweise bekomme, was er wolle. Jedes FOMC-Mitglied ist bei seiner Stimmabgabe frei, und der Fed-Chef kann überstimmt werden. Er scheint aber mehr als ein «primus inter pares» zu sein, ein Erster unter Gleichen, und hat eine noch stärkere Position, als ich vermutet hätte. Die bilateralen Gespräche des Vorsitzenden mit jedem FOMC-Mitglied vor jeder Sitzung zeitigen offenbar Wirkung.

Meist werden die Entscheidungen einstimmig gefällt, ab und zu mit einer abweichenden Stimme (zuletzt im Dezember 2024), ganz selten mit zwei Abweichungen (letztmals im September 2020). Es gilt also noch genauer hinzuhören als ohnehin schon, wenn Fed-Chef Powell spricht.

Zum Abschluss noch die Beantwortung der eingangs an Richard Clarida gerichteten Frage nach dem Fed-Zinsentscheid am Tag nach diesem sehr aufschlussreichen Gespräch. Die am Markt eingepreiste Erwartung lag exakt zwischen einer Senkung um 25 Basispunkte (Bp) und einer um 50 Bp. Richard Claridas Prognose: Senkung um 25 Bp. Es wurden 50. Selbst «Insider» können sich also täuschen. Und mit ihm meine Wenigkeit sowie die Hälfte der Marktbeobachter.



Thomas Heller  
Chief Investment Officer

## Eurozone stagniert

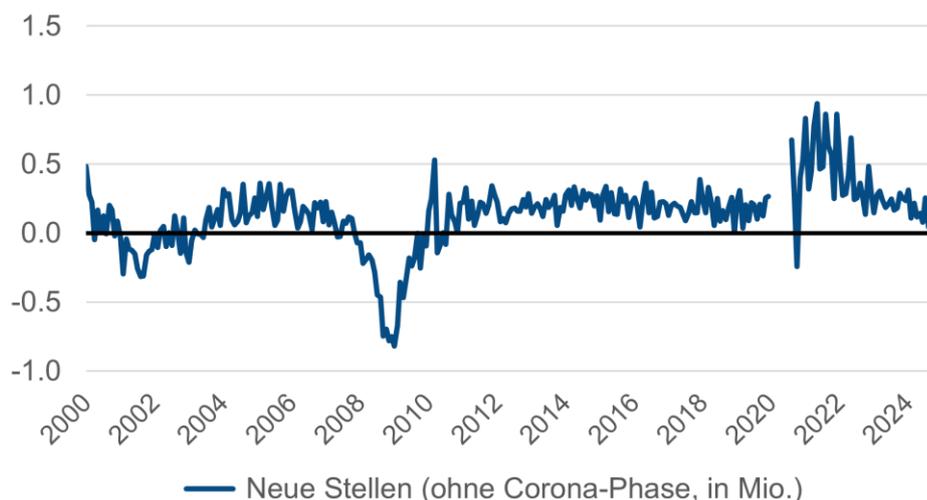
### Starker US-Arbeitsmarkt

Die ersten Schätzungen für das Wirtschaftswachstum im 4. Quartal 2024 bestätigen einen bereits länger anhaltenden Trend. Während die USA weiter solide wachsen, tun sich Europa und China ungleich schwerer. Mit annualisierten 2.3 % ist die US-Wirtschaft gegenüber dem Vorquartal gewachsen. Das ist zwar weniger als in den drei Monaten davor (3.1 %), aber immer noch höher als das vom Congressional Budget Office geschätzte Potenzialwachstum von 2 %. Tragende Säule dieses anhaltenden Aufschwungs ist der private Konsum, der sich zuletzt sogar noch beschleunigt hat. Die Konsumfreudigkeit basiert wiederum auf einem nach wie vor robusten Arbeitsmarkt. Im Januar wurden erneut 143'000 neue Stellen geschaffen (2024 insgesamt mehr als 2.2 Millionen); die Arbeitslosigkeit liegt mit 4.0 % auf im historischen Vergleich ausgesprochen tiefem Niveau (vgl. Abb. unten). Und die Vorzeichen, etwa die Einkaufsmanagerindizes, deuten auf ein anhaltend robustes Wachstum in den USA auch in diesem Jahr.

### Deutschland und Frankreich schrumpfen

Ganz anders die Situation in der Eurozone: Dort kam das Wirtschaftswachstum zum Jahresende komplett zum Erliegen, allerdings mit regionalen Unterschieden. Während die Wirtschaftsleistung der Schwergewichte Deutschland (-0.2 %) und Frankreich (-0.1%) gar rückläufig war, verzeichnete Spanien dank eines starken Tourismussektors ein sattes Plus von 0.8 %. Die gestiegenen Löhne bei noch immer hoher Sparquote sowie sinkende Zinsen dürften im laufenden Jahr hingegen für eine leichte Belebung der Wirtschaftsaktivität im Euroraum sorgen. Chinas Wirtschaft kämpft mit strukturell rückläufigen Wachstumsraten, legte im 4. Quartal mit +5.4 % zum Vorjahr allerdings überraschend stark zu (vgl. Abb. Seite 5). Das Reich der Mitte profitierte dabei insbesondere von staatlichen Massnahmen sowie vorgezogenen Käufen aus den USA vor dem Hintergrund der erwarteten Zollerhöhungen.

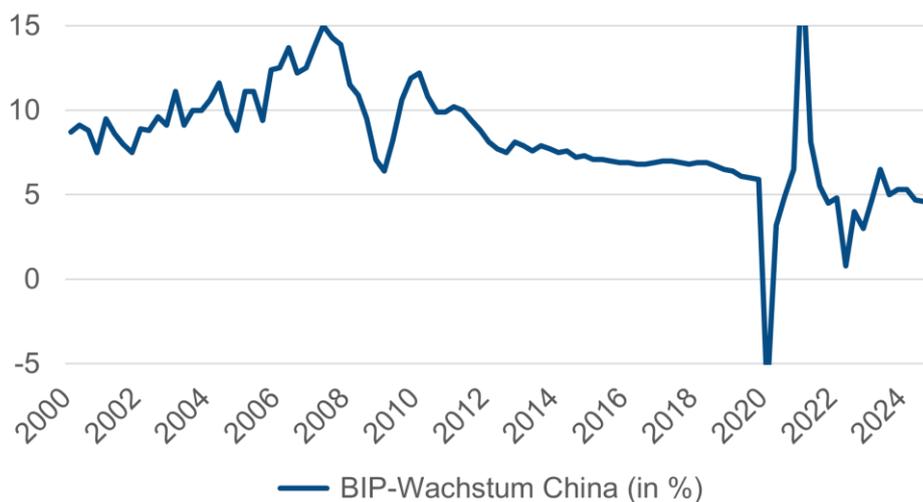
### USA: Es werden immer noch neue Stellen geschaffen



### Handelskonflikt bleibt Risikofaktor

Genau diese drohenden US-Zölle sowie die Gegenmassnahmen der betroffenen Länder sind Unsicherheitsfaktoren für die Konjunktur. Ein eskalierender Handelskonflikt könnte spürbaren wirtschaftlichen Schaden anrichten. Dass die angekündigten Importzölle gegen Mexiko, Kanada und zuvor schon gegen Kolumbien nach Zugeständnissen der betroffenen Länder vorerst nicht eingeführt werden, verdeutlicht, dass Donald Trump neben ökonomischen Überlegungen (mehr Inlandproduktion, weniger Importe) auch politische Ziele verfolgt. Die Suppe wird wohl noch öfter nicht so heiss gegessen wie gekocht. Dennoch hängen die Zollstreitigkeiten als Damoklesschwert über der globalen Konjunktur.

### China: Strukturell abnehmendes Wachstum



BIP-Wachstum Chinas in % gegenüber Vorjahr; Quelle: Bloomberg

## Politische Veränderungen fordern die Fed

### US-Notenbank mit Zwischenhalt

Die amerikanische Notenbank (Fed) hat in ihrer ersten Sitzung im neuen Jahr das Leitzinsband erwartungsgemäss unverändert bei 4.25%–4.50% belassen. Fed-Chef Jerome Powell hob in der Begründung des Entscheides hervor, dass es aufgrund von politischen Veränderungen bei Themen wie Zöllen, Einwanderung, Steuern und Regulierung eine erhöhte Unsicherheit gibt, die letztlich auch einen Einfluss auf die geldpolitische Steuerung der Fed haben kann. Powell betonte, dass keine Eile bezüglich weiterer Zinssenkungen bestehe. In diversen Reden haben Powells Gremiumskollegen dessen Aussagen untermauert. Sie fordern «Zurückhaltung» und wollen «eine Weile abwarten». Eine Zinssenkung bereits bei der nächsten Fed-Sitzung im März scheint daher unwahrscheinlich. Die Verschnaufpause könnte bis in den Sommer andauern, doch darüber hinaus ist bis Ende Jahr mit mindestens einer, eher mit zwei weiteren Zinssenkungen zu rechnen.

### Trump und die Fed

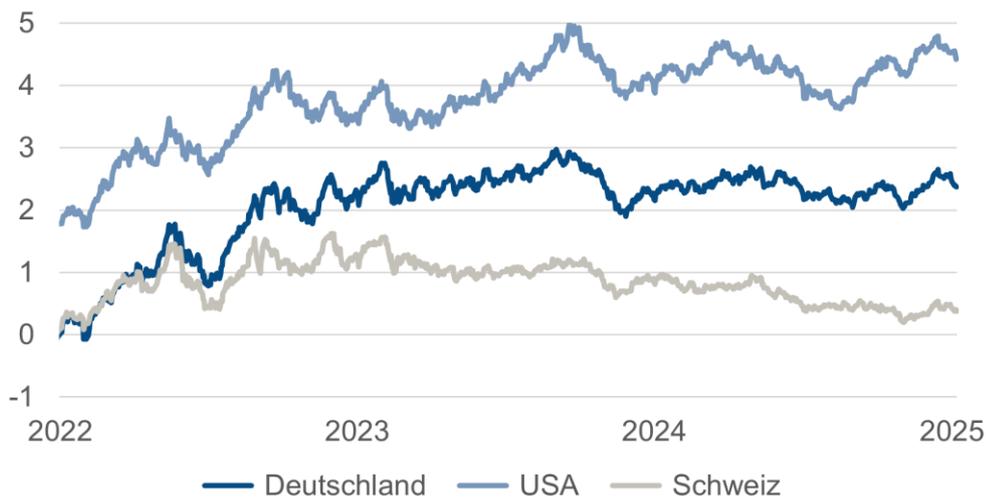
US-Finanzminister Scott Bessent trat den Befürchtungen entgegen, dass Präsident Trump Einfluss auf die Zinsentscheide der Fed nehmen möchte. Trump wolle gar keine Leitzinssenkungen, sondern tiefere 10-Jahres-Renditen. Dies kann geschehen, indem es gelingt, die Inflation weiter zu drücken, etwa über tiefere Energiepreise. Das könnte die Regierung aktiv begünstigen. Auch ein geringeres Budgetdefizit würde die langfristigen Zinsen drücken. Das läge ebenfalls in der Hand der Regierung, wobei Trumps Wahlversprechen eher das Gegenteil erwarten lassen. Ausserdem könnte die Fed in irgendeiner Form am langen Ende der Zinskurve aktiv werden. So wie beispielsweise bei der «Operation Twist» vor mehr als zehn Jahren, als sie kurzlaufende Anleihen in langfristige umschichtete. Es gibt aktuell jedoch keinen Grund, dies zu tun – und schon gar nicht auf Aufforderung aus dem Weissen Haus.

Nach unserer Einschätzung ist ein nachhaltiger Anstieg der langfristigen Zinsen über die Jahreshöchststände von Mitte Januar nicht zu erwarten, der Trend zeigt eher leicht nach unten (vgl. Abb. Seite 7). Trump bekommt also womöglich, was er will, auch ohne Versuch, Einfluss auf die Fed zu nehmen.

## EZB bleibt auf Senkungskurs

Im Gegensatz zur Fed setzte die Europäische Zentralbank (EZB) den im letzten Sommer eingeschlagenen Zinssenkungskurs im Januar fort. An jeder der letzten vier Sitzungen und insgesamt zum fünften Mal hat sie den Leitzins um 0.25 Prozentpunkte gesenkt. Die im Vergleich mit den USA tiefere Inflation, vor allem aber die ausgeprägte Wachstumsschwäche rechtfertigen die bisherigen und die in diesem Jahr wohl noch folgenden drei Zinsschritte.

## Langfristige Zinsen: Höhepunkt überschritten?



Rendite 10-jähriger Staatsanleihen in %; Quelle: Bloomberg  
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

## Guter Jahresauftakt

### Trump und DeepSeek sorgen für Aufruhr

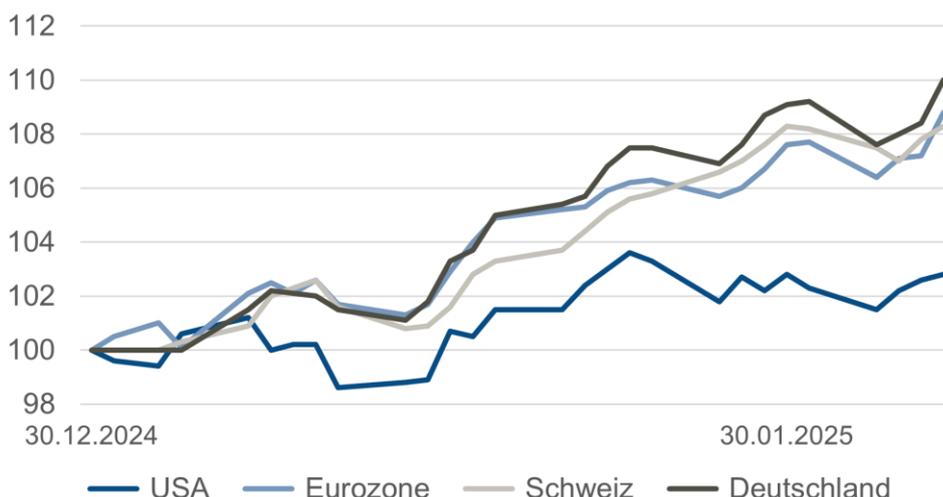
Es war schon ziemlich was los in den ersten Börsenwochen des neuen Jahres. Donald Trump ist ins Oval Office eingezogen und sorgt für ordentlich Wirbel. Die angedrohten Import-Zölle gegen die wichtigsten Handelspartner der USA (China, Kanada und Mexiko) haben die Märkte aufgeschreckt, obwohl klar und absehbar war, dass etwas kommen würde. Der vorläufige Aufschub der Zollerhöhung nach Verhandlungen mit Kanada und Mexiko hat die Gemüter vorerst beruhigt. Ausgestanden ist das Thema aber noch nicht.

Und dann rüttelt mit DeepSeek (DS) ein noch nicht einmal zwei Jahre altes chinesisches Startup-Unternehmen mit einer neuen Anwendung im Bereich der künstlichen Intelligenz (KI) an bisherigen Kräfteverhältnissen, am amerikanischen Selbstverständnis bezüglich Technologie-Führerschaft. Das im Vergleich wesentlich günstigere Produkt von DS ist positiv für die Anwender (Konsumentinnen und Konsumenten sowie Unternehmen). Es belastet hingegen konkurrierende Anbieter und deren enorme Investitionen in die KI in der jüngsten Vergangenheit. Dies schickte die Kurse einiger grosser US-Techfirmen (Nvidia, Broadcom) auf eine Talfahrt, von der sie sich bislang nur teilweise erholen konnten. Die Innovation von DS unterstreicht die Geschwindigkeit, mit der sich die KI-Branche entwickelt. Die langfristigen Wachstumsperspektiven bleiben intakt, insbesondere durch nachhaltige Investitionen in Infrastruktur und die breitere Verfügbarkeit von KI-Anwendungen.

### Konstruktives Umfeld

Dennoch: Der Jahresauftakt an den Börsen war positiv. Gerade auch in Europa, wo die 2024 schwächeren Indizes, etwa der breite europäische Index oder der Schweizer Markt, gut zulegen konnten. Ausgesprochen positiv hat sich der DAX entwickelt, mit einem Plus von rund 10 % in den ersten Wochen des Jahres. Ausnahmsweise hinkt der amerikanische Markt dem europäischen hinterher (vgl. Abb. unten).

### Positiver Auftakt ins Börsenjahr 2025; USA hinkt Europa hinterher



Der Börsenzyklus ist weit fortgeschritten, und die Bewertungen sind sowohl absolut (USA) als auch relativ zu Anleihen (USA, Europa) sportlich. Solange der makroökonomische Datenkranz nicht ins Negative dreht und sich die Gewinne weiter positiv entwickeln, sind die Bewertungsniveaus indes kein Problem. Die aktuelle US-Berichtssaison erfüllt diese Vorgabe. Gut die Hälfte der Unternehmen des S&P 500 hat ihre Zahlen vorgelegt. Über 75 % haben die Erwartungen der Analysten übertroffen, die Gewinne sind im Schnitt um 12 % gestiegen. Der schwelende Handelskonflikt sorgt zwar für eine gewisse Verunsicherung. Ansonsten ist der Nachrichtenfluss bezüglich Konjunktur, Inflation und Zinsen für Aktien jedoch weiterhin unterstützend, wobei der US-Aktienmarkt fundamental am besten positioniert bleibt.

## 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 drohende Handelskonflikt ist einer der Risikofaktoren für die globale Konjunktur.

Der Zinssenkungszyklus der Notenbanken setzt sich fort, in der Eurozone ausgeprägter als in den USA, wo die Fed vorerst zuwarten wird. 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 Anleienseite bevorzugen wir Unternehmens- gegenüber Staatsanleihen. Die Zinssensitivität (Duration) haben wir gegenüber dem Vormonat leicht erhöht. 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: 6. Februar 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.