

# Ausblick Q4 2025

---



Reuss Private

# Das grosse Bild I

---

## Strukturelles Umfeld

- Das Zeitalter der Globalisierung wurde durch die Geo-Ökonomie abgelöst. Es kommt zu einer Politisierung der Handels- und Kapitalströme sowie einer Fragmentierung des Handels entlang geopolitischer Blöcke. Die Regelbindung der globalen Handelsarchitektur schwächt sich ab.
- 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).
- 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 der 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 ausgeprägt. 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 zwar 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.
- Die EZB hat ihren Zinssenkungszyklus wahrscheinlich beendet. **Das Fed wird die Zinsen spürbar senken**, und die US-Geldpolitik wird in 2026 tendenziell für die makro-ökonomischen Gegebenheiten zu locker ausgestaltet werden.
- 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

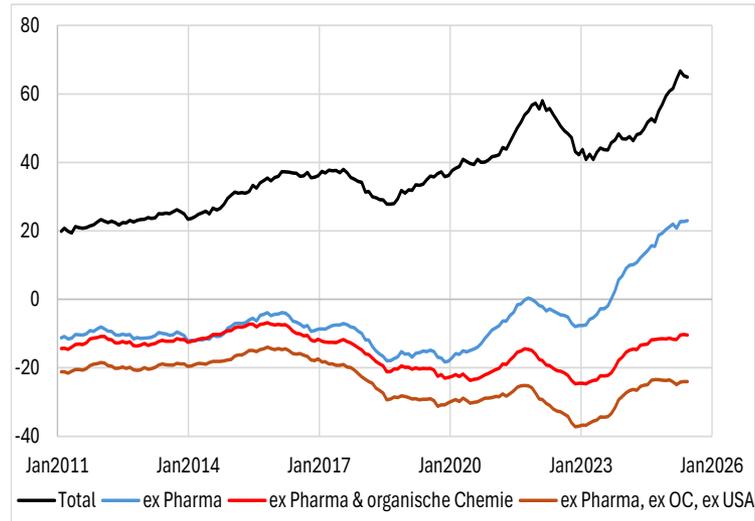
- Risikoaktiva sind langfristig attraktiv. Aufgrund divergierender Wirtschaftszyklen bietet sich jedoch eine selektive Allokation an.
- Der Ausblick für Aktien bleibt volatil und begleitet von ausgeprägten Rückschlägen, aber langfristig grundsätzlich positiv. Die Unternehmensgewinne können steigen und 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 sind Spread-Produkte attraktiv. Carry und Roll-Down bleiben für Anleihen-Investoren wichtig.
- Wir sind dem Schweizer Franken gegenüber positiv eingestellt.
- Langfristig freundliches Umfeld für Edelmetalle.

# Positionierung

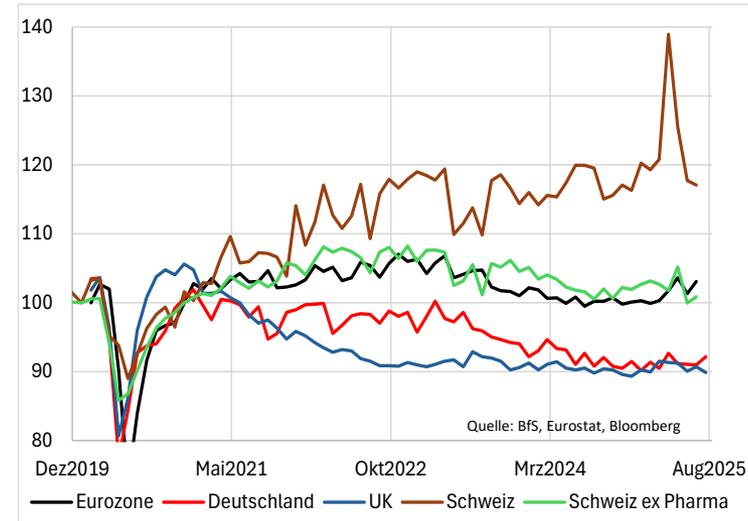
Anlageklasse	Was uns gefällt	Was wir untergewichten
Liquidität		
Anleihen	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Kurz- bis mittelfristige Anlagen im Investment Grade-Bereich (Fonds)</li> <li>▪ Unternehmensanleihen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Langes Laufzeitensegment</li> </ul>
Aktien	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Solide Dividenden-Titel</li> <li>▪ Finanz-, Technologie- und Industrietitel</li> <li>▪ Themen: AI Infrastructure und Quantencomputing</li> <li>▪ EM: Vietnam</li> </ul>	
Nicht traditionelle Anlagen	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Edelmetalle (Fokus Gold &amp; Silber) sowie Uran (alles physisch)</li> <li>▪ Krypto: Bitcoin</li> <li>▪ US Immobilien-Überbrückungskredite &amp; Cat Bonds</li> </ul>	
Währungen	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ CHF</li> <li>▪ JPY</li> </ul>	

# Schweiz

Handelsbilanz (in Mrd. CHF)



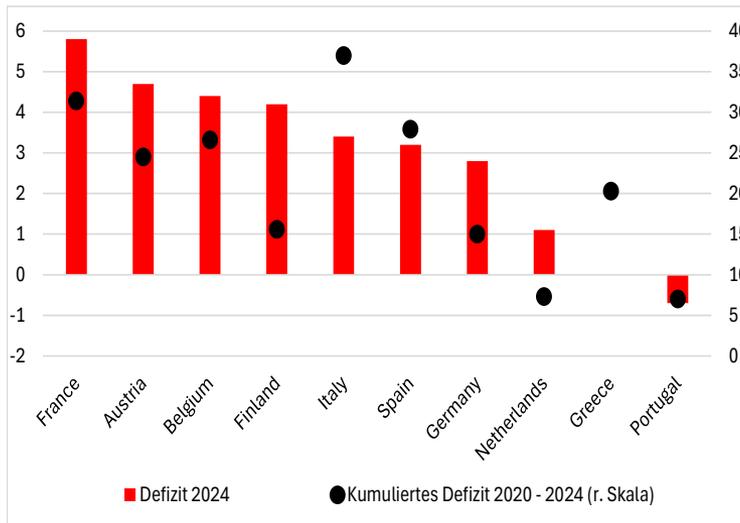
Industrieproduktion (Dez 2019 = 100)



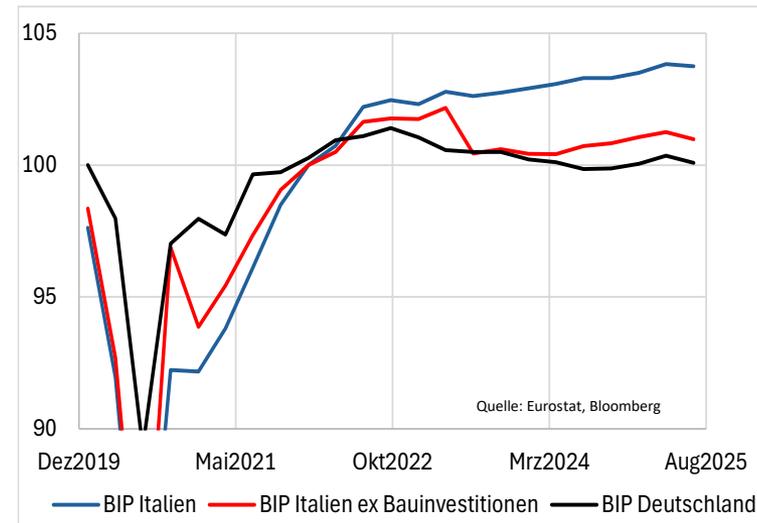
- Die Schweiz hat in den letzten Jahren im Vergleich zur Eurozone besser abgeschnitten. Dies war hauptsächlich von der Pharmabranche und ihren steigenden Exporten getrieben. Die Industrie ohne die Pharmabranche hat sich in den letzten Jahren ähnlich schlecht entwickelt wie jene der Eurozone. Gleichzeitig wurde die USA der mit Abstand wichtigste Exportmarkt, mit einem Anteil von fast 20% an den Gesamtexporten und einem Handelsüberschuss in der Höhe von 5% des BIP.
- Die in Kraft getretenen Importzölle der USA von 39% stellen eine grosse Belastung für die Schweizer Industrie dar. Sie betreffen rund die Hälfte der Exporte in die USA (ohne Gold). Es ist zu hoffen, dass die Schweiz einen Weg findet, diese Zölle im Rahmen eines Abkommens mit den USA deutlich zu reduzieren. Noch problematischer wären hohe Sektorzölle für Pharmaprodukte.
- Die Abwärtsrisiken für die Schweizer Wirtschaft haben zugenommen, und je nach längerfristiger Ausgestaltung der US-Zölle – gerade für Pharmaprodukte – könnte die Outperformance gegenüber der Eurozone bald zu Ende gehen. Die Schweiz hat aber einen grossen fiskalischen Spielraum, um die heimische Nachfrage zu unterstützen. Davon kann sie gegebenenfalls Gebrauch machen. Ebenfalls wird sie Freihandelsabkommen mit anderen Ländern vorantreiben.

# Eurozone

Budgetdefizit (in % des BIP)



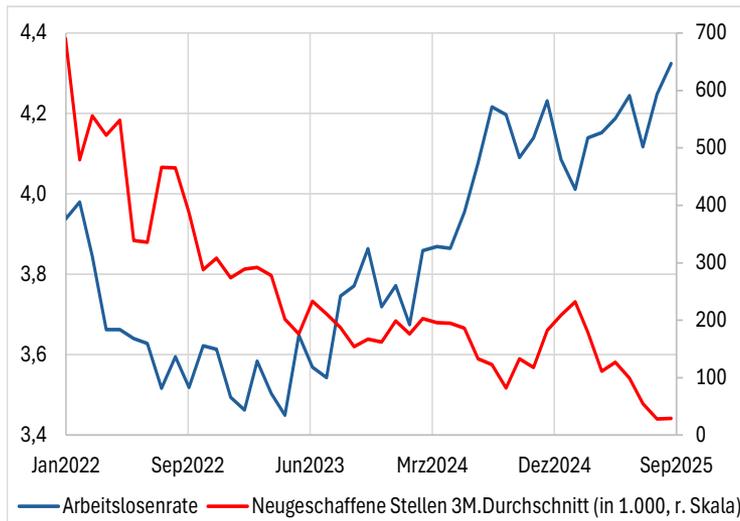
BIP Italien & Deutschland (Q4 2021 = 100)



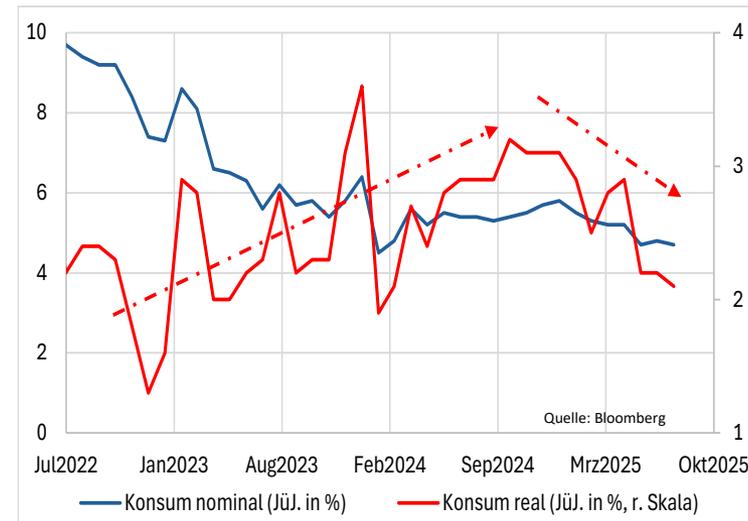
- In Frankreich stagniert das Produktivitätswachstum, und die Fiskalpolitik war in der Periode nach Corona der wichtigste Wachstumstreiber für die Wirtschaft. Die Defizit- und Verschuldungsdynamik ist aber nicht nachhaltig, weshalb die Regierung im vergangenen Jahr mit der Umsetzung von Massnahmen zur Defizitreduzierung begonnen hat. Damit haben aber die politischen Konflikte zugenommen. Die französische Wirtschaft ist wohl in eine längere Phase der Leistungsschwäche eingetreten. Die Entwicklung in Italien ist vor dem Hintergrund der massiven fiskalischen Unterstützung durch ein hohes Budgetdefizit sowie hohe Ansprüche beim Next Generation-Hilfsfonds der EU enttäuschend. In dem Masse, in dem die durch die Fiskalpolitik ausgelöste Sonderkonjunktur im Bau- und Handwerkssektor ausläuft, dürfte die zugrundeliegende Schwäche stärker hervortreten. Auch Österreich leidet unter hohen Budgetdefiziten und mangelndem Wachstum. Die Staatsschulden im Verhältnis zum BIP dürften bald einen neuen Rekord erreichen. Zusätzlich treibt der gut ausgebaute Sozialstaat die Arbeitskosten der Unternehmen in die Höhe.
- Positiv bleibt der Ausblick für die EU-Peripherie (ohne Italien) und für die Niederlande. Auch Deutschland dürfte aufgrund der fiskalischen Lockerung mittelfristig stärker wachsen. Das Produktivitäts- und damit das Trendwachstum bleiben aber fast überall in der Eurozone tief.

# USA I

## Arbeitslosenrate & Stellenaufbau



## Konsum (JüJ. in %)



- Die Dynamik am US-Arbeitsmarkt hat deutlich nachgelassen. Die Unternehmen entlassen zwar nicht erheblich mehr Mitarbeiter als zuvor, aber sie stellen auch kaum mehr welche ein. In der Folge ist die Anzahl der neugeschaffenen Stellen erheblich gesunken, und die Arbeitslosenrate ist gestiegen.
- Der schwächere Arbeitsmarkt und höhere Güterpreise aufgrund der Zölle lasten auf dem Konsum. Entsprechend hat sich das Konsumwachstum in den letzten Monaten abgeschwächt.
- Die bis jetzt umgesetzten Zölle kommen einer fiskalischen Straffung von ca. 1,5% gleich. Weil Zölle auch Vorleistungsgüter betreffen, wird die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen geschwächt. In der Folge hat die US-Wirtschaft an Dynamik verloren. Aufgrund des hohen Produktivitäts- und damit Trendwachstums ist aber ohne zusätzliche Eskalation in den Handelskonflikten oder externen Schocks eine Rezession weiterhin nur ein Risikoszenario.
- Aufgrund der fiskalischen Lockerung im Rahmen der „Big Beautiful Bill“ dürfte die Wirtschaftsdynamik in 2026 erneut erstarren.

# USA II

## Wett-Wahrscheinlichkeiten für neuen FOMC-Präsidenten



## Zunehmende Divergenz (2J. ggü. 30J. UST-Renditen)



- Vor dem Hintergrund der schwächeren Dynamik am Arbeitsmarkt hat das US Fed nach einer längeren Pause die Zinssenkungen wieder aufgenommen.
- Ein weiterer Faktor ist der zunehmende Druck von Präsident Trump auf das Fed, die Zinsen zügig und kräftig zu senken. Aufgrund dieser Politisierung der Zentralbank dürfte die Geldpolitik mittelfristig tendenziell zu locker ausgestaltet werden. Im Basisszenario könnten die Zinsen also mindestens vier Mal statt der makro-ökonomisch angebrachten zwei Mal gesenkt werden.
- Eine im Vergleich zu den makro-ökonomischen Gegebenheiten zu lockere Geldpolitik geht mit tieferen Kurzfristzinsen einher. Allerdings wirken diese aufgrund höherer Inflationserwartungen und Laufzeiten-Risikoprämien als zusätzlicher Belastungsfaktor für länger laufende US-Staatsanleihen. Hingegen bieten sie den Aktien- und Anleihenmärkten mittelfristig weitere Unterstützung. Ebenfalls verstärkt dies die Anreize, den Anteil der Währungsalternativen zum US-Dollar zu erhöhen. Dazu zählen insbesondere Edelmetalle wie Gold und Silber.

# Anleihen I

## UST 10J. Risikoprämie



## 30J. Staatsanleihen-Renditen



- Die Laufzeiten-Risikoprämien waren insbesondere in den 2010er Jahren gesunken. Dafür dürfte das damals 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 sind die Inflation und damit auch das Nominalwachstum aber deutlich gestiegen. In der Folge haben sich die Zentralbanken von der Negativzinspolitik sowie von den Zinsprognosen verabschiedet und haben gleichzeitig zu einer Politik der quantitativen Straffung gewechselt. Damit normalisieren sich die Laufzeiten-Risikoprämien. Dazu kommt, dass das Angebot an Staatsanleihen beträchtlich ist und sich die Verschuldungsdynamik in einigen Ländern erheblich akzentuiert 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. Damit gestaltet sich das Umfeld für länger laufende Staatsanleihen aus strategischer Perspektive schwierig.
- US-Treasuries dürften aufgrund der schwächeren Wirtschaftsdynamik temporär besser abschneiden.

# Anleihen II

## Aufschläge & implizite Volatilität (Bund Future-Optionen)



## Zinsaufschläge 10J. Bunds ggü. EU-Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg

- Ein hohes Nominalwachstum unterstützt tiefere Zinsaufschläge, durch welche bestehende Schulden leichter bedient werden können. Dazu kommt, dass insbesondere die Peripherie der Eurozone von der Aufbau- und Resilienz-Fazität profitiert. Eine weitere gemeinschaftliche Schuldenaufnahme ist möglich.
- Generell können somit kurz- bis mittelfristige Anlagen im Investment Grade-Bereich sowie Unternehmensanleihen Übergewichtet bleiben. Allerdings sind die makro-ökonomischen Risiken, ausgehend von den Handelskonflikten, ausgeprägt und gleichzeitig die Renditeaufschläge relativ eng. Daher bietet sich eine nur moderate und zusehends selektivere Übergewichtung an.
- Wir empfehlen eine Untergewichtung in Frankreich sowohl bei Staatsanleihen als auch im Privatsektor über die gesamte Rendite-Kurve hinweg. Zurückhaltung bei Hochzins-Anleihen mit längeren Laufzeiten, dafür Fokussierung auf kurze und mittlere Laufzeiten. Allmähliche Reduktion bei italienischen Anleihen im langen Bereich sowie bei Österreich.

# Aktienmärkte

## Globale Aktienmärkte (Performance 2025)



## Europäische-Aktienindizes (Performance 2025)



- Eine tendenziell zu lockere US-Geldpolitik unterstützt Risikoaktiva. Einerseits dürften das nominale Wachstum sowie die Unternehmensgewinne zunehmen, andererseits werden die Marktbewertungen unterstützt. Allerdings sind diese insbesondere in den USA bereits hoch und können daher nur noch moderat ansteigen. Ein bedeutender Teil der Aktienmarkt-Performance müsste somit aus der Gewinnentwicklung stammen.
- Die Aussicht auf eine spürbare Lockerung der US-Geldpolitik hilft auch den Schwellenländern. Diese haben oft Verbindlichkeiten in US-Dollars, und entsprechend werden damit auch deren Finanzierungsbedingungen lockerer ausgestaltet. Zusätzlich nahmen in der Vergangenheit die Kapitalzuflüsse in diese Regionen mit tieferen US-Zinsen zumeist zu.
- Strategisch bietet sich eine moderate Aktienmarkt-Übergewichtung an. Eine Übergewichtung wird empfohlen in den USA und in Europa, insbesondere in der Peripherie der Eurozone, in Deutschland sowie in Grossbritannien. Auch ein Engagement in Asien beziehungsweise in Schwellenländern ist attraktiv. Auf strategischer Basis bieten grössere Rückschläge weiterhin Nachkauf-Gelegenheiten.

# US-Dollar & Gold

## Handelsgewichteter USD, CHF & EUR/USD (invertiert)



## NYSE Arca Goldminen-Index (Preis & KGV)



- Die aktuelle Politik von Präsident Trump gefährdet den US-Dollar auf mehreren Ebenen: Zyklisch (die US-Wirtschaft hat sich abgeschwächt), strategisch (Ende des "US-Exceptionalism") und strukturell (Schwächung der Institutionen, insbesondere der unabhängigen Zentralbank). Die Abwärtsrisiken beim Dollar bleiben vorerst erhöht. Es bietet sich eine Allokation in US-Dollar an, die sich stärker am Anteil der USA am Welt-BIP (ca. 30 %) als am Anteil des US-Aktienmarktes am MSCI World-Index (ca. 70 %) orientiert.
- Der Ausblick für Edelmetalle – insbesondere Gold – bleibt langfristig freundlich. Aufgrund der geopolitischen Entwicklungen sind die Käufe der Zentralbanken deutlich angestiegen. Die Schuldendynamik der USA, welche das Vertrauen in die Leitwährung US-Dollar zu untergraben droht, kann langfristig ebenfalls Unterstützung bieten. Dazu kommt, dass die Geldpolitik in den USA aufgrund der Politisierung der Zentralbank mittelfristig zu locker ausgestaltet werden könnte.
- Für Goldminen-Aktien ist dieses Umfeld günstig. So hat der Goldpreis zugenommen, und gleichzeitig ist der Ölpreis gefallen. Energie ist ein sehr wichtiger Kostenfaktor in der Goldproduktion. Wenn die Absatzpreise steigen, aber gleichzeitig die Kosten sinken, fördert dies die Profitabilität zusätzlich. Die Bewertung der Goldminenaktien ist somit weiterhin attraktiv.

**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](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.