

Reuss Private AG

Ausblick 2024 – Aktualisierung Q4



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 von 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 leicht. Die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den USA ist gering.
- Chinas schwache Binnennachfrage aber wachsende Produktionskapazitäten bedrohen die Industriesektoren in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften.
- Die Inflationsraten sind vor allem aufgrund einer verbesserten Versorgungslage bei Energie und Gütern gefallen. Die Dienstleistungsinflation ist hartnäckiger.
- Aufgrund des starken Produktivitätswachstums in den USA und des anhaltend hohen inländischen Preisdrucks in der Eurozone werden die Zinssenkungen etwas weniger stark ausfallen als zumeist erwartet.
- Längerfristig dürfte die (staatlich gelenkte) Investitionstätigkeit zunehmen und das Wachstum unterstützen.

Das grosse Bild II

Einflussfaktoren

- Die geopolitischen Risiken (z.B. 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

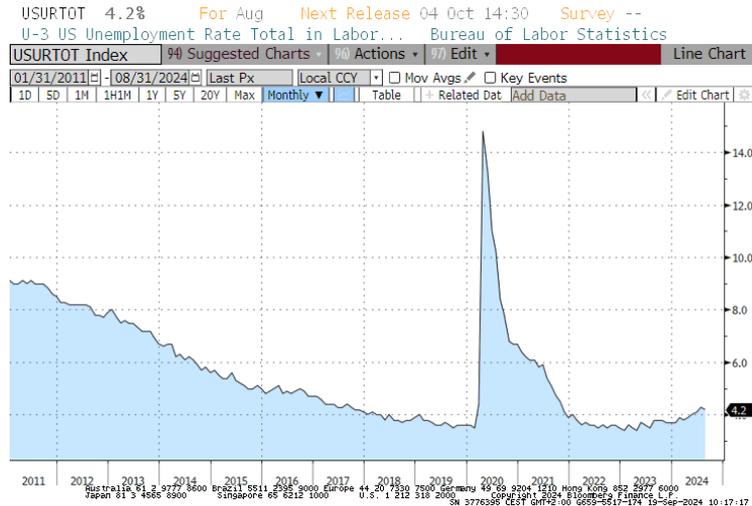
- Der Ausblick für Aktien bleibt volatil und begleitet von ausgeprägten Rückschlägen, aber langfristig grundsätzlich positiv. Die Bewertungen sind aus einer langfristigen Perspektive attraktiv. Sowohl zunehmende Bewertungen als auch steigende Unternehmensgewinne können zu einer positiven Performance 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

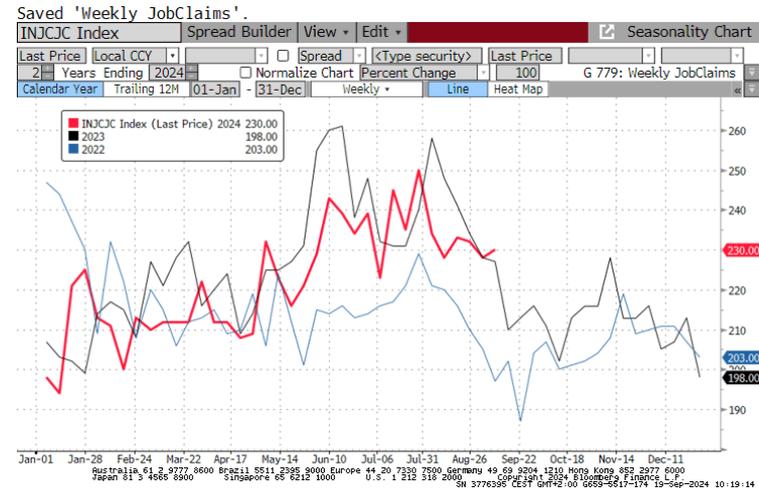
Anlageklasse	Was uns gefällt	Was wir untergewichten
Liquidität		
Obligationen	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Kurz- bis mittelfristige Anlagen im Investment Grade-Bereich (Fonds) ▪ Unternehmensanleihen 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Langes Laufzeitensegment
Aktien	<ul style="list-style-type: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

USA I

Arbeitslosenrate



Wöchentliche Anträge auf Arbeitslosenhilfe

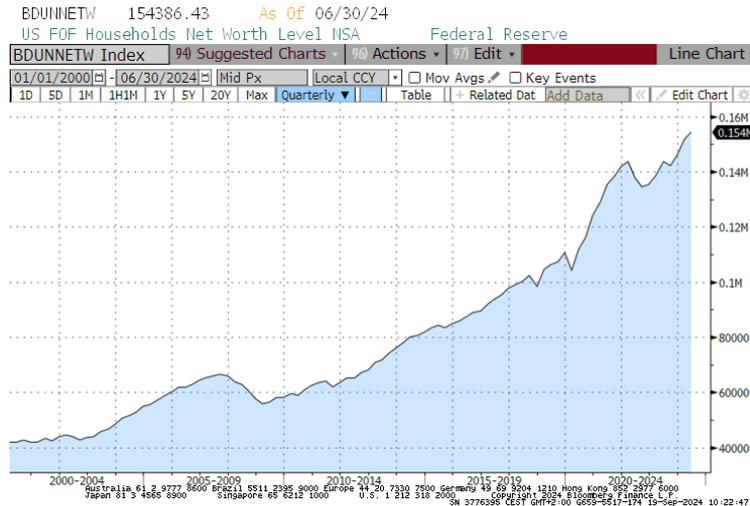


Quelle: Bloomberg

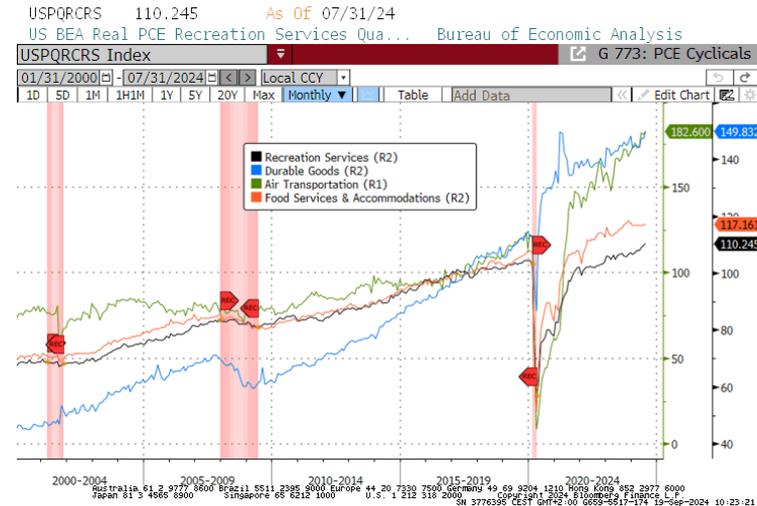
- Die Zahl der neugeschaffenen Stellen ist gesunken und die Arbeitslosenquote ist deutlich von 3,4% im Frühjahr 2023 auf zuletzt 4,1% gestiegen. Dies entspricht laut FOMC in etwa Vollbeschäftigung. Dieser Anstieg in der Arbeitslosigkeit hat die Sorge hervorgerufen, dass die US-Wirtschaft in eine Rezession abgleiten könnte.
- Ein Teil der höheren Arbeitslosigkeit entfällt auf eine nachlassende Nachfrage nach Arbeitskräften. Gleichzeitig ist auch das Arbeitskräfteangebot aufgrund der hohen Immigration und einer zunehmenden Partizipationsrate deutlich gestiegen. Dies ist aber nicht Ausdruck einer Rezession.
- Die wöchentlichen Anträge auf Arbeitslosenunterstützung sind seit Jahresanfang stetig gestiegen und haben im Sommer 250.000 erreicht. Dies weist ebenfalls auf einen sich abschwächenden Arbeitsmarkt hin. Jedoch dürfte Hurrikan „Beryl“ im Juli ein Faktor für höhere Arbeitslosenansprüche gewesen sein. Schon im letzten Jahr ein ähnliches Muster mit einem Anstieg der Arbeitslosigkeit im Frühjahr und Sommer, gefolgt von einem Rückgang im Herbst. Damit könnten die Anträge auf Arbeitslosenhilfe eine Restsaisonalität aufweisen.

USA II

Nettovermögen der US-Haushalte (in USD Mrd.)



Zyklisch sensibler Konsum (Jan 2015 = 100)

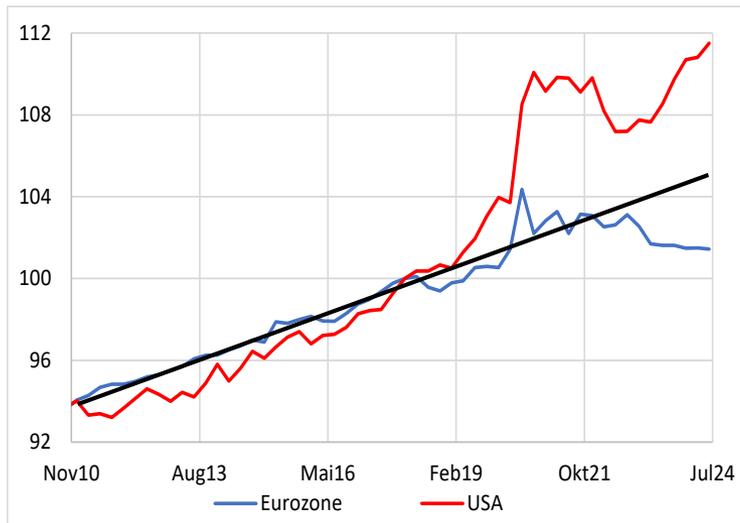


Quelle: Bloomberg

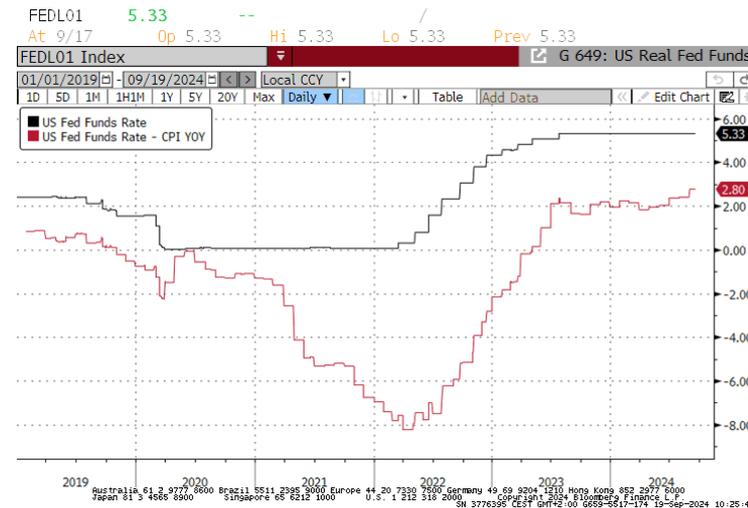
- Das restriktive geldpolitische Umfeld in den USA hat zu höheren Kreditkosten und einer geringeren Kreditvergabe geführt. Daher hat sich insbesondere der Immobilienmarkt abgeschwächt. Allerdings haben viele Kreditnehmer die vorangegangene Phase historisch sehr niedriger Zinsen genutzt und werden von den höheren Zinsen nur mit Verzögerung betroffen sein.
- Aufgrund steigender Reallöhne und des anhaltenden Beschäftigungswachstums nehmen die Haushaltseinkommen zu. Auch die Vermögen sind gestiegen. Dies stützt den Konsum und wirkt der geldpolitischen Straffung entgegen. Damit sendet der Konsum bis jetzt keine Rezessionssignale aus. So fällt im Normalfall der Konsum von langlebigen Gütern – also z.B. Möbel oder Fahrzeuge – bevor eine Rezession beginnt. Denn in wirtschaftlich unsichereren Zeiten, bei Jobverlust oder auch generellem finanziellem Stress wird vermehrt auf den Kauf entsprechender Produkte verzichtet oder es wird versucht ihn zu verzögern. Auch andere zyklisch sensitive Konsumkategorien zeigen bis jetzt keine auffälligen Entwicklungen.

USA III

Produktivität je Arbeitsstunde (Q4 2017 = 100)



Nominale & reale Fed-Funds Rate

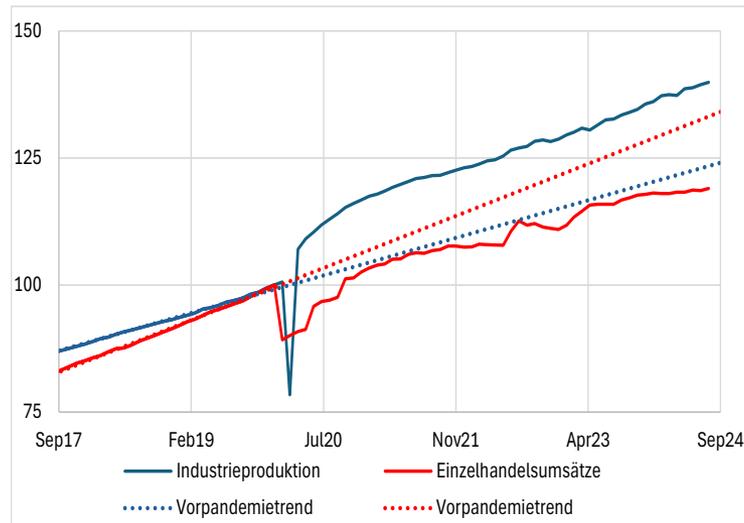


Quelle: Eurostat, Bloomberg

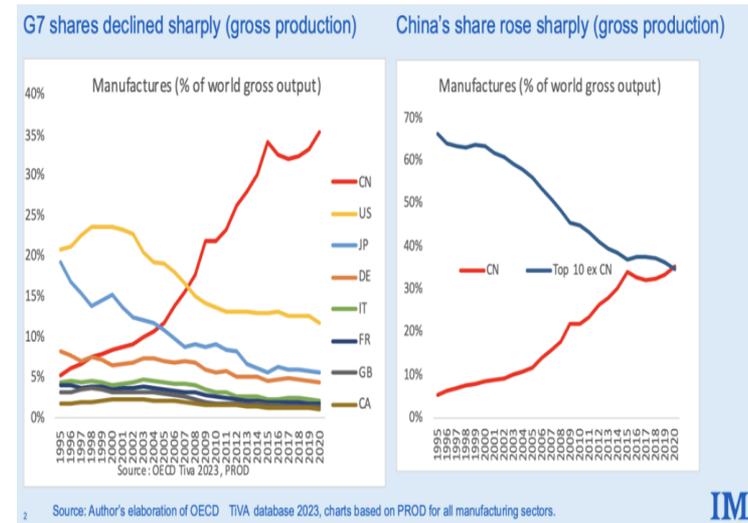
- Die Geldpolitik ist restriktiv und die Finanzpolitik ist nicht mehr akkommodierend. Entsprechend kühlt sich die Wirtschaft ab.
- Gleichzeitig ist das Trendwachstum aufgrund des – im Gegensatz zur Eurozone – gestiegenen Produktivitätswachstums und der starken Zuwanderung hoch. Weil das Trendwachstum sehr hoch ist und die Wirtschaft konjunkturell an Schwung verliert, nehmen die Kapazitätsreserven daher zu. Dies schlägt sich in einem Anstieg der Arbeitslosigkeit nieder, während gleichzeitig der inländische Inflationsdruck nachlässt. Eine Rezession bleibt aber weiterhin nur ein Risikoszenario.
- Das Zentralbanken-Mandat der Preisstabilität ermöglicht und das Mandat der Vollbeschäftigung erfordert eine Lockerung der Geldpolitik in Richtung einer neutralen Haltung. Daher hat das Fed an der letzten Sitzung begonnen, die Leitzinsen zu senken. Die Leitzinsen können an jeder der kommenden Sitzungen in Schritten von 25Bp. bis auf ein Niveau von ca. 3,75% gesenkt werden.

China – Schock I

Einzelhandelsumsätze & Industrieproduktion



Anteile an der Weltindustrieproduktion

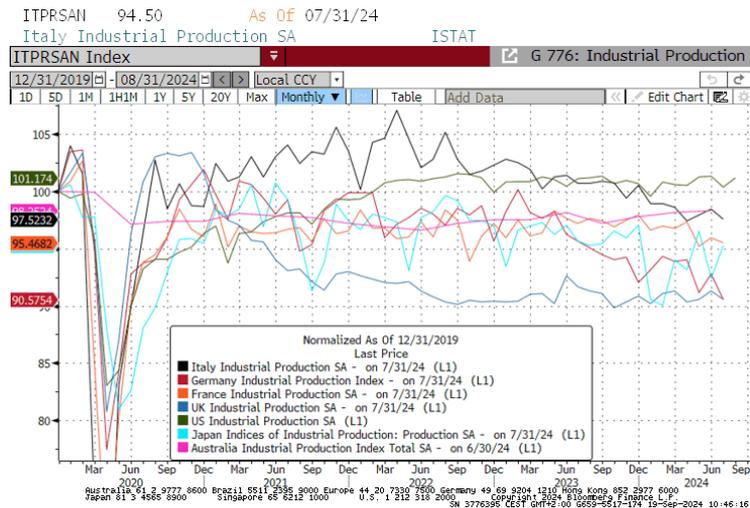


Quelle: Bloomberg, IMD

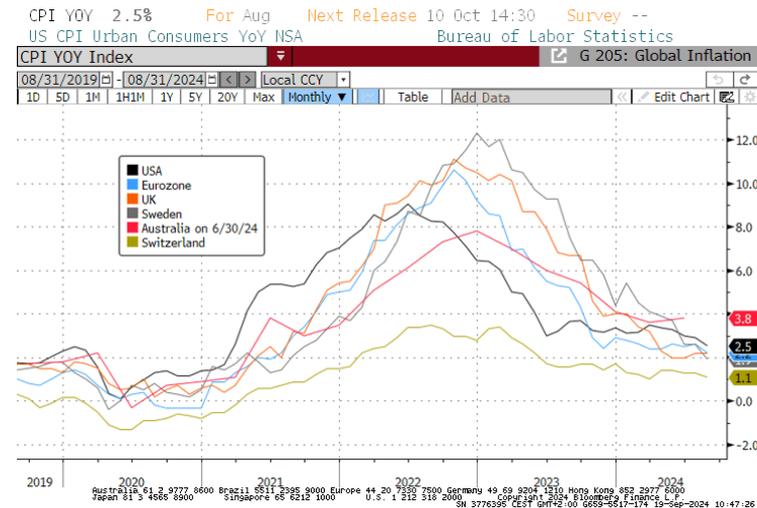
- China leidet unter einer ausgeprägten disinflationären Nachfrageschwäche. Auslöser sind die Demographie, der Einbruch am Immobilienmarkt mit sehr hohen Leerständen sowie einer Politik, die – verstärkt seit der Pandemie – die Unternehmen und damit das Angebot aber im Gegensatz zu Europa sowie Nordamerika nicht die Haushalte und damit die Nachfrage unterstützt hatte.
- Aufgrund der markanten Zunahme des Angebots bei gleichzeitig schwacher Nachfrage weist China erhebliche Überkapazitäten auf. Diese fördern auch einen ausgeprägten Preiskampf mit tiefen Gewinnmargen. In der Folge drängen die chinesischen Unternehmen noch stärker auf die Weltmärkte als zuvor und erhöhen ihre Marktanteile. Entsprechend sind Chinas Exporte von Gütern in den letzten Jahren deutlich gestiegen, während sich die Importe vergleichsweise schwach entwickelt haben. Der Handelsbilanzüberschuss bei Gütern beträgt mittlerweile etwa 2% des BIPs der restlichen Welt.
- China hat einen dominanten Anteil an der globalen Industrieproduktion, welcher so gross ist wie jener der 10 nächst grösseren Produzenteländer zusammen. Dies stellt die Industrie hierzulande vor zunehmende Probleme.

China – Schock II

Industrieproduktion (Dez 2021 = 100)



Globale Inflationsraten



Quelle: Bloomberg

- Die Marktanteile chinesischer Produzenten auf dem Heimmarkt und auf den Weltmärkten nehmen zu. Aufgrund der ohnehin schon bestehenden herausragenden Bedeutung der chinesischen Industrie hat dies erhebliche negative Konsequenzen auf die Industrie im Rest der Welt. Zusätzlich handelt es sich bei den chinesischen Exportgütern nicht mehr nur um Textilien, Möbel oder Haushaltswaren wie früher, sondern verstärkt um Autos, Maschinen und Chemikalien.
- Während in China der Industriesektor in den letzten Jahren kräftig gewachsen ist, lieferte das verarbeitende Gewerbe in den westlichen Ländern zumeist keine positiven Wachstumsimpulse. Eine Ausnahme stellt die USA dar. Gegenüber Ende 2021 ist die Industrieproduktion mit +1,2% leicht gewachsen, wahrscheinlich aufgrund der Entwicklungen bei Öl und Gas sowie einem generell unternehmensfreundlicheren Politikumfeld.
- China exportiert mit seinen Gütern auch den disinflationären Druck seiner Binnenwirtschaft. Aufgrund der überragenden Bedeutung Chinas für die Weltwirtschaft trägt dies dazu bei, dass die Inflation im Rest der Welt gefallen ist.

Anleihen

Renditen & Rohstoffe



10J. Staatsanleiherenditen



Quelle: Bloomberg

- Die "sicheren" Anleihen wurden über den Sommer hinweg unterstützt. Einerseits hat die Zahl der Zentralbanken, welche die Zinsen senken, zugenommen. Zum anderen sind die Abwärtsrisiken für das Wachstum – noch mehr in Europa als den USA – gestiegen, während gleichzeitig die Rohstoffpreise aufgrund der schwachen Nachfrage, insbesondere aus China, deutlich gefallen sind.
- In Europa und den USA werden die Leitzinsen aber wahrscheinlich weniger stark gesenkt als es an den Märkten gegenwärtig eingepreist wird. So können die USA eine Rezession vermeiden. Gleichzeitig bleibt das Trendwachstum hoch. In Europa sind die inländischen Inflationsrisiken aufgrund der geringen Produktivitätszuwächse mittelfristig ausgeprägt. Beides begrenzt das Zinssenkungspotenzial.
- Das Anleihen-Angebot ist vor dem Hintergrund der quantitativen Straffung der Zentralbanken und der hohen Haushaltsdefizite gross. Daher bleibt das Umfeld für „sichere“ Anleihen – insbesondere am langen Ende der Kurve – auf längere Sicht schwieriger, und die Renditen dürften sich mit Blick auf 2025 seitwärts bewegen.

Aktienmärkte

Kurs-Gewinn-Verhältnisse & Finanzierungsbedingungen



Performance globaler Aktienmarktindizes 2024



Quelle: Bloomberg

- Die globale Wirtschaftsdynamik stabilisiert sich und die USA dürften eine Rezession vermeiden. Dazu kommt, dass das nominale Wachstum im Vergleich zum letzten Jahrzehnt erhöht bleibt. Dieses Umfeld sollte mit höheren Gewinnen bzw. Gewinnerwartungen einhergehen.
- Nachdem im letzten Jahr schon einige Schwellenländer mit einer Lockerung der Geldpolitik angefangen hatten, waren es in den letzten Monaten die europäischen Zentralbanken und jüngst das US Fed, die begonnen haben die Zinsen zu senken. Damit nehmen die Belastungen der restriktiven Geldpolitik jetzt langsam ab. Zusätzlich geht ein Umfeld, in dem sich die Finanzierungsbedingungen lockern, zumeist mit höheren Marktbewertungen (Kurs-Gewinn-Verhältnisse) einher.
- Aus einer strategischen Perspektive können daher höhere Gewinne wie auch zunehmende Marktbewertungen zu einer positiven Aktienmarktperformance beitragen. Entsprechend bietet sich nach wie vor eine Übergewichtung der Aktienmarkt-Quote an, und grössere Rückschläge bleiben Nachkaufmöglichkeiten.

Währungen

Handelsgewichteter US-Dollar & 10J. US-Realzins



USD/JPY, USD/CHF & EUR/USD



Quelle: Bloomberg

- Die Leitzinswende des Fed, die politische Unsicherheit mit der Möglichkeit einer tendenziell weniger unternehmensfreundlichen Politik sowie die Trendwende beim Yen waren zuletzt deutlich negative Faktoren für den US-Dollar. Zyklisch dürften die USA eine Rezession vermeiden und längerfristig kann die Outperformance der US-Wirtschaft aufgrund eines höheren Trendwachstums anhalten. Damit sollte sich der US-Dollar auf strategischer Basis erneut aufwerten können.
- Aufgrund der gefallen Preise für Importgüter wie Energie verbessert sich die Kaufkraft in Europa und das Wachstum stabilisiert sich. Gleichzeitig steigt der Handelsbilanzüberschuss an. Dies sind positive Faktoren für die europäischen Währungen. Allerdings bleiben die Abwärtsrisiken längerfristig ausgeprägt, insbesondere beim Euro. Das Produktivitätswachstum ist zum Stillstand gekommen und in Kombination mit höheren Löhnen untergräbt dies die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen. Die Schweizer Wirtschaft und damit der Franken stehen relativ besser da. Die SNB dürfte aber eine zu starke Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro verhindern.
- Die japanische Zentralbank kann die Geldpolitik in den nächsten Quartalen weiter straffen, wenn auch nur behutsam. Daher entwickelt sich die Geldpolitik in Japan entgegengesetzt zu jener in Europa und den USA. USD/JPY dürfte sich seitwärts entwickeln.

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
Web: 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.