

# Reuss Private AG

Ausblick 2024 – Aktualisierung Q3

---



Reuss Private

# Das grosse Bild I

---

## Strukturelles Umfeld

- Hohe Verschuldung + demographische Entwicklung + geringer Produktivitätsfortschritt = niedriges Trendwachstum auf globaler Basis. Die hohe Verschuldung führt u.a. zu einer stärkeren Ungleichverteilung (Gini-Index). Dies ist einer der Gründe für Verschiebungen in den politischen Konstellationen (Polarisierung).
- Renationalisierung der Gesellschafts- und Wirtschaftspolitik. Stärkerer Fokus auf Verteilungseffekte innerhalb der Staaten.
- Die Angebotsknappheiten an den Arbeitsmärkten bauen sich nur allmählich ab.
- Geopolitische Spannungen – insbesondere der Krieg in der Ukraine und das Verhalten Russlands – bleiben erhöht.
- Eine Ent-Dollarisierung und allfällige Entkoppelung vom Westen im erweiterten Umfeld der BRICs-Staaten erscheint möglich, was allerdings in zwei sich neu konkurrierenden Währungssystemen münden würde.
- Die Polarisierung zwischen dem „Westen“ und dem „Globalen Süden“ kann langfristig die Finanzierung westlicher Schulden erschweren – auch aufgrund der Konfiskation von staatlichen Vermögenswerten.

## Wirtschaft

- Die makro-ökonomische Volatilität und das Nominalwachstum bleiben im Vergleich zum letzten Jahrzehnt noch länger erhöht.
- Das globale Wachstum erholt sich in 2024 langsam. Die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den USA ist gering.
- Die Inflationsraten fallen deutlich. Die Dienstleistungsinflation ist aber anhaltender. Die Inflation wird in Europa und den USA noch für einen längeren Zeitraum nicht nachhaltig unter 2% fallen, sondern im Durchschnitt über die nächsten Jahre hinweg erhöht bleiben.
- **Aufgrund des starken Wachstums in den USA und der durch die mangelnden Produktivitätsfortschritte erhöhten Inflationsrisiken in der Eurozone werden die Zinssenkungszyklen schwächer ausfallen, als zumeist erwartet wird.**
- Längerfristig dürfte die (staatlich gelenkte) Investitionstätigkeit zunehmen und das Wachstum unterstützen.

# Das grosse Bild II

---

## Einflussfaktoren

- Die geopolitischen Risiken (Ukraine, Israel, Iran, Taiwan und Türkei) haben zugenommen und dürften für einen längeren Zeitraum erhöht bleiben. **Dies verstärkt den Trend zur Fragmentierung der globalen Handelsströme.**
- Die Fiskalpolitik wird zumeist expansiv gestaltet bleiben, und es dürfte keine Austeritätspolitik verfolgt werden. Die deutliche fiskalische Straffung in Deutschland ist eine Ausnahme.
- Die politischen Risiken sind erhöht, insbesondere aufgrund des Aufstiegs EU-/Euro-kritischer Parteien in Europa sowie protektionistischer Massnahmen der US-Regierung. Die globalen Risiken und damit das Potential für längerfristig ausgeprägt negative Szenarien bleiben hoch.
- Eine erneute Akzentuierung des globalen Handelskrieges – vor allem zwischen den USA und China – würde nachhaltige Konsequenzen haben und schliesslich das globale Wachstum und die Finanzmärkte zusätzlich belasten.

## Marktumfeld

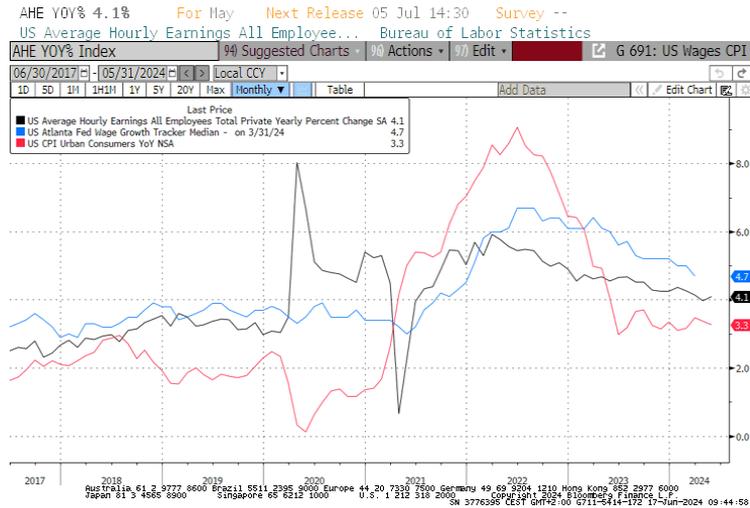
- Der Ausblick für Aktien bleibt volatil und begleitet von ausgeprägten Rückschlägen, aber grundsätzlich positiv. **Die Bewertungen sind aus einer langfristigen Perspektive attraktiv.** Sowohl zunehmende Bewertungen als auch steigende Unternehmensgewinne können zu einer positiven Performance beitragen.
- Der Trend hin zu nachhaltigen Investitionen und „Green Finance“ wird sich über alle Asset-Klassen hinweg in den nächsten Jahren verstärken.
- Die Renditen von „sicheren“ Anleihen wie deutschen Bundesanleihen und US-Treasuries werden sich auf mehrjähriger Basis seitwärts entwickeln.
- Mit der Aussicht auf Zinssenkungen sind Spread-Produkte attraktiv. Carry und Roll-Down bleiben für Fixed Income-Investoren wichtig.
- Langfristig freundliches Umfeld für Edelmetalle.

# Positionierung

Anlageklasse	Was uns gefällt	Was wir untergewichten
Liquidität		
Obligationen	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Kurz- bis mittelfristige Anlagen im Investment Grade-Bereich (Fonds)</li> <li>▪ Unternehmensanleihen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Langes Laufzeitensegment</li> </ul>
Aktien	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Solide Dividenden-Titel</li> <li>▪ Sektoren: Gesundheit, Technologie, Materialien</li> <li>▪ EM: Indien, Vietnam</li> </ul>	
Nicht traditionelle Anlagen	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Edelmetalle, Kupfer sowie Uran</li> </ul>	
Währungen	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ CHF</li> <li>▪ JPY</li> </ul>	

# Globale Wirtschaft I

## Inflation & Lohnwachstum USA



## Globale PMIs

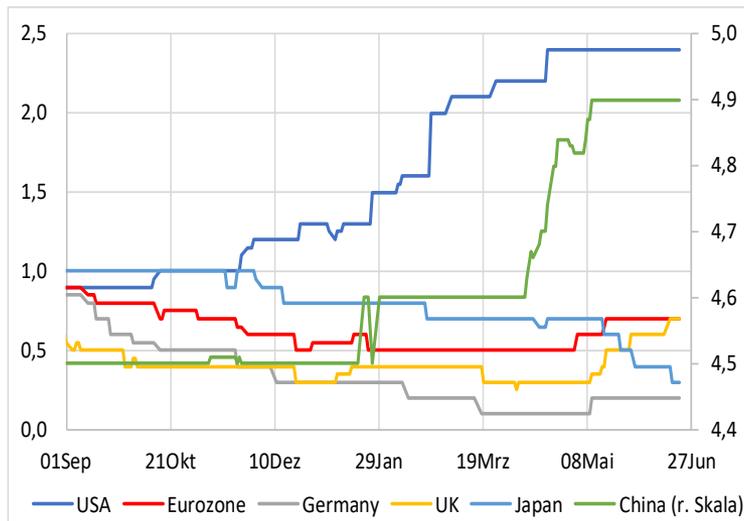


Quelle: Bloomberg

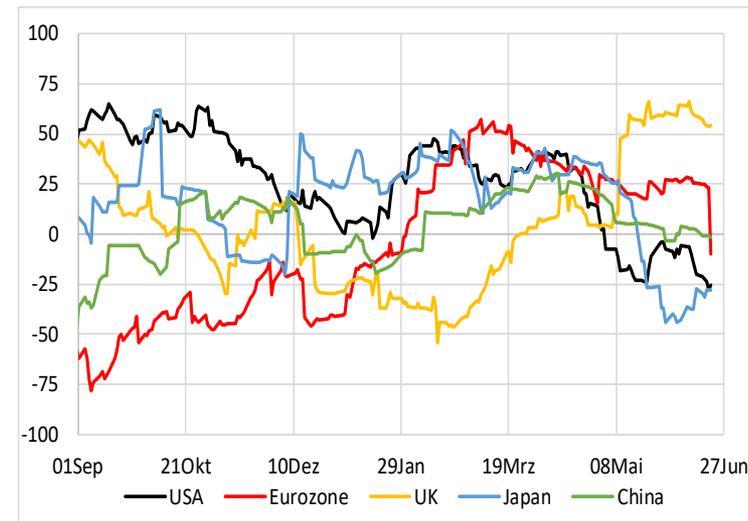
- Das globale Wachstum befand sich in den letzten Quartalen auf moderatem Niveau. Jetzt bestätigt sich der Eindruck, dass sich die Dynamik zusehends verbessert. So sind die Inflationsraten aufgrund der Entspannung bei den Energiepreisen und den rückläufigen Störungen der Lieferketten erheblich gefallen. Das Lohnwachstum hält sich vor dem Hintergrund der angespannten Arbeitsmärkte wider Erwarten besser. Daher erholt sich die reale Kaufkraft, und entsprechend steigt die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen.
- Die Belastungen für die Unternehmen durch die vormals sehr hohen Energiepreise haben deutlich nachgelassen. Dazu kommt, dass sich der Lagerhaltungszyklus in der globalen Industrie günstiger darstellt und erneut Wachstumsimpulse liefern kann.
- Der sich aufhellende Ausblick für die Konjunktur spiegelt sich in einem Anstieg der Einkaufsmanagerindizes (PMIs). Dabei haben sich insbesondere die PMIs für die Dienstleistungen deutlich erholt. Sie befinden sich zumeist markant über der 50er Marke und signalisieren damit eine zunehmende Dynamik. Der Anstieg bei den PMIs für die Industrie fällt zwar verhaltener aus – gerade in den entwickelten Volkswirtschaften – ist jedoch ebenfalls signifikant und weist auf ein Ende der Industrie-Rezession hin.

# Globale Wirtschaft II

## Wachstumserwartungen 2024



## Ökonomische Überraschungsindizes

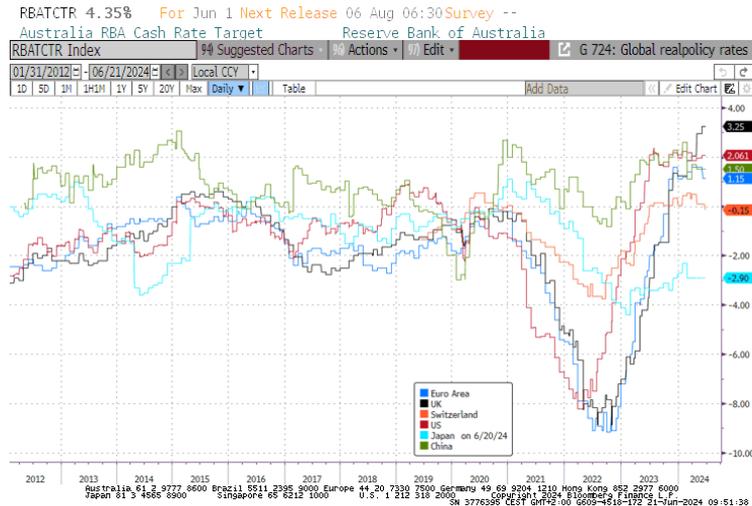


Quelle: Bloomberg

- Die Wachstumserwartungen für die USA wurden seit Herbst 2023 massiv angehoben. In China wurden sie seit Jahresanfang moderat erhöht. In Europa und Japan hingegen sind sie gesunken und befinden sich auf tiefem Niveau. Im Frühjahr enttäuschten jedoch die US-Daten – wahrscheinlich weil die Frühjahrsbelebung nach einem warmen Winter nur verhalten ausgefallen ist. In Europa überraschen die Daten hingegen mehrheitlich positiv, und daher wurden die Wachstumserwartungen zuletzt leicht erhöht.
- Die US-Wirtschaft dürfte weiterhin positive Wachstumsimpulse liefern. Die Thematik der schwachen Frühjahrsbelebung sollte bald abgeschlossen sein, während Asien und Europa ihrerseits wieder eine zunehmende Dynamik aufweisen. In China zeigen die umgesetzten makro-ökonomischen Lockerungs-Massnahmen ihre – wenn auch nur verhaltene – wachstumsfördernde Wirkung. Auch in Europa mehren sich die Anzeichen, dass die wirtschaftliche Stagnationsphase zu Ende geht und eine moderate Wachstumsbelebung eingesetzt hat. Damit ist die Wachstumsdynamik regional breiter abgestützt, und die globale Konjunktur sollte sich deshalb auch robuster darstellen.

# Zentralbanken

## Reale Leitzinsen



## Anteil der Zentralbanken mit Zinssenkungen

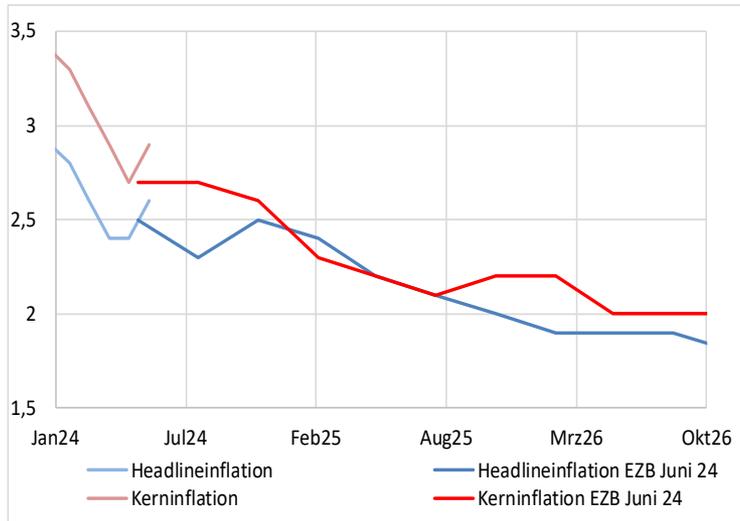


Quelle: Bloomberg, MacroMicro

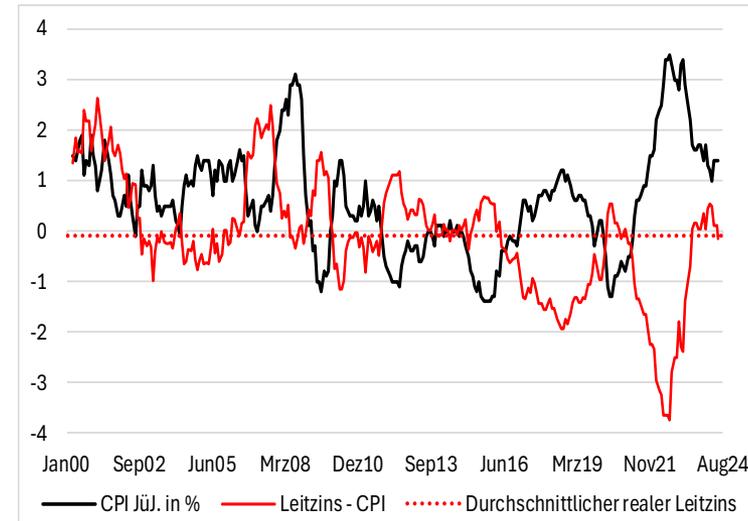
- Aufgrund der Kombination von kräftigen Zinserhöhungen der Zentralbanken und niedrigerer Inflation sind die realen Leitzinsen in den letzten beiden Jahren sehr stark gestiegen. Dadurch sind die Zentralbanken in einer viel besseren Position und können auch ohne Rezession die Leitzinsen senken, wenn auch weniger stark, als zumeist im Geldmarkt eingepreist.
- Nachdem im letzten Jahr schon einige Schwellenländer mit einer Lockerung der Geldpolitik angefangen hatten, sind es gegenwärtig die europäischen Zentralbanken, welche beginnen, die Zinsen zu senken. So haben unter anderem im März die SNB, im Mai die schwedische Riksbank und zuletzt die EZB begonnen, die Zinsen zu senken. Das Fed lässt sich zwar noch etwas Zeit, aber schreitet ebenfalls auf Senkungen zu, und es ist wohl nur eine Frage von Monaten, bevor der erste Schritt erfolgen wird. Ohnehin haben sich auch in den USA die Finanzierungsbedingungen deutlich gelockert. Damit nehmen die Belastungen der restriktiven Geldpolitik tendenziell ab.
- Eine bedeutende Ausnahme stellt Japan dar. Die realen Leitzinsen sind im internationalen Vergleich sehr tief, und die BoJ kann die Geldpolitik in den nächsten Quartalen in einem Umfeld straffen, in dem andere Zentralbanken die Zinsen senken.

# EZB, SNB & US Fed

## Inflation Eurozone & EZB-Prognosen



## Schweiz: Inflation & realer Leitzins

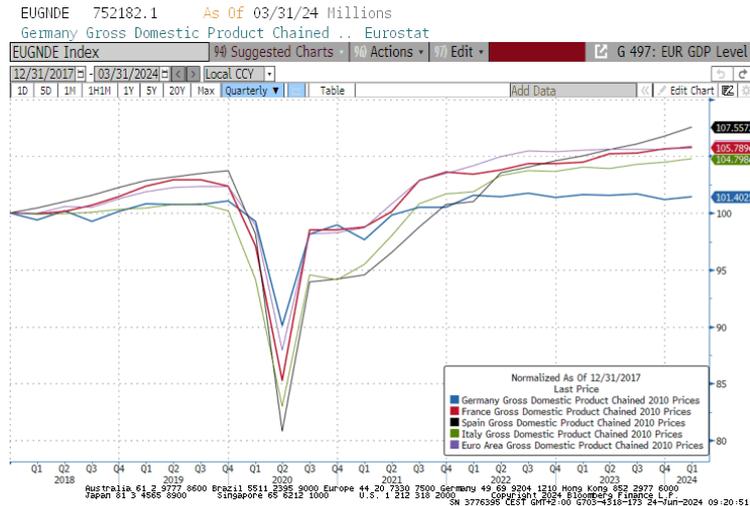


Quelle: EZB, Bloomberg

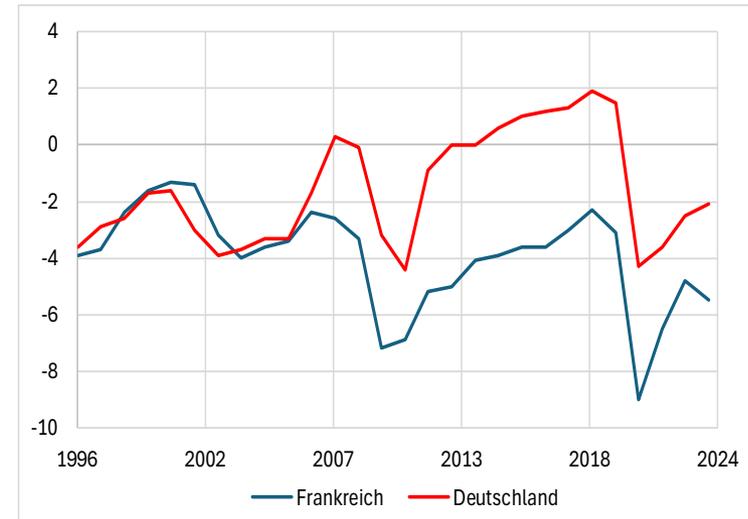
- Die EZB hat die Leitzinswende vollführt. Weil die Produktivität in der Eurozone stagniert, ist das Risiko jedoch erhöht, dass sich die Inflation trotz eines nur gedämpften Wachstumsumfelds auf Dauer verfestigt, und die Prognosen der EZB erscheinen daher zu optimistisch. Die Zinsen dürften wahrscheinlich nur noch ein bis zwei Mal um je 25Bp. gesenkt werden. Das Risiko, dass bei einer zu starken Lockerung gegen Ende nächsten Jahres erneut Zinserhöhungen auf die Agenda rücken, sollte nicht vernachlässigt werden.
- Die SNB geht davon aus, dass die Inflation im Zielbereich bleiben wird. Der reale, um die Inflation bereinigte Leitzins, ist historisch in der Nähe seines Durchschnitts. In der Folge kann die SNB die Leitzinsen zwar nochmals senken, allerdings wird Stand heute wahrscheinlich nur eine weitere Senkung folgen, um die Zielgrösse von 1% zu erreichen.
- In den USA ist gegenwärtig sowohl die Wachstumsdynamik als auch die Inflation für eine geldpolitische Lockerung zu hoch. Daher lässt sich das Fed mit Zinssenkungen noch Zeit, und der erste Schritt wird wahrscheinlich erst gegen Ende Jahr durchgeführt. Die Zinsen dürften im kommenden Zyklus nur moderat gesenkt werden.

# Deutschland & Frankreich

## BIP-Entwicklung (Q4 2017 = 100)



## Budgetdefizit in % des BIP



Quelle: Bloomberg

- Die deutsche Wirtschaft kam in den letzten Jahren nicht vom Fleck und hat unter Trend performt. Auch wenn die strukturellen Belastungsfaktoren wie hohe Regulierungsdichte und fragwürdige Energiepolitik bestehen bleiben, zeichnet sich jetzt eine zyklische Erholung ab. Die reale Kaufkraft steigt deutlich. Auch lassen die negativen Effekte der restriktiven Geldpolitik tendenziell nach. Weil sich gleichzeitig die Erschwinglichkeit von Wohnimmobilien verbessert hat, zeichnet sich eine Trendwende am Immobilienmarkt ab. Die Industrie kann von einem sich verbessernden globalen Zyklus profitieren. Der Ausblick für die deutsche Wirtschaft hellt sich tendenziell auf.
- In Frankreich hingegen trübt sich der Ausblick ein. So ist die Arbeitsproduktivität erheblich gesunken und das Budgetdefizit hoch. Die Fiskalpolitik ist in der gegenwärtigen Form nicht nachhaltig, und ohne deutliche Produktivitätsverbesserungen können kaum spürbare Wachstumsimpulse generiert werden. Aufgrund der vorgezogenen Neuwahlen hat jetzt noch die politische Unsicherheit zugenommen. Gleichzeitig ist die Wahrscheinlichkeit gesunken, dass die Politik die fundamentalen Probleme der französischen Volkswirtschaft und der Staatsfinanzen in den nächsten Jahren verbessern wird.

# Anleihen

## Risikoaufschläge 10J. Staatsanleihen ggü. Bunds



## Zinsdifferenz 10J. Staatsanleihen ggü. OATs\*



Quelle: Bloomberg

- Der Ausblick für Carry-Produkte gestaltet sich aus einer langfristigen Perspektive weiterhin günstig. So sollte ein hohes Nominalwachstum unterstützend wirken, weil damit die bestehenden Schulden leichter bedient werden können. Im Zuge der Ankündigung von Neuwahlen in Frankreich ist die Unsicherheit kurzfristig gestiegen, und auch die Volatilität hat zugenommen. Dies hat das Umfeld für Carry-Produkte eingetrübt und zu höheren Risikoaufschlägen geführt. An bestehenden Positionen – mit dem Schwerpunkt im kurzen und mittelfristigen Laufzeitenbereich – kann festgehalten werden, und es bieten sich erste Nachkäufe an. Bei langen Laufzeiten sollte jedoch zurückhaltender agiert werden.
- Für französische Anleihen hingegen gestaltet sich das Umfeld nicht nur auf taktischer Basis, sondern auch aus einer mittel- und längerfristigen Perspektive deutlich schwieriger. Nebst der schlechten fundamentalen Situation kann sich auch die Investorenstruktur, mit einem grossen Anteil an internationalen Investoren, als Nachteil erweisen. Deren Interesse dürfte tendenziell nachlassen. Davon können im Gegenzug deutsche Anleihen profitieren, aber auch Emittenten von ausserhalb der Eurozone.

# Aktien

## Performance globale Aktienmarkt-Indizes Q2 2024



## Performance europäische Aktienmarkt-Indizes seit Januar 2023



Quelle: Bloomberg

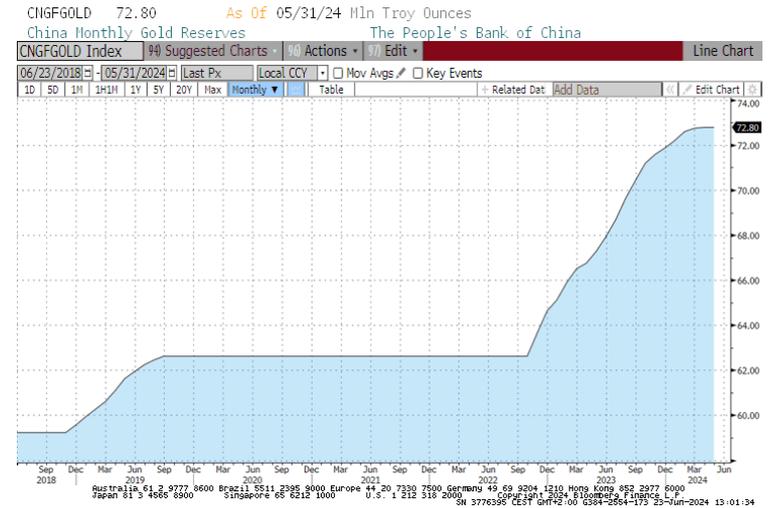
- Die globale Wirtschaftsdynamik erholt sich zusehends. Dies sollte mit höheren Gewinnen bzw. Gewinnerwartungen einhergehen. Dazu kommt, dass eine zunehmende Zahl von Zentralbanken die Zinsen senkt, und daher können die Marktbewertungen moderat steigen. Es bietet sich weiterhin eine Übergewichtung der Aktienmarkt-Quote an, und grössere Rückschläge bleiben Nachkaufgelegenheiten. Mit der regionalen Verbreiterung des globalen Wachstums konnten im zweiten Quartal insbesondere asiatische Märkte eine deutlich positive Performance erzielen. Schwach zeigte sich hingegen Lateinamerika. Unter anderem haben hier die politischen Entwicklungen – insbesondere der Wahlausgang in Mexiko – als Belastungsfaktor gewirkt.
- Nachdem die Aktienmärkte der Eurozone gegenüber Grossbritannien und der Schweiz zwischen November 2023 und Ende Q1 2024 dieses Jahres überdurchschnittlich performt hatten, hat sich das Bild in den letzten Wochen gewendet. Der FTSE100 kann mit der einsetzenden Erholung im Vereinigten Königreich und aufgrund der rohstoff-abhängigen Zusammensetzung des Index deutlich performen. Der SMI profitiert von der frühen Zinssenkung der Zentralbank sowie des hohen Gewichts defensiver Unternehmen, das sich im Zuge der gestiegenen Unsicherheit in der Eurozone erneut als Vorteil erweist.

# Euro & Gold

## EUR/USD & EUR/CHF



## Goldreserven China (in Mio. Unzen)



Quelle: Bloomberg

- Die Wachstumserholung in der Eurozone und die Verbesserung der Handelsbilanz stellen für den Euro positive Faktoren dar. Trotzdem bleiben die Abwärtsrisiken ausgeprägt. So hat die EZB begonnen, die Zinsen zu senken, wenn auch nur langsam. Dazu kommt, dass das Produktivitätswachstum zum Stillstand gekommen ist. In Kombination mit höheren Löhnen untergräbt dies die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen. Die Eurozone bleibt anfällig für erneut steigende Energiepreise, aber auch für die geopolitischen Entwicklungen. Dazu kommen die gestiegenen politischen Unsicherheiten im Hinblick auf die vorgezogenen Neuwahlen in Frankreich. Das Aufwärtspotential für den Euro ist begrenzt, und Stärkephasen bieten sich für Verkäufe an, sei es gegenüber dem US-Dollar oder anderen europäischen Währungen wie dem Schweizer Franken.
- China hatte seine Goldreserven in den letzten anderthalb Jahren kräftig erhöht, jüngst aber mitgeteilt, dass diese vorerst nicht mehr weiter aufgestockt werden sollen. Die geopolitischen Entwicklungen bieten aber weiterhin Unterstützung, und auch ohne China werden die Zentralbankenbestände steigen. Die Zinssenkungen einer zunehmenden Zahl von Zentralbanken stellen einen positiven Faktor dar. Längerfristig bleibt der Ausblick für Gold positiv, aber der steile Aufwärtstrend des letzten Jahres kann sich abflachen.

# Haftungsausschluss

---

**Felix B. Ronner**  
**Senior Partner und CIO Reuss Private Group AG**

Reuss Private AG  
Wiesenstrasse 8  
CH-8008 Zürich

Telefon: +41 44 512 45 10  
E-Mail: [felix.ronner@reussprivate.com](mailto:felix.ronner@reussprivate.com)  
Web: [www.reussprivate.com](http://www.reussprivate.com)

Dieses Dokument dient ausschliesslich Informationszwecken und stellt kein Vertragsdokument dar. Die Zahlen, Kommentare und Analysen in dieser Präsentation geben die Meinung von Reuss Private AG zu Märkten, ihren Trends, Regulierungsbestimmungen und steuer-technischen Aspekten wieder. Dabei stützt sich Reuss Private AG auf die eigene Expertise, Wirtschaftsanalysen und die jeweils zur Verfügung stehenden Informationen. Dennoch stellen diese Informationen keine Zusicherung oder Garantie durch Reuss Private AG dar. Dieses Dokument ist weder dazu bestimmt, dem Anwender eine Anlageberatung zukommen zu lassen, noch ihn bei Investmententscheiden zu unterstützen. Potenzielle Anleger sollten sich mit ihrem Dienstleister oder Berater in Verbindung setzen, um sich unabhängig von Reuss Private AG ihre eigene Meinung über die mit jeder Anlage verbundenen Risiken sowie über die Vereinbarkeit der jeweiligen Anlage mit der eigenen Vermögenssituation und persönlichen Lage zu bilden. Die historische Performance stellt keinen Indikator für die laufende oder zukünftige Performance dar. Weder Reuss Private AG noch andere mit ihr verbundenen Unternehmen haften für Verluste, die aus der Nutzung der Daten aus diesem Dokument oder in sonstiger Weise im Zusammenhang hiermit entstehen.