

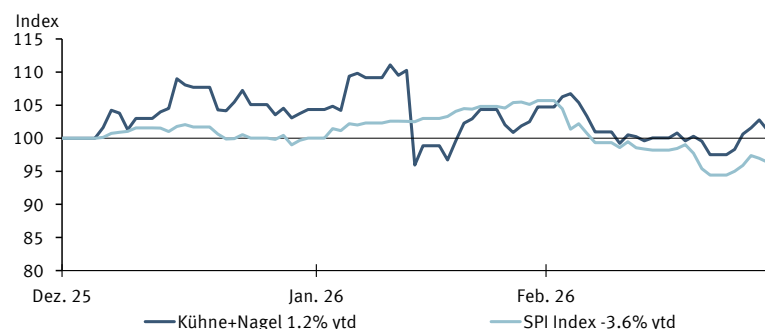
Wir stehen kurz vor Abschluss des ersten Quartals 2026. Mit dem Ausbruch des Irankrieges beschreibt das Sprichwort "wie gewonnen, so zerronnen" die aktuelle Situation wohl am besten. Die nächsten zwei bis vier Wochen werden entscheidende Hinweise liefern, ob der Inflationsschock in eine Wachstumsschwäche übergeht oder nicht. Echtzeitindikatoren sind die Öl- und Gaspreise. Der Goldpreis als "Safe Haven"-Anlage ist in den letzten vier Wochen seinem Ruf nicht gerecht geworden. Wir begeben uns auf Spurensuche. Gleichzeitig können wir Entwarnung geben, da die strukturellen Treiber nach wie vor intakt sind. Die Zentralbanken haben getagt und stehen vor einem Dilemma. Die Geldpolitik ist nämlich darauf ausgelegt, die Nachfrage zu stützen oder zu dämpfen. Bei einem angebotsseitigen Schock wie in der aktuellen Energiekrise kann die Geldpolitik wenig bewirken. Bei der taktischen Asset-Allokation stufen wir Aktien von "Neutral" auf "Untergewichten" um.

Marktdaten

Index	Stand	Veränderung seit		Markt-P/E-27	
		26.03.26	27.03.25		31.12.25
New York	Dow Jones Ind. Avge	45'960	8.7%	-4.4%	18.7x
New York	S&P 500	6'477	13.8%	-5.4%	18.4x
New York	Nasdaq	21'408	20.2%	-7.9%	19.5x
Europa	Stoxx-50 Euro	5'516	2.5%	-4.8%	13.5x
Tokio	Nikkei 225	53'373	41.2%	6.0%	20.8x
Schweiz	Swiss Perf. Index	17'539	2.4%	-3.7%	17.6x
Swiss Bond Index	Rendite CHF	0.45%	-32 bps	+40 bps	
USD/CHF		0.80	-9.6%	0.6%	
EUR/CHF		0.92	-3.5%	-1.3%	

Aktie im Fokus: Kühne+Nagel

Kursentwicklung des Logistikdienstleisters ggü. dem breiten Aktienmarkt



Kühne+Nagel (K+N) ist die globale Nr. 1 in der See- und Luftfracht (ohne Öltransporte). Allerdings besitzt die Firma keine eigenen Schiffe und nur wenige Flugzeuge. Sie kauft Kapazitäten bei Reedern und Fluggesellschaften ein, managt die Fracht der Kunden und bietet zusätzliche Dienstleistungen an. Aufgrund des Irankrieges sind die Preise für See- und Luftfracht wieder gestiegen, was für K+N leicht positiv ist. Auch der wieder etwas stärkere US-Dollar hilft: Der "Greenback" ist die primäre Handelswährung in der Seefracht, während K+N in CHF bilanziert. Der Konflikt

sorgt ausserdem für eine höhere Komplexität. Schiffe müssen umgeleitet werden und es gibt weniger Luftfrachtkapazität wegen der geringeren Flugaktivität im Nahen Osten. Die Dienste von K+N sind in solchen Phasen besonders gefragt. Vor diesem Hintergrund ist die leicht bessere Performance von K+N ggü. dem SPI Index seit Kriegsausbruch nachvollziehbar. Sollte die Weltwirtschaft in eine Rezession abgleiten, würde dies K+N aber auch empfindlich treffen, da die globalen Handelsvolumina sich in etwa im Gleichschritt mit dem globalen BIP entwickeln.

Deeskalation oder Eskalation?

Im letzten Anlagekompass konnten wir noch die positiven Aspekte der Weltwirtschaft hervorheben. Mit dem Ausbruch des Irankrieges hat sich dieses Bild zum Negativen verändert. Je länger der Krieg dauert, desto grösser ist die Wahrscheinlichkeit, dass die Veränderung nicht nur vorübergehender Natur ist, sondern sich das Bild fundamental verändert. Die Wirtschaftsgeschichte der letzten 75 Jahre lehrt uns, dass Kriege in Kombination mit Erdölkrisen die Wahrscheinlichkeit für wirtschaftliche Rezessionen erhöhen. In Anbetracht der Gesamtsituation verhalten sich die Aktien- und Obligationenmärkte noch sehr rational. Dies fusst darauf, dass Investorinnen und Investoren von einem vorübergehenden Inflationsschock und nicht von einer zusätzlichen Wachstumsschwäche ausgehen. Je länger aber der Krieg dauert und die Öl- und Gaspreise auf hohen Niveaus verharren, desto näher kommen wir an einen Punkt, wo die Gewinnerwartungen für 2026/27 deutlicher revidiert werden müssen und die Aktienmärkte negativ darauf reagieren werden. Verhandlungen und Deeskalation oder keine Verhandlungen und Eskalation? Wir wissen es nicht. Was wir wissen, ist, dass die Verhandlungspositionen meilenweit auseinander liegen. Um zwei fundamentale Zielkonflikte zu nennen: 1) Der Iran fordert Sicherheitsgarantien, während die USA diese politisch nicht glaubwürdig garantieren kann; 2) der Iran will wirtschaftlichen Einfluss auf die Strasse von Hormus und braucht hierfür militärisches Abschreckungspotenzial, was wiederum für die USA, Israel und die GCC-Staaten nicht akzeptierbar ist. Die möglichen Verhandlungen kommen der Quadratur des Kreises gleich. Die gegenseitige Vertrauensbasis ist null. In den nächsten zwei bis vier Wochen wird sich zeigen, welche Kriegspartei die Initiative ergreift und die Gegenpartei zu möglichen Eingeständnissen zwingen kann. Die innenpolitische Situation im Iran ist komplett intransparent und die heutige Ausgangslage führt dazu, dass wir die Cash-Position erhöht haben und Aktien von "Neutral" auf "Untergewichten" gestuft haben. (her)

Konjunktur

Der PMI ist der zeitnächste, weitreichendste und konsistenteste Konjunkturindikator, der zur Verfügung steht. Aber selbst für diesen Indikator kommt die Information häppchenweise. Den Start machen die Flash PMIs für die grossen Volkswirtschaften, Australien und Indien rund eine Woche vor Monatsende. Den Abschluss macht der globale Service PMI rund eine Woche nach Monatsbeginn. Aus den Flash PMIs, welche die volle Detailtiefe aufweisen, lassen sich die globalen Aggregate bereits sehr gut schätzen. Dieser Monat ist besonders spannend, weil die Februar-Daten noch nicht durch den Irakkrieg belastet sind. Der globale Schock zeigt sich bereits in den März-Daten deutlich. Die

Notenbanken

Die Notenbanken haben im März unterschiedlich auf die Herausforderungen reagiert, welche die aktuelle Entwicklung mit sich bringt. Die US-Notenbank, in deren Zielkatalog explizit Vollbeschäftigung und stabile Preise verankert sind, hätte den grössten Anreiz, auf die Wachstumsrisiken zu reagieren. Aber auch sie beschreibt den vorerst unveränderten Leitzins nicht mehr als "leicht restriktiv" sondern als "an der oberen Grenze von neutral". "Neutral" bedeutet, dass der Zins das Wachstum weder hemmt noch fördert und damit unter normalen Umständen auch keinen Einfluss auf die Inflation hat. Mit der Charakterisierung als "neutral" eröffnet sie sich einen Spielraum für Zinserhöhungen,

Währungen

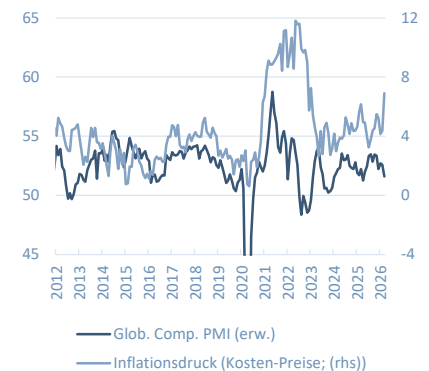
Der Irakkrieg tut dem US-Dollar gut. Er erfährt doppelte Unterstützung. Aus Sicht der Länder mit niedrigeren Zinsen entfallen die bis dahin erwarteten US-Zinssenkungen. Der attraktive Mehrertrag kann länger genossen werden, was den US-Dollar stützt. Die vorangegangene Schwäche des US-Dollars wurde auch durch noch attraktivere Anlagen in Währungen aufstrebender Märkte erklärt. Mit den Wachstumssorgen werden solche Anlagen riskanter und ein Rückzug in den "sicheren" US-Dollar bietet sich an. Insbesondere das zweite Argument dürfte Bestand haben, bis die Folgen des Krieges klarer sind. Der Schweizer Franken hat mit Ausbruch des Krieges getan, was von ihm erwartet wird: Er ist gestiegen. Seitdem hat er handlungsgewichtet an

Preise steigen und ihr Anstieg ist langsamer als derjenige der Kosten. Das heisst, es besteht auf Unternehmensseite Druck, die Kosten auch in den kommenden Monaten weiterzureichen. Ob dies gelingt, ist offen, denn dem Preisanstieg steht ein Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität gegenüber. Dieser wird noch unterschätzt, weil ein Krisenmanagement im verarbeitenden Gewerbe das aktuelle Aktivitätsniveau hochhält. Die entgegengesetzte Entwicklung von Preis und Aktivität über einen solch langen Zeitraum ist ungewöhnlich, seit der Amtseinführung des US-Präsidenten aber die Regel. Das stellt alle Marktteilnehmenden vor grosse Herausforderungen, weil alte Überzeugungen sich möglicherweise als falsch herausstellen.

sollte die Inflation anziehen. Die EZB kann sich gänzlich auf die Inflationsprävention beschränken. Prävention ist ihr besonders wichtig, weil sie annimmt, dass alle Wirtschaftsteilnehmenden aufgrund der Erfahrungen der Pandemie schneller mit Preis- oder Lohnforderungen auf Kostenanstiege reagieren. Daber rechtfertigt auch ein im Basisszenario kurzer Inflationsanstieg einen Zinsschritt. Völlig entspannt scheint die SNB zu sein. Die bedingte Inflationsprognose bewegt sich kaum. Man kann sich auf die desinflationären Effekte des in Krisenzeiten starken Franken verlassen – ausser es ginge dem Franken wie dem Gold. Wir gehen nicht davon aus, auch wenn Anlagen im Ausland ggf. noch attraktiver werden.

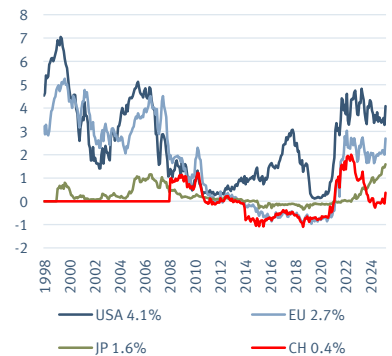
Wert eingebüsst. Verliert der Schweizer Franken, wird die SNB verdächtigt. Diese hat tatsächlich eine erhöhte Bereitschaft zur Intervention bekundet. Da SNB und EZB recht zeitgleich getagt haben, lässt sich aber nicht sagen, ob die Androhung einer Devisenmarktintervention oder die veränderten Zinserwartungen in Europa der Auslöser für die Verluste des Franken waren. Hinzu kommt, dass mit Ausbruch des Krieges auch Gold nachgegeben hat. Das legt nahe, dass Gewinne auf Absicherungen gegen dessen Eintritt realisiert wurden. Gewinnmitnahmen auf Übergewichtungen in zur Absicherung gehaltenen, sicheren Anlagen sind konsequent. Da der Krieg aber nicht vorüber ist, sind Massnahmen darüber hinaus (d. h. Untergewichte) eher riskant. (tk)

Wachstum und Inflation



Um einer möglichen Kostendruck-Inflation zu begegnen, könnten die Notenbanken weniger Rücksicht auf die Nachfrage nehmen, als dies bisher der Fall war und es der Markt gewohnt ist.

Terminzinsen für ein Jahr in einem Jahr



Die Kommunikation der Zentralbanken hat sich in den Terminalsätzen für kurze Anlagen niedergeschlagen. Ein Jahr mag aktuell wie eine Ewigkeit erscheinen, doch die Reparatur bereits verursachter Schäden dürfte teilweise bis zu fünf Jahre dauern.

US-Dollar & Euro vs. Schweizer Franken



Trotz leichten Rückschlägen ist der Franken weiterhin stark. Selbst wenn er als "Safe Haven" verkauft würde, um besser von einer Erholung profitieren zu können, wären Untergewichte aktuell noch hoch spekulativ.

Die Unwägbarkeiten eines Krieges

Die Situation im Irankrieg ist verworren, und während dieser Anlagekompass gedruckt wird, mag sich die Situation bereits wieder geändert haben. Trotz allen Unwägbarkeiten wollen wir versuchen, das "Big Picture" zu beleuchten, unsere Sichtweise der Dinge darzulegen und eine mögliche Positionierung aufzuzeigen.

Das "Big Picture"

Die wirtschaftlichen und militärischen Kräfteverhältnisse sind in diesem Krieg klar geregelt. Das heisst nicht, dass der Iran nicht schmerzhaft Nadelstiche setzen kann, aber seine militärischen Fähigkeiten sind nicht nach oben skalierbar (Grafik 3). Der Irankrieg befindet sich jetzt in einer Abnutzungsphase und verlängert sich um weitere 2 bis 4 Wochen. Dies stellt für D. Trump ein Problem dar. Je länger der Krieg dauert, desto stärker werden die USA und Israel die militärischen und industriellen Fähigkeiten des Irans degradieren. Dies stellt für den Iran ein Problem dar. Die jüngste Entwicklung zeigt erste Anzeichen einer Deeskalation, wobei die gegenseitigen Positionen noch meilenweit voneinander entfernt liegen. Angesichts der anhaltenden Angriffsgefahr und der volatilen Nachrichtenlage ist es noch zu früh, sich aggressiv auf niedrigere Ölpreise einzustellen.

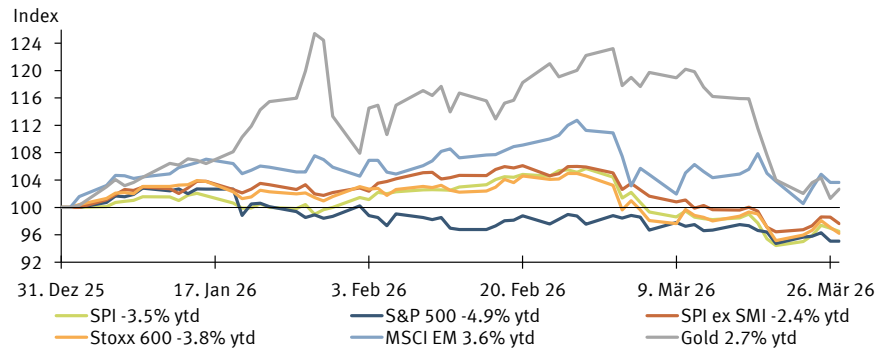
Unsere Sichtweise

Aufgrund der Kräfteverhältnisse und der Isolation des iranischen Regimes glauben wir, dass es sich um einen kurzen und intensiven Konflikt handeln wird. Das Problem ist, dass die Aktienmärkte bei einem länger andauernden Krieg ab einem gewissen Punkt beginnen, die Gewinnerwartungen für 2026/27 zu revidieren. Auch lehrt uns die Wirtschaftsgeschichte der letzten 75 Jahre, dass Kriege in Kombination mit Erdölkrisen die Wahrscheinlichkeit für wirtschaftliche Rezessionen erhöhen. Zum heutigen Zeitpunkt gehen wir aber nicht von einer Rezession aus. Je länger der Krieg dauert, desto eher dürfte es die US-geführte Koalition (eventuell mit zusätzlichen Ländern) schaffen, die Strasse von Hormuz wieder zu öffnen. In einem solchen Fall würde der Iran sein wichtigstes Druckmittel für eine Deeskalation und Verhandlungen verlieren. Wenn das Regime an der Macht bleiben will, darf es diesen Punkt nicht verpassen.

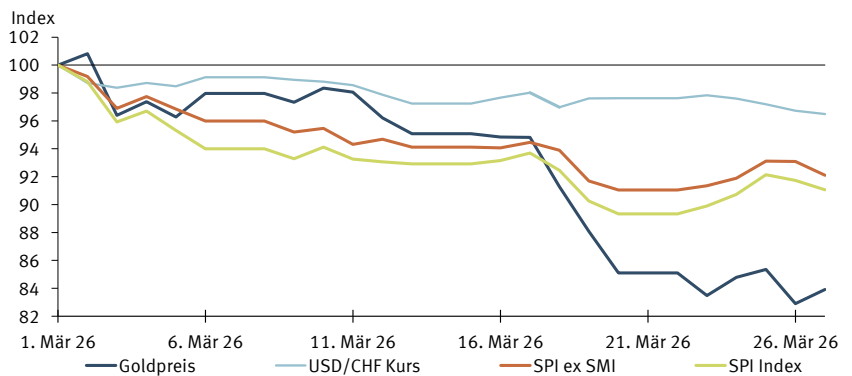
Mögliche Positionierung

Für Anlegerinnen und Anleger stellt der Irankrieg einen exogenen Schock dar, und je nach Anlagestrategie befinden sie sich in einer anderen Ausgangslage.

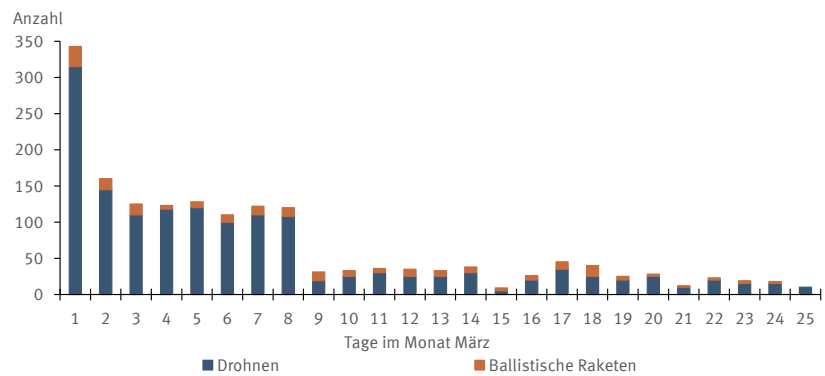
Grafik 1: Performance seit Jahresanfang 2026 in CHF



Grafik 2: Performance seit März 2026



Grafik 3: Tägliche iranische Angriffe in den Vereinigten Arabischen Emiraten



Viele Schweizer Anlegerinnen und Anleger haben eine Aktienausrichtung, da der Schweizer Obligationenmarkt nicht mehr viel hergibt. Mit dem Ausbruch des Irankrieges ist die bisherige Jahresperformance im Schweizer Aktienmarkt komplett weggeschmolzen (Grafik 2) und die vermeintlichen "Safe Haven"-Anlagen – wie Gold, der Schweizer Franken, aber auch der per se defensive Schweizer Aktienmarkt – haben bisher die Erwartungen nicht erfüllt (Grafik 1). In Bezug auf den Irankrieg gibt es zwei unterschiedliche "Glaubensrichtungen", die beide spekulativer Natur sind. Wichtig ist, dass man je nach "Glaubensrichtung" ein Szenario hat und die Anlagestrategie darauf ausrichtet. Ebenso wichtig ist, dass man sich nicht vom

täglichen Nachrichtenfluss beeinflussen lässt und dauernd die Richtung ändert. Im Falle von Rahn+Bodmer Co. heisst das, dass wir nach wie vor von einem kurzen Konflikt ausgehen. Das Zeitfenster für weiterhin intakte Gewinnerwartungen für 2026/27 schliesst sich aber. Der Markt befindet sich in einer Stressphase mit hohen Unsicherheiten beim Ölpreis und bei der Dauer des Krieges. In einer solchen Stressphase ist es umso wichtiger, einen gewissen Freiraum zu haben, damit der Aktienmarkt die eigene Positionierung nicht diktieren kann. Wir haben deshalb die Aktienquote zugunsten von Cash reduziert. Der wichtigste Echtzeit-Indikator für die Aktienmärkte bleibt wenig überraschend der Ölpreis. (her)

Übersicht

Ein ausgewogenes Portfolio sollte derzeit breit diversifiziert sein und eine grössere Cash-Position halten. Auf

Sektorebene sehen wir attraktive Opportunitäten im Gesundheitswesen und nicht-zyklischen Konsum.

Aktiensektoren

MSCI Sektoren	Beurteilung		Historische Perform. %	
	alt	neu	1 Mo	12 Mo
Energie	0	0	11	36
Grundstoffe	0/+	0/-	-13	22
Investitionsgüter	0/+	0	-10	22
Zyklischer Konsum	0/+	0	-8	3
Nichtzykl. Konsum	+	+	-10	4
Gesundheitswesen	0/+	0/+	-9	2
Finanzwerte	0	0	-7	8
Info Technologie	0	0/-	-5	23
Medien/Telekom	0/+	0/+	-9	21
Versorger	0/+	0/+	-5	24
Immobilien	0	0	0	0

Regionen / Währungen

Aktien - Beurteilung und historische Performance					Obligationen					Wechselkurs	
	Beurteilung		Perform. %		Beurteilung		Laufzeiten Jahre			gegen CHF	
	alt	neu	1 Mo	12 Mo	alt	neu	0-3	3-5	5-10	alt	neu
Europa Euro (Stoxx-50)	0	0	-10	3	EUR	0	0	0	0/+	0	0
Grossbrit. (FT-SE 100)	-	-	-9	15	GBP	-	-	-	-	0	0
USA (S&P 500)	-	-	-6	14	USD	0/+	0/+	0/+	0/+	0	0
Japan (Nikkei 225)	0	0	-9	41	JPY	0	0	0/-	0/-	0	0
Schweiz (SPI)	0	0	-9	2	CHF	0	0	0	0/+		
	0	0	-10	34							
			0	0							

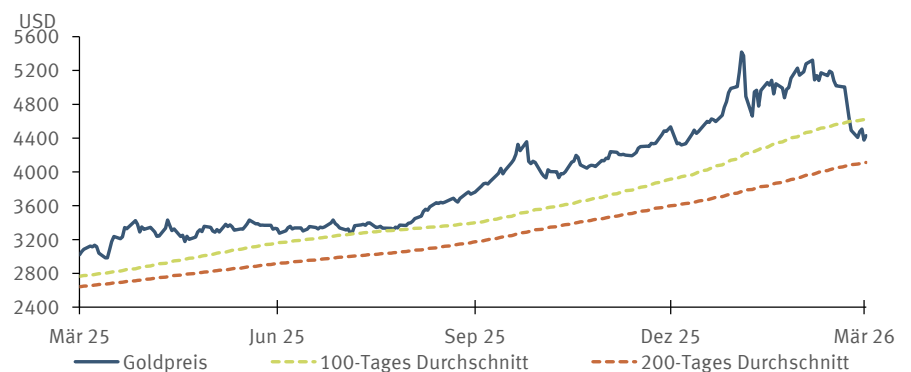
Gold – eine Spurensuche, weshalb es bisher "versagt" hat

Grafik 2 auf Seite 3 des Anlagekompasses zeigt eindrücklich, dass die vermeintlichen "Safe Haven"-Anlagen – wie Gold, der Schweizer Franken aber auch der per se defensive Schweizer Aktienmarkt mit seinen Grossgewichten im Gesundheitsbereich und nicht-zyklischen Konsum – die Erwartungen bisher nicht erfüllt haben. Zu Beginn einer Stressphase fehlt es oftmals an der sogenannten Performance-Streuung, und die Korrelationen der Vermögensklassen können sich kurzfristig entgegen den Erwartungen verhalten. Dies sollte sich aber relativ schnell wieder einpendeln. In diesem Beitrag wollen wir auf Spurensuche gehen, weshalb Gold bisher "versagt" hat.

Liquidität und Gewinnmitnahmen

Dies sind wohl mit Abstand die wichtigsten Faktoren. Seit Jahresanfang ist Gold in USD um +5% und über die letzten 12 Monate um +50% gestiegen. Die Aktienmarktkorrektur mag bei vielen institutionellen Anlegern aus unterschiedlichsten Gründen zu einem Liquiditätsengpass geführt haben. Beispiele sind Fondsrücknahmen, die bedient werden müssen, Nachschusspflichten (Margin Calls)

Goldpreis sowie 100-Tages- und 200-Tages-Durchschnitt



oder reguläre Rebalancings der Portfolios.

Renditen und Dominanz des US-Dollars

Weitere Faktoren sind die Reaktion der Notenbanken und die leicht gestiegenen Renditen auf Staatsanleihen. Die steigenden Energiepreise heizen zumindest kurzfristig die Teuerung an, was die Hoffnung auf baldige Zinssenkungen in den Hintergrund treten lässt. Gold wirft keine Dividenden oder Zinsen ab, und höhere Renditen sind eine direkte Konkurrenz zum gelben Metall. Des Weiteren hat der Irankrieg zu einem stärkeren US-Dollar geführt und macht Gold damit für

internationale Investorinnen und Investoren schlichtweg teurer. Dies dämpft die globale Nachfrage.

Konklusion

Für Anlegerinnen und Anleger, die schon länger Gold halten, hat das Edelmetall nicht versagt. Vielmehr ist Gold aufgrund seiner hohen Liquidität und der vorangegangenen Kursgewinne Opfer seines eigenen Erfolges geworden. Die Kurschwäche liegt nicht am mangelnden Vertrauen, sondern am Bedürfnis der Marktteilnehmer nach Cash. Die strukturellen Treiber für Gold bleiben so weit intakt. Dazu gehören die Käufe der Zentralbanken, die Verschuldung des Westens und die geopolitischen Risiken mit in-between zwei Kriegen. (her)

Heinz Rüttimann (her), Investment Office, +41 44 639 13 94; heinz.ruettimann@rahnbodmer.ch
 Thorsten Küchler (tk), Investment Office, +41 44 639 13 87; thorsten.kuechler@rahnbodmer.ch

Der Anlagekompass wurde uns mit freundlicher Genehmigung von Rahn+Bodmer Co., Zürich, zur Verfügung gestellt.

Diese Publikation dient ausschliesslich Informationszwecken und trägt keinen individuellen Anlagezielen oder übrigen Anforderungen Rechnung. Die Publikation stellt weder ein öffentliches Inserat, noch eine Beratung, ein Angebot oder eine Empfehlung zur Beanspruchung einer Dienstleistung, zum Kauf oder Verkauf einer Anlage oder zum Abschluss einer anderen Transaktion dar. Bevor ein Anlageentscheid getroffen wird, sollte der Anleger eine individuelle Beratung zu seiner persönlichen Situation in Anspruch nehmen. Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen richten sich grundsätzlich an Personen in der Schweiz und sind insbesondere (und auch grenzüberschreitend) nicht für die Verbreitung an oder die Nutzung durch natürliche oder juristische Personen bestimmt, die Bürger eines Landes sind oder in einem Land ihren Geschäfts- oder Wohnsitz haben, in dem die Verbreitung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Nutzung dieser Informationen bzw. die darin enthaltenen Finanzinstrumente oder -anlagen geltende Gesetze oder Vorschriften verletzen würde oder aus anderen Gründen verboten ist, wie namentlich in den USA, CAN und/oder GB. Diese Publikation ist stichtagbezogen. Die darin angeführten Marktpreise, Prognosen und dergleichen beruhen auf banküblichen Informationsquellen und/oder geben die jeweilige Einschätzung des Verfassers wieder, sind inkursiv, können sich jederzeit ändern und sind für Rahn+Bodmer Co. nicht verbindlich. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit übernimmt Rahn+Bodmer Co. keine Garantie oder Haftung. Hinweise auf die vergangene Performance bilden keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.

Datenquelle: Bloomberg