



Kompass

2. Quartal 2025

US-Wachstum trotz(t) Unsicherheit

Erfolgreich dank "Bessenomics"?

Produktivität ist fast alles

US-Wettbewerbsfähigkeit bleibt ungebrochen

Die schwer einschätzbare US-Politik unter Trump sowie geopolitische Spannungen führen zu Unsicherheiten. Gleichzeitig machen hohe Zinsen und hoch bewertete Aktien die Märkte anfällig, während sich Gold als Stabilitätsanker bewährt. Trotz Unsicherheiten bleibt die US-Wirtschaft auf Wachstumskurs, getragen von einem sich abkühlenden, aber weiterhin soliden Arbeitsmarkt, der die Binnennachfrage stützt. Auch die Wettbewerbsfähigkeit der US-Wirtschaft bleibt ungebrochen - sie profitiert von einer hohen Innovationskraft, einem flexiblen Arbeitsmarkt und einer hohen Investitionsquote. Die "Bessenomics"-Strategie des neuen US-Finanzministers setzt auf Wachstum durch Steuersenkungen, Deregulierung und ein erhöhtes Energieangebot. Auch wenn dieser Ansatz Risiken birgt, sollten stabile Inflationserwartungen und ein robustes makroökonomisches Umfeld die wirtschaftliche Dynamik weiter stärken. Darüber hinaus sind die USA nach wie vor das Land mit der höchsten Produktivität. Der grosse Binnenmarkt, unternehmensfreundliche Strukturen und eine starke Kapitalbasis machen Investitionen in den USA weiterhin attraktiv. Während Europa und China mit strukturellen Herausforderungen kämpfen, bieten die USA im Vergleich bessere Voraussetzungen für wirtschaftliches Wachstum. Die Behauptung, die USA hätten ihren Zenit erreicht, greift zu kurz - die wirtschaftliche Widerstandsfähigkeit und Innovationskraft sprechen eindeutig für die USA. Auch in Zukunft führt für Anlegerinnen und Anleger kein Weg am amerikanischen Kapitalmarkt vorbei.

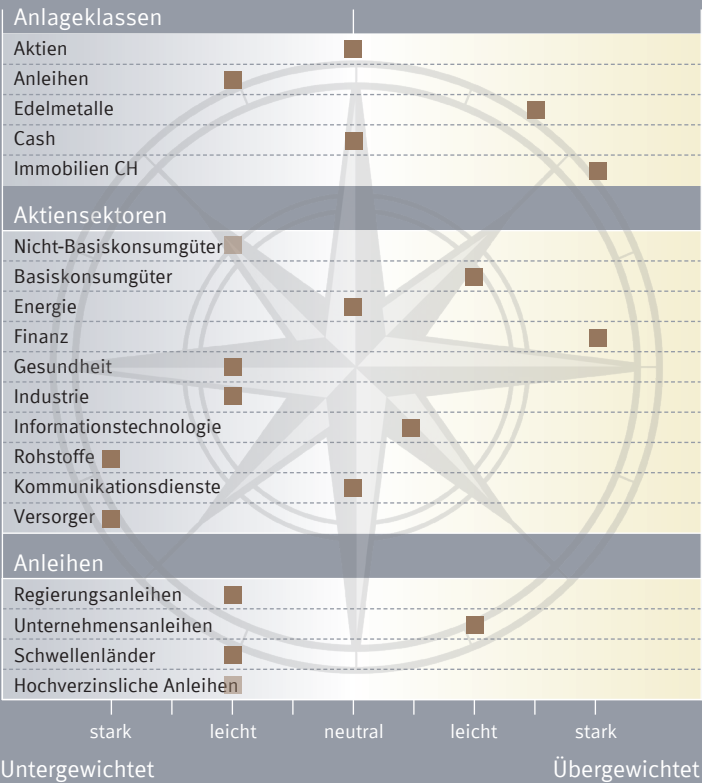
Qualitätsaktien und Gold bieten Perspektiven

Unsicherheit ist Gift für die Finanzmärkte - bei Trump 2.0 hat sie System. Seit dem Amtsantritt haben die Anleger ihre Inflationserwartungen erhöht und rechnen mit einer Wachstumsdelle; Stagflationsängste machen die Runde. Obwohl diese Sorgen bisher nicht durch Fundamentaldaten gestützt werden, dürfte die Unsicherheit anhalten, bis Klarheit zur Zollpolitik besteht. Ein detaillierter Plan zu reziproken Zöllen, die auch Mehrwertsteuern der Handelspartner einbeziehen könnten, wird von Handelsminister Lutnick im April erwartet.

Die positiven Aspekte von "America First", Steuersenkungen und Deregulierung sind derzeit nicht mehr im Anlegerfokus da deren Umsetzung erst in der zweiten Jahreshälfte greifbar wird. In Antizipation der Unsicherheit haben wir unsere ohnehin defensive Allokation bereits im Januar nochmals robuster aufgestellt, indem wir zyklische Sektoren zugunsten von Kommunikation reduziert haben. An der internationalen Ausrichtung mit hohem Anteil an US-Qualitätsaktien halten wir fest.

Die Flucht der Anleger von US- zu europäischen Aktien und die Euphorie um die deutsche Fiskal-Bazooka erachten wir als übertrieben. Zusätzlich stärkt Gold unsere defensive Positionierung. Nach der Rekordrally im Vorjahr hat das Edelmetall durch die gestiegene Unsicherheit neuen Rückenwind erhalten.

Asset Allocation Empfehlung per 1. April 2025 für einen Anleger mit Basiswährung CHF

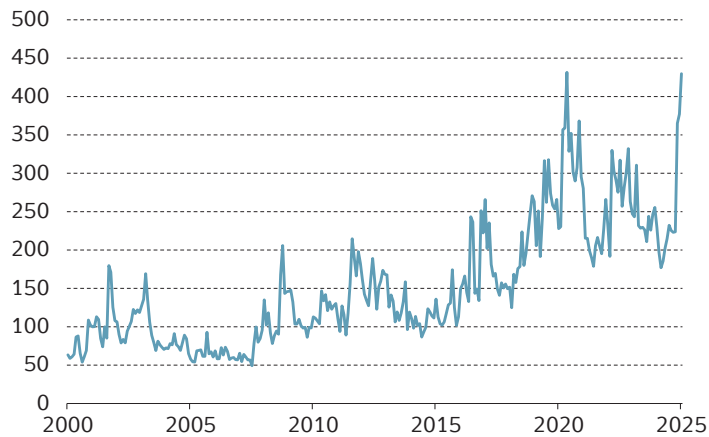


Aktualität: US-Wachstum trotz(t) Unsicherheit

Aktualität 1:

Quelle: Baker, Bloom & Davis

Global Economic Policy Uncertainty Index

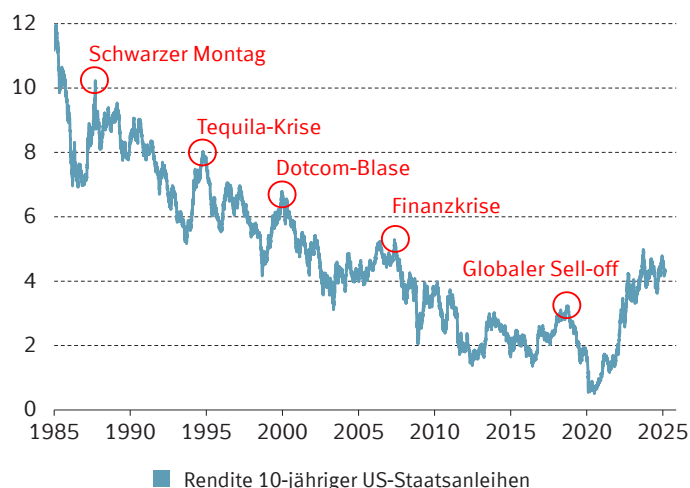


Unsicherheit führt zu erhöhter Volatilität am Markt

Mit dem Amtsantritt von Donald Trump hat eine Phase erhöhter Unsicherheit begonnen, die hauptsächlich auf die schwer einschätzbare Politik der US-Regierung zurückzuführen ist. Auch wenn Trumps Politik nach seinem Wahlsieg bereits teilweise eingepreist wurde, führten seine Ankündigungen zu erhöhter Unsicherheit und Nervosität an den Finanzmärkten. Investorinnen und Investoren lernen aber zunehmend, mit dieser Unsicherheit umzugehen und nehmen nicht mehr jedes Wort des Präsidenten für bare Münze. Gleichzeitig schwelen zahlreiche geopolitische Spannungsfelder – etwa der Ukrainekrieg oder Konflikte im Nahen Osten. Hinzu kommt eine hohe Marktkonzentration auf regionaler, sektoraler und Unternehmensebene, die zu schnellen und einseitigen Marktentwicklungen führen kann.

Aktualität 2:

Prozent

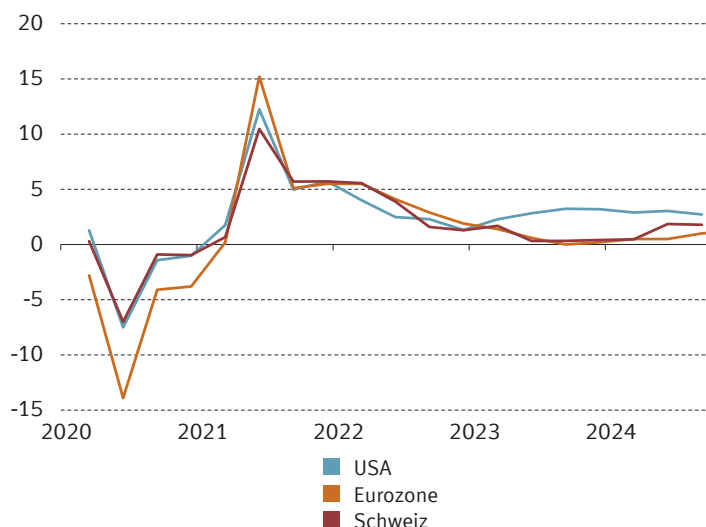


Vulnerable Märkte

Die Märkte zeigten sich zu Beginn der zweiten Amtszeit von Trump verwundbar. Einerseits belastet das anhaltend hohe Zinsniveau sowohl Unternehmen als auch Konsumenten. In der Vergangenheit führten starke Zinserhöhungen, wie wir es in den letzten Jahren gesehen haben, immer wieder zu unvorhersehbaren Marktverwerfungen. Andererseits ist der Aktienmarkt trotz robuster Gewinnsteigerungen historisch hoch bewertet. Die jüngste Kurskorrektur hat die Situation zwar etwas entschärft, doch die Bewertungen in einigen Sektoren sind nach wie vor stolz. Auch die klassische Absicherungsanlage Gold hat einen starken Preisanstieg hinter sich, sodass eine Gegenbewegung durchaus möglich ist. Dennoch überzeugt das Edelmetall weiterhin durch seine Eigenschaften als Inflationsschutz und Stabilitätsanker im Portfolio.

Aktualität 3:

Reales BIP-Wachstum in Prozent



US-Wirtschaft wächst weiterhin

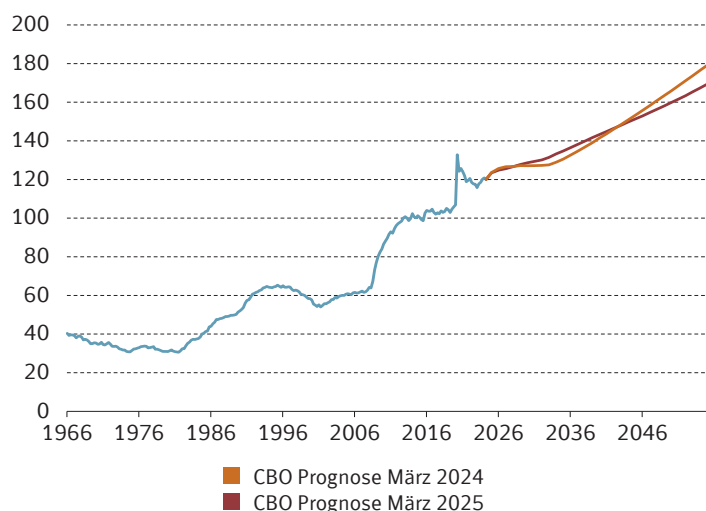
Auch die US-Wirtschaft kann sich der Unsicherheit nicht entziehen. Im Gegensatz zur Schweiz oder der Eurozone wachsen die USA aber weiterhin stark, wenn auch langsamer als bisher. Getragen wird dieses Wachstum von einem sich zwar abkühlenden, aber nach wie vor soliden Arbeitsmarkt, der die heimische Konsumnachfrage trägt. Damit bleibt die Binnennachfrage im grössten Binnenmarkt der Welt in besserer Verfassung als in anderen Regionen. Insbesondere die Dienstleistungs- und Technologiesektoren leisten als zentrale Wachstumstreiber weiterhin einen wichtigen Beitrag. Einmal mehr beweist die US-Wirtschaft ihre Fähigkeit zur Anpassung, Innovation und Resilienz. Im Vergleich zu Europa und China, die mit tiefgreifenderen strukturellen Herausforderungen kämpfen, sind die USA derzeit besser positioniert.

Grundtrend: Erfolgreich dank "Bessenomics"?

Grundtrend 1:

Quelle: Congressional Budget Office

US-Staatsschulden in Prozent des BIP



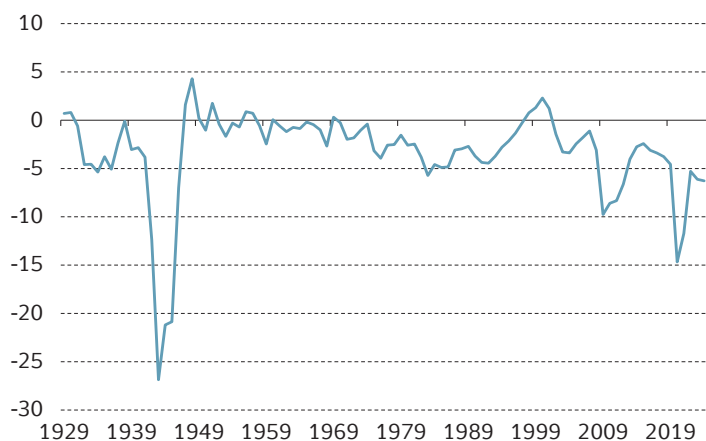
Renaissance der "Reaganomics"?

Die Staatsschulden der USA betragen derzeit 36 Billionen US-Dollar. Um die Schuldentragfähigkeit zu gewährleisten, sind wirtschaftspolitische Massnahmen erforderlich. Neben der Kontrolle des Defizits zielt der neue US-Finanzminister Scott Bessent zugleich auf eine Wachstumsförderung ab. Seine Wirtschaftspolitik wird auch "Bessenomics" genannt, in Anlehnung an die "Reaganomics" von Ronald Reagan. Diese Ansätze sehen ein starkes Wirtschaftswachstum als wirkungsvollstes Mittel gegen Überschuldung und Inflation an. Ähnlich wie Reagan stützt sich Bessent auf die drei zentralen Säulen Steuersenkungen, Ausgabenkürzungen und Deregulierung. Gegenüber heute war die Inflation zu Beginn der 1980er Jahre aber deutlich höher, weshalb die Fed damals zusätzlich eine äusserst restriktive Geldpolitik fuhr.

Grundtrend 2:

Quelle: Congressional Budget Office

Jährliches US-Haushaltsdefizit in Prozent des BIP



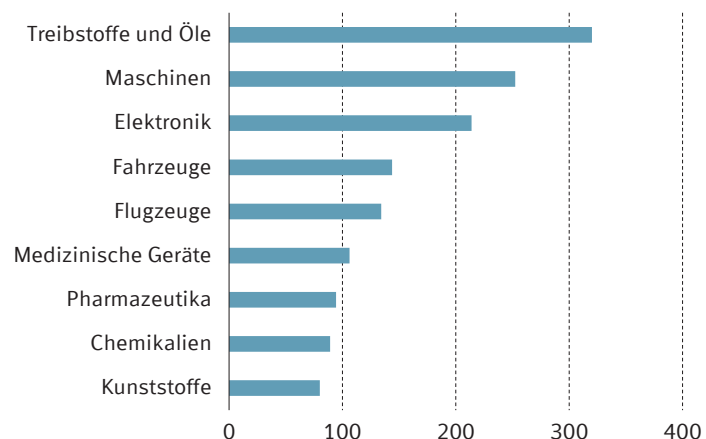
Bessenomics: 3-3-3 als Erfolgsformel?

Die Kernziele von Bessenomics bis 2028 lassen sich durch die prägnante "3-3-3"-Formel zusammenfassen: 3% jährliches BIP-Wachstum, ein Haushaltsdefizit von maximal 3% des BIP sowie die zusätzliche Förderung von 3 Millionen Barrel Öl täglich. Durch das erhöhte Ölangebot sollen Energiekosten sinken, was Unternehmen und Verbraucher finanziell entlastet und so den Binnenkonsum ankurbelt. Bessent verspricht stabile wirtschaftspolitische Rahmenbedingungen, wodurch Inflationserwartungen gedämpft werden sollen. Gelingt dies, könnte die US-Notenbank Fed die Zinsen niedrig halten. Niedrige langfristige Zinsen erleichtern die Bedienung der Staatsschulden und begünstigen Investitionen, während gleichzeitig ein schwächerer Dollar die Exportwirtschaft stärkt.

Grundtrend 3:

Quelle: Trading Economics

US-Exporte pro Produktkategorie in Milliarden USD



Ein anspruchsvoller Balanceakt

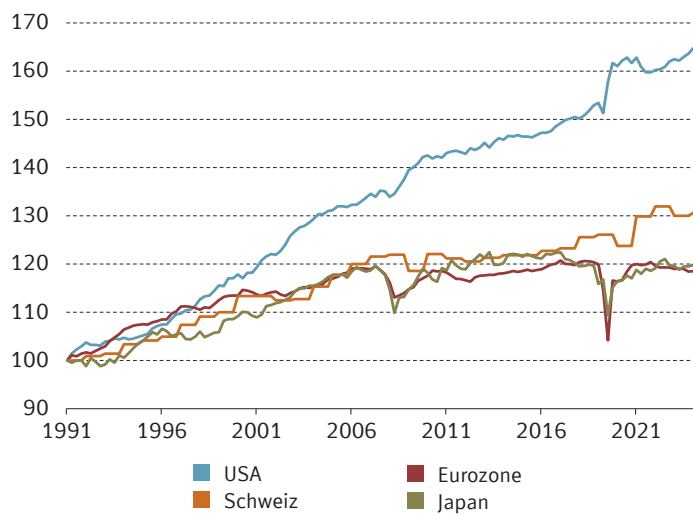
Für die Finanzmärkte verspricht Bessenomics auf den ersten Blick eine stimulierende Wirkung: Niedrige Zinsen stützen Aktienkurse, insbesondere bei exportorientierten Sektoren. Allerdings bringt ein solcher Kurs auch Unsicherheiten mit sich. Sollte die Inflation unerwartet anziehen, könnten die Renditen langfristiger Anleihen steigen und die Refinanzierungskosten der US-Regierung in die Höhe treiben. Das wiederum würde den Handlungsspielraum der Geldpolitik einschränken und die Marktstimmung belasten. Auf globaler Ebene könnten steigende US-Exporte und protektionistische Tendenzen zu Spannungen im Handel mit Europa und China führen. Ob Bessenomics am Ende für nachhaltiges Wachstum sorgt oder zu neuen Ungleichgewichten führt, hängt massgeblich davon ab, ob der Regierung der Balanceakt zwischen Ausgabenkürzungen, niedrigen Zinsen und politischer Zustimmung gelingt.

Wissen & Erfahrung: Produktivität ist fast alles

Wissen & Erfahrung 1:

Quelle: OECD

Indizierte Arbeitsproduktivität (gemessen als BIP pro Arbeitsstunde)

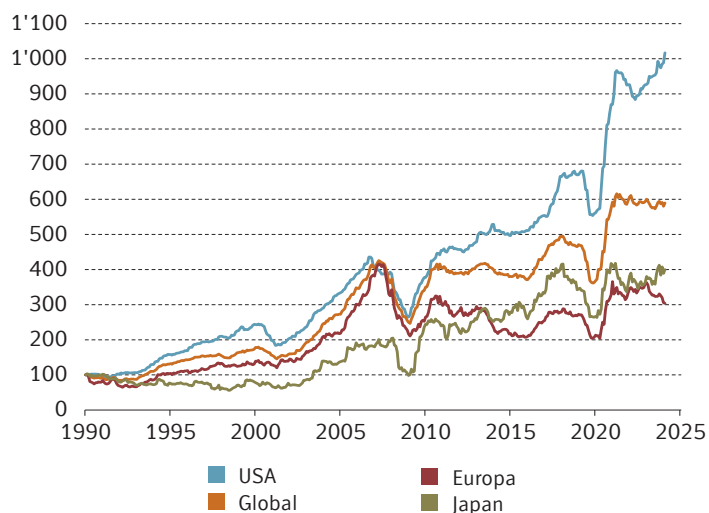


Produktivität: USA bleiben führend

"Produktivität ist nicht alles, aber langfristig betrachtet ist sie fast alles." Dies hielt der renommierte Ökonom Paul Krugman bereits 1994 fest. Die umfassendste Masszahl ist die Gesamtfaktorproduktivität (TFP), welche die Effizienz der gesamten Produktion einer Volkswirtschaft unter Berücksichtigung von Kapital, Arbeit und technischem Fortschritt angibt. Sie zeigt, welcher Teil des Wachstums nicht auf zusätzlichen Einsatz von Arbeit oder Kapital, sondern auf deren besserer Nutzung basiert. Da TFP nur als ungenaue Residualgrösse berechnet werden kann, wird oft die Arbeitsproduktivität verwendet, einfach messbar als BIP pro Arbeitsstunde. Sie ist seit Krugmans Aussage in den USA deutlich stärker gestiegen als in anderen Industrieländern – ein Trend, der sich nach der Pandemie verstärkt hat.

Wissen & Erfahrung 2:

Indexierter Gewinn pro Aktie in USD



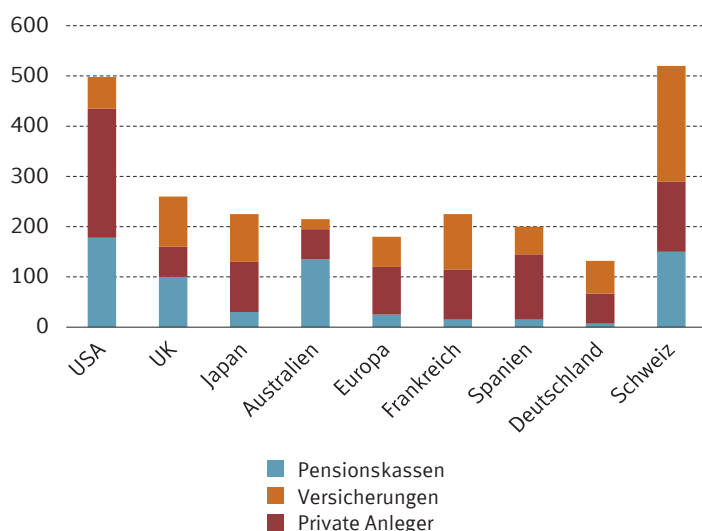
Anpassungsfähige US-Wirtschaft

Der Vergleich berücksichtigt noch nicht, dass in den USA mehr gearbeitet wird; beim BIP pro Arbeitskraft sind die Unterschiede noch deutlicher. Die Effizienzvorteile resultieren aus einer ausgeprägten Unternehmerrkultur, begünstigt durch eine tiefe Staatsquote (USA 38%, EU 52%), wenig Bürokratie und einen flexiblen und durch Migration unterstützten Arbeitsmarkt ohne Sprachbarrieren. Die US-Produktivität ist antizyklisch: In Rezessionen können Arbeitskräfte schnell entlassen und unrentable Geschäftszweige leicht liquidiert werden. Umgekehrt sind die USA führend bei Unternehmensgründungen. Die hohe Dynamik am Arbeitsmarkt und in der Unternehmenslandschaft führt dazu, dass Ressourcen schnell in rentable Sektoren fliessen, was sich in der Gewinnentwicklung der Firmen niederschlägt.

Wissen & Erfahrung 3:

Quelle: Asset Management Association

Langfristige Kapitalpools im Verhältnis zum BIP in Prozent



Investitionen stärken den Standort USA

US-Unternehmen profitieren vom grössten Kapitalmarkt der Welt, gespeist durch ausländische Investitionen und einem beachtlichen heimischen Kapitalstock. Besonders Pensionskassen spielen eine Schlüsselrolle bei der Bereitstellung von Wagniskapital und Private Equity. In Europa fehlt dieser Vorteil, da die Altersvorsorge primär umlagefinanziert wird. Entsprechend investieren die USA mit jährlich 3.5% des BIP deutlich mehr in Forschung und Entwicklung als Europa (2.2%). Mittelständische Unternehmen, das Rückgrat der europäischen Wirtschaft, haben es zudem schwerer, da Investitionen, beispielsweise in Digitalisierung, für sie weniger Skalenerträge abwerfen als für die grossen US-Konzerne. Folglich haben die USA nun auch bei der Künstlichen Intelligenz die Nase vorn – ein Vorteil, der ihre Produktivitätsvorsprünge weiter vergrössern dürfte.

Bei den in unserer Analyse verwendeten Kursen handelt es sich um Schlusskurse des jeweiligen Zeitraumes. Die unseren Bewertungsmodellen zu Grunde liegenden Zahlen sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Die Verwendung von Bewertungsmodellen schliesst das Risiko nicht aus, dass faire Bewertungen über einen genannten Anlagezeitraum nicht erreicht werden. Eine unübersehbare Vielzahl von Faktoren hat Einfluss auf die Kursentwicklung. Unvorhersehbare Änderungen können sich zum Beispiel aus technologischen Entwicklungen, aus gesamtkonjunkturellen Aktivitäten, aus Wechselkurschwankungen oder aus Änderungen gesellschaftlicher Wertvorstellungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Dreyfus Söhne & Cie AG veröffentlicht den Kompass vier Mal pro Jahr. Die Publikation richtet sich an Kunden der Bank und Interessierte. Sie stellt auszugsweise dar, mit welchem Instrumentarium und mit welcher Methodologie die Bank das Geschehen rund um die Finanzmärkte verfolgt. Der Kompass leistet Orientierungshilfe, kann aber den individuellen Portfoliokontext nicht berücksichtigen. Er dient zu Informations- und Werbezwecken.

© Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers

Redaktionsschluss: 27. März 2025

Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers
Aeschenvorstadt 16 | Postfach | 4002 Basel | Schweiz
Telefon +41 61 286 66 66

contact@dreyfusbank.ch | www.dreyfusbank.ch