

Executive Summary

- Der Iran-Krieg belastet seit zwei Monaten die globalen Versorgungsketten und treibt Energie- und Rohstoffpreise in die Höhe, was sich bereits in den Inflationszahlen für den März niederschlägt.
- Die Stimmungsindikatoren zum Konsumverhalten trüben sich weltweit ein. Die Auswirkungen auf die Realwirtschaft werden von der Konfliktdauer abhängen.
- Kevin Warshs Anhörung verlief kontrovers mit wenig neuen Erkenntnissen. Er bekennt sich zur Unabhängigkeit der Fed, sieht die Inflationsbekämpfung als oberstes Ziel und plant einen Systemwechsel.
- Gestiegene Energiekosten halten die Renditen erhöht und üben weiter Druck auf die Inflation aus.



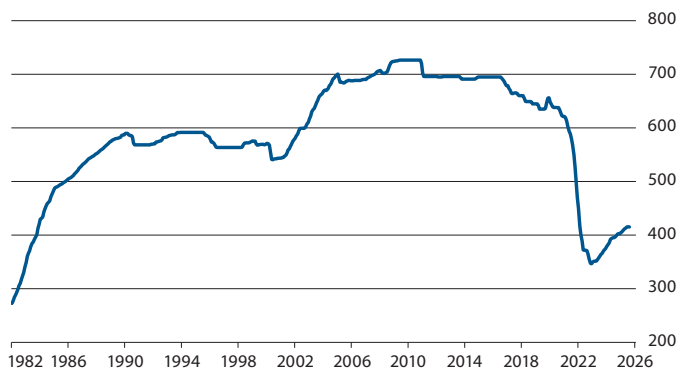
Fokusthema

Pulverfass unter dem Erdölmarkt

- Die Erdölkrise der 1970er-Jahre war der Ursprung für den Aufbau weltweiter strategischer Energiereserven.
- Heute sind 32 Länder Mitglieder der IEA (Internationale Energieagentur) und damit verpflichtet, Reserven für mindestens 90 Tage zu halten – dazu zählen unter anderem die USA, Deutschland und die Schweiz. Die aktuelle Energieverknappung durch die Seeblockade bei Hormus hat die IEA dazu veranlasst, koordiniert 400 Mio. Barrel aus ihren Beständen freizugeben, um die Energiemärkte zu beruhigen.
- Allerdings befinden sich global einige der Notfallbestände auf historisch tiefen Niveaus. Die USA hielten 2010 noch rund 730 Mio. Fass Erdöl als strategische Reserve. Während der Corona-Pandemie wurden diese halbiert und seither nur halbherzig auf 400 Mio. aufgestockt. Während Präsident Trump 172 Mio. Barrel zur Beruhigung der Preisentwicklung freigibt, ist von der amerikanischen Energiebehörde für dieses Jahr die Aufstockung um 200 Mio. Fass geplant. Immerhin sind die USA heute Nettoölexporteur, was die Situation entspannt.
- In Deutschland sind die Gaslager seit geraumer Zeit saisonbereinigt auf absoluten Tiefständen und müssen nun wieder über den Sommer zu überhöhten Preisen aufgestockt werden. Die Schweiz weist zwar Gasreserven aus, besitzt

aber keine eigenen Lager sondern verlässt sich auf die Ressourcen benachbarter Länder. Hierzulande sind vor allem Speicherseen eine wichtige Stütze für die Stromversorgung im Winter. Die Füllstände liegen mit 12% nahe der absoluten Tiefstände.

USA: strategische Erdölreserven in Mio. Fass



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

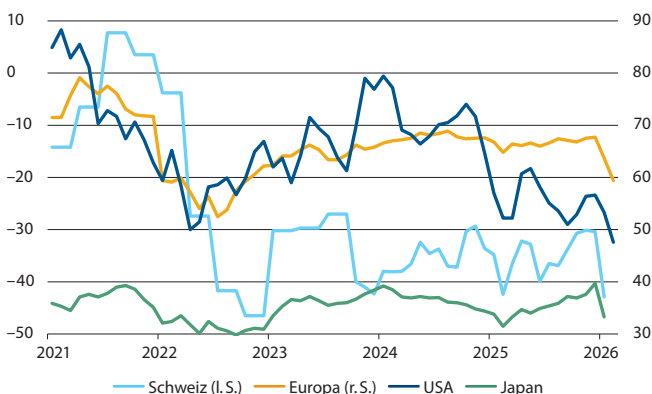
Rohstoffschock und Stimmungseinbruch

- Die Auseinandersetzung zwischen den USA und Israel mit dem Iran dauert mittlerweile rund zwei Monate. Trotz einer vereinbarten Waffenruhe bleiben die Handelswege durch die Blockade der Strasse von Hormus unterbrochen.
- Die anhaltende Güterverknappung resultiert in steigenden Rohstoffkosten für Energie, Düngemittel und chemische Grundstoffe. Der inflationäre Druck ist bereits in den offiziellen Zahlen für den Monat März spürbar und die Bremseffekte auf die Konjunktur zeichnen sich in den vorlaufenden Indikatoren ab. Ende April erscheinen die ersten BIP-Zahlen für das erste Quartal. Da Versorgungsengpässe und höhere Preise nur den März belasten, dürften diese Quartalszahlen vergleichsweise robust ausfallen, in den Folgequartalen erwarten wir jedoch deutlich stärkere Bremseffekte.
- Der Schweizer Einkaufsmanagerindex kletterte im März auf 53,3 und übertraf dabei die Prognosen, während die SECO-Konsumentenstimmung mit minus 42,9 Punkten die Erwartungen deutlich verfehlte.
- Auch die Umfragewerte des ZEW unter Experten im Finanzbereich zu deren Prognosen für wichtige internationale Finanzmarktdaten sind für den April deutlich eingebrochen von -0,5 auf -17,2. Dies folgt auf einen bereits massiven Rückgang im März um 58,8 Punkte. Auch der Lageindikator

sank auf -73,7 Punkte und das Konsumentenvertrauen in der Eurozone kommt im April weiter unter Druck. Solch starke Rückgänge nach externen Schocks wie zum Beispiel dem Zollschock im April 2025 können sich im Gegenzug auch rasch erholen.

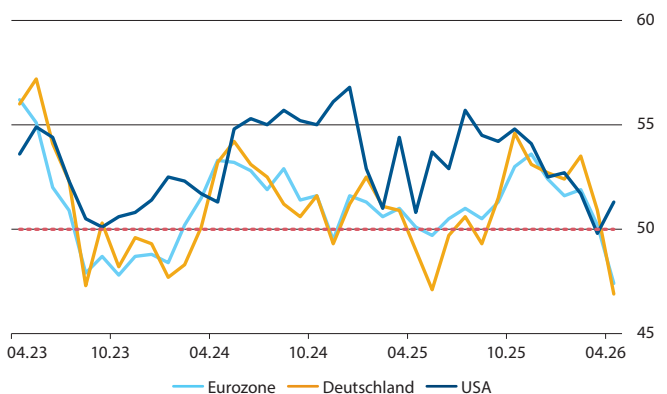
- In den USA fällt die von der Uni Michigan erhobene Konsumentenstimmung für den April auf ein Rekordtief von 47,6 Zählern. Dieser Wert setzt sich zusammen aus der aktuellen Lage und den Erwartungen für die nächsten Jahre. Die Konsumentenstimmung des Conference Boards sinkt seit Mitte 2025 ebenfalls. Auf Basis der etwas überholten März-Zahlen erholt sie sich jedoch dank der leicht verbesserten Arbeitsmarktsituation, was hier stärker gewichtet wird. Wir erwarten für die April-Daten einen Rückgang.
- Bremseffekte auf die Konjunktur sind aufgrund der angespannten Geopolitik, Rohstoffengpässen und inflationsbedingten Nachfrageschwäche prognostiziert. Die Transmissionsverzögerung dürfte abhängig von der Dauer der Rohstoffverknappung für mehrere Quartale nachwirken.
- Ein latentes Risiko für den Konjunkturausblick bleibt die Unsicherheit über drohende US-Handelsbarrieren gegenüber zahlreichen Partnern – auch die Schweiz und die EU stehen im Fokus.

Konsumentenstimmung auf dem Rückzug



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Einkaufsmanagerindizes Dienstleistungssektor



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Hängepartie in der Fed-Nachfolge scheint gelöst

- Die Anhörung von Kevin Warsh vor dem Bankenausschuss verlief erwartungsgemäss kontrovers. Er bekennt sich zur Unabhängigkeit der Fed und weist die Rolle als Marionette Trumps zurück. Die Inflationsbekämpfung betrachtet er als oberstes Ziel. Warsh kritisiert die Geldpolitik der letzten Jahre und spricht von einem notwendigen Systemwechsel. Zinsprognosen sollen reduziert werden, da sie die Flexibilität bei konjunkturellen Veränderungen einschränken. Dies würde die Fed jedoch weniger prognostizierbar machen und könnte Vertrauen kosten. Auch der Verzicht auf Pressekonferenzen nach jeder FOMC-Sitzung stösst auf Kritik.
- Fiskal- und wirtschaftspolitische Massnahmen zählt Warsh nicht zu den Aufgaben der Fed. Die Ausweitung der Notenbankbilanz während der Corona-Pandemie bezeichnet er als Fehler. Der Bilanzabbau sei zugleich ein Argument für tiefere kurzfristige Zinsen und könnte das Wirtschaftswachstum stützen, wirkt grundsätzlich jedoch restriktiv.
- Senator Thom Tillis will Kevin Warsh nach monatelanger Opposition als neuen Fed-Chef unterstützen, nachdem das Justizministerium die Ermittlungen gegen Jerome Powell wegen Budgetüberschreitungen eingestellt hat. Damit ist eine Bestätigung Warshs noch vor dem Ende von Powells Amtszeit am 15. Mai möglich.
- Die Renditen bleiben erhöht, vor allem aufgrund gestiegener Energie- und Rohstoffpreise, die inflationär wirken und sich weltweit in den Teuerungsraten widerspiegeln.

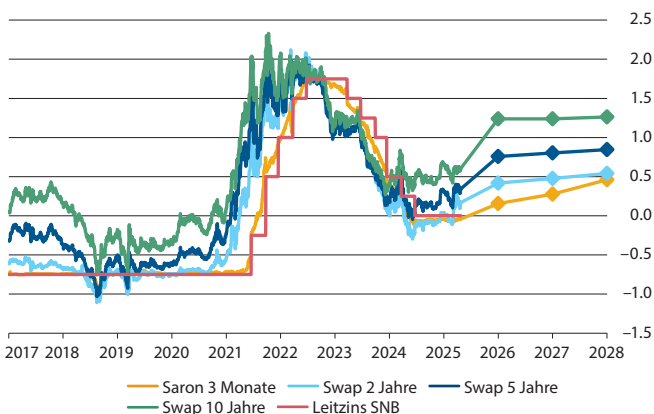
- Entsprechend haben Notenbanken ihre Leitzinsprognosen nach oben angepasst. Von der Fed wird bis Dezember 2026 keine Lockerung erwartet. In der Schweiz könnte die SNB anheben, während bei EZB und Bank of Japan je zwei Schritte um 25 Basispunkte diskutiert werden.
- Die (geo)politischen Unsicherheiten bleiben hoch und erschweren die Prognostizierbarkeit. Eine anhaltende Blockade der Strasse von Hormus würde das Szenario «higher for longer» oder weiter steigender Zinsen stützen.

Zinsprognose Schweiz: unsere Einschätzung seit April 2026

- Mittelfristig sehen wir nicht zuletzt aufgrund des Iran-Krieges die Gefahr von nachhaltig höheren Rohstoffpreisen und als Folge davon einer leicht höheren Inflation, mit entsprechendem Aufwärtsdruck auf die Zinsen.
- Hierzulande ist die Abhängigkeit vom Öl deutlich geringer als im Ausland – die Schweiz deckt rund 60% ihres Stroms aus Wasserkraft und gut ein Drittel aus Kernenergie, während Erdöl vor allem im Verkehr und bei Heizungen eine Rolle spielt. Deshalb dürften die Zinsen weniger ansteigen als in Europa oder Asien. Auch der starke Schweizer Franken federt die Teuerung bei den Rohstoffimporten ab. Aber ganz verschont bleiben auch wir nicht.

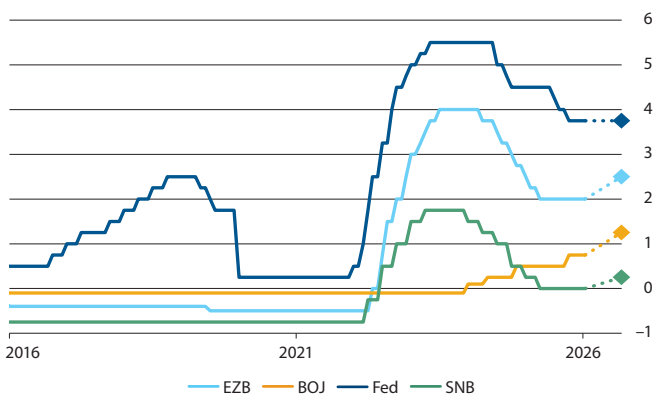
	aktuell	Dez. 26	Dez. 27	Dez. 28
Saron 3 Monate	-0.04	0.16	0.28	0.46
Swap 2 Jahre	0.17	0.42	0.48	0.54
Swap 5 Jahre	0.34	0.76	0.80	0.85
Swap 10 Jahre	0.61	1.24	1.24	1.26

Zinsprognose Schweiz



Quelle: Aquila AG, Bloomberg Financial L.P.

Leitzinsen und Prognosen für 2026



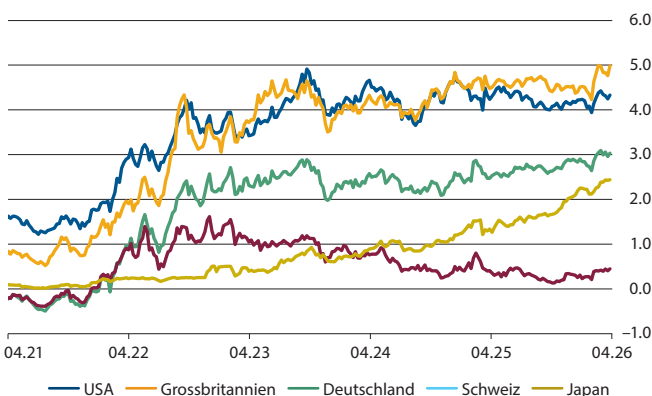
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Anleihen / Aktien

Anleihen: in ruhigen Bahnen – Risikoaufschläge reduziert

- Aktuell liegen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen bei rund 4,3% in den USA, 3% in Deutschland, 0,4% in der Schweiz und 2,5% in Japan.
- Die Schliessung der Strasse von Hormus störte die Energie-lieferketten und liess Ängste vor Preisschüben bei Öl, Gas und anderen Rohstoffen aufkommen. In einer ersten Reaktion stiegen die Renditen deutlich an, bildeten sich inzwischen aber wieder zurück: Die Märkte rechnen offenbar nicht mit einer länger anhaltenden Unterbrechung, und auch die Energiepreise haben sich von ihren Höchstständen spürbar entfernt.
- Diese Einschätzung spiegelt sich auch in der Volatilität an den Bondmärkten wider, die im historischen Vergleich niedrig bleibt. Es dominiert das Prinzip Hoffnung – also die Erwartung, dass der Inflationsschub aus höheren Energiepreisen nur vorübergehender Natur ist.
- Auch die Zinsaufschläge für Unternehmensanleihen und High-Yield-Papiere haben sich wieder deutlich entspannt. Die potenzielle Gefahr aus dem Bereich «private credit» wurde von Bankenvertretern und Regulatoren als «überschaubar» bzw. «im Griff» bezeichnet. Diese Aussagen haben die Risikoaufschläge wieder schmelzen lassen.

Zinsen 10-jährige Staatsanleihen in % (5 Jahre)

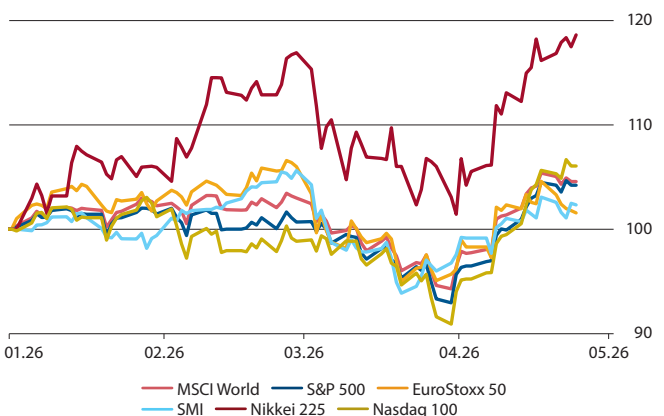


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Aktienmärkte: es geht schnell wieder aufwärts

- Ganz nach dem Motto «politische Börsen haben kurze Beine» ging es an den Aktienmärkten ab Anfang April wieder nach oben. Im bisherigen Jahresverlauf sind die Indizes deshalb in den USA auf neue Höchststände gestiegen. Der Nasdaq wie auch der S&P 500 liegen seit Jahresanfang rund 5% im Plus. Die anlaufende Gewinnberichterstattung für das erste Quartal dürfte für weitere Impulse sorgen. Die Analysten gehen erneut von besseren Zahlen aus.
- In Europa präsentieren sich die Aktienmärkte etwas schwächer, liegen aber mittlerweile auch wieder im Plus. SMI, DAX und EuroStoxx variieren leicht. Die Performance liegt zwischen 1% und 5% seit Anfang Jahr.
- 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 negativen Effekten auf die Weltwirtschaft, wie sie damals von der Covid-Pandemie ausgelöst wurden. Umgekehrt würde eine schnelle Beilegung des Krieges wohl eine nachhaltige Rally auslösen, da weiterhin von robusten Unternehmensgewinnen ausgegangen wird.
- Wir tendieren eher zum zweiten Szenario und bleiben mittelfristig konstruktiv. Aktuell sind wir in den Aktien gegenüber der Strategie neutral positioniert.

Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2026, indexiert, in Lokalwährung



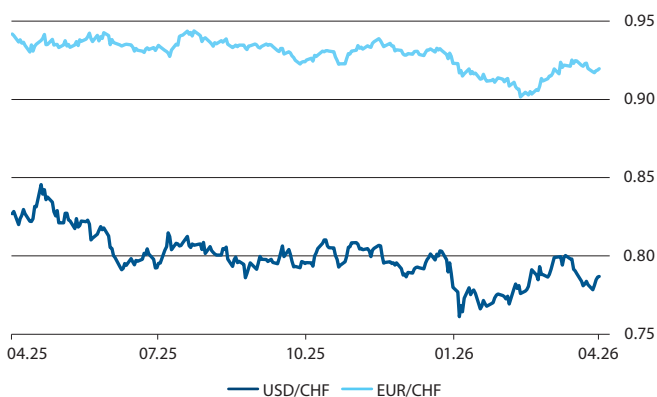
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Währungen und andere Anlagen

US-Dollar: wieder im «alten» Fahrwasser?

- Im Einklang mit der Reaktion an den Obligationen- und Aktienmärkten hat der US-Dollar erneut zur Schwäche tendiert. Gegenüber dem Schweizer Franken notiert er aktuell bei rund 0,785.
- Auch EUR/CHF wertet sich wieder leicht ab und steht derzeit 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 gehen wir von weiterem Druck auf den USD aus. Spiegelbildlich bleibt der Schweizer Franken auf breiter Front stark unterstützt und profitiert vom «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)

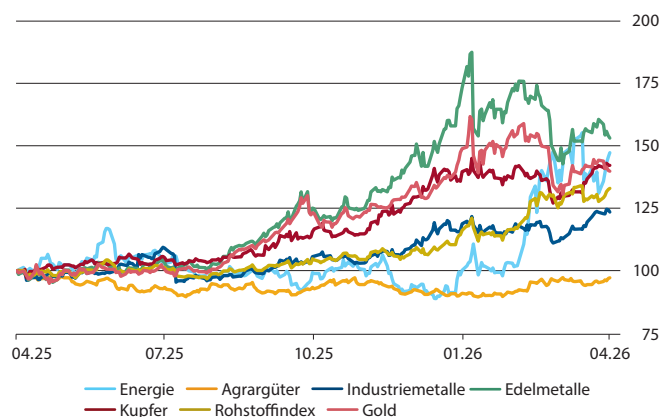


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Gold bleibt gefragt – Notenbanken als Treiber

- Aktuell liegt der Preis für eine Unze Gold bei rund USD 4'700. Die Erholung ist im Einklang mit der erneuten Aufwärtstendenz an den Wertschriftenmärkten und der Abschwächung des US-Dollars. Diese Korrelationen sind durchaus bemerkenswert, da sie in den vergangenen zwei Jahren nie so deutlich zu Tage getreten waren wie jetzt.
- Gold wird kurzfristig weiterhin auf die Inflationsaussichten sowie allfällige Veränderungen auf den Zinskurven reagieren. Diesbezüglich dürften kontroverse Aussagen des designierten FED-Chefs Kevin Warsh ebenfalls zu Impulsen für das Edelmetall führen.
- Erstmals übertreffen laut Bloomberg die Goldreserven der Zentralbanken die bewertungsbereinigten US-Dollar-Reserven. Mit rund 3.87 Billionen USD liegen die offiziellen Goldbestände etwa USD 140 Milliarden über den bereinigten Dollar-Reserven von USD 3.73 Billionen. Seit 2022 haben sich die Goldreserven wertmässig verdreifacht, während die USD-Reserven um rund 300 Milliarden USD zurückgegangen sind.
- Beschleunigt wurde diese Entwicklung durch das Einfrieren der russischen Zentralbankreserven 2022 und die zunehmende geopolitische Unsicherheit. Die Zentralbanken akkumulieren Gold in einem historisch einzigartigen Tempo. Ein deutliches Signal, dass das physisch gehaltene Edelmetall als schuldenfreies und nicht einfrierbares Reserveasset strategisch an Bedeutung gewinnt.

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.