

Ausblick Q3 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

- Die makro-ökonomische Volatilität und das Nominalwachstum bleiben im Vergleich zum letzten Jahrzehnt noch länger erhöht.
- Die Abwärtsrisiken für die globale Wirtschaft sind hoch. Die Unsicherheit über die Entwicklung der globalen und insbesondere der US-Wirtschaft ist aufgrund der US-Zollpolitik sehr gross.
- 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

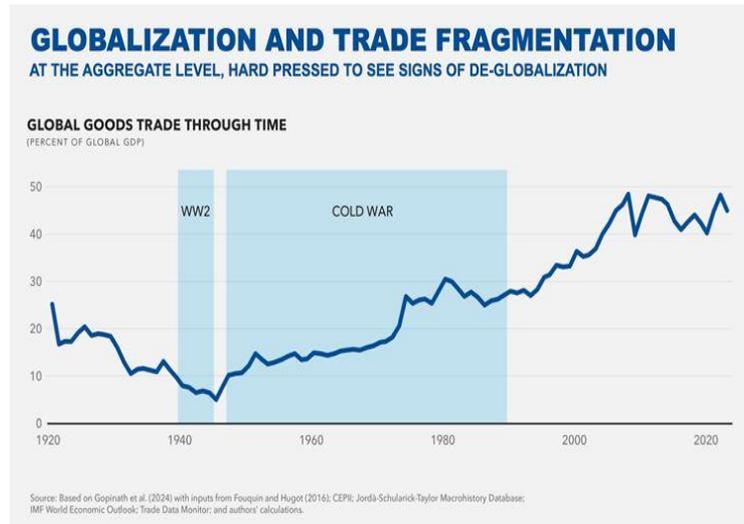
- Risikoaktiva sind langfristig attraktiv. Aufgrund divergierender Wirtschaftszyklen bietet sich jedoch eine selektive Allokation an.
- Der Ausblick für Aktien bleibt volatil und begleitet von ausgeprägten Rückschlägen, aber langfristig grundsätzlich positiv. Die Unternehmensgewinne können steigen und 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 Anleihen-Investoren wichtig.
- Vorsicht bei EM-Währungen. Positiv für den Schweizer Franken.
- Langfristig freundliches Umfeld für Edelmetalle.

Positionierung

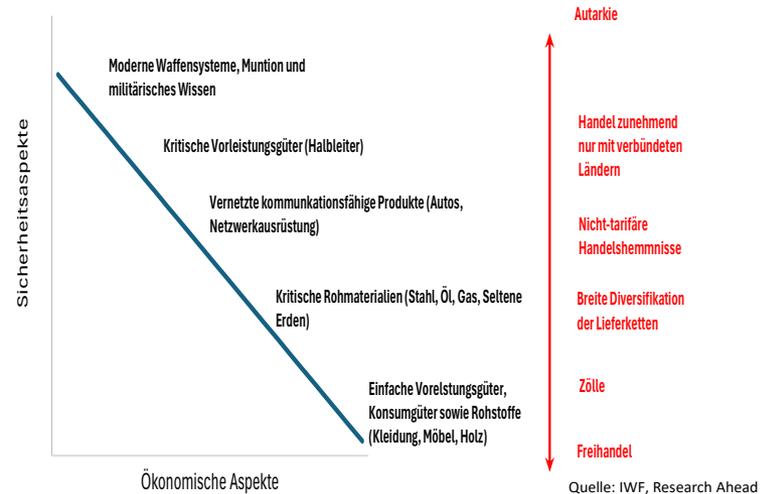
Anlageklasse	Was uns gefällt	Was wir untergewichten
Liquidität		
Obligationen	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Kurz- bis mittelfristige Anlagen im Investment Grade-Bereich (Fonds) ▪ Unternehmensanleihen 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Langes Laufzeitensegment
Aktien	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Solide Dividenden-Titel ▪ Sektoren: Industrietitel, Finanzen und Technologie ▪ 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 	

Globale Handelsarchitektur

Globaler Güterhandel im Vergleich zum BIP (in %)



Spannungsfeld aus Sicherheits- & ökonomischen Aspekten



- Die zuvor regelbasierte und verlässliche Handelspolitik der USA ist einem diskretionären, unübersichtlichen und wenig robusten Regime gewichen. Es kommt zu einer Vielzahl von unterschiedlichen Regeln, was unter anderem Zollhöhen, Quoten und Marktzugänge betrifft. Die Unsicherheit für Haushalte, Unternehmen und Marktteilnehmer bleibt damit auf absehbare Zeit sehr hoch.
- Nebst ökonomischen Aspekten haben nationale Sicherheitsinteressen eine zunehmende Bedeutung für die Handelsarchitektur erlangt. Gerade gegenüber China setzen die USA verstärkt auf nicht-tarifäre Handelshemmnisse wie Export- (z.B. bei Halbleitern) und Importbeschränkungen (z.B. bei vernetzten Fahrzeugen) sowie Investitionskontrollen. Auch die Handelspartner sollen die Zurückdrängung von China forcieren. Es zeichnet sich eine technologische Entkoppelung zwischen den USA und China ab.
- Die Globalisierung ist zu Ende. Derzeit ist jedoch noch keine De-Globalisierung zu beobachten, sondern eine Fragmentierung des globalen Handels mit einer zunehmenden Blockbildung. Dabei dürfte der Handel zwischen den Blöcken umso stärker eingeschränkt werden, je mehr die nationalen Sicherheitsinteressen im Vordergrund stehen. Gleichzeitig federn blockfreie Länder die negativen wirtschaftlichen Konsequenzen des Systemwettbewerbs zwischen den USA und China ab.

USA

Wettwahrscheinlichkeit US-Rezession

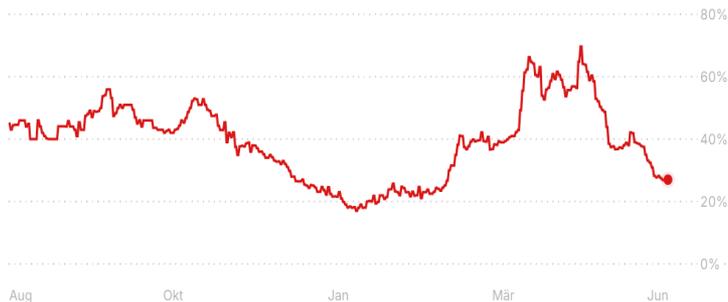


Recession this year?



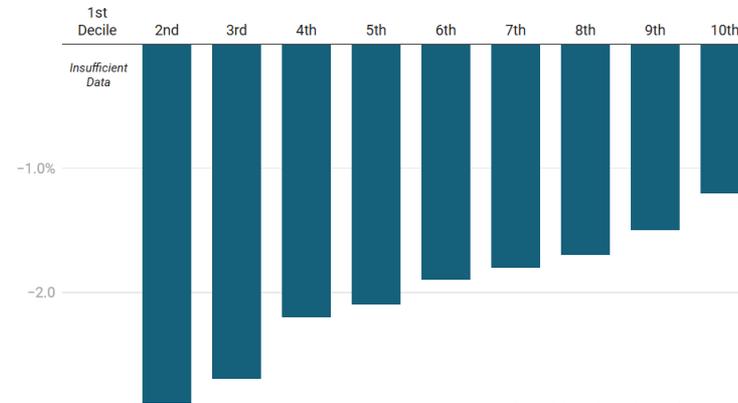
27% chance ▼17.9 ①

Kalshi



Einkommenseffekte der Zollerhöhungen

Through May 12
Percentage points of disposable income by household income decile



Quelle: Kalshi, Yale Budget Lab

Chart: The Budget Lab • Source: GTAP v7, Census, BLS, BEA, The Budget Lab analysis. • Created with Datawrapper

- Die bis jetzt in Kraft getretenen Zollerhöhungen kommen einer fiskalischen Straffung in der Größenordnung von 1,5% gleich. Die Zölle betreffen auch Vorleistungsgüter. Dies untergräbt die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Industrie. Im aktuellen Umfeld ist nicht klar, wie das Handelsumfeld längerfristig aussehen wird. Damit ist es für Unternehmen sinnvoll, mit Investitionsentscheidungen zuzuwarten. Die Wirtschaft schwächt sich damit ab. Allerdings ist das Trendwachstum in den USA aufgrund zunehmender Produktivitäts-Fortschritte im internationalen Vergleich hoch, und daher dürften die USA ohne weitergehende Eskalation der Handelskonflikte eine Rezession vermeiden können.
- Durch die Zölle werden Haushalte mit niedrigem Einkommen überproportional belastet, während vor allem Gutverdiener von den Steuersenkungen profitieren. Die zweigeteilte Konsumlandschaft wird sich daher akzentuieren.
- Die Importzölle stellen einen stagflationären Schock dar, das Wachstum nimmt also ab, während die Preise steigen. Die Geldpolitik wirkt gegenwärtig leicht restriktiv, und die US-Notenbank dürfte daher vorerst in ihrem Wartemodus verharren. Moderate Leitzinssenkungen können gegen Jahresende erfolgen.

Europa

Einkaufsmanger-Indizes Eurozone



Inflationsraten Eurozone, Schweiz & UK (JüJ in %)



Quelle: Bloomberg

- In Europa kann sich das Wachstum mittelfristig erholen, bleibt aber insgesamt verhalten. Die erfolgte geldpolitische Lockerung, die erhöhten Staatsausgaben für Verteidigung und Infrastruktur sowie die anhaltenden Kaufkraftgewinne der Konsumenten überwiegen den negativen Einfluss der US-Handelspolitik. Auf Länderebene ist z.B. Spanien von der US-Zollpolitik aufgrund der Ausrichtung der Handelsströme relativ wenig betroffen. Die Outperformance kann daher anhalten. Deutschland ist stärker betroffen, allerdings wird die Fiskalpolitik in den nächsten Quartalen deutlich gelockert. Dies wird die heimische Nachfrage stärken.
- Sowohl in der Eurozone als auch in der Schweiz gehen die Leitzinssenkungen bald zu Ende. Im 3. Quartal könnten die Zinsen noch ein weiteres Mal gesenkt werden. Danach zeichnet sich eine Pause ab, die sich als Ende des Leitzinssenkungszyklus herausstellen wird. Das Risikoszenario nochmals deutlich eskalierender Handelskonflikte – z.B. im Falle, dass Präsident Trump die jüngst angedrohten Zölle auf Importe der EU tatsächlich auf 50% anhebt – würde den Zentralbanken weiteren Senkungsspielraum eröffnen. Die Leitzinsen sind in Grossbritannien mit 4,25% weiterhin hoch, und daher hat die Bank of England ein etwas grösseres Zinssenkungspotential.

Anleihen I

US 10J. Risikoprämie



Globale Zinskurven: 2-30J. Renditedifferenz



Quelle: Bloomberg

- Die Laufzeiten-Risikoprämien waren insbesondere in den 2010er Jahren gesunken. Dafür dürfte das tiefe nominale Wachstum aufgrund der sehr tiefen Inflation, aber auch die Geldpolitik mittels Negativzinsen, Zinsprognosen und quantitativer Lockerung verantwortlich gewesen sein. Aufgrund fallender Risikoprämien hatten sich auch die Zinskurven abgeflacht.
- Seit Ausbruch der Pandemie steigen die Laufzeiten-Risikoprämien wieder. So sind die Inflation und damit auch das Nominalwachstum deutlich gestiegen. In der Folge haben sich die Zentralbanken von der Negativzinspolitik sowie der Zinsprognosen verabschiedet und sind gleichzeitig zu einer Politik der quantitativen Straffung gewechselt. Damit normalisieren sich die Laufzeiten-Risikoprämien.
- Dazu kommt, dass das Angebot an Staatsanleihen aufgrund hoher Defizite beträchtlich ist und sich die Verschuldungsdynamik in einigen Ländern erheblich eingetrübt hat. Gleichzeitig ist die Nachfrage nach langen Laufzeiten von bedeutenden Investoren wie Pensionsfonds und Lebensversicherern gesunken.
- Der Trend hin zu höheren Risikoprämien dürfte in den nächsten Jahren auf globaler Basis anhalten.

Anleihen II

Renditen 2J. Staatsanleihen



Renditen 30J. Staatsanleihen

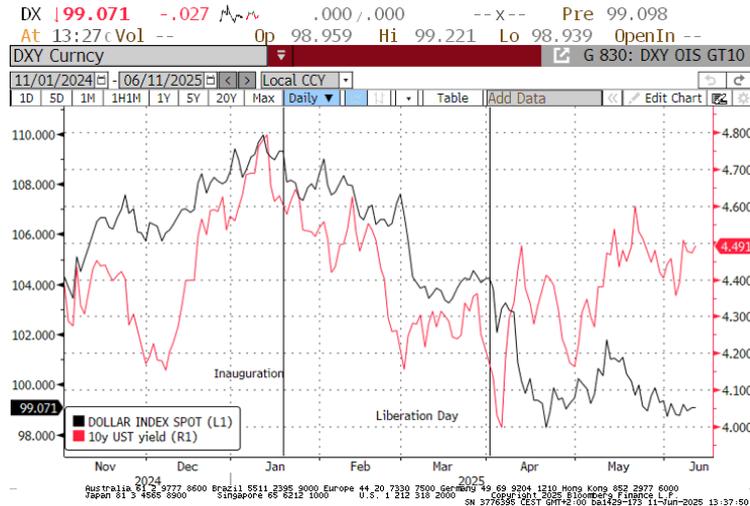


Quelle: Bloomberg

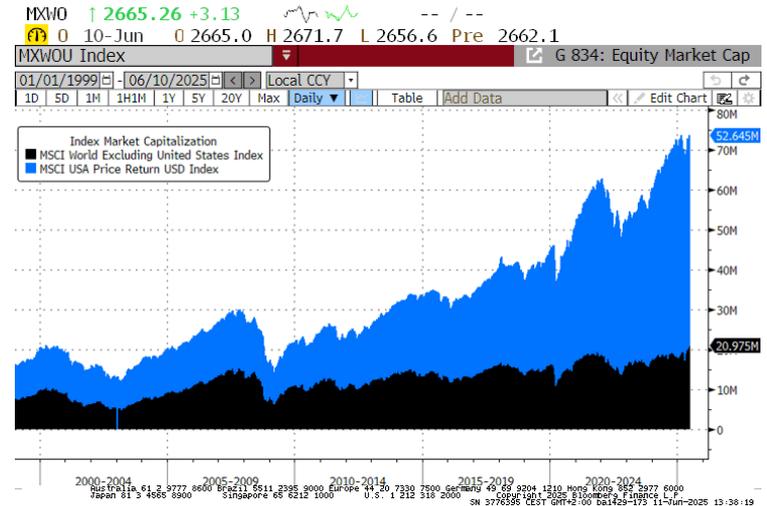
- Die Renditen von sehr langlaufenden Staatsanleihen sind aufgrund zunehmender Laufzeiten-Risikoprämien global deutlich angestiegen. Der Anstieg war insbesondere in Hochdefizit- und Hochschuldenländern – also den USA und Japan – am stärksten ausgeprägt. Die Eurozone und insbesondere die Schweiz stehen deutlich besser da mit tieferen Renditen und geringeren Zinsanstiegen.
- Im kürzeren Laufzeitenbereich hingegen sind die 2J. Anleiherenditen seit Herbst 2023 – mit der Ausnahme von Japan – gefallen. Der Grund ist in den Zinssenkungen der Zentralbanken zu finden. Dass die japanischen Renditen entgegen dem globalen Trend angestiegen sind, liegt in der entgegengesetzten Geldpolitik der BoJ, die seit Frühjahr 2024 die Leitzinsen erhöht.
- Der Ausblick für die Rentenmärkte bleibt unverändert, und die Anleiherenditen dürften im kürzeren Bereich seitwärts tendieren, bei längeren Laufzeiten seitwärts bis höher. Generell können Produkte mit Zinsvorteil, wie Unternehmensanleihen oder periphere Staatsanleihen in Europa, übergewichtet bleiben. Allerdings sollte bei längeren Laufzeiten zurückhaltend agiert werden. Stattdessen sollte der Fokus auf den kurzen und mittleren Bereich sowie auf defensivere Sektoren gelegt werden.

US-Dollar

Dollar Index & Rendite 10J. UST



Aktienmarkt-Kapitalisierung USA ggü. Rest der Welt



Quelle: Bloomberg

- In den letzten Jahren hatte der US-Dollar von einem hohen Wachstum und damit hohen Realrenditen sowie einer günstigen Aktienmarkt-Entwicklung profitiert. Die Politik von Präsident Trump hat jedoch zu einer Trendwende beim US-Dollar geführt. So war der gleichzeitige Abverkauf bei US-Treasuries und dem US-Dollar nach dem „Liberation Day“ Anfang April ungewöhnlich und deutet auf Kapitalabflüsse aus den USA hin.
- Das Problem ist, dass viele Investoren aufgrund der jahrelang starken wirtschaftlichen Entwicklung und günstigen Aktienmarkt-Performance in US-Aktiva und damit auch im US-Dollar Übergewichtet sind. Die Politik von Trump lastet jedoch auf dem Wachstumsausblick und untergräbt wichtige rechtsstaatliche Institutionen – insbesondere die regelbasierte Handelsordnung und die Unabhängigkeit der Zentralbank. Investoren haben daher begonnen, ihre US-Dollar Positionen tendenziell zu reduzieren. Dies steht einer erneuten deutlichen Aufwertung im Wege. Für global orientierte Investoren bietet sich eine Allokation im US-Dollar und bei US-Aktiva an, die sich stärker am globalen BIP-Anteil der USA (ca. 30 %) als am Anteil des US-Aktienmarktes im MSCI-World-Index (fast 70 %) orientiert.

Aktienmärkte

Globale & US Aktienmarkt-Indizes (Performance 2025)



Europäische Aktienmarkt-Indizes (Performance 2025)

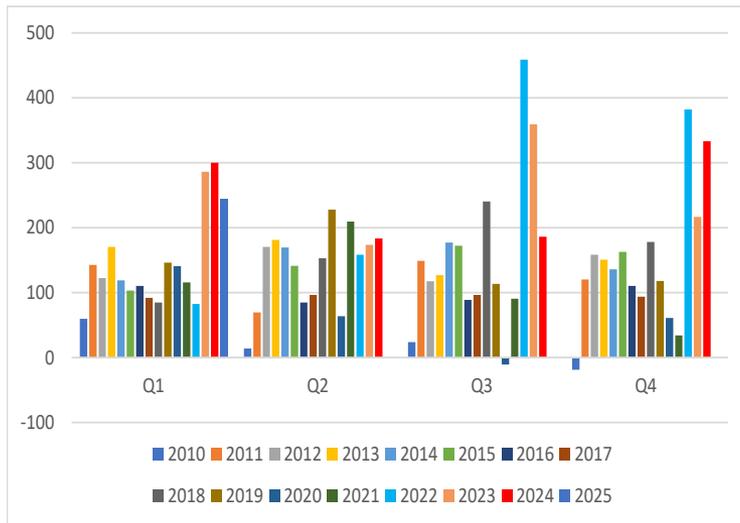


Quelle: Bloomberg

- Für die Finanzmärkte ist es von zentraler Bedeutung, dass es – so wie im Basisszenario unterstellt – nicht zu einer Rezession in den USA kommt. So können ohne Rezession die Unternehmensgewinne weiter steigen. Das unterstützt Risikoaktiva, die entsprechend übergewichtet bleiben können. Das Umfeld bleibt aber von einer erhöhten Unsicherheit gekennzeichnet.
- Die US-Politik belastet temporär das Wachstum und wird von einer Re-Allokation zugunsten nicht-amerikanischer Aktienmärkte begleitet. Dies wird sich in einer Underperformance der US-Aktienmärkte widerspiegeln.
- In Europa stellt sich die Situation weiterhin besser dar. Die Wirtschaft ist zwar von der US-Politik ebenfalls negativ getroffen, allerdings weniger stark. Dazu kommt, dass der Schock in den USA ein stagflationärer, hierzulande jedoch ein disinflationärer ist. Dies setzt Kaufkraft frei und ermöglicht es den Zentralbanken, die Zinsen zu senken. Das US-Fed hingegen bleibt vorerst im Wartemodus. Zusätzlich zeichnet sich in Europa eine fiskalische Lockerung zugunsten von Verteidigung und Infrastruktur ab, welche das Wachstum mittelfristig unterstützen sollte. Es bietet sich daher eine Übergewichtung in Europa an, insbesondere in der Peripherie der Eurozone und Deutschland sowie der Schweiz und Grossbritannien.

Gold & Kryptos

Goldkäufe Zentralbanken (in Tonnen)



Kryptos



Quelle: World Gold Council, Bloomberg

- Der Ausblick für Edelmetalle – insbesondere für Gold – bleibt langfristig freundlich. Aufgrund der geopolitischen Entwicklungen sind die Käufe der Zentralbanken deutlich angestiegen und dürften auch in den nächsten Jahren erhöht bleiben. Die Schuldendynamik der USA, welche das Vertrauen in die Leitwährung US-Dollar zu untergraben droht, kann langfristig ebenfalls Unterstützung bieten.
- Aus einer langfristigen Perspektive bietet sich daher Gold als einzig valable „sicherer Hafen“- Alternative an und bleibt attraktiv.
- Eine Untergrabung des Status des US-Dollars bietet Kryptos und insbesondere dem Bitcoin ebenfalls Unterstützung. Damit sich Kryptos nachhaltig als Assetklasse etablieren können, ist eine weitergehende Regulierung nötig. Der Fokus bei Kryptoanlagen sollte auf Bitcoin gelegt werden. Kryptos bleiben im Gegensatz zu Gold sehr volatil und begleitet von deutlich 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.