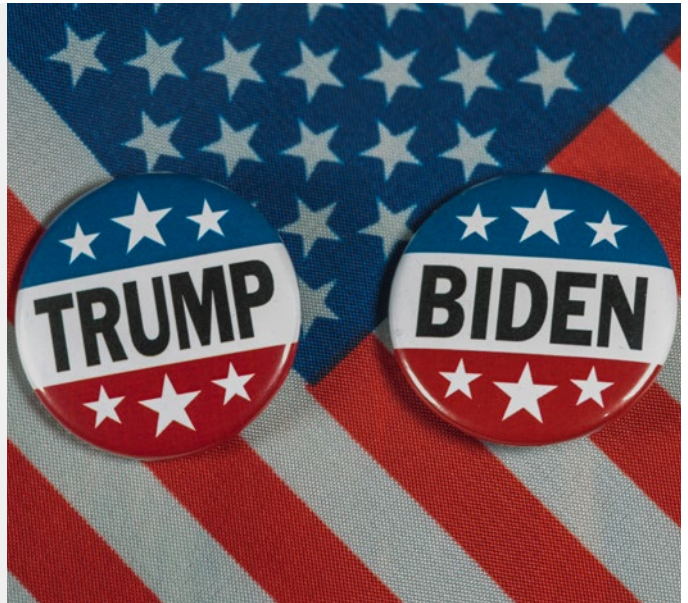


## Executive Summary

- In den USA kommt es zu einer Neuauflage des Duells um das Präsidentenamt zwischen Donald Trump und Joe Biden.
- Die robuste US-Wirtschaft weist eine leichte Abkühlung auf.
- Insgesamt ist die Wirtschaftsleistung aus der Industrie schwach.
- Die BOJ erhöht die Leitzinsen erstmals seit 17 Jahren, bleibt aber weiterhin unterstützend.
- Die SNB senkt ihren Leitzins und prescht vor. EZB, BOE und Fed warten mit Zinssenkungen zu.
- Der US-Dollar notiert gut unterstützt und der Schweizer Franken kam nach den jüngsten Inflationszahlen und der Zinssenkung der SNB unter Druck.



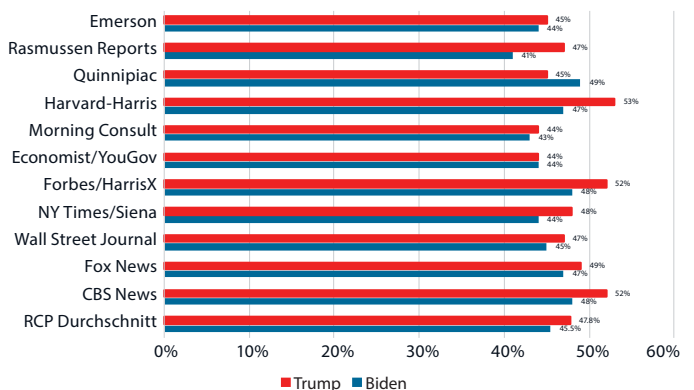
### Fokusthema

## Es kommt zum Showdown zwischen Biden und Trump

- Sowohl Republikaner als auch Demokraten haben ihre internen Vorwahlen abgeschlossen. Es kommt erneut zum Duell zwischen Joe Biden und Donald Trump. Der Wahlausgang dürfte auch diesmal extrem eng werden, was mit der zunehmenden Polarisierung und dem Zweiparteiensystem der USA verbunden ist. Die Kandidaten können aber mit einer hohen Grundunterstützung ihrer Wählerbasis rechnen.
- Allerdings bestehen hohe Unsicherheiten zu beiden Personen und viele Wähler würden sich andere Kandidaten wünschen. Während bei Joe Biden der Gesundheitszustand ernsthafte Fragen aufwirft, sind es bei Donald Trump die laufenden Gerichtsverfahren sowie seine extreme Haltung.
- Trotz beneidenswert guter Wirtschaftslage – insbesondere des Arbeitsmarktes – ist der amtierende Präsident Joe Biden so unbeliebt, wie kaum ein anderer Präsident.
- Donald Trump steht für ein starkes, selbstbewusstes Amerika, das gegenüber Freund und Feind forsch und fordernd auftritt mit allen Vor- und Nachteilen. Biden verfolgt einen konsensorientierten und pragmatischen Stil und versucht die aus der Trump-Ära belasteten internationalen Beziehungen zu reparieren. In nationalen Umfragen liegt Trump aktuell zwischen einem und fünf Prozentpunkten vor Biden.
- Mitentscheidend für die künftige Politik der USA werden auch die Sitzverhältnisse in den beiden Kammern sein. Im

demokratisch dominierten Senat werden 34 der 100 Sitze neu gewählt. Im Repräsentantenhaus haben die Republikaner die Mehrheit. Dort werden sämtliche 435 Sitze neu besetzt. Der Wahlausgang ist auch hier völlig offen.

### Umfragewerte US-Wahlen 2024



Quelle: statista, Stand: März 2024

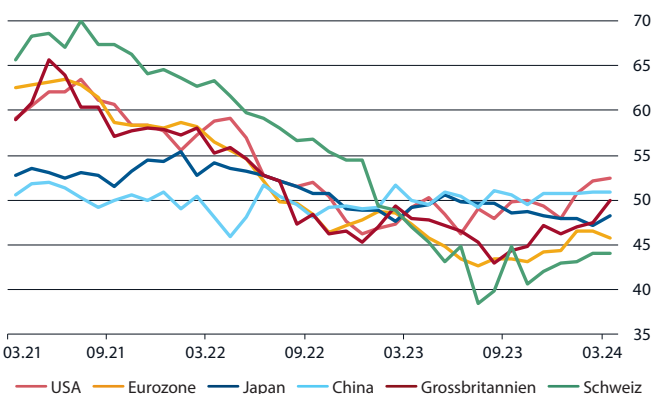
# Wirtschaftsdaten fallen durchgezogen aus

- Die stabile Entwicklung am Arbeitsmarkt sowie die gestiegenen Löhne, der Wohlstandseffekt durch gestiegene Vermögenswerte und eine tiefere Steuerlast bilden u.a. die Grundlage für die gute Konsumentenstimmung in den USA.
- Die US-Wirtschaftsdaten sind jüngst aber durchgezogen ausgefallen. Erstens sind die Inflationszahlen teilweise wieder leicht angestiegen, zweitens verschlechtert sich die Auftragslage. Und schliesslich sinkt der hochvolatile Empire Manufacturing Index unerwartet deutlich auf -20,9 Punkte. Darüber hinaus kühlt sich auch der überhitzte Arbeitsmarkt leicht ab.
- Die Inflationskernrate von 3,8% und der Preisanstieg der persönlichen Ausgaben von 2,8% eröffnen der Fed (noch) wenig Spielraum, den Zinssenkungsfantasien des Marktes zu entsprechen. Zudem sind die Erzeugerpreise für den Februar von -0,8% auf +1,1% gestiegen, was sich mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung auf die Konsumentenpreise auswirken dürfte.
- Die europäische Industrie scheint sich aufgrund der jüngsten Umfrage bei den Einkaufsmanagern erneut abzuschwächen. Die Werte für die beiden grossen Volkswirtschaften Frankreich und Deutschland fallen auf 45,8 resp. auf 41,6 Punkte und befinden sich unter der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. In diesen gewichtigen Ländern schrumpft auch der Dienstleistungs-

tungssektor. Für die restliche Eurozone zeigt sich für die Industrie dasselbe schwache Bild, wobei hier zumindest der Service-Bereich wächst und sogar an Momentum gewinnt.

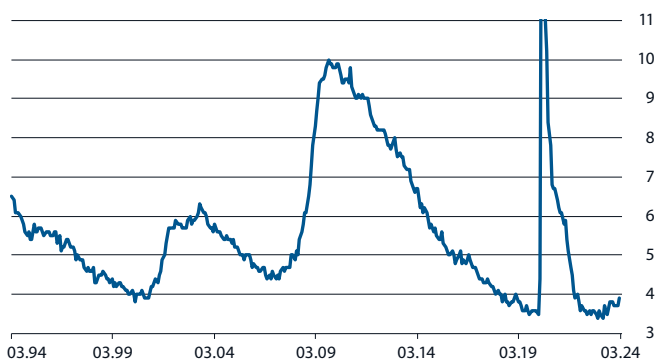
- Die Konsumentenstimmung hat sich in der Eurozone im März etwas verbessert, bleibt aber mit -14,9 Punkten unter dem langfristigen Durchschnitt von -11,5 Punkten. Auch die Erhebung des ifo-Institutes liefert ein freundlicheres Bild.
- Für Japan signalisiert der Einkaufsmanagerindex, dass sich das Wachstum wieder beschleunigt. Der zusammengefasste Wert legt auf 52,3 Punkte zu, wobei auch hier die Industrie schrumpft und der Dienstleistungssektor wächst.
- Das Wirtschaftswachstum in Japan wurde im vierten Quartal weiterhin von den Unternehmensausgaben getragen, während der private Konsum schwächelt.
- In China steigt der Konsumentenpreisindex im Februar um 0,7% und verlässt die Deflation. Diese Entwicklung ist zu begrüssen und könnte sich angesichts der steigenden Erzeugerpreise fortsetzen.
- In der Schweiz wächst die Wirtschaft moderat und wird vom Dienstleistungssektor getragen, während die Wertschöpfung in der Industrie rückläufig ausfällt. Positive Impulse sind von der lockeren Geldpolitik zu erwarten.

**Einkaufsmanagerindex verarbeitendes Gewerbe (3 Jahre)**



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

**Arbeitslosenquote USA in % (30 Jahre)**



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

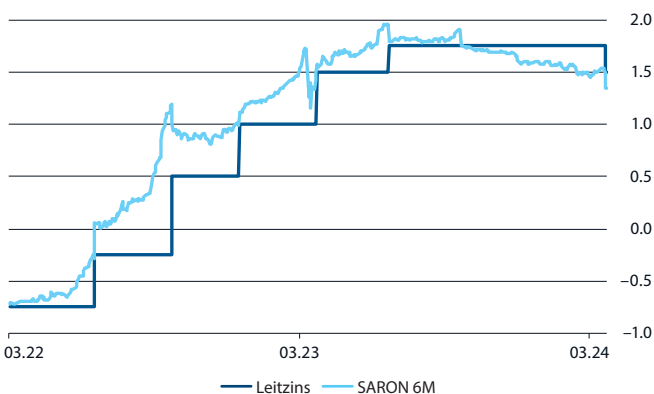
# BOJ hebt Negativzins auf – Fed signalisiert drei Zinssenkungen

- Wie vom Markt erwartet, erhöhte die Bank of Japan seit 17 Jahren zum ersten Mal ihren Leitzins. Allerdings enttäuscht der Schritt von lediglich 0,1% auf eine Spanne von 0,0 bis 0,1% die Erwartung der Marktteilnehmer. Der Yen wertete in der Folge deutlich ab und notiert nahe eines 34-Jahres-Tiefs. Und obwohl das obere Band für 10-jährige Zinsen auf Staatsanleihen von 1% aufgegeben wurde, gibt der Zins nach, weil das Volumen zum Aufkauf von Staatsanleihen beibehalten wird und gegebenenfalls sogar erhöht werden kann. Hingegen werden die Käufe von ETFs und REITs gestoppt.
- Der Entscheid wurde nicht einstimmig gefällt, da offenbar einige Mitglieder immer noch über die Anzeichen einer Wirtschaftsschwäche besorgt sind.
- Die EZB hielt an ihrer Sitzung Anfang März an den Referenzzinssätzen fest. Die Inflation entwickle sich erfreulich und die Prognose für 2024 wurde auf 2,3% gesenkt, wobei auch das Wachstum für die Eurozone auf 0,6% gesenkt wurde. Ein erster Zinsschnitt sei frühestens im Juni möglich, bleibt aber weiter von den weiteren Daten abhängig. Das Inflationsziel von 2% soll 2025 erreicht werden.
- Die Fed belässt die Zinsen unverändert bei 5,25–5,5%, wird aber verbal deutlich akkommodativer und signalisiert drei mögliche Zinssenkungen um je 25 Basispunkte für dieses Jahr. Diese könnten in Einzelschritten ab Juni 2024 imple-

mentiert werden, wobei vor den Präsidentschaftswahlen mit einem Unterbruch zu rechnen ist. Ein weiterer Zinsschritt wäre an der Dezember-Sitzung möglich.

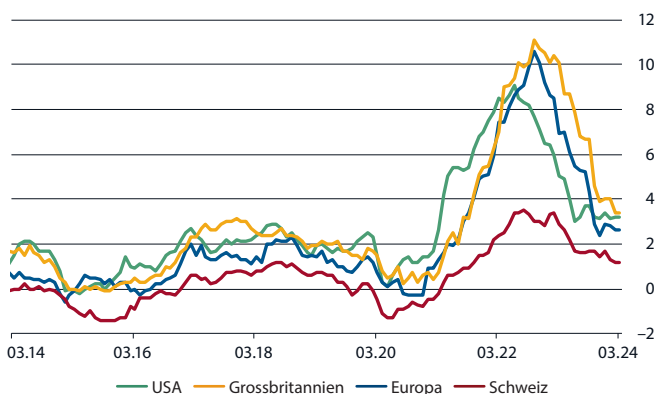
- Die quartalsweise erhobenen «Dot Plots» weisen denselben mittleren Wert auf wie bisher. Allerdings wurden Ausreisser nach unten näher zum Mittelwert geführt. Dies kann dahin gehend interpretiert werden, dass sich die Wirtschaft weniger stark abschwächen wird, als einige Fed-Mitglieder bisher angenommen hatten. Die mittleren Werte für 2025 und 2026 sind um 25 Basispunkte angestiegen, in Anlehnung an die angehobenen Wachstumsprognosen.
- Fed-Chair Jerome Powell verwies zwar weiterhin auf eine über der Zielgrösse verharrenden Inflation und dass die tiefen Zinsen der letzten Jahre kaum wieder erreicht werden können. Dennoch wurden die angekündigten Zinssenkungen vom Markt positiv aufgenommen mit steigenden Aktienkursen und sinkenden Zinsen.
- Die SNB rundete den Notenbank-Reigen mit einer mutigen und unerwarteten Leitzinssenkung ab. Viele Marktteilnehmer wurden von dieser geldpolitischen Lockerung überrascht, wobei die tiefe Inflation und der weiter sinkende Ausblick diesen Schritt durchaus rechtfertigen. Der 6-Monate-SARON hat einmal mehr den Entscheid korrekt antizipiert und indiziert bereits eine weitere Zinssenkung im Juni.

Leitzins SNB vs. SARON 6M (2 Jahre)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Konsumentenpreis Inflationsrate, jährliche Veränderung in % (10 Jahre)



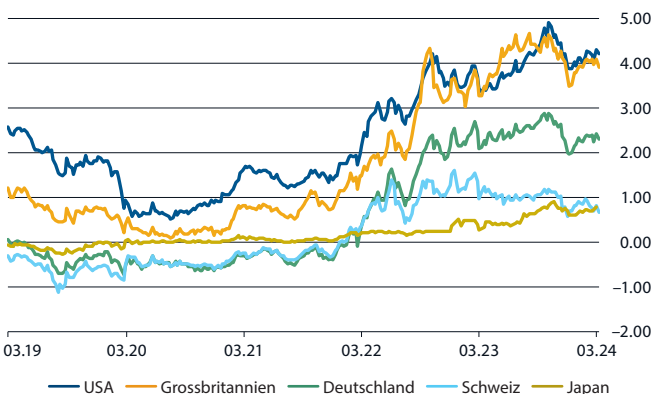
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

# Anleihen / Aktien

## Anleihen: Renditen konsolidieren

- Die Renditen der Staatsanleihen der wichtigsten Märkte verharren auf ihren Niveaus und somit am oberen Rand der seit Jahresbeginn etablierten Bandbreiten. Aktuell liegt die Rendite von 10-jährigen Staatsanleihen in den USA bei 4,3% und in Deutschland bei 2,4%.
- Im Gegensatz zu den optimistischen Szenarien für Leitzinssenkungen, welche zu Beginn des Jahres herumgereicht wurden, haben sich jetzt reduzierte Erwartungen in die Obligationenmärkte hinein gearbeitet. Grund dafür dürften wohl die momentan nicht weiter sinkenden Inflationen sein. Das lässt sich auch gut an den wieder steigenden Inflationserwartungen erkennen.
- Dies hat zu einer Verflachung der Zinskurven geführt, allerdings sind sie immer noch invers.
- Im Bereich der Unternehmensanleihen verharren die Spreads weiter auf sehr engen Niveaus, ein Hinweis darauf, dass hier nicht mit einer Rezession gerechnet wird. Für Neuanlagen erachten wir weiterhin den kurzen bis mittleren Laufzeitenbereich aufgrund der höheren Renditen (invertierte Zinskurven) als attraktiver.

## 10-jährige Staatsanleihen (5 Jahre)

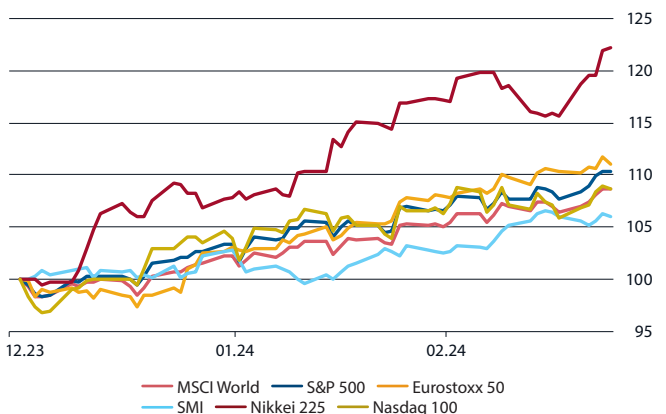


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

## Aktien: «soft landing» statt «Zinssenkungen»

- Die Aktienmärkte der wichtigsten Regionen entwickeln sich seit Jahresbeginn grösstenteils weiter sehr freundlich. Der US-Aktienmarkt steht weiterhin am oberen Ende der Tabelle. Aber auch der Schweizer Markt befindet sich mittlerweile gut «im grünen Bereich» und hat aufgeholt. Innerhalb der Sektoren dominieren Technologie (Fokus AI, Chips), was zur soliden Wertentwicklung der US-Indizes geführt hat.
- Nachdem an den Aktienmärkten zu Jahresbeginn das Narrativ von rapiden Zinssenkungen dominierte, wird aktuell das Szenario «soft landing» favorisiert. Geht es nach dieser Interpretation, wie sie auch aus dem letzten FOMC-Treffen heraus interpretierbar ist, kann eine Rezession vermieden werden.
- Die geopolitischen Krisenherde haben sich keineswegs beruhigt – im Gegenteil. Es scheint aber momentan die Märkte nicht zu interessieren. Dies wird auch dadurch belegt, dass sich die Volatilitäten an verschiedenen Aktienmärkten auf rekordtiefen Niveaus einpendeln. Wer sich versichern will, kann dies günstig implementieren.
- Übergeordnet bleiben wir in unserer Einschätzung weiterhin vorsichtig konstruktiv und gehen davon aus, dass sich die wichtigsten Aktienmärkte im Laufe des Jahres aufgrund der reichlich vorhandenen Liquidität im System positiv entwickeln werden.

## Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2024, indexiert, in Lokalwährung



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

# Währungen und andere Anlagen

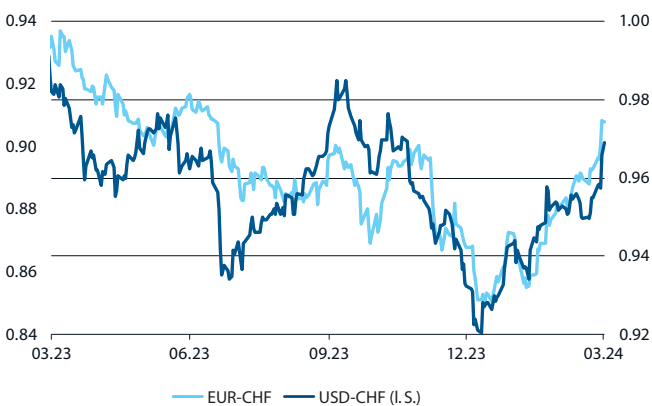
## Währungen: US-Dollar gut unterstützt

- Von den zum Jahresende 2023 verzeichneten Tiefstkursen hat sich der US-Dollar gegenüber allen wichtigen Währungen lösen können und liegt aktuell rund 3,5% höher. Die Revision der vom Markt erwarteten Zinssenkungen in den USA unterstützt den Greenback.
- Auffallend ist die Erholung des US-Dollars gegenüber dem japanischen Yen. Dieser hat sich seit Jahresbeginn erneut um rund 7% abgewertet. Die BOJ hat, vielleicht doch etwas überraschend, die Leitzinsen nur homöopathisch um 0,1% erhöht (auf 0%) und darauf hingewiesen, nur langsam von ihrer Tiefzinspolitik abzuweichen.
- Der Euro hat sich zum Franken weiter erholt und liegt bei knapp 0,98. Insbesondere die doch tiefer als erwartet ausgefallenen Inflationszahlen der Eidgenossenschaft führten zur Abschwächung des Schweizer Frankens und zu einer Zinssenkung durch die SNB. Wir gehen übergeordnet weiterhin davon aus, dass sich der Franken aufgrund seiner strukturellen Vorteile gegenüber dem Euro langfristig aufwerten wird. Jede Art politischer Krisen in der EU dürfte den Euro unter Druck setzen.

## Gold: erreicht neue Höchststände

- Der Goldpreis hat mit knapp USD 2'200 pro Unze ein neues Allzeithoch gegenüber dem US-Dollar erreicht. Aber auch im Vergleich zu vielen anderen Währungen waren neue Höchststände beim Gold zu verzeichnen. So liegt beispielsweise der Kilopreis in CHF deutlich über CHF 62'000.
- Sowohl die Art und Weise der Bewegung als auch die Breite deuten darauf hin, dass es sich effektiv um eine Stärke des Goldes handelt und nicht um eine relative Reaktion des Goldpreises, z.B. auf einen schwächeren US-Dollar. Vielmehr dürfte die Erwartung eine Rolle spielen, dass die FED (und daraufhin auch andere Zentralbanken) bereit sein wird, ihr Inflationsziel nach oben zu schrauben und so tiefere Realzinsen zuzulassen.
- Auffallend ist auch der stete Ausbau der Goldreserven der Zentralbanken, welcher den Wunsch nach Diversifikation ihrer Dollar-Bestände zum Ausdruck bringen könnte. Die Goldbestände der BRIC+-Länder könnten bereits die Goldreserven der USA überschritten haben.
- Wir bleiben deshalb weiterhin freundlich für das Gold gestimmt und halten an unserer Positionierung fest.

Euro und Dollar gegen Franken, 1 Jahr



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Gold in \$ pro Unze, 2 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Dieses Dokument dient ausschliesslich zur Information. Es ist weder Angebot noch Aufforderung für den Kauf oder Verkauf von Produkten. Für Richtigkeit und Vollständigkeit wird keine Gewähr übernommen. Die Publikation entstand in Kooperation mit Aquila.