

Reuss Private AG

Ausblick 2023 – 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 Pandemie hat zu Angebotsknappheiten geführt, während eine starke fiskal- und geldpolitische Akkommodation die Nachfrage gestützt hat.
- Geopolitische Spannungen – insbesondere der Krieg in der Ukraine und das Verhalten Russlands – verlängern dieses Zeitalter der Knappheiten.
- 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.

Wirtschaft

- Die makro-ökonomische Volatilität **und das Nominalwachstum bleiben im Vergleich zum letzten Jahrzehnt** noch länger erhöht.
- Aktuell global verhaltenes Wachstum. Die Rezessionsrisiken in Europa haben abgenommen, und die Wachstumsdynamik sollte sich im Jahresverlauf erholen. **Potenzielle** Abschwächung in den USA.
- In den USA, und mit einiger Verzögerung auch in Europa, können die Inflationsraten über die nächsten Quartale hinweg deutlich sinken. Die Kerninflation wird jedoch erheblich langsamer fallen.
- Die Geldpolitik wird zusehends langsamer gestrafft. **Das US Fed kann den Leitzinserhöhungs-Zyklus mit einem letzten Schritt im Juli beenden** und ab Anfang 2024 die Zinsen senken. Die EZB wird die Leitzinsen noch über den Sommer hinweg weiter erhöhen.
- Längerfristig dürfte die (staatlich gelenkte) Investitionstätigkeit zunehmen und das Wachstum unterstützen.

Das grosse Bild II

Einflussfaktoren

- Die geopolitischen Risiken (z.B. Ukraine, Iran, Taiwan und Türkei) haben zugenommen und dürften für einen längeren Zeitraum erhöht bleiben. Sie verstärken den Trend der Deglobalisierung.
- Die Fiskalpolitik wird zumeist expansiv gestaltet bleiben, und es dürfte keine Austeritätspolitik verfolgt werden.
- Die finanzielle Repression dürfte für mehrere Jahre stark ausgeprägt sein.
- 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

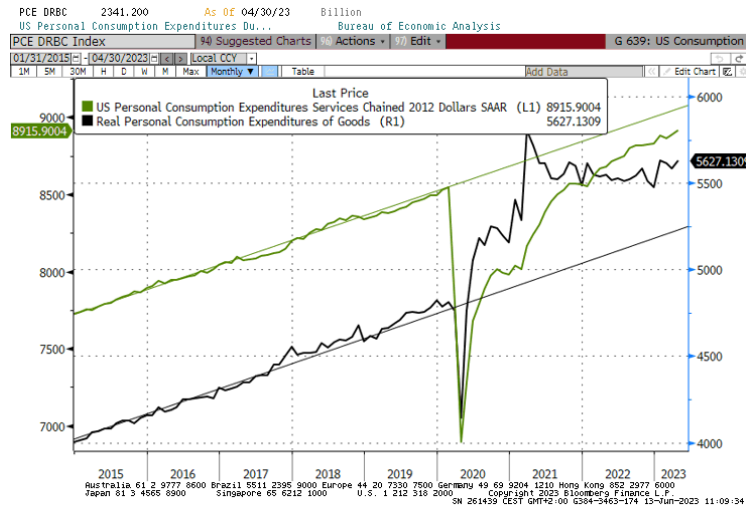
- Der Ausblick für Aktien bleibt volatil und begleitet von ausgeprägten Rückschlägen, aber langfristig grundsätzlich positiv. Die geldpolitische Straffung hat zu Bewertungen geführt, die aus einer langfristigen Perspektive attraktiv sind.
- Der Trend hin zu nachhaltigen Investitionen und „Green Finance“ wird sich über alle Asset-Klassen hinweg in den nächsten Jahren verstärken.
- Die Renditen von „sicheren“ Anleihen wie deutschen Bundesanleihen und US-Treasuries werden auf mehrjähriger Basis noch leicht ansteigen.
- Mit einer langsameren geldpolitischen Straffung sind Spread-Produkte attraktiv. Carry und Roll-Down bleiben für Fixed Income-Investoren wichtig.
- Temporär schwieriges Umfeld für Rohstoffe, insbesondere Basismetalle. Langfristig freundlicher für Edelmetalle.

Positionierung

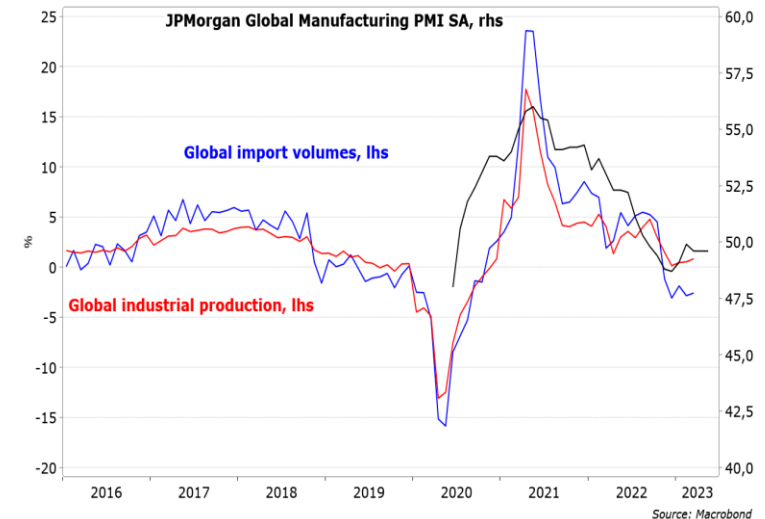
Anlageklasse	Was uns gefällt	Was wir untergewichten
Liquidität		
Obligationen	<ul style="list-style-type: none">▪ Kurz- bis mittelfristige Anlagen im Investment Grade Bereich (Fonds)▪ Unternehmensanleihen	
Aktien	<ul style="list-style-type: none">▪ Solide Dividenden-Titel▪ Sektoren: Gesundheit, Technologie, zyklische Konsumgüter▪ EM: China, Vietnam, Indien	
Nicht traditionelle Anlagen	<ul style="list-style-type: none">▪ Gold	
Währungen	<ul style="list-style-type: none">▪ CHF▪ JPY	<ul style="list-style-type: none">▪ GBP

Globale Wirtschaft I

Konsum USA (in USD Mrd.)



Globale Importe & Industrieproduktion

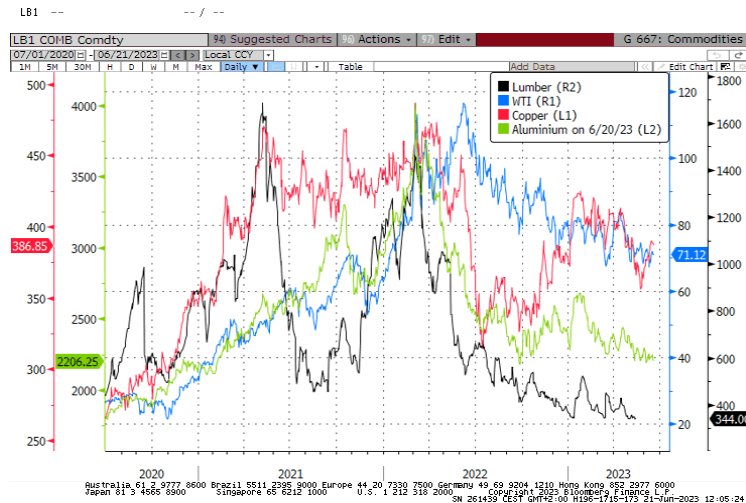


Quelle: Bloomberg, Macrobond

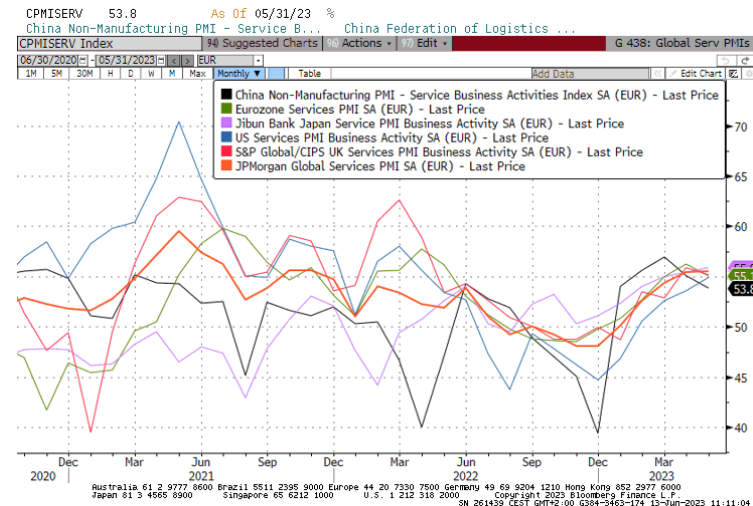
- Während der Pandemie hat sich der Konsum weg von Dienstleistungen hin zu Gütern verschoben. So waren sowohl die Nachfrage nach als auch das Angebot an Dienstleistungen durch die Pandemie in hohem Masse eingeschränkt. Der Güterkonsum hingegen war nur zu Beginn betroffen und wurde während der Pandemie durch die starke fiskalische Lockerung unterstützt. Dies wiederum hat die Knappheiten im Gütermarkt und damit auch die Inflation bei den Gütern verstärkt und die Produktion unterstützt. Mit der fortschreitenden Durchimpfung und Durchseuchung der Bevölkerung hat der Konsum ab Anfang 2021 begonnen, sich zu den Dienstleistungen zurückzuverlagern. Der Güterkonsum befindet sich aber immer noch über und der Dienstleistungskonsum unter dem Vorpandemie-Trend. Damit dürfte der Normalisierungsprozess im Konsum noch nicht ganz abgeschlossen sein.
- Das globale Wachstum ist gegenwärtig verhalten, und die Industrie sowie die Immobilienmärkte befinden sich oft in einer Sektorrezession. Die Industrieproduktion wird dabei durch die geringere Nachfrage nach Gütern sowie die (vormals) hohen Energiepreise gebremst. Die Immobilienmärkte haben sich zumeist aufgrund der deutlich gestiegenen Zinsen abgeschwächt.

Globale Wirtschaft II

Rohstoffpreise



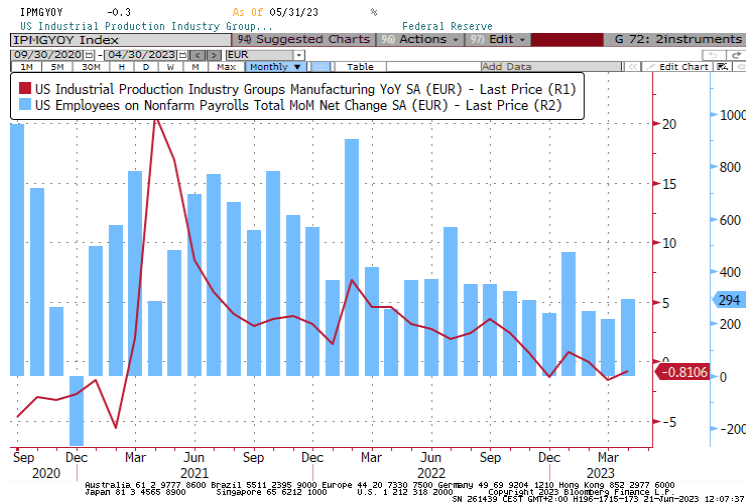
Einkaufsmanager-Indizes Dienstleistungen



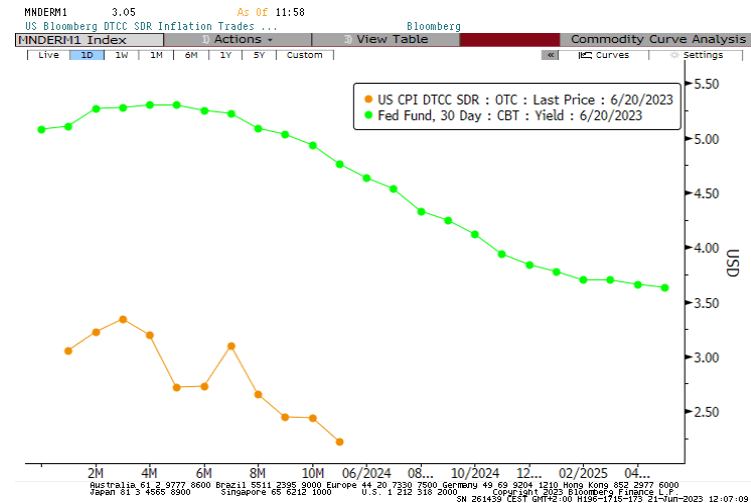
Quelle: Bloomberg

- Sowohl die Bautätigkeit als auch die Industrieproduktion sind sehr rohstoffintensiv. Mit einer rückläufigen Bautätigkeit sowie einer schwachen Dynamik bei der Industrieproduktion ist daher die Nachfrage nach Rohstoffen aktuell zumeist verhalten. In der Folge haben sich die Knappheiten bei bedeutenden Rohstoffen reduziert und zu seitwärts bis tiefer tendierenden Rohstoffpreisen geführt.
- Während der Industriesektor global schwach dasteht, ist die Lage in den Dienstleistungssektoren deutlich besser. Diese werden durch das Ende der Pandemie und dem damit einhergehenden Anstieg im Angebot und der Nachfrage unterstützt. Dienstleistungen sind im Gegensatz zur Industrieproduktion wenig rohstoffintensiv, dafür sehr arbeitsintensiv. In der Folge hat die Beschäftigung in den letzten Quartalen trotz der schwierigen Lage in der Industrie und an den Immobilienmärkten zumeist zugenommen. Diese vorteilhafte Arbeitsmarktdynamik wiederum unterstützt das Lohnwachstum und in Kombination mit den fallen Inflationsraten die Haushaltseinkommen.

Industrieproduktion & Beschäftigungsaufbau



US Inflationserwartungen & Fed Fund Rate Forwards

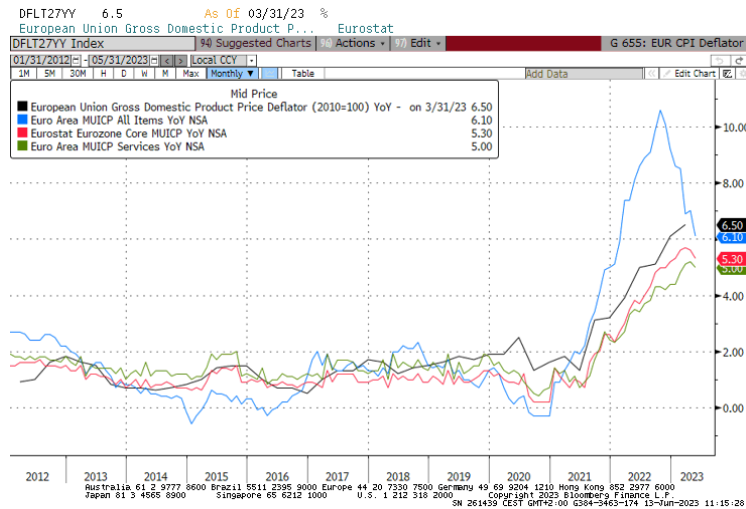


Quelle: Bloomberg

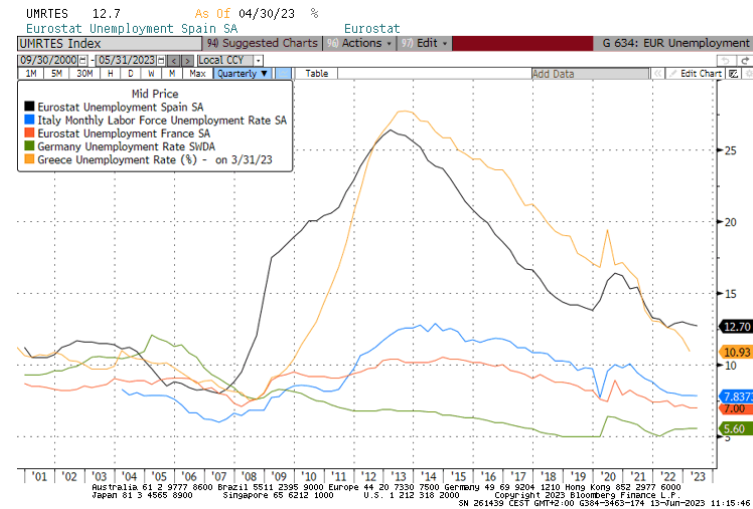
- In den USA schrumpft die Industrieproduktion aufgrund einer verhaltenen Güternachfrage und dem starken US-Dollar. Der Häusermarkt hat sich wegen der stark gestiegenen Hypothekensätze sowie restriktiverer Kreditvergabe-Richtlinien abgeschwächt. Gleichzeitig bleibt die Arbeitsmarktdynamik aufgrund einer anhaltenden Nachfrage in den Dienstleistungssektoren freundlich. In Kombination mit einer nachlassenden Inflation stärkt dies die Kaufkraft. In der Folge schwächt sich die US-Wirtschaft ab, allerdings nur relativ langsam. Eine Rezession kann zwar nicht ausgeschlossen werden, stellt aber nur ein Risikoszenario dar.
- Die Inflation lässt aufgrund der kräftig gesunkenen Rohstoffpreise sowie hoher Basiseffekte jetzt deutlich nach. Weil die Geldpolitik schon restriktiv wirkt und das Wachstum langsam nachlässt, muss das Fed die Zinsen nicht mehr weiter erhöhen. Aufgrund der hohen Arbeitsmarktdynamik behält sich das FOMC jedoch noch eine weitere Zins-Erhöhung vor. Mit einer niedrigeren Inflation und einem verhaltenen Wachstumsumfeld dürfte das Fed die Zinsen ab Anfang 2024 dann leicht senken können.

Eurozone

BIP-Deflator & Inflation



Arbeitslosenraten

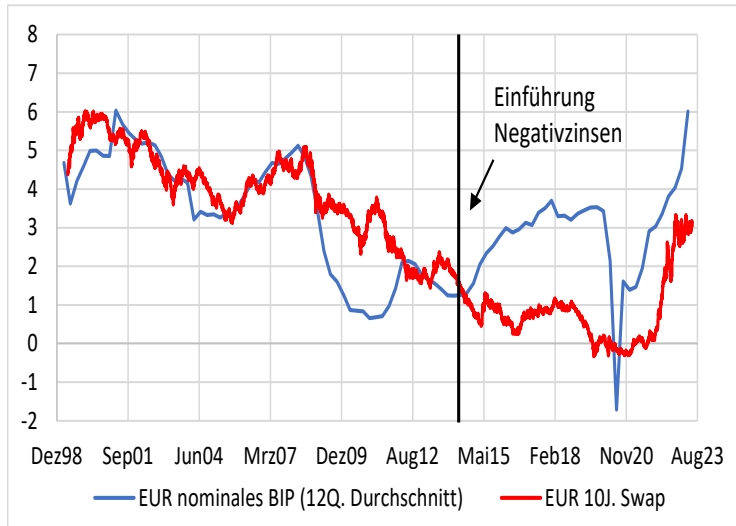


Quelle: Bloomberg

- Aufgrund der niedrigeren Energiepreise sinkt die Gesamtinflation auf absoluter Basis wie auch ggü. der Kerninflation, welche hartnäckiger ist als bisher erwartet. War der Anstieg der Gesamtinflation ggü. der Kerninflation im letzten Jahr Ausdruck eines negativen „Terms-of-Trade“ Schocks, der mit erheblichen Wohlstandsverlusten einherging, so hat diese Dynamik seit dem Spätherbst gedreht. Die Preise wichtiger Energieimporte fallen, und dies geht mit einer Kompensation der vormaligen Wohlstandsverluste einher. Gleichzeitig gestaltet sich die Arbeitsmarktdynamik in der Eurozone freundlich, sodass ein grösserer Teil der erlittenen Kaufkraftverluste über höhere Löhne ausgeglichen wird. Damit unterstützt jetzt im Gegensatz zu 2022 eine fallende Inflationsrate, in Kombination mit einer zunehmenden Beschäftigung und höherem Lohnwachstum, die Kaufkraft.
- Der für das Nominalwachstum entscheidende BIP-Deflator ist stärker durch die Kerninflation getrieben als die Gesamtinflation. Weil die Kerninflation nur langsam fällt, bleibt auch das Nominalwachstum noch länger erhöht. Dies unterstützt einerseits die höher verschuldeten peripheren Länder und andererseits das Gewinnwachstum der Unternehmen.

Anleihen

Nominales BIP Wachstum & 10J. EUR Swap Rate



EUR Credit Spreads ggü. impliziter Swaption Volatilität



Quelle: Bloomberg

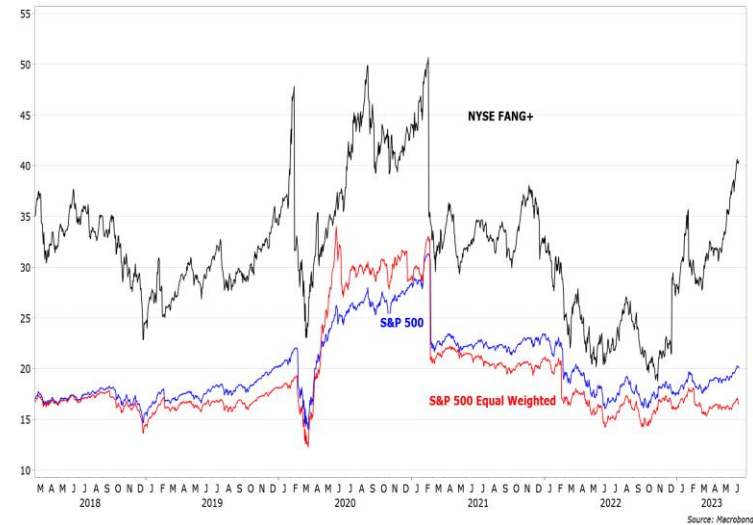
- Die Anleihen-Renditen dürften aus einer langfristigen Perspektive weiter ansteigen. So heilt sich der globale Wachstumsausblick wie auch jener für die Eurozone etwas auf, und das nominale Wachstum wird längerfristig hoch bleiben. Über einen langen Zeitraum zeigt sich ein recht guter paralleler Verlauf des Nominalwachstums und der Anleiherenditen. Die letzten Jahre stellten eine Ausnahme dar, und das Nominalwachstum lag aufgrund der sehr lockeren Geldpolitik (Negativzinsen und Anleihekäufe) deutlich über den Anleiherenditen.
- Für Spreadprodukte bleibt der Ausblick günstig, und es bietet sich eine anhaltende Übergewichtung an. Einerseits sollte ein hohes Nominalwachstum unterstützend wirken, weil damit bestehende Schulden leichter bedient werden können. Andererseits dürften die Zinsvolatilitäten im weiteren Jahresverlauf sinken. Damit nehmen die risiko-adjustierten Aufschläge zu. Dies erhöht die Attraktivität von Carryprodukten. Gleichzeitig hat aufgrund der in den letzten anderthalb Jahren gestiegenen Zinsen das Preisrisiko (niedrigere Duration und höhere laufende Verzinsung) abgenommen. Damit sollten Spreadrisiken ggü. Durationsrisiken weiterhin vorgezogen werden.

Aktien I

Erwartete KGVs & Fed Fund Rate (invertiert)



Erwartete US KGVs

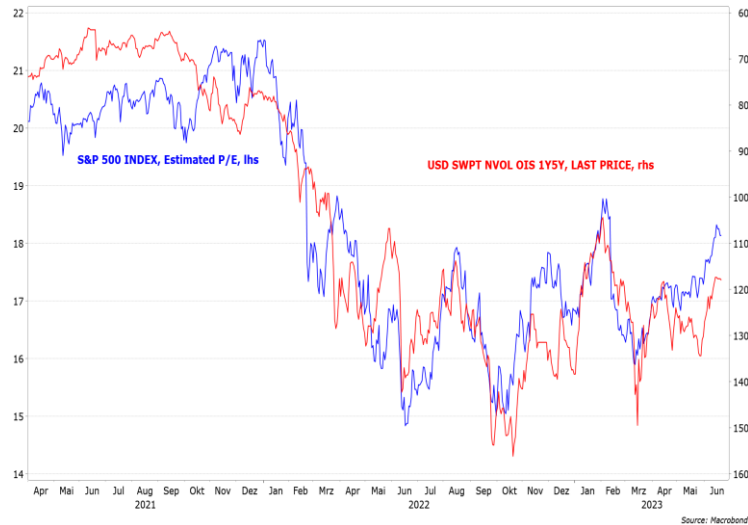


Quelle: Macrobond

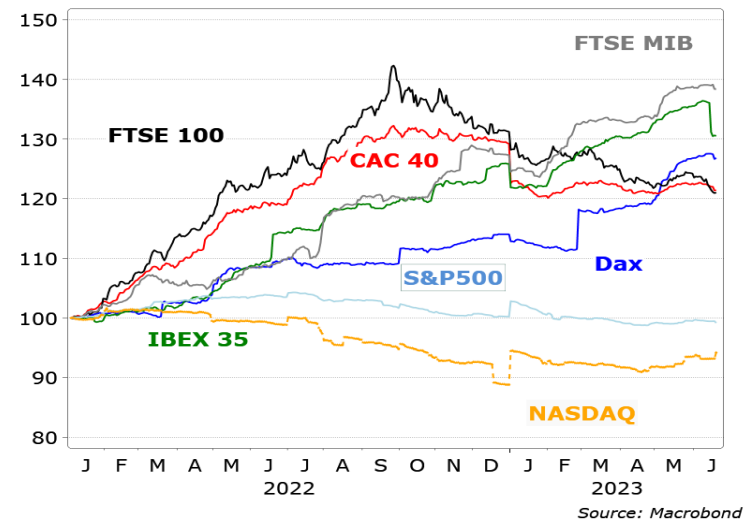
- Die geldpolitische Straffung der Zentralbanken und die höheren Anleiherenditen haben im letzten Jahr auf den Aktienmarkt-Bewertungen gelastet, und diese sind deutlich gefallen. Sie befinden sich mit Ausnahme der USA auf historisch moderaten Niveaus. In den USA sind die Bewertungen durch die hochkapitalisierten FANG+-Aktien verzerrt. Die Bewertung des gleichgewichteten S&P500 ist im Vergleich zum marktkapitalisierten S&P500 Index gefallen und befindet sich jetzt auf historisch leicht günstigem Niveau. Die hochkapitalisierten FANG+-Aktien werden im Gegensatz zu vielen kleineren Unternehmen durch die höheren Zinsen nicht belastet. So haben sie oft grössere Finanzanlagen auf der Aktivseite als Schulden auf der Passivseite und profitieren daher von steigenden Zinsen. Auch gerät das Thema „Künstliche Intelligenz“ zusehends in den Investorenfokus und sorgt für Zuflüsse in entsprechende Technologiewerte.
- Mit einem Ende des Zinserhöhungszyklus in den USA können die Bewertungen im weiteren Jahresverlauf höher tendieren.

Aktien II

S&P 500 KGV & 1J.5J. USD Swaption Volatilität



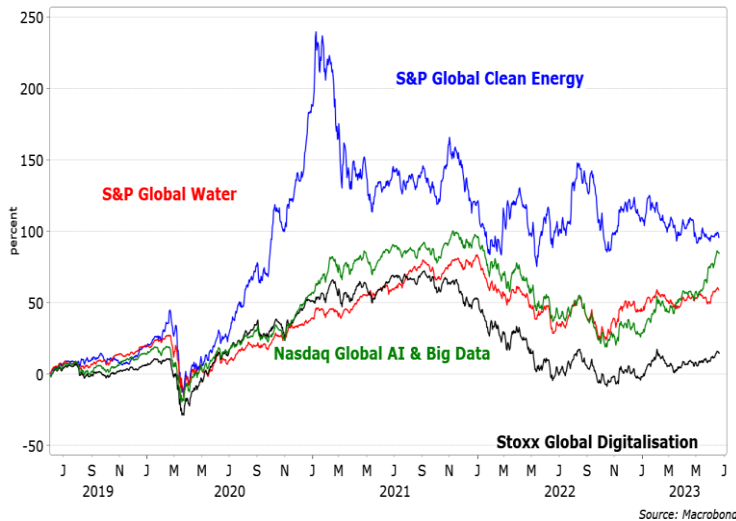
Gewinnerwartungen



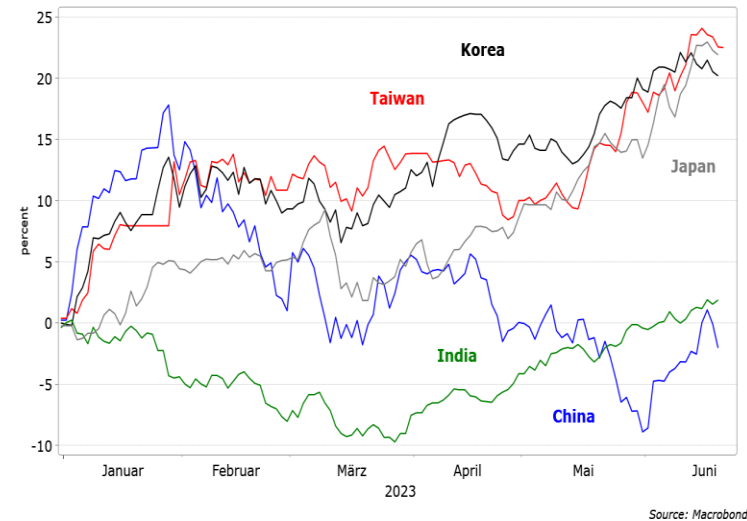
- Im letzten Jahr sind die Zinsvolatilitäten aufgrund der Energiepreiskrise und der zusehends schnelleren geldpolitischen Straffung sehr stark angestiegen. Jetzt hingegen hat sich die Energiekrise massiv entschärft, und damit haben auch die wirtschaftlichen Abwärtsrisiken deutlich nachgelassen. Zusätzlich haben die Zentralbanken die Geschwindigkeit der Zinserhöhungen erheblich verlangsamt oder den Erhöhungszyklus schon ganz beendet. In der Folge haben die Volatilitäten zu fallen begonnen und können im weiteren Jahresverlauf noch niedriger tendieren. Eine geringere Volatilität ist aber ein positiver Faktor, der generell mit tieferen Risikoprämien einhergeht und daher die Bewertung von Risikoaktiva ebenfalls unterstützt. So zeigt sich denn in den letzten beiden Jahren ein ähnlicher Verlauf der USD Swaption-Volatilität und dem Kurs/Gewinn-Verhältnis auf Basis erwarteter Gewinne beim S&P500 Index.
- Gleichzeitig bleibt das nominale Wachstum hoch und unterstützt das Gewinnwachstum. Auch dies sollte mit höheren Aktienkursen einhergehen. Aus einer strategischen Perspektive bietet sich weiterhin eine moderate Aktienmarktübergewichtung an. Größere Rückschläge bleiben Kaufgelegenheiten.

Aktien III

Performance Themen-Indizes



Asiatische MSCI Länderindizes (Jan 2023 = 100)



Quelle: Macrobond

- Das Thema „Künstliche Intelligenz“ gerät zusehends in den Investorenfokus. So zeigt sich in den letzten Wochen eine deutliche Outperformance entsprechender Aktien ggü. anderen Investmentthemen.
- In Japan haben sowohl der TOPIX als auch der Nikkei neue Höchststände seit Anfang der 1990er Jahre erreicht. Nebst heimischen Faktoren – der japanische Aktienmarkt ist günstig bewertet, und die BoJ hält bis jetzt an ihrer sehr lockeren Geldpolitik fest – können dafür auch geopolitische Faktoren mitverantwortlich sein. So zeigt sich in Asien eine zunehmende Diskrepanz zwischen dem chinesischen Aktienmarkt einerseits und jenen in Japan, Südkorea und Taiwan andererseits. Chinesische Unternehmen leiden unter einem zunehmenden Staatseinfluss und der Gefahr einer technologischen Entkoppelung von China und dem „Westen“. Südkorea, Taiwan und Japan sind Teil des geopolitischen „Westens“, können aber aufgrund ihrer stark export-orientierten Volkswirtschaften trotzdem von einer Erholung der chinesischen Wirtschaft profitieren.

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
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.