

Reuss Private AG

Ausblick 2024 – Aktualisierung Q2



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 sowie der Nahostkonflikt – 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 in 2024 nur langsam. Die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den USA ist aber gering.
- Die Inflationsraten fallen deutlich. Die Dienstleistungsinflation ist aber anhaltend. Die Inflation wird in Europa und in den USA noch für einen längeren Zeitraum nicht nachhaltig unter 2% fallen, sondern im Durchschnitt über die nächsten Jahre hinweg erhöht bleiben.
- Das US Fed und die EZB haben den Erhöhungszyklus beendet. Zinssenkungen beginnen etwa zur Jahresmitte.
- 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. Sie verstärken den Trend der Deglobalisierung.
- 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

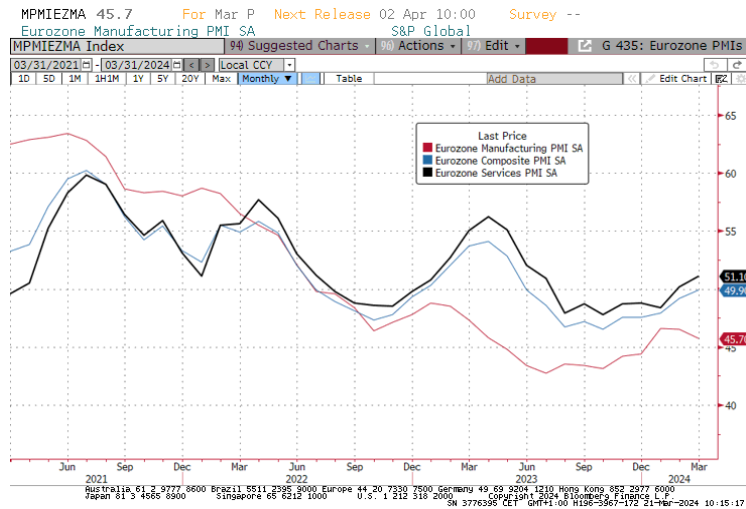
- Der Ausblick für Aktien bleibt volatil und begleitet von ausgeprägten Rückschlägen, aber langfristig grundsätzlich positiv. Die geldpolitische Straffung hat zu Bewertungen geführt, die aus einer langfristigen Perspektive attraktiv sind. Sowohl zunehmende Bewertungen als auch steigende Unternehmensgewinne 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 den deutschen Bundesanleihen und den US-Treasuries werden sich auf mehrjähriger Basis seitwärts entwickeln.
- Mit der Aussicht auf Zinssenkungen sind Spread-Produkte attraktiv. Carry und Roll-Down bleiben für Anleihen-Investoren wichtig.
- Langfristig freundliches Umfeld für Edelmetalle.

Positionierung

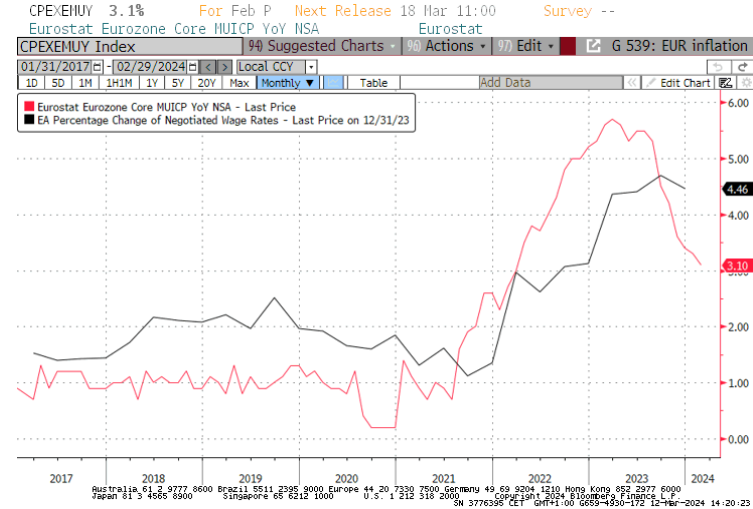
Anlageklasse	Was uns gefällt	Was wir untergewichten
Liquidität		
Obligationen	<ul style="list-style-type: none">▪ Kurz- bis mittelfristige Anlagen im Investment Grade-Bereich (Fonds)▪ Unternehmensanleihen	
Aktien	<ul style="list-style-type: none">▪ Solide Dividenden-Titel▪ Sektoren: Gesundheit, Technologie▪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

Eurozone I

PMIs



Lohnwachstum & Inflation

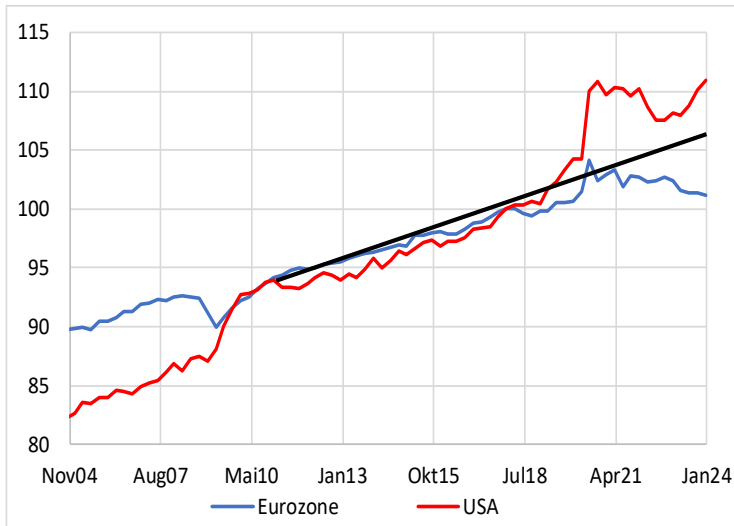


Quelle: Bloomberg

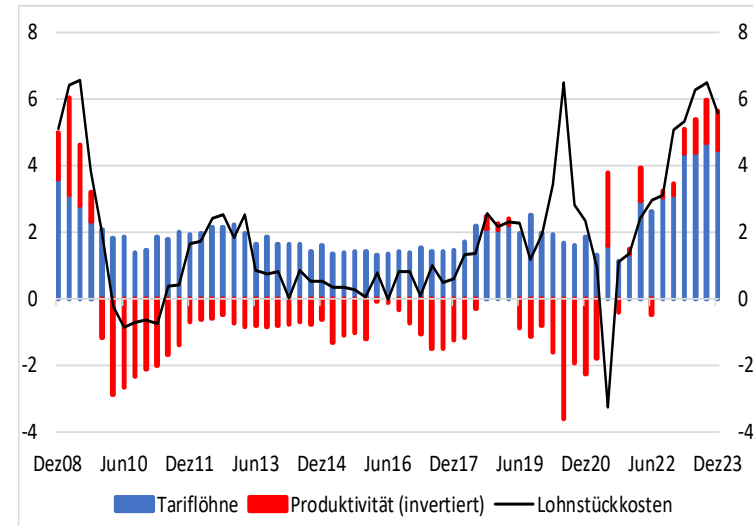
- In Nordwesteuropa war es zwischen November und Ende Januar kalt und gleichzeitig feucht. Damit sind die Wirtschaftsdaten sowohl zum Jahresende als auch zum Jahresauftakt im Vergleich zur tatsächlichen Wirtschaftsdynamik zu schwach ausgefallen. Mit dem seit Februar wärmeren Wetter sollten die Wirtschaftsdaten aber eine allmähliche Verbesserung signalisieren. So ist denn auch der Einkaufsmanagerindex für die Dienstleistungssektoren im Februar zum ersten Mal seit letztem Sommer auf über 50 angestiegen und signalisiert damit eine zunehmende Dynamik.
- Die Industrie zeigt Anzeichen einer Stabilisierung, wenn auch auf tiefem Niveau. So lassen die Belastungen durch die vormals sehr hohen Energiepreise zusehends nach. Dazu kommt, dass sich der globale Industriezyklus verbessert.
- Die Kaufkraft der Konsumenten nimmt aufgrund eines hohen Lohnwachstums, in Kombination mit der deutlich gefallen Inflation, wieder zu. In der Folge kann sich die Wachstumsdynamik in der Eurozone im Jahresverlauf erholen.

Eurozone II

Arbeitsproduktivität je Erwerbsstunde (Q4 2017 = 100)



Lohnwachstum, Produktivität & Lohnstückkosten



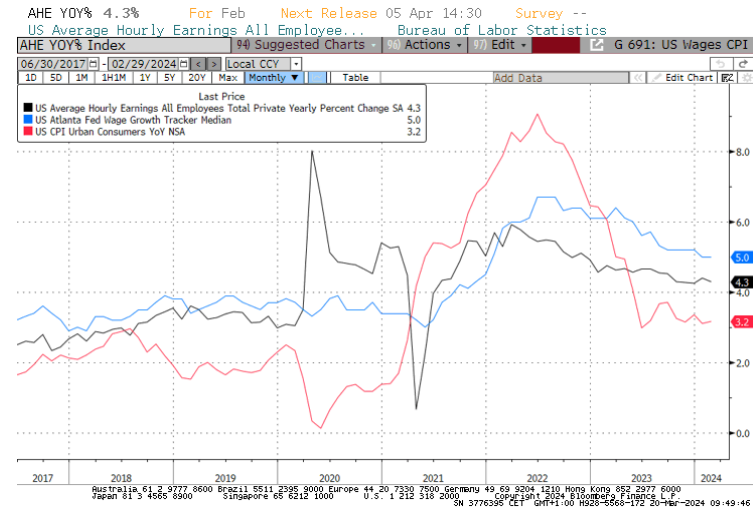
Quelle: Eurostat, Bloomberg

- Allerdings wird das Wachstum verhalten bleiben. So zeigt sich in der Eurozone eine sehr schlechte Entwicklung der Produktivität. Die Arbeitsproduktivität hat zwar bis ca. 2018 stetig zugenommen, seither stagniert sie aber, und in den letzten Quartalen ist sie sogar etwas gefallen. Nebst einer hohen Regulierungsdichte dürfte das deutlich schwierigere Exportumfeld der letzten Jahre eine Rolle gespielt haben. Dies belastet insbesondere Branchen mit einer überdurchschnittlichen Produktivität. Auch Sektoren mit unterdurchschnittlicher Produktivität weisen weiterhin Stellenzuwächse auf. Hohe Krankenstände haben die Produktivität ebenfalls negativ beeinflusst. Für eine Zunahme des Wohlstands braucht es langfristig aber eine höhere Produktivität.
- Die angespannte Lage an den Arbeitsmärkten, in Kombination mit den erlittenen Kaufkraftverlusten, führen dazu, dass die Arbeitnehmer zunehmenden Druck ausüben, um höhere Lohnabschlüsse zu erzielen. Höhere Löhne ohne höhere Produktivität führen aber zu deutlich höheren Lohnstückkosten. Die Gefahr ist dabei gerade bei den Dienstleistungen ausgeprägt, dass die Unternehmen diese höheren Kosten über höhere Preise weitergeben. Aufgrund der geringen Produktivitätsfortschritte sind damit die Inflationsrisiken längerfristig trotz einer nur verhaltenen Wirtschaftsdynamik erhöht.

Bauinvestitionen der Unternehmen



Lohnwachstum & Inflation (JüJ. in %)

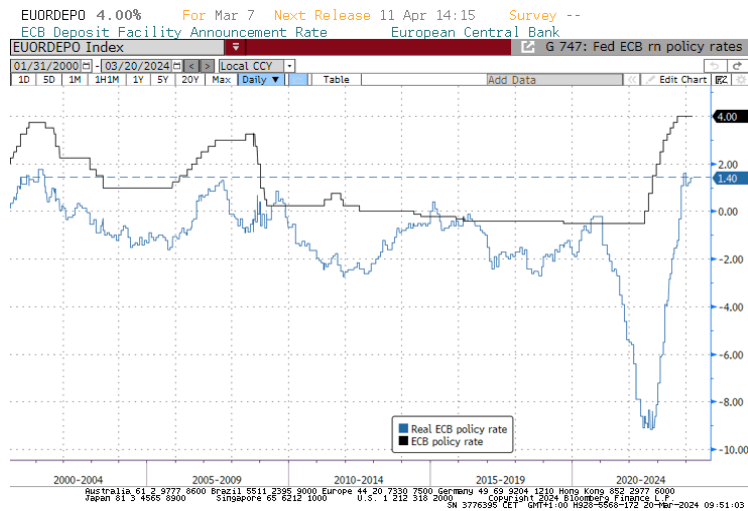


Quelle: Bloomberg

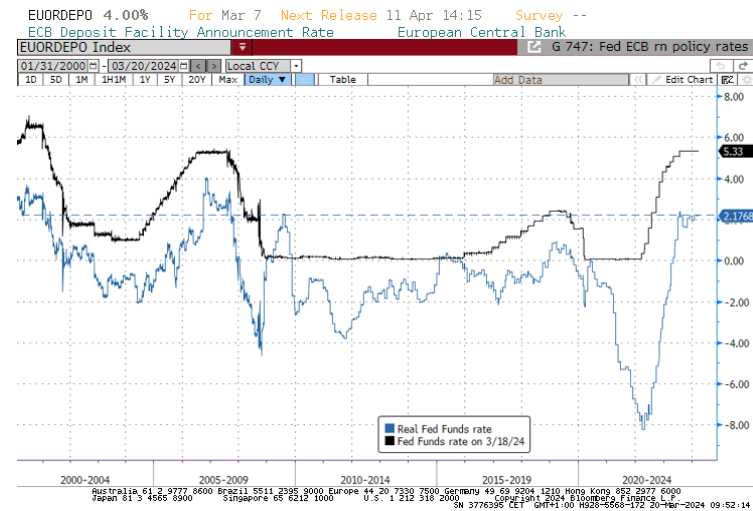
- Die Produktivität hat sich in den USA seit den von Trump entfachten Handelskonflikten in 2018 und vor dem Hintergrund der Pandemie sowie einer aktivistischeren Fiskalpolitik erheblich besser entwickelt. Auch das Thema „Künstliche Intelligenz“ kann dabei eine Rolle gespielt haben, weil die USA bei den KI-Unternehmen dominant ist.
- Die US-Wirtschaftspolitik wurde in den letzten Jahren unternehmensfreundlicher ausgestaltet. Dies unterstützt die (Bau-) Investitionstätigkeit der Unternehmen.
- Die Reallöhne steigen seit einigen Monaten wieder. Dies unterstützt den Konsum.
- Der Ausblick für die US-Wirtschaft stellt sich somit recht freundlich dar. Das Wachstum dürfte sich in der ersten Jahreshälfte zwar etwas abschwächen, bevor es sich erneut erholt, aber eine Rezession bleibt weiterhin nur ein Risikoszenario.

EZB & US Fed

Nominaler und inflationsbereinigter EZB-Leitzins



Nominale und inflationsbereinigte Fed Funds Rate

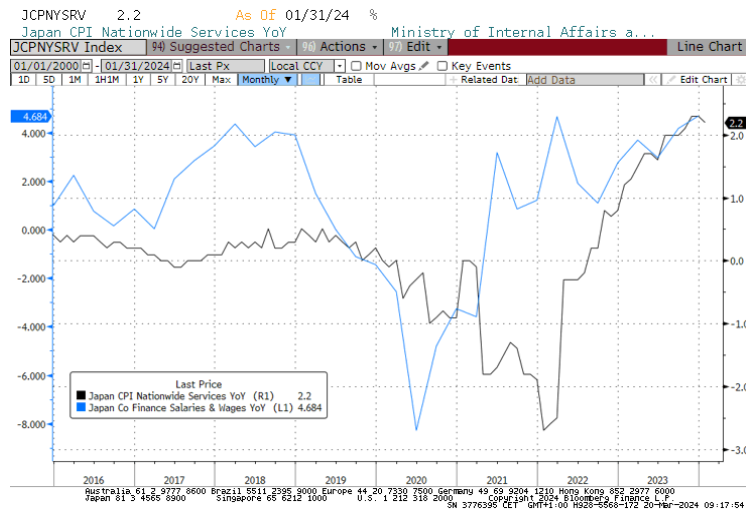


Quelle: Bloomberg

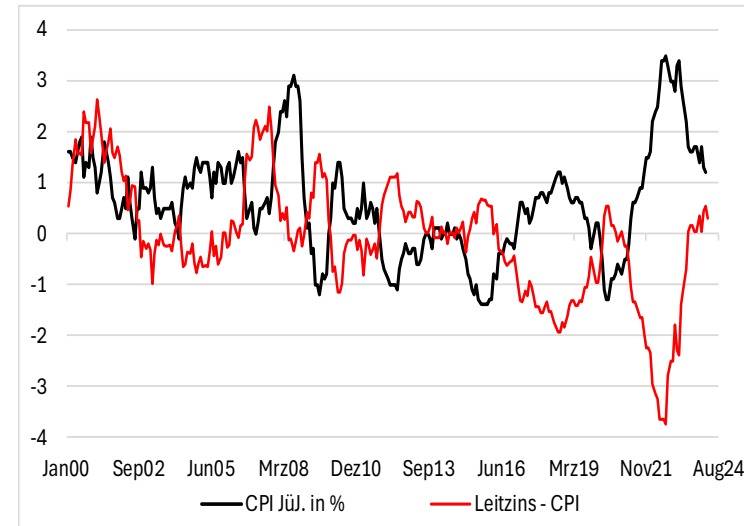
- Die EZB schreitet auf Zinssenkungen zu. Sie braucht aber noch weitere Daten (insbesondere zur Lohnentwicklung), damit sie sich bestätigt sieht, dass das Inflationsziel in Reichweite kommt. Juni bleibt der wahrscheinlichste Termin für die Leitzinswende.
- Da die Produktivität in der Eurozone stagniert, ist das Risiko erhöht, dass sich die Inflation trotz eines nur gedämpften Wachstumsumfelds auf Dauer verfestigt. Die Leitzinsen werden daher nur zögerlich gesenkt, und ihr Ausmass wird kaum deutlich mehr als 100 Basispunkte betragen.
- Auch die US-Notenbank kann aufgrund der hohen Realzinsen ab Juni mit einer Senkung der Leitzinsen beginnen, um einem weiteren Anstieg der Realzinsen entgegenzuwirken. Weil die Wachstumsdynamik günstig bleiben dürfte und die Inflation kaum nachhaltig unter 2% fallen wird, werden die Zinssenkungen ebenfalls moderat ausfallen.

BoJ & SNB

Japan: Dienstleistungsinflation & Lohnentwicklung



Schweiz: Inflation & realer Leitzins

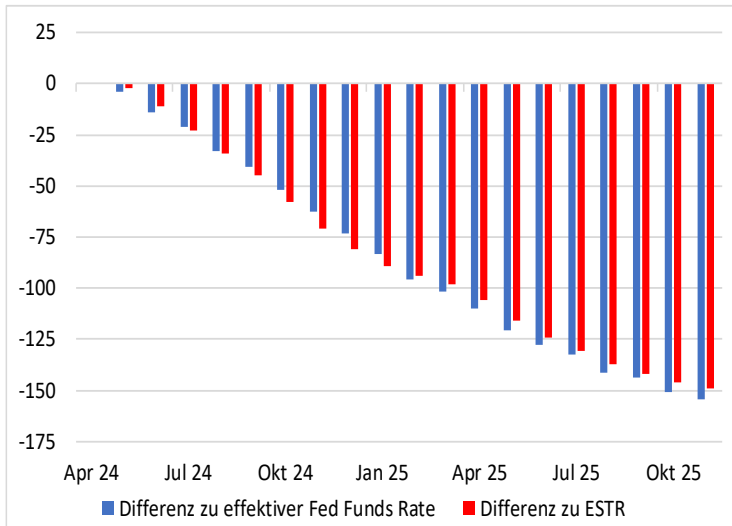


Quelle: Bloomberg

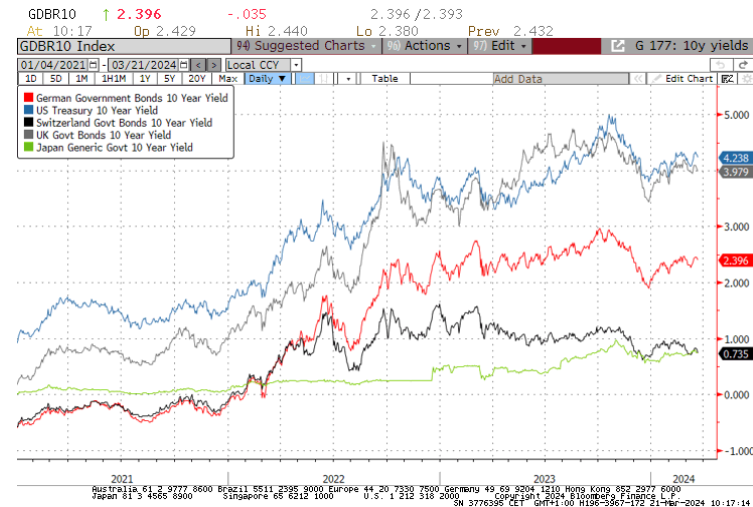
- In Japan nimmt der Lohndruck zu und geht mit erhöhten mittelfristigen Preisrisiken einher. Die Dienstleistungsinflation ist auf mehr als 2% und damit den höchsten Stand in diesem Jahrtausend gestiegen. Daher hat die Bank of Japan (BoJ) die Leitzinsen zum ersten Mal seit 17 Jahren erhöht und die Phase der Negativzinsen beendet. An der quantitativen Lockerung mittels des Kaufs von Staatsanleihen wird festgehalten, zumindest vorerst. Die Geldpolitik kann in den nächsten Quartalen weiter gestrafft werden, wenn auch nur behutsam.
- Die Inflation ist zurück in den Zielbereich der Schweizerischen Nationalbank (SNB) gefallen. Die Zentralbank geht davon aus, dass dies über ihren Prognosezeitraum hinweg so bleiben wird und hat die Leitzinsen an ihrer jüngsten Sitzung gesenkt. Allerdings hatte die SNB die Leitzinsen zuvor im internationalen Vergleich nur moderat angehoben und der reale – also um die Inflation bereinigte – Satz ist historisch nicht hoch. In der Folge kann die SNB die Leitzinsen im weiteren Jahresverlauf zwar weiter senken, allerdings nur in moderatem Umfang. Zwei weitere Senkungen auf etwa 1% dürften folgen.

Staatsanleihen I

Eingepreiste Zinsänderungen für EZB & Fed in Bp.



10J. Staatsanleihe-Renditen



Quelle: Bloomberg

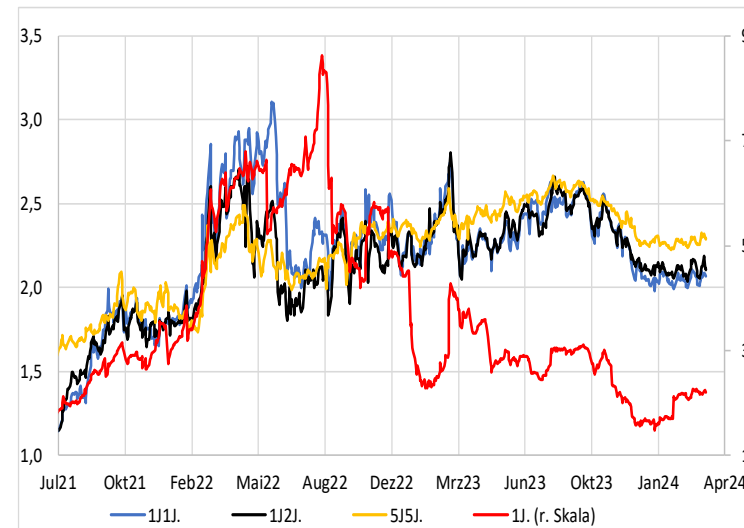
- Sowohl das Fed als auch die EZB können zur Jahresmitte mit Zinssenkungen beginnen. Allerdings werden die Leitzinsen wahrscheinlich langsamer und in einem geringeren Ausmass gesenkt, als es gegenwärtig eingepreist ist. So zeigt sich in den USA die Wirtschaft im Vergleich zu den Erwartungen dynamisch. In der Eurozone ist zwar das Wachstum niedrig, allerdings sind die Inflationsrisiken aufgrund der niedrigen Produktivitätsfortschritte mittelfristig erhöht.
- Das nominale Wachstum wird in den nächsten Jahren im Vergleich zum letzten Jahrzehnt erhöht bleiben. Auch ist vor allem in den USA das Angebot von Staatsanleihen aufgrund der quantitativen Straffung des Fed sowie dem hohen Budgetdefizit substantiell. Trotz der absehbaren Zinssenkungen ist daher das Abwärtspotential für die Renditen bei den „sicheren“ Anleihen beschränkt. Im Gegenteil: gerade längere Anleihen bleiben anfällig für Rückschläge.

Staatsanleihen II

Zinsspreads 10J. Staatsanleihen ggü. Bunds



Eingepreiste Inflationserwartungen (Inflationswaps)



Quelle: Bloomberg

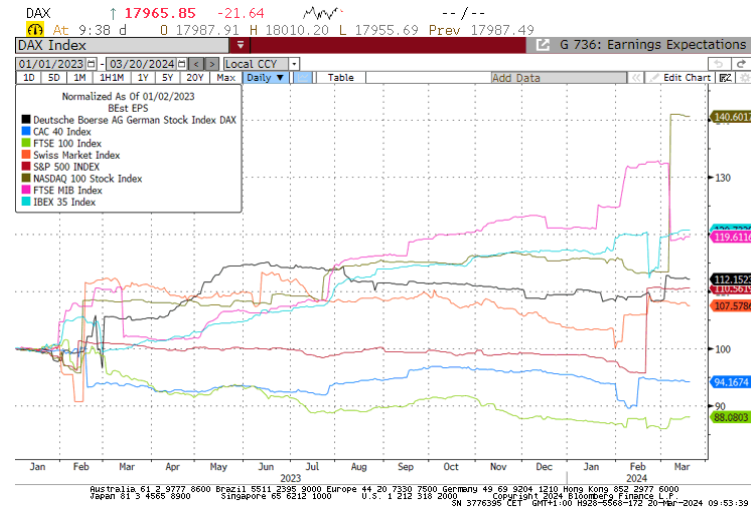
- Der Ausblick für Carry-Produkte gestaltet sich günstiger. So sollte ein hohes Nominalwachstum unterstützend wirken, weil damit die bestehenden Schulden leichter bedient werden können. Dazu kommt, dass die schwache Entwicklung der deutschen Wirtschaft im Vergleich zur Peripherie mit einer Outperformance von Staatsanleihen der Peripherie gegenüber deutschen Bundesanleihen einhergeht. Es bietet sich daher weiterhin eine Übergewichtung von Anleihen mit einem Rendite-Aufschlag an.
- Das Umfeld für die inflationsgeschützten Anleihen ist relativ günstig. So stellt das tiefe Produktivitätswachstum in der Eurozone einen unterstützenden Faktor dar. Einerseits geht dieses mit einem niedrigen Trendwachstum einher. Dies begrenzt das Aufwärtspotential für die realen Renditen. Andererseits bleiben die Inflationsrisiken trotz der gegenwärtigen Disinflation längerfristig ausgeprägt. Inflationsgeschützte Anleihen profitieren von beiden Faktoren. Die Inflationswaps als Indikator für die Inflationserwartungen sind seit September deutlich gefallen und bieten aktuell wenig Raum für einen weiteren Rückgang. Im weiteren Jahresverlauf zeichnen sich erneut höhere Inflationserwartungen und damit eine Outperformance von inflationsgeschützten ggü. konventionellen Anleihen ab.

Aktienmärkte

KGV S&P500 auf Basis erwarteter Gewinne & US Finanzierungsbedingungen



Gewinnerwartungen (Jan23 = 100)

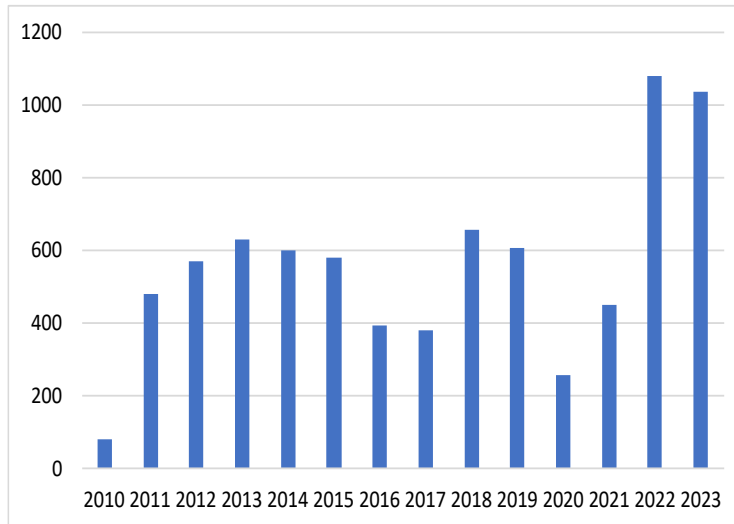


Quelle: Bloomberg

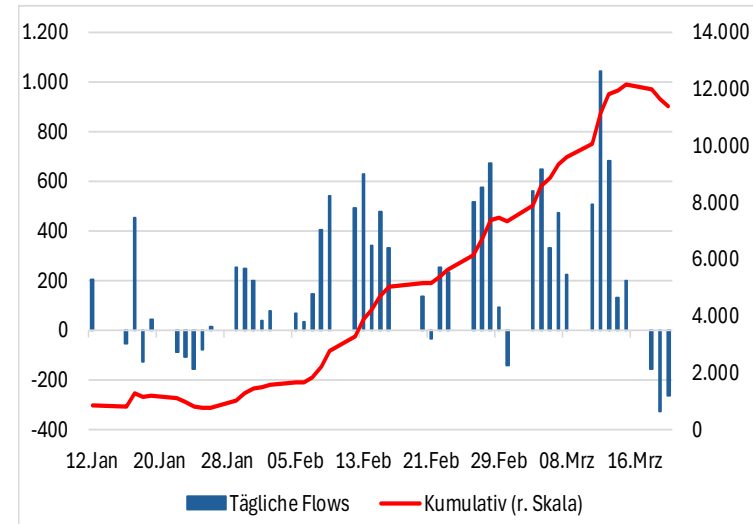
- Der langfristige Ausblick für die Aktienmärkte bleibt freundlich. Die absehbaren Zinssenkungen wichtiger Zentralbanken sollten die Marktbewertungen (Kurs/Gewinn-Verhältnisse) unterstützen. So zeigte sich in der Vergangenheit ein guter Gleichlauf zwischen den Finanzierungsbedingungen und den Marktbewertungen, wobei günstigere Finanzierungsbedingungen zumeist mit höheren Bewertungen einhergingen. Zusätzlich unterstützt ein im Vergleich zum Jahrzehnt bis zur Pandemie hohes Nominalwachstum die Gewinnentwicklungen.
- War zuvor die Aufwärtsbewegung bei den US-Aktien nur von sehr wenigen Titeln getragen, so hat die Marktbreite zuletzt spürbar zugenommen. Dies gilt als positives technisches Zeichen.
- In der Folge kann an der Übergewichtung des Aktienmarkt-Exposures festgehalten werden. Geographisch können die USA, die Peripherie der Eurozone sowie „westlich“ orientierte asiatische Länder bevorzugt werden. Grössere Rückschläge bieten sich weiterhin als Nachkaufgelegenheiten an.

Gold & Bitcoin

Goldkäufe Zentralbanken (in Tonnen)



Zu-/Abflüsse US Bitcoin ETFs (in USD Mln) *



Quelle: World Gold Council, Bloomberg

- Sowohl Gold als auch Bitcoin haben neue Höchststände erreicht. Die geopolitischen Entwicklungen bieten insbesondere Gold Unterstützung. So haben die westlichen Länder nach dem Überfall Russlands auf die Ukraine bedeutende Teile der russischen Währungsreserven – insbesondere Anleihen – konfisziert. Damit wird potenziell die Werthäftigkeit von Anlagen in Wertpapiere von Ländern, die auf Konfiskationen zurückgreifen, gemindert. Gold bietet sich dabei als alternative Anlage an. So sind seit dem Kriegsausbruch die Nettokäufe der Zentralbanken deutlich gestiegen. In Kombination mit wahrscheinlichen Zinssenkungen von Seiten des Fed bleibt der Ausblick für Gold längerfristig freundlich.
- Aufgrund der Zulassung von Bitcoin-ETFs in den USA im Januar 2024 und der Aussicht auf Zulassungen von ETFs auf andere Kryptos wie z.B. Ethereum fließt vermehrt Anlagekapital in Kryptowährungen. Dazu kommt das anstehende Bitcoin „Halving“, das zu einer geringeren Angebotszunahme führt und wahrscheinlich im April stattfinden wird. Allerdings bleiben Kryptos sehr volatil und begleitet von grösseren Rückschlägen. Damit sie sich als Assetklasse nachhaltig etablieren können, ist eine weitergehende Regulierung notwendig.

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.