

Executive Summary

- Seit Ende Februar eskaliert der Konflikt zwischen den USA, Israel und dem Iran. Angriffe auf Energieanlagen und die Blockade der Strasse von Hormus führen zu massiven Ausfällen bei Öl und Gas auf dem Weltmarkt.
- Energieengpässe bremsen das Wachstum und treiben die Inflation. Wachstumsprognosen werden nach unten revidiert.
- Staatsanleiherenditen ziehen deutlich an, da Märkte höhere Inflation und kurzfristig Zinserhöhungen erwarten. Zentralbanken halten ihre Leitzinsen vorerst stabil, signalisieren aber eine mögliche Straffung.
- Steigende Risikoaufschläge belasten tendenziell die Aktienmärkte, während politische Unsicherheiten in den USA zusätzlich für Unruhe sorgen.



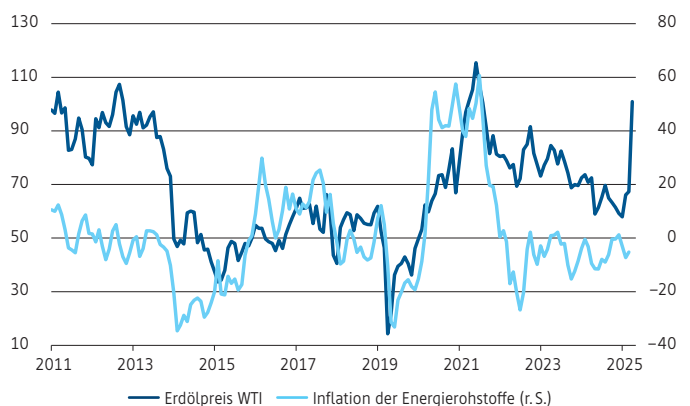
Fokusthema

Ölpreisschock und US-Konsumentenpreis-inflation

- Die Erdölnotierungen von West Texas Intermediate und Brent sind nach dem Kriegsausbruch im Mittleren Osten gegen den Iran kurzfristig auf nahezu USD 120 pro Fass angesprungen.
- Mittlerweile haben sich die Preise etwas normalisiert, liegen aber noch immer deutlich über den Kursen von Ende Februar. Der Preisanstieg von WTI gegenüber dem Vorjahr beträgt auch bei USD 100 pro Fass noch rund 50%.
- Energiepreise haben einen doppelten Effekt auf die Inflation. Einerseits wirken sie unmittelbar über den laufenden Konsum von Benzin, Gas, Heizöl aber auch Strom auf die Teuerung. Das Gewicht von Energie im US-Warenkorb beträgt rund 7,5%. Mit der einfachen Daumenregel resultiert hieraus ein Inflationsschub von rund 3% auf die Jahresteuern – vorausgesetzt die Preise verharren auf diesem Niveau.
- Mit einer gewissen Verzögerung fliessen die höheren Energiekosten in Güter, die bei der Herstellung und beim Transport auf diese Rohstoffe angewiesen sind. Die höheren Gestehungskosten werden erst nach und nach auf die Güterpreise umgewälzt und wirken somit erst in einigen Wochen oder Monaten auf die Inflation.

- Per Ende Februar ist der Beitrag aus Energie im Konsumentenpreisindex negativ mit rund minus 5%. Die hohe Korrelation zu den Erdölpreisen suggeriert einen substantziellen Inflationsschub aus diesem Segment des Warenkorbes.

USA: Hohe Korrelation der Inflation aus Energierohstoffen und Erdölpreis WTI

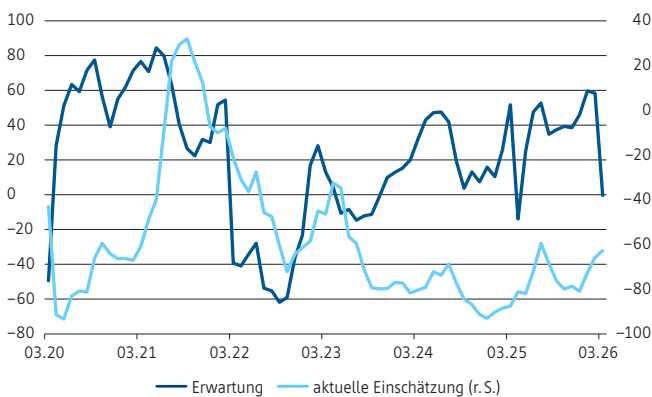


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Geopolitik trifft Wirtschaftswachstum

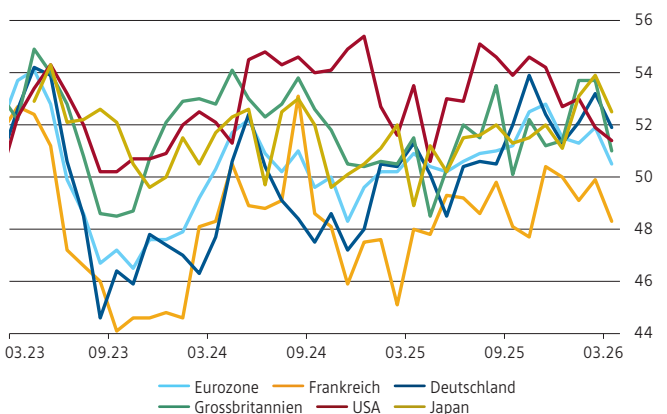
- Seit dem 28. Februar bombardieren die USA und Israel den Iran. Das Mullah-Regime schlägt gegen Israel und US-nahe Golfstaaten zurück. Die Militärschläge treffen die iranische Führung wie auch die Infrastruktur in der gesamten Region. Der Iran blockiert als Druckmittel die Strasse von Hormus. Dies verursacht den grössten Angebotsausfall in Erdöl und Erdgas. Die weltweiten Energiepreise explodieren. Gleichzeitig wird durch die Blockade auch der Transport von Düngemitteln unterbunden, und sie fällt in der Nordhemisphäre in die kritische Anbauphase. Auswirkungen auf die Erntemengen und die Agrargüterpreise dürften kaum ausbleiben.
- Die Angriffe auf die Energieinfrastruktur in der gesamten Golf-Region durch die Kriegsparteien drohen das Angebot nachhaltig zu beeinträchtigen, weil die Reparaturarbeiten Monate wenn nicht Jahre in Anspruch nehmen könnten.
- Fehlende Energierohstoffe und eine geringere Nahrungsmittelproduktion infolge ausbleibender Stickstoff- und Phosphatdünger auf dem Weltmarkt drohen das Wirtschaftswachstum global zu hemmen und die Inflation anzukurbeln. Nicht nur die Rohstoffpreise selber steigen, sondern auch Zweitrundeneffekte in verarbeiteten Gütern werden ihren inflationären Einfluss haben.
- Die negativen Auswirkungen auf die Wachstumsprognosen blieben nicht aus, sind aber im Endeffekt eine Funktion der Kriegsdauer. Das ifo-Institut erwartet unter der Prämisse einer zeitnahen Deeskalation ein um 0,2 Prozentpunkten tieferes Wachstum von 0,8% für 2026. Unter einem Eskalationsszenario könnte das Wachstum auf 0,6% oder tiefer sinken.
- Das Prognosemodell für das BIP-Wachstum der Federal Reserve Bank of Atlanta ist für das erste Quartal seit Ende Februar, dem Kriegsbeginn im Iran, von 3% auf 2% revidiert worden.
- Angesichts der Unsicherheiten, Lieferengpässen und höherer Preise reduzieren wir unsere Prognosen für das laufende Jahr global auf 2,9%, China 4,4%, die EU und die Schweiz 1% und Grossbritannien 0,9%. Die Prognose für die USA belassen wir vorerst bei 2%.
- Aufgrund der Aktualitäten im Mittleren Osten geraten der Handelsstreit der US-Administration, der Entscheidung des Obersten Gerichts der US gegen die illegal erhobenen Zölle und neue alternative Abgaben in den Hintergrund. Letztere werden wegen unfairen Handelspraktiken im Zusammenhang mit unzureichenden Massnahmen gegen Zwangsarbeit gegen 60 Volkswirtschaften erhoben – darunter auch die Schweiz.

ZEW Deutschland: aktuelle Stimmung OK, Erwartungswert für März bricht ein



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Auch vorläufige Einkaufsmanagerindizes für den März kommen unter Druck



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

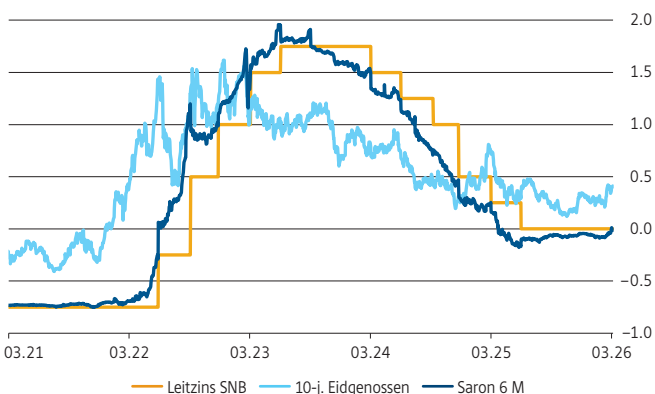
Inflationserwartungen treiben die Renditen in die Höhe

- Die Militärschläge gegen die Energieinfrastruktur im Mittleren Osten sowie die Blockade der Meerenge von Hormus treiben die Energiepreise und damit den von Bloomberg erfassten Rohstoffindex auf Niveaus, die wir zuletzt im Nachgang der Corona-Pandemie gesehen haben. Die Inflationsdaten per Ende Februar konnten noch nicht auf die jüngste Entwicklung an den Rohstoffmärkten reagieren, was sich in den kommenden Monaten ändern wird. Solange die Versorgungsengpässe im Energiesektor andauern, muss mit einem anhaltenden Inflationsdruck gerechnet werden. Damit steigt auch wieder die Wahrscheinlichkeit eines Stagflationsszenarios.
- Die Renditen auf Staatsanleihen sprechen spürbar auf die angespannte geopolitische Lage und den drohenden Inflationsschub an. In Europa erreichen die 10-jährigen Zinsen für Grossbritannien, Frankreich und Deutschland Niveaus, die wir zuletzt in der Finanzkrise von 2009 und der Eurokrise von 2011 gesehen hatten. Händler sehen sich dazu veranlasst, drohende Zinserhöhungen der Zentralbanken zu antizipieren. Damit dürfte auch die Diskussion über einen strukturellen Zyklus steigender Renditen in den Fokus der Anleger treten, der wahrscheinlich 2020 begonnen hat. Diese Zyklen haben in der Vergangenheit jeweils mehrere Dekaden gedauert.
- Die Notenbanken der USA, Grossbritanniens, Japans, der Eurozone und der Schweiz haben ihre Leitzinsen anlässlich ihrer März-Sitzungen vorerst belassen. Für die kommenden

Quartale gehen die Währungshüter aufgrund der gestiegenen Energiepreise von einer anziehenden Inflation aus und schliessen eine Straffung ihrer Geldpolitik nicht mehr aus – sogar in den USA wo der politische Druck noch vor kurzem substanzielle Zinssenkungen erwarten liess.

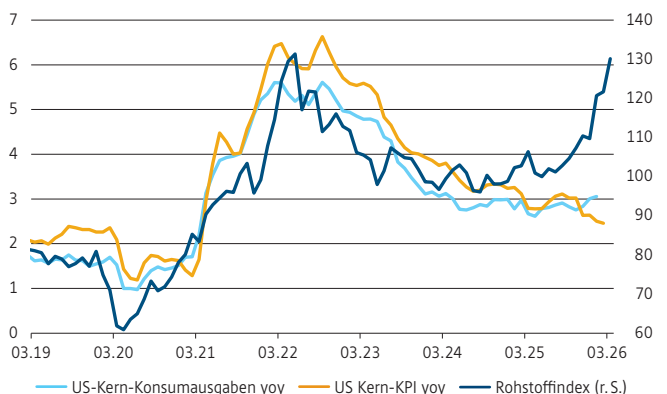
- Als eine der ersten Zentralbanken reagiert die Zentralbank von Australien auf steigende Inflationserwartungen für das laufende Jahr mit einer Zinserhöhung und könnte damit Vorreiterin für weitere Institute sein. Die Prognosen legen hier bereits seit November 2025 von 2,7% auf 3,5% zu und dürften auch aufgrund der aktuell steigenden Rohstoffpreise weiter anziehen.
- Vor Kriegsbeginn befanden sich die Aufschläge für Zinsrisiken nahe historischer Tiefs und sind entsprechend empfindlich auf die Entwicklung im Arabischen Golf angesprungen. Höhere Aufschläge widerspiegeln ein erhöhtes Spannungsfeld und können Verbote einer breiter angelegten Marktkorrektur sein. Der hohe Carry auf hochverzinslichen Anlagen ist attraktiv und vermag die Preisentwicklung durch die Spread-Ausweitung derweil noch zu kompensieren.
- Die Bestätigung von Kevin Warsh als neuer Fed-Chef scheint auch innerhalb der republikanischen Kongressmitglieder auf Widerstand zu stossen. Sollte die Nachfolge von Jerome Powell bis Mai nicht geregelt sein, hat sich Powell bereiterklärt, pro tem im Amt zu bleiben.

Schweiz: SNB-Leitzins, Saron 6 Monate und Rendite 10-j. Eidgenossen (5 Jahre)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

USA: Rohstoffindex und Inflationsrisiken (7 Jahre)



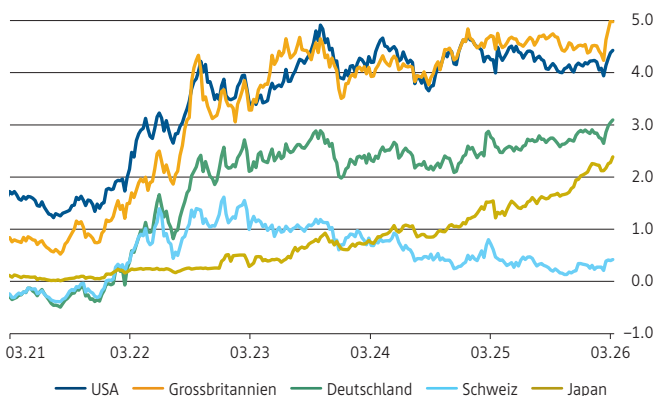
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anleihen / Aktien

Anleihen: Neukalibrierung der Inflationsaussichten

- Aktuell liegen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen bei rund 4,4% in den USA, 3,1% in Deutschland, 0,4% in der Schweiz und 2,4% in Japan.
- Die Krise im Mittleren Osten wirkte zuerst dämpfend auf die Renditen der Staatsanleihen, denn sie führte in einer ersten Reaktion zu einer gestiegenen Nachfrage nach sicheren Anlagen, insbesondere nach sogenannten «Safe Havens» wie z.B. Schweizer Staatsanleihen.
- Allerdings hat die aufgrund der Störung der Energielieferketten entstandene Angst vor Preisschüben für Öl und Gas zu einem Renditeanstieg geführt. Somit stehen die Renditen der wichtigsten Regionen heute höher als vor dem Kriegsausbruch.
- Im historischen Vergleich fällt auf, dass die Nervosität an den Bondmärkten weiterhin verhalten ist. Es herrscht an den Märkten unverändert das Prinzip Hoffnung und die Erwartung, dass der Inflationsschub aus höheren Energiepreisen temporärer Natur ist.
- Die jüngste Welle von Schwierigkeiten im Private-Credit-Sektor hat die Risiken wieder ins öffentliche Bewusstsein gerufen und wirkt ausweitend auf Zinsaufschläge für Unternehmensanleihen und High-Yield-Papiere.

Zinsen 10-jährige Staatsanleihen in % (5 Jahre)

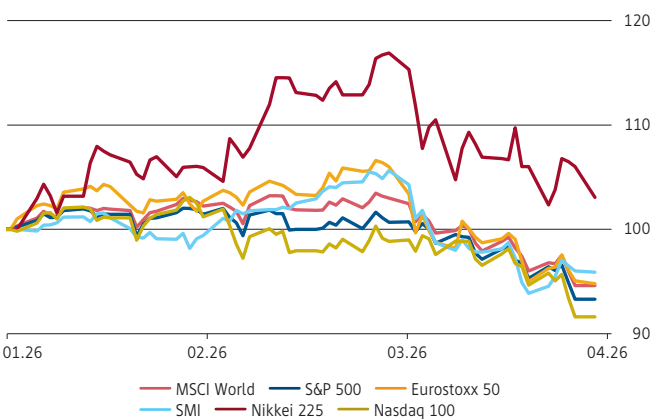


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Aktienmärkte: deutliche Korrekturen

- An den Aktienmärkten ist die Nervosität aufgrund der Eskalation im Mittleren Osten spürbar gestiegen. Im bisherigen Jahresverlauf sind die Indizes deshalb nach einem günstigen Start deutlich zurückgefallen. Der Nasdaq wie auch der S&P 500 sind mittlerweile von ihren Höchstständen rund 10% entfernt. Insbesondere Software-Aktien wurden deutlich zurückgestuft, nachdem KI plötzlich als Bedrohung für deren Geschäftsmodell gesehen wird.
- In Europa präsentieren sich die Aktienmärkte etwas schwächer, was ebenfalls einem historischen Muster in geopolitischen Krisen entspricht. SMI, DAX und EuroStoxx verlieren deutlich, einzig der FTSE 100 steht etwas besser da.
- Es wird entscheidend sein, wie lange die Unsicherheit aufgrund der Krise im Mittleren Osten und der daraus folgenden Störungen der internationalen Lieferketten anhält. Die Aktienmärkte fürchten sich vor ähnlichen Bremseffekten auf die Weltwirtschaft, wie sie damals von der Covid-Pandemie ausgelöst wurden. Umgekehrt würde eine schnelle Beilegung des Krieges wohl eine kräftige Rallye auslösen, da weiterhin von robusten Unternehmensgewinnen ausgegangen wird.
- Wir tendieren eher zum zweiten Szenario, da politische Börsen meist kurze Beine haben, und bleiben mittelfristig konstruktiv. Aktuell sind wir neutral positioniert.

Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2026, indexiert, in Lokalwährung



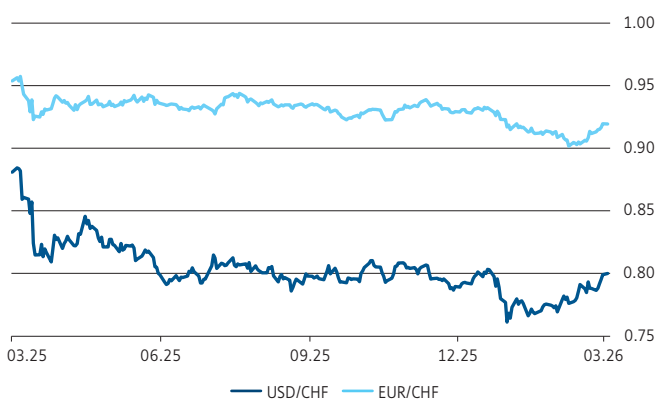
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Währungen und andere Anlagen

US-Dollar als «Safe Haven»?

- Der US-Dollar hat nach der Eskalation im Mittleren Osten so reagiert, wie er es üblicherweise in geopolitischen Krisen tut: Er tendiert zur Stärke. Gegenüber dem Schweizer Franken legte er bis auf rund 0,80 zu. Allerdings ist die Aufwertung gegenüber anderen Währungen noch stärker ausgefallen, da auch der CHF in solchen Marktphasen seiner Rolle als Krisenwährung gerecht wird.
- Auch EUR/CHF bewegte sich leicht nach oben und steht aktuell bei rund 0,92. Das Niveau um 0,90 betrachten wir als solide Unterstützung, nicht zuletzt aufgrund der jüngsten Aussage der SNB, die Leitzinsen nach Möglichkeit nicht unter Null zu senken, sondern eine allfällige weitere Franken-Stärke über Devisenmarktinterventionen zu bekämpfen.
- Insgesamt bleibt der Schweizer Franken auf breiter Front stark und profitiert weiterhin vom erwähnten «Safe Haven» Status der Schweiz inmitten der anhaltenden geopolitischen Unsicherheit und der fiskalischen Disziplinlosigkeit vieler anderer Länder und Wirtschaftsräume.

Euro und Dollar gegen Franken (12 Monate)

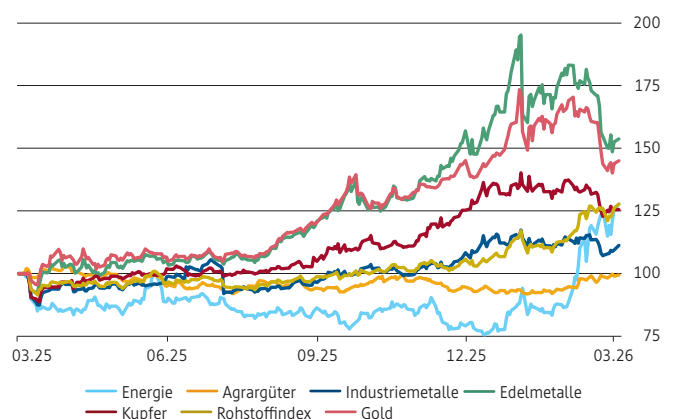


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Gold korrigiert deutlich, trotz Unsicherheiten im Mittleren Osten

- Aktuell liegt der Preis für eine Unze Gold bei rund USD 4'500. Der Grund für die Korrektur liegt in der Entwicklung der Zinsstrukturen. Die Krise im Mittleren Osten und die daraus folgende, möglicherweise länger anhaltende Störung der Lieferketten, haben die Zentralbanken veranlasst, auf ihre Prognosen für die Leitzinsen zurückzukommen. Dabei haben alle wichtigen Zentralbanken, mit Ausnahme der SNB, für die «die Frankenstärke den Job macht», betont, anziehende Preise mittels geldpolitischer Straffung zu bekämpfen.
- Diese Aussage steht in deutlichem Kontrast zu bisherigen Prognosen, dass 2026 ein Jahr erneuter Zinssenkungen sein würde. Als Folge hat sich die Zinskurve durch stärker steigende Renditen am kurzen Ende abgeflacht – ein sogenanntes «bear-flattening». Auch ein leicht festerer US-Dollar begünstigt die Korrektur im Gold.
- Mittelfristig wirken auf Gold dieselben unterstützenden Faktoren wie bisher: schuldenbefreites, neutrales und nicht beliebig vermehrbares Wertaufbewahrungsmittel. Globale Notenbanken bauen ihre Goldreserven weiterhin zu Lasten des US-Dollars preisunabhängig auf.
- Aus diesen Gründen bleiben wir für Gold mittel- bis langfristig positiv eingestellt.

Rohstoffindizes (12 Monate)



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.