

Kompass

3. Quartal 2025

Qualität und Stabilität werden sich durchsetzen

Die Anatomie des Wachstums

Vier Modelle im Stresstest

Zwischen Strategie und Schlagzeile

Qualität und Stabilität werden sich durchsetzen

In einer Welt geopolitischer Spannungen und technologischer Umbrüche rücken neben dem reinen Wirtschaftswachstum auch dessen Struktur und Resilienz in den Fokus. In diesem Kontext ist auch die Zusammensetzung der Wirtschaft entscheidend. Die vier Komponenten Konsum, Investitionen, Staatsausgaben und Nettoexporte können sich je nach Land erheblich unterscheiden. Dementsprechend sehen sich die wirtschaftlichen Modelle der USA, der Schweiz, der EU und Chinas mit unterschiedlichen Chancen und Herausforderungen konfrontiert.

Die USA bleiben mit einem konsumorientierten Modell, getragen von solider Beschäftigung und hohen Investitionen in Schlüsselsektoren, weiterhin führend. Die Schweiz überzeugt durch Stabilität: geringe Inflation, spezialisierte Exporte und finanzpolitische Disziplin. Europa investiert stark in seine grüne Transformation und die Verteidigung, kämpft aber zugleich mit strukturellen Ineffizienzen, geopolitischen Umbrüchen und einer hohen fiskalischen Belastung. China, dessen Wachstum lange fast ausschliesslich von Investitionen und Exporten getrieben war, steht vor der schwierigen Aufgabe, seinen Binnenkonsum nachhaltig zu stärken.

Während sich auf lange Sicht die widerstandsfähigsten Formen wirtschaftlicher Stärke durchsetzen, beeinflussen kurzfristig häufig Narrative, Schlagzeilen und politische Ereignisse das Marktgeschehen.

Allokation: Gold und Schweizer Immobilien bieten Stabilität

Nach wie vor gilt: Unsicherheit ist Gift für Finanzmärkte und Wirtschaft. Trumps zweite Amtszeit ist geprägt von gezielter Verunsicherung auf wirtschaftlicher und geopolitischer Ebene. In einem Umfeld geringer Visibilität, geprägt von schlagzeilengetriebener Dynamik, zögern CEOs mit Investitionen und Konsumentinnen und Konsumenten beginnen, Rücklagen zu bilden. Harte Konjunkturdaten zeigen sich zwar noch solide, doch weiche, umfragebasierte Indikatoren deuten auf steigende Rezessionsrisiken hin. Unternehmensgewinne bleiben bislang robust, doch die Prognosen werden vorsichtiger.

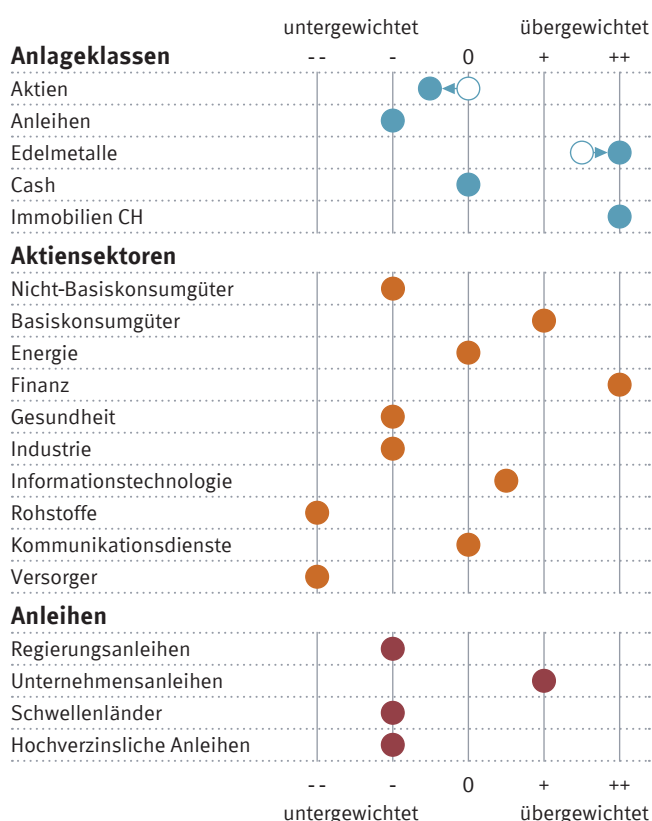
Kurzfristig treiben die erhobenen Zölle die US-Inflation in die Höhe, während eine konjunkturelle Abschwächung und sinkende Mietpreise mittelfristig dämpfend wirken dürften. Die US-Notenbank zeigt sich abwartend und macht geldpolitische Schritte von einer klareren wirtschaftlichen Lage abhängig. Die Märkte halten dennoch an der Erwartung von

zwei bis drei Zinssenkungen in den USA fest. In der Eurozone werden dieses Jahr zwei Zinssenkungen erwartet, in der Schweiz eine bis zwei.

Vor dem Hintergrund erhöhter Unsicherheiten halten wir an einer defensiven Positionierung fest: Neben einer defensiven Sektorenallokation empfehlen wir eine leichte Untergewichtung von Aktien und gewichten Gold als Stabilisator noch stärker. Auch favorisieren wir weiterhin Schweizer Immobilien. Bei Franken-Anleihen bleiben wir hingegen aufgrund der niedrigen Renditen untergewichtet. Gerade im Spannungsfeld von kurzfristigen Marktbewegungen und langfristigen Strukturanalysen sind Qualität und Stabilität zentrale Erfolgsfaktoren.

Asset Allocation Empfehlung

per 1. Juli 2025 für einen Anleger mit Basiswährung CHF

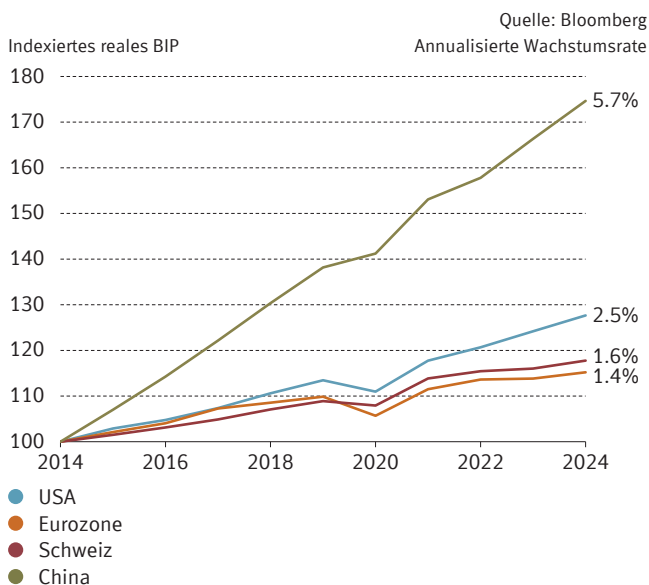


Die Anatomie des Wachstums – Warum nicht alle BIP gleich sind

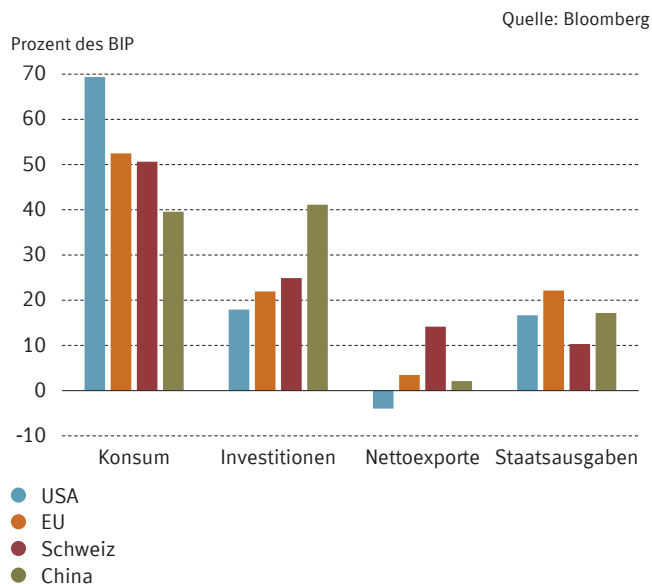
Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) ist der Gradmesser wirtschaftlicher Leistung und doch sagt es oft weniger über die Zukunft aus, als man denkt. Denn nicht nur die Höhe des Wachstums zählt, sondern vor allem dessen Zusammensetzung und strukturelle Tragfähigkeit. Ein Land mit fünf Prozent Wachstum, getragen durch Schulden und Immobilienblasen, steht langfristig schwächer da als ein Land mit zwei Prozent, das auf stabile Konsumbasis, produktive Investitionen und nachhaltige Exporte setzt. In einer Welt zunehmender geopolitischer Spannungen, fiskalischer Engpässe und technologischer Umbrüche wird die Qualität des Wachstums zur entscheidenden Grösse.

Das BIP setzt sich aus vier zentralen Komponenten zusammen: Konsum, Investitionen, Staatsausgaben und Nettoexporten. Diese vier Säulen sind unterschiedlich krisenanfällig, abhängig von politischen Eingriffen, globaler Konjunktur und technologischen Entwicklungen. Wer verstehen will, warum die USA wirtschaftlich führend bleiben, warum die Schweiz trotz ihrer geringen Grösse stabil dasteht und warum China unter Druck gerät und der Ausblick für die EU mit viel Unsicherheit behaftet ist, muss genau hier ansetzen, bei der Struktur des Wachstums.

BIP-Wachstum im Vergleich



Die vier Komponenten des BIP



Die vergangenen Jahre haben einen tiefgreifenden Wandel angestoßen. Weltweit verschieben sich Prioritäten: Nationale Sicherheit, Resilienz und technologische Souveränität gewinnen an Bedeutung gegenüber Effizienz, Offenheit und globaler Arbeitsteilung. Damit verändert sich auch die Rolle der vier BIP-Komponenten. Während Konsum politischer wird, werden Investitionen strategischer, Staatsausgaben expansiver und Exporte volatiler.

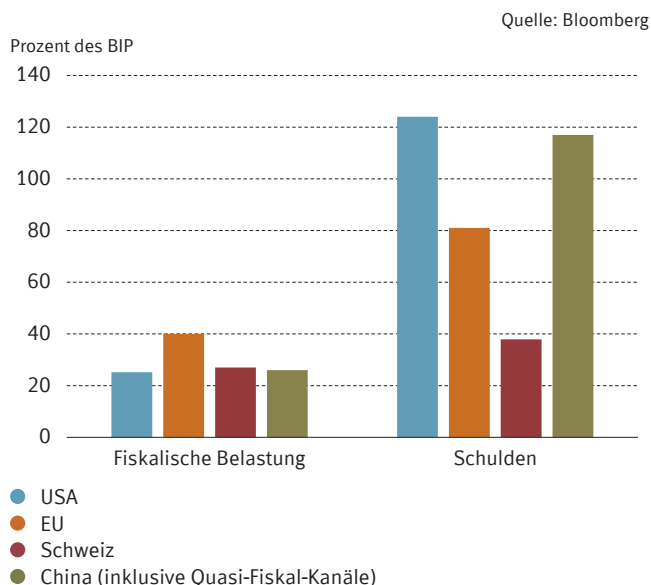
Diese Entwicklung trifft auf sehr unterschiedliche wirtschaftliche Modelle. Die USA setzen traditionell auf eine konsumgetriebene Binnenwirtschaft mit hoher Innovationskraft und grossem Investitionshunger. Die Schweiz punktet mit Ausgewogenheit: stabile Nachfrage, spezialisierte Exporte, eine starke Industrie und ein disziplinierter Staatshaushalt. Die EU ringt mit strukturellen Altlasten, zeigt aber Ambitionen in grüner Transformation und Verteidigung. China steht vor einem heiklen Umbau: weg vom export- und investitionsgetriebenen Modell, hin zu mehr Binnenkonsum. Doch genau dieser erweist sich bislang als schwer mobilisierbar.

Im zweiten Teil dieser Analyse vergleichen wir die vier Regionen entlang der einzelnen BIP-Komponenten, um zu zeigen, welche Kombination langfristig die stärkste wirtschaftliche Position verspricht. Denn die nächste Phase des globalen Wachstums wird kein Wettlauf um Volumen, sondern um strukturelle Widerstandsfähigkeit und strategische Ausrichtung.

Vier Modelle im Stresstest

Ein Blick auf die vier Komponenten des BIP – Konsum, Investitionen, Staatsausgaben und Nettoexporte – zeigt, wie unterschiedlich die wirtschaftlichen Fundamente der grossen Volkswirtschaften gebaut sind. Wer heute wirtschaftlich stark dasteht, verdankt dies nicht primär der Grösse, sondern der Zusammensetzung seines Wachstums.

Fiskalische Belastung und Verschuldung



Die USA bleiben das dynamischste Wirtschaftsmodell. Der Binnenkonsum wird getragen von solider Beschäftigung, positiver Nettozuwanderung und robusten Vermögenseffekten. Trotz tiefer Sparquote sorgt die hohe Konsumbereitschaft für stabile Nachfrage. Noch bedeutsamer sind aber die Investitionen vor allem in Digitalisierung, künstliche Intelligenz, Verteidigung und Reshoring. Zusätzliche staatliche Ausgaben bleiben aufgrund der Verschuldung mittelfristig eher begrenzt, doch das spielt eine untergeordnete Rolle, da die Dynamik im internationalen Vergleich aus dem Privatsektor kommt. Die anhaltenden Handelsdefizite sind strukturell, mindern aber das Wachstumspotenzial kaum.

Die Schweiz zeigt ein anderes Profil: Sie ist weniger wachstumsstark, dafür aber ausgewogener. Der Konsum profitiert von tiefer Inflation und stabiler Beschäftigung. Investitionen konzentrieren sich auf zukunftsorientierte Sektoren wie zum Beispiel Biotech, Medtech und Präzisionstechnik. Die Staatsausgaben bleiben moderat und schaffen fiskalische Spielräume; ein Vorteil in Krisenzeiten. Exportseitig überzeugt die Schweiz durch hohe Spezialisierung und geringere Preissensitivität gegenüber den konkurrierenden Wirtschaftsräumen; eine Stärke in einem protektionistischen Umfeld.

Europa steht zwischen Ambition und Begrenzung. Die EU verfolgt eine Investitionsstrategie mit Fokus auf grüne Transformation, Digitalisierung und Verteidigung. Doch Konsum und Produktivität leiden unter Demografie, Ineffizienzen und hoher fiskalischer Belastung, d. h. Steuern und Sozialabgaben. Viele Mitgliedstaaten haben begrenzten Spielraum für zusätzliche Staatsausgaben wegen hoher Verschuldung und Haushaltsdefiziten. Auch die Exporte geraten durch geopolitische Spannungen und Handelsbarrieren unter verstärkten Druck. Europa investiert zwar, konsumiert aber unzureichend und bleibt politisch fragmentiert.

In China ist die volkswirtschaftliche Gesamtrechnung teils verzerrt: Peking setzt stark auf staatseigene Unternehmen, deren Ausgaben dem Posten „Investitionen“ und nicht den „Staatsausgaben“ zugerechnet werden. Dadurch erscheint die Rolle des Staates im Wirtschaftsgeschehen geringer, als sie tatsächlich ist. Jahrzehntlang trugen Investitionen und Exporte das Wachstum. Versuche, den Konsum nachhaltig zu stärken, blieben erfolglos. Zu häufig musste die Regierung auf staatlich gelenkte Investitionen und Kreditvergabe zurückgreifen, um Konjunkturimpulse zu setzen. Dies führte zu Überkapazitäten in der Industrie und zu einer spekulativen Blase im Immobiliensektor. Der Umbau der Wirtschaft hin zu mehr Binnenkonsum gestaltet sich schwierig. Die hohe Sparquote ist das Ergebnis eines schwachen Sozialsystems, der Ein-Kind-Politik, kultureller Normen und unsicherer Arbeitsmärkte. Erschwerend kommt hinzu, dass ein erheblicher Teil der privaten Ersparnisse im schwächelnden Immobiliensektor gebunden ist. Die Investitionstätigkeit geht zurück, gerade im Bauwesen. Fiskalische Impulse sind absehbar, verstärken jedoch die bestehenden Ungleichgewichte. Die Exporte leiden unter geopolitischen Spannungen und der Verlagerung globaler Lieferketten.

Im Ergebnis zeigt sich, dass sich die USA und die Schweiz auf starke beziehungsweise ausgewogene Wachstumsquellen stützen. Europa kämpft mit strukturellen Einschränkungen, China mit einer schwierigen Transformation.

Langfristig schlägt Qualität Quantität

Die kommenden Jahre werden kein Wettlauf um das höchste BIP-Wachstum, sondern um die tragfähigste Form wirtschaftlicher Stärke. Wir sehen einen Vorteil für die USA und die Schweiz und grössere Herausforderungen in der EU und China. Diese strukturellen Unterschiede prägen das langfristige Bild. Doch kurzfristig treiben andere Kräfte die Kapitalmärkte und diese sind oft weniger rational.

Zwischen Strategie und Schlagzeile – Was die Märkte heute wirklich bewegt

Langfristige wirtschaftliche Stärke basiert auf der Struktur des Wachstums. Doch Anlegerinnen und Anleger wissen: Kurzfristige Marktbewegungen lassen sich oft nicht durch Fundamentaldaten, sondern vielmehr durch Stimmungen, Schlagzeilen oder politische Ereignisse erklären.

Die Kapitalmärkte bewegen sich in einem Umfeld begrenzter Visibilität. Politische Ereignisse verlaufen zunehmend erratisch – von geopolitischen Spannungen über Wahlausgänge bis hin zu Zollschocks. Das Resultat ist ein nervöses, schwer kalkulierbares Marktumfeld. Wirken die Konjunkturdaten rückblickend solide, signalisieren vorlaufende Indikatoren eine Eintrübung der Wirtschaft. Viele Unternehmen zeigen sich zwar robust, doch der Gegenwind nimmt zu.

Besonders spürbar ist das in den USA: Die Zollmassnahmen treiben die Preise kurzfristig nach oben, ohne dass gleichzeitig strukturelle Probleme wie das Handelsbilanzdefizit gelöst würden. Eine zweite Inflationswelle wie in den 1970er-Jahren ist jedoch nicht zu erwarten. Der tatsächliche Einfluss von Zöllen und der Dollar-Schwäche auf die Inflation dürfte begrenzt bleiben. Güter machen nur 19 % des US-Verbraucherpreisindex respektive 23 % des Kernindex aus und Zölle werden auf die Grosshandelspreise erhoben, nicht auf die Endverbraucherpreise. Die Hauptkomponente des Preisindex sind Dienstleistungen, allen voran Wohnkosten in Form von Mieten und Äquivalenzmieten. Diese weisen mit knapp 4 % gegenüber dem Vorjahr noch eine erhöhte Teuerungsrate auf, weil sie nur mit erheblicher Verzögerung auf Entwicklungen am Immobilienmarkt reagieren. Da sich die Hauspreise bereits seit Mitte des letzten Jahres in einer Abkühlungsphase befinden – eine Tendenz, die sich unter der Trump-Administration nochmals deutlich verstärkt hat – ist mittelfristig bei dieser Preiskomponente mit einem spürbar nachlassenden Inflationsdruck zu rechnen. Die konjunkt-

Zusammensetzung des Verbraucherpreisindex

	Gewicht	Veränderung zum Vorjahr (%)
Verbraucherpreisindex	100	2.30
– Lebensmittel	13	2.76
– Energie	7	-3.74
– Kern-Verbraucherpreisindex	80	2.80
– Kern-Güter	19	0.13
– Kern-Dienstleistungen	61	3.59
– Super-Kern-Dienstleistungen	25	3.02
– Wohnen	36	3.99

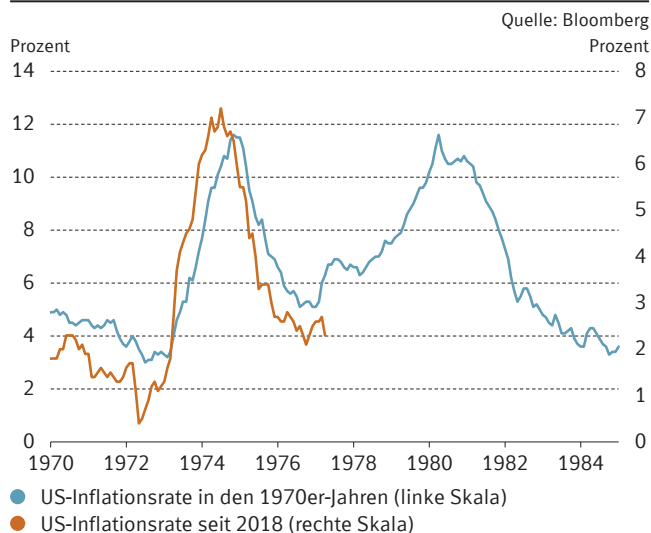
rell bedingt nachlassende Nachfrage nach Arbeitskräften dürfte zudem das Lohnwachstum dämpfen und den Preisdruck bei den übrigen Dienstleistungskomponenten verringern. Die US-Notenbank wird von den Märkten inzwischen zu zwei bis drei Zinssenkungen bis Jahresende gedrängt. Auch die Europäische Zentralbank und die Schweizerische Nationalbank könnten ihre Leitzinsen erneut senken, letztere womöglich sogar zurück in den negativen Bereich.

Anlegerinnen und Anleger bewegen sich somit in einem Spannungsfeld: Einerseits bieten viele Unternehmen weiterhin respektables Gewinnwachstum. Andererseits steigen die Risiken durch geopolitische Konflikte, politische Unsicherheiten wie in den USA und strukturelle Probleme wie in China. Der Konsens erwartet aktuell ein Gewinnwachstum von rund sieben Prozent. Eine Prognose, die zunehmend ambitioniert erscheint und zu Enttäuschungen führen kann.

Unser Fazit

Die Aktienmärkte in den USA wirken selbstzufrieden, in Europa und China gar überoptimistisch. Wir bleiben deshalb bei einer vorsichtigen taktischen Haltung mit einem leichten Untergewicht in Aktien und einem Fokus auf defensive Sektoren. Unternehmensanleihen mit Investment Grade Rating erscheinen aus Bewertungssicht wenig attraktiv. Weiterhin überzeugend bleiben hingegen Gold und der Schweizer Immobilienmarkt als stabile Ertragsquellen, gerade in einem Umfeld, in dem kurz- und langfristige Perspektiven oft auseinanderlaufen. Langfristig führt trotz unsicherem Umfeld aber kein Weg an US und Schweizer Aktien vorbei.

Eine zweite Inflationswelle ist nicht zu erwarten



Autoren:

Frank Häusler

Marius Baumann

Timo Mayr

Lukas Strittmatter

Qualität und Stabilität werden sich durchsetzen

Die Anatomie des Wachstums – Warum nicht alle BIP gleich sind

Vier Modelle im Stresstest

Zwischen Strategie und Schlagzeile – Was die Märkte heute wirklich bewegt

Redaktionsschluss: 5. Juni 2025

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 Wechselkursschwankungen 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

Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers | Aeschenvorstadt 16 | Postfach | 4002 Basel | Schweiz

Telefon +41 61 286 66 66 | contact@dreyfusbank.ch | www.dreyfusbank.ch

Einzigartig aufgehoben.