

Ausblick Q2 2025



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).
- Re-Nationalisierung der Gesellschafts- und Wirtschaftspolitik. Stärkerer Fokus auf Verteilungseffekte innerhalb der Staaten.
- Die Angebotsknappheiten an den Arbeitsmärkten bauen sich nur allmählich ab.
- Geopolitische Spannungen – insbesondere die Konflikte in der Ukraine und im Nahen Osten – 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

- Das globale Wachstum erholt sich leicht. Die makro-ökonomische Volatilität und das Nominalwachstum bleiben im Vergleich zum letzten Jahrzehnt noch länger erhöht.
- **Langfristig bleiben die Aussichten für die US-Wirtschaft angesichts des hohen Trendwachstums günstig, aber temporär zeichnet sich aufgrund der Wirtschaftspolitik von Präsident Trump eine Schwächephase ab.** In Europa sehen wir ein gedämpftes Wachstumsumfeld. Chinas schwache Binnennachfrage, aber wachsende Produktionskapazitäten, bedrohen die Industriesektoren in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften.
- Die Inflations- und Zinszyklen waren seit der Pandemie global synchronisiert, werden in Zukunft aber wieder stärker divergieren.
- Das Fed und die EZB werden die Zinsen wahrscheinlich weniger stark senken, als allgemein erwartet wird.
- Längerfristig dürfte die (staatlich gelenkte) Investitionstätigkeit zunehmen und das Wachstum unterstützen.

Das grosse Bild II

Einflussfaktoren

- Die geopolitischen Risiken (z.B. Ukraine, Israel, Iran, Türkei, Syrien und Taiwan) 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 politischen Risiken sind erhöht, insbesondere aufgrund des Aufstiegs EU-/Euro-kritischer Parteien in Europa sowie protektionistischer Massnahmen der US-Regierung. 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. **Das Risiko einer technologischen Entkoppelung zwischen den USA und China sowie einer wirtschaftlichen Blockbildung hat zugenommen.**
- Die Geburtenraten sind zuletzt stark gefallen. Dies kann zu gesellschaftlichen Spannungen führen und längerfristig das Trendwachstum zusätzlich belasten.

Marktumfeld

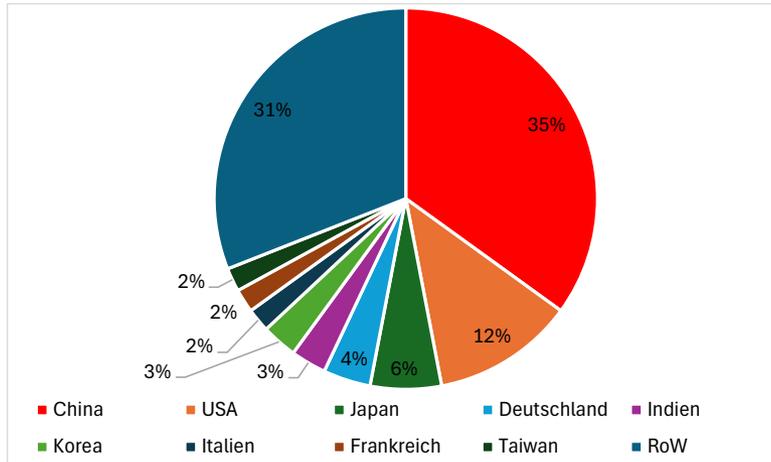
- Risikoaktiva sind langfristig attraktiv. Aufgrund divergierender Wirtschaftszyklen bietet sich jedoch eine selektive Allokation an.
- Der Ausblick für Aktien bleibt volatil und begleitet von ausgeprägten Rückschlägen, aber langfristig grundsätzlich positiv. Die Unternehmensgewinne können steigen und den Hauptteil zur 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.
- Durch die Zinssenkungen werden Spread-Produkte attraktiver. Carry und Roll-Down bleiben für Fixed Income-Investoren wichtig.
- Positiv für den US-Dollar. Vorsicht bei EM-Währungen. Langfristige Abwärtsrisiken beim Euro und dem britischen Pfund.
- Langfristig freundliches Umfeld für Edelmetalle.

Positionierung

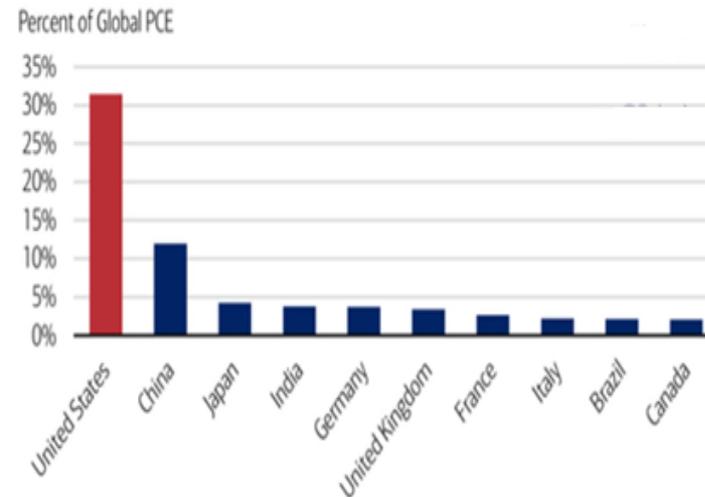
Anlageklasse	Was uns gefällt	Was wir untergewichten
Liquidität		
Obligationen	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Kurz- bis mittelfristige Anlagen im Investment Grade-Bereich (Fonds) ▪ Unternehmensanleihen 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Langes Laufzeitensegment
Aktien	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Solide Dividenden-Titel ▪ Sektoren: Industrietitel, Finanzen, Technologie und Energie ▪ EM: China und Indien 	
Nicht traditionelle Anlagen	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Edelmetalle (Fokus Gold und Silber) sowie Uran (alles physisch) ▪ Krypto: Bitcoin ▪ US-Immobilien-Überbrückungskredite und Cat Bonds 	
Währungen	<ul style="list-style-type: none"> ▪ CHF ▪ JPY ▪ USD 	

Globale Wirtschaft

Anteile an globaler Industrieproduktion



Anteile am globalen Konsum



Quelle: IMD, Merrill Lynch

- Der Ausblick für die globale Wirtschaft wird wenig überraschend von den Entwicklungen in den USA und in China dominiert. Dies sind weltweit mit Abstand die beiden grössten Volkswirtschaften. So haben die USA einen Anteil von 26,3% am globalen BIP und China einen von 16,8%. Deutschland folgt mit 4,3% auf dem dritten Platz.
- Allerdings sind die Strukturen der Volkswirtschaften in den USA und in China grundverschieden. China dominiert die globale Industrieproduktion mit einem Anteil von 35%. Was in der chinesischen Industrie passiert, hat daher erhebliche Konsequenzen für den Rest der Welt („China-Schock 2.0“). Der Anteil der USA liegt bei nur 12%. Hingegen hat die US-Wirtschaft mit einem Anteil von etwas mehr als 30% die dominierende Rolle beim globalen Konsum. Entsprechend ist der Ausblick für den Konsum in den USA von entscheidender Bedeutung für den Rest der Welt.

US-Handelspolitik

Handelsbilanz Güter (in USD Mrd.)



Handelspolitik

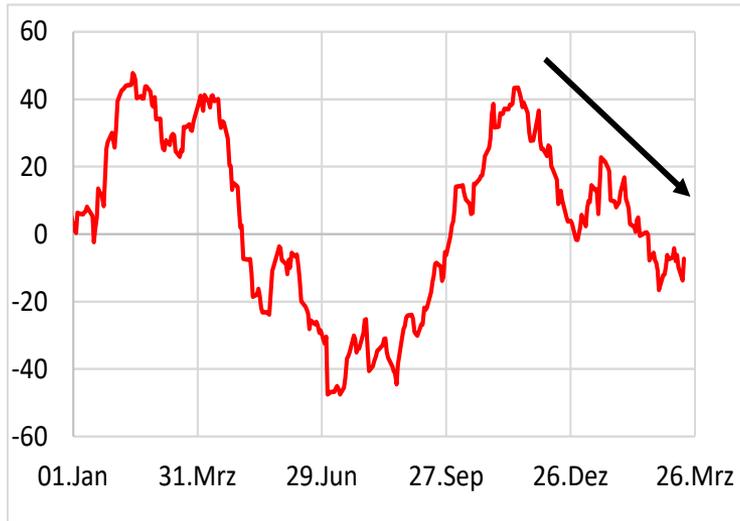
Problem des Handelsbilanzdefizits	die USA werden ausgenutzt	die nationale Sicherheit wird geschwächt
Ziel der Handelspolitik	Wiederherstellung fairer Handelsbeziehungen & Defizitreduktion → ausgeglichener Handel	Reduktion der Abhängigkeiten, Stärkung der heimischen industriellen Basis → weniger Handel
Massnahmen	(reziproke) Zölle, Druck auf Handelspartner, mehr US-Güter zu kaufen	(prohibitive) Zölle, Exportbeschränkungen, Importverbote, Investitionskontrollen
Verhandlungsspielraum	gross	klein
wer ist betroffen?	alle	strategische Rivalen, insbesondere China

Quelle: IMD, Merrill Lynch

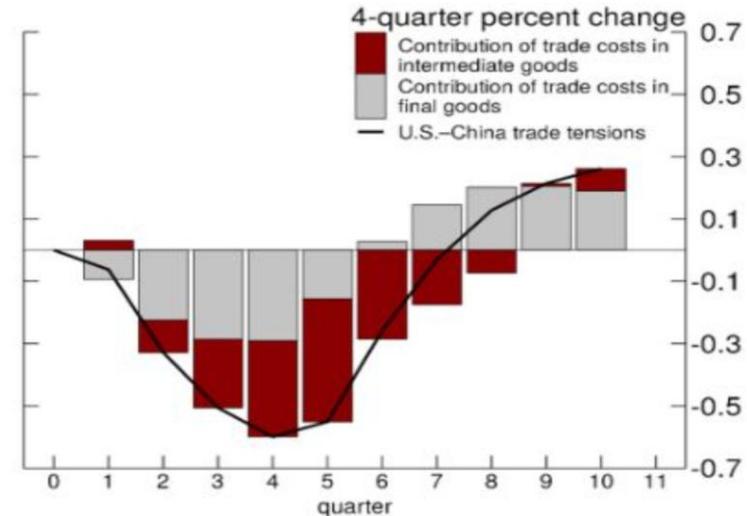
- Der übermässig grosse Anteil Chinas an der Industrieproduktion geht mit einem hohen Handelsbilanzüberschuss einher, der übermässig grosse Anteil der USA am Konsum mit einem hohen Handelsbilanzdefizit.
- US-Präsident Trump hatte in seiner ersten Präsidentschaft dargelegt, dass das Handelsdefizit Ausdruck davon sei, dass die USA von den Handelspartnern ausgenutzt werde. Zölle sind für ihn fast ein Allheilmittel, welche helfen, das Handelsdefizit zu reduzieren, Produktion in die USA zurückzuholen, Staatseinnahmen zu generieren sowie andere Länder unter Druck zu setzen und zu bestrafen. Im Gegensatz zur ersten Präsidentschaft geht Trump jetzt mit seiner Zollpolitik viel umfassender und schneller vor. Gleichzeitig setzt er Zölle als Druckmittel ein, um andere Ziele zu erreichen (z.B. weniger Immigration, Erhöhung der Verteidigungsausgaben, anti-China-Allianz).
- Nebst der Herstellung von aus US-Sicht fairen Handelsbedingungen sind die nationalen Sicherheitsinteressen der USA erheblich wichtiger geworden. China wird partei-übergreifend als strategischer Rivale betrachtet, und damit rücken nebst hohen Zöllen auch nicht-tarifäre Handelshemmnisse wie Import- und Exportbeschränkungen sowie Investitionskontrollen in den Fokus.

USA

Datenüberraschungen USA (Januar 2024 bis heute)



BIP-Effekte von Zöllen auf China-Importen (in %)



Quelle: Bloomberg, US Fed

- Die Wirtschaftsdaten in den USA haben in den letzten Wochen deutlich enttäuscht. Im Januar hatte kaltes und schneereiches Wetter die Wirtschaftsaktivität belastet. Wichtiger ist jedoch, dass die Politik von Präsident Trump aktuell die Wachstumsdynamik dämpft. Dabei stechen hauptsächlich die massiv gesunkene illegale Immigration, die Entlassungen bei den Angestellten des Bundesstaates sowie Vertragskündigungen durch DOGE und die höheren Zölle heraus. Die Zölle betreffen sowohl Endprodukte als auch Vorleistungsgüter. Gerade Letztere haben schädliche Auswirkungen auf die Wirtschaftsaktivität. Sie führen nicht nur zu höheren Preisen, sondern untergraben auch die Wettbewerbsfähigkeit der Industrie. Am Arbeitsmarkt könnte es in den nächsten Monaten zu einer Reduktion der neugeschaffenen Stellen kommen. Die Inflation dürfte etwas höher ausfallen, wobei das Ausmass von der tatsächlichen Umsetzung höherer Zollsätze abhängt. Die wachstumsfördernden Effekte der versprochenen Deregulierung, einer grösseren Energieförderung sowie der Steuersenkungen werden erheblich länger brauchen, bis sie wirksam werden und möglicherweise erst im nächsten Jahr zu spüren sein. Damit trübt sich das Wirtschaftsumfeld temporär deutlich ein.
- Der Ausblick für die Geldpolitik des Fed bleibt aktuell unverändert für zwei Zinssenkungen im weiteren Jahresverlauf.

Eurozone

Einkaufsmanger-Indizes



Inflationsraten (JüJ in %)

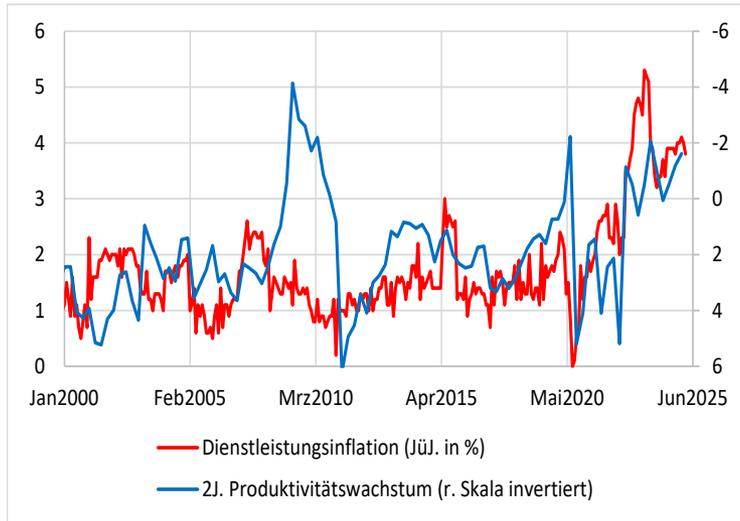


Quelle: Bloomberg

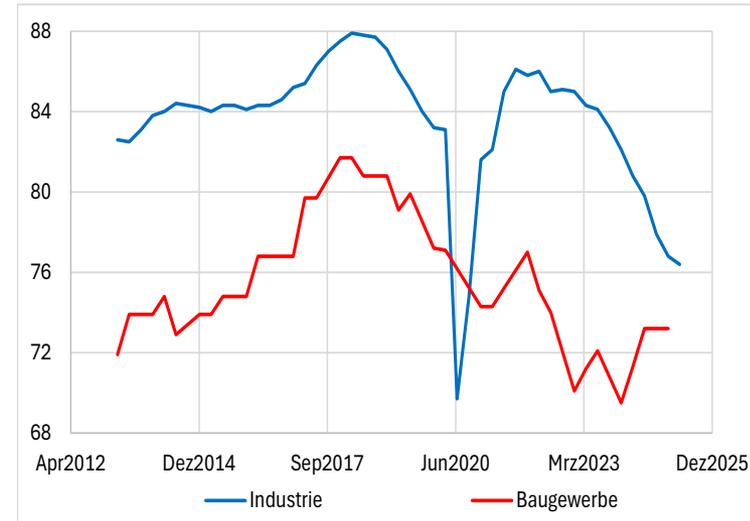
- In der Eurozone steigt die Beschäftigung, und der Lohndruck lässt nur langsam nach. Entsprechend nimmt die Kaufkraft zu. Die Dienstleistungssektoren treiben die Wirtschaftserholung. Die erfolgte geldpolitische Lockerung wird mit der üblichen Zeitverzögerung die Wirtschaftsaktivität unterstützen. Das Umfeld für die Industrie gestaltet sich aufgrund des China-Schocks 2.0 schwieriger.
- Europa ist von der Neuausrichtung der Wirtschafts- und Sicherheitspolitik der USA stark betroffen. Die Zölle, welche die USA erheben, dürften steigen, aber im Gegensatz zu China dürften nicht-tarifäre Handelshemmnisse kaum eine Rolle spielen, und es bietet sich ein größerer Verhandlungsspielraum an. Gleichzeitig ziehen sich die USA sicherheitspolitisch zurück. Europa muss damit die entstehende Lücke selber füllen. Die Rüstungsausgaben sollen deshalb massiv erhöht werden. Dies wird auf EU-Ebene mit einem weiteren Programm zur gemeinsamen Schuldenaufnahme einhergehen und dazu führen, dass die Verschuldungsregeln gelockert werden.
- Die Dienstleistungsinflation ist erhöht und lässt nur langsam nach. Die EZB kann die Zinsen noch zweimal senken. Mit einer deutlichen fiskalischen Lockerung können gegen Jahresende 2026 Zinserhöhungen auf die Agenda rücken.

Deutschland

Dienstleistungsinflation und Produktivitätsentwicklung



Kapazitätsauslastung (in %)



Quelle: Bloomberg

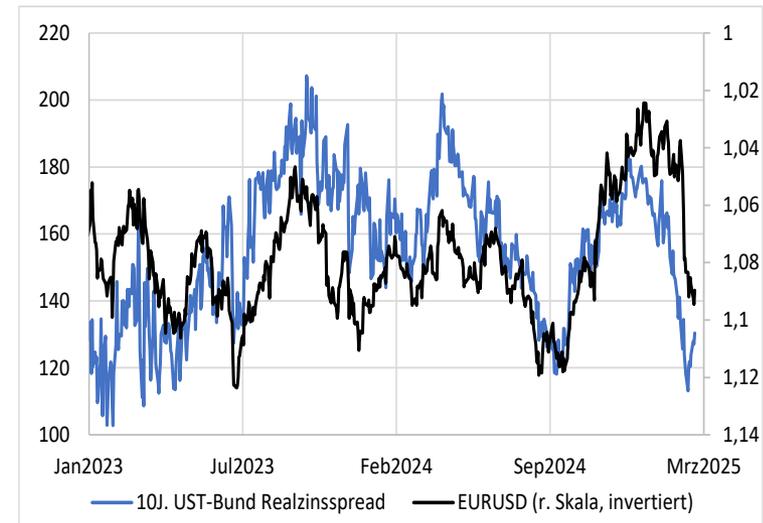
- Deutschland leidet unter einer Überregulierung sowie einer Fiskalpolitik, welche auf höhere Sozialtransfers fokussiert. Dies hat zum Umfeld einer schlechten Produktivitätsentwicklung, aber erhöhtem Lohndruck und damit erhöhter heimischer Inflation, beigetragen.
- Die vorgestellten Pläne zur Änderung des Grundgesetzes dürften zu einer fiskalischen Lockerung zugunsten von Infrastrukturausgaben und Verteidigung in der Größenordnung von 2% p.a. führen.
- Die Verteidigungs- und Investitionsausgaben sollen langfristig steigen, was Planungssicherheit für die Privatwirtschaft schafft. Die fiskalische Lockerung nutzt die in den letzten Jahren gestiegenen freien Kapazitäten und fördert die Nachfrage. Gleichzeitig sinkt die Exportabhängigkeit. Dies ist vorteilhaft in einem Umfeld steigender Handelshemmnisse.
- Ein solches Programm kann die Produktivität und das Wachstum nachhaltig ankurbeln, besonders wenn es mit Bürokratieabbau und einer besseren Energiepolitik kombiniert wird. Die Preisrisiken nehmen jedoch zu. Der langfristige Ausblick für Deutschland hellt sich auf, und die Underperformance der deutschen Wirtschaft sollte in den nächsten Quartalen zu Ende gehen.

Anleihen & EUR/USD

Renditen 10J. Staatsanleihen (USTs, Bunds, Gilts und Confs)



EUR/USD & 10J. UST-Bund Realzinsspread



Quelle: Bloomberg

- Die Zentralbanken können die Zinsen weiter senken. Das Umfeld für Staatsanleihen im kurzen Bereich gestaltet sich damit neutral. Die Renditen bei mittleren Laufzeiten und insbesondere von lang laufenden Anleihen können hingegen auf strategischer Basis seitwärts bis höher tendieren. Das Angebot von Staatsanleihen ist vor dem Hintergrund anhaltender Budgetdefizite und einer weiteren fiskalischen Lockerung zur Finanzierung zusätzlicher Verteidigungsausgaben in Europa, in Kombination mit der quantitativen Straffung der Zentralbanken, deutlich erhöht. Carry-Produkte können übergewichtet bleiben. Allerdings bietet sich eine Fokussierung des Engagements auf kurze und mittlere Laufzeiten sowie auf gute Qualität und defensivere Sektoren an.
- Der Euro hat durch die Ankündigung der fiskalischen Wende in Deutschland und der gleichzeitig sichtbar werdenden Wirtschaftsabkühlung in den USA deutlich performen können. Kurzfristig könnte diese Bewegung noch etwas weiterlaufen. Längerfristig bleiben die Abwärtsrisiken für den Euro aber ausgeprägt, nicht zuletzt, weil die preisliche Wettbewerbsfähigkeit leidet. Sollte US-Präsident Trump wieder auf eine wachstumsfreundlichere Wirtschaftspolitik umschwenken, dann dürfte der US-Dollar erneut performen.

Aktienmärkte

Globale Aktienmarkt-Performance



Aktienmarkt-Performance Europa

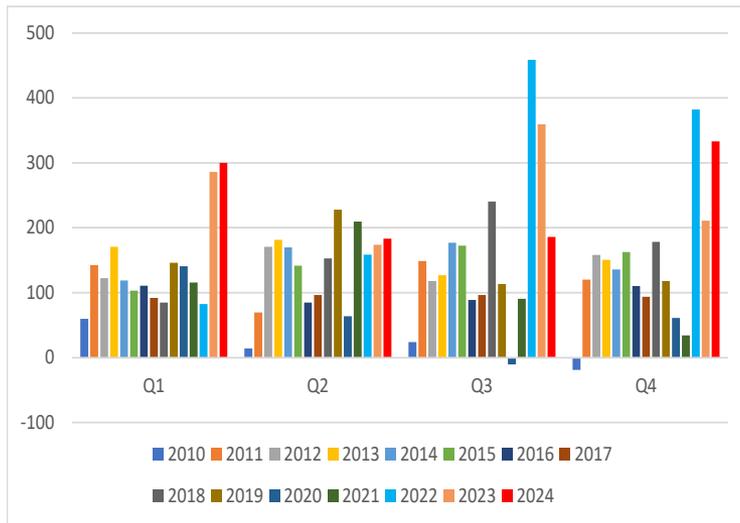


Quelle: Bloomberg

- Chinesische Aktien und die europäischen Indizes haben seit Jahresanfang outperformt. China profitiert von Entwicklungen im Technologiebereich (z.B. DeepSeek) und verstärkten makro-ökonomischen Unterstützungsmassnahmen. Allerdings bleibt der Ausblick aufgrund der schwachen heimischen Nachfrage und einer möglichen Entkoppelung der USA von China schwierig. Die europäischen Märkte profitieren von zuletzt positiv überraschenden Wirtschaftsdaten, einer weitergehenden geldpolitischen Lockerung sowie günstigen Bewertungen. In Deutschland bietet die sich abzeichnende fiskalpolitische Wende zusätzliche Unterstützung.
- Die US-Märkte hingegen haben in einen Korrekturmodus geschaltet. Enttäuschende Wirtschaftsdaten und insbesondere die wachstumshemmenden Massnahmen der Trump-Administration nähren Erwartungen einer deutlichen Wirtschaftsabschwächung.
- Strategisch bietet sich weiterhin eine moderate Aktienmarktübergewichtung an. Taktisch ist jedoch das Umfeld, ausgehend von den durch Trump losgetretenen Handelskonflikten und der temporären US-Wachstumsabschwächung schwieriger, und es sollte gegenwärtig in den USA zurückhaltend agiert werden.

Gold & Kryptos

Goldkäufe Zentralbanken (in Tonnen)



Kryptos



Quelle: World Gold Council, Bloomberg

- Aufgrund der Konfiskation russischer Finanzaktiva durch den Westen ist für viele staatliche Institutionen der Wert von Gold gestiegen. Entsprechend nehmen auch die Zuflüsse in Gold von Zentralbanken des „Globalen Südens“ zu. Insgesamt haben die Zentralbanken im Jahr 2024 total 1'002 Tonnen Gold gekauft. Dies entspricht einem Marktwert von rund USD 90Mrd. China hatte seine Goldkäufe ab dem Frühjahr ausgesetzt, aber mit der Wahl Trumps im November wieder aufgenommen.
- Die geopolitischen Entwicklungen sprechen weiterhin für Gold als einzig valable „sicherer Hafen“- Alternative. Long Positionen bleiben attraktiv.
- US-Präsident Trump hat die Bildung einer strategischen Reserve digitaler Aktiva angekündigt, die nebst Bitcoin und Ether auch Solana, Ripple und Cardano enthalten soll. Die Reserve soll aber aus konfiszierten Beständen und nicht über aktive Käufe gebildet werden.
- Damit sich Kryptos nachhaltig als Assetklasse etablieren können, ist eine weitergehende Regulierung nötig. In den USA könnte die Regulierung jedoch geschwächt werden. Der Fokus bei Kryptoanlagen sollte auf Bitcoin gelegt werden. Kryptos bleiben hingegen sehr volatil und begleitet von grösseren Rückschlägen.

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
Email: 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.