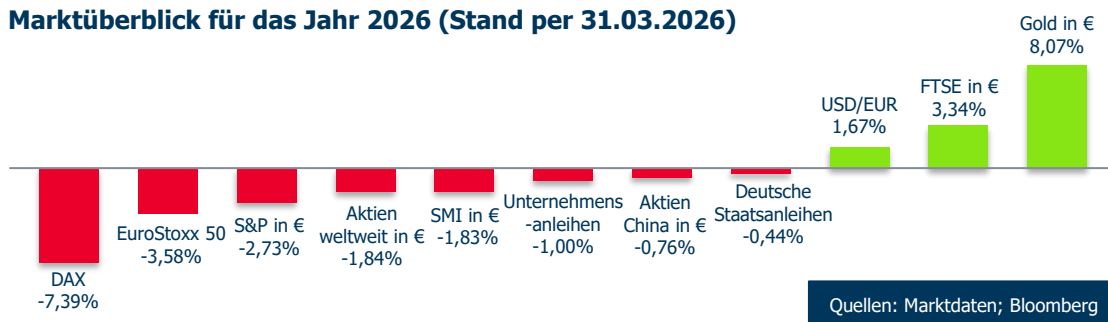


## 1. Überblick

Das erste Quartal zeigte einmal mehr, wie schnell sich geopolitische Unwägbarkeiten auf den Kapitalmarkt niederschlagen können. Beherrschte in den ersten beiden Monaten des Jahres noch das Thema „KI-Disruption“ die Märkte, geht spätestens seit den Angriffen der USA und Israels auf den Iran Anfang März die Angst vor einer neuen Öl- und Gaskrise um. Besonders im Fokus der aktuellen Auseinandersetzung steht die Straße von Hormus (SOH). Durch sie fließen u.a. ca. 20% des Weltverbrauchs an Rohöl sowie eine signifikante Menge an Düngemitteln. Aktuell wird sie durch den Iran blockiert. Bei anhaltender Schließung droht eine Versorgungskrise in Europa und Asien. Aufgrund der stark gestiegenen Öl- und Gaspreise besteht die Gefahr einer höheren Inflation, da beide Rohstoffe nicht nur zur Mobilität bzw. zum Heizen, sondern auch für sehr viele (Vor-)Produkte benötigt werden. Die Märkte gerieten im März entsprechend deutlich unter Druck. Notierten sie Ende Februar noch mehrheitlich im Plus, sorgten die vergangenen vier Wochen für einen Kursrutsch. Der exportlastige DAX verlor seit Jahresanfang knapp 7,5% an Wert. Auch der EuroStoxx 50 und der S&P 500 mussten Kursverluste hinnehmen. Aufgrund aufkommender Inflationssorgen gaben auch die Rentenmärkte nach. Zinssenkungsfantasien zu Beginn des Jahres verschwanden rasch, nun erwartet die Mehrheit der Marktteilnehmer bereits Zinserhöhungen im weiteren Jahresverlauf. Anleihen kamen daraufhin unter Druck. Zu allem Überfluss musste auch das Gold seine starken Gewinne der ersten beiden Monate fast komplett abgeben. Da nahezu alle Anlageklassen Kursverluste hinnehmen mussten, rutschten die Portfolien in den negativen Bereich. Einzig der feste USD konnte den Portfolien im ersten Quartal etwas Unterstützung zukommen lassen, da der „Greenback“ gegenüber dem Euro aufwertete.

### Marktüberblick für das Jahr 2026 (Stand per 31.03.2026)



Investoren stehen also vor zahlreichen Herausforderungen. Der Iran-Konflikt dominiert die Schlagzeilen und der Ölpreis bleibt der deutlichste Treiber, der sich direkt auf die Inflation und Marktvolatilität auswirkt. Die Inflationserwartungen haben zugenommen und könnten weiter zunehmen, sodass eine vorsichtigerer geldpolitischer Vorgehensweise der Notenbanken angesichts anhaltender geopolitischer Risiken notwendig sein könnte. Unsere fünf Thesen am Anfang des Jahres rücken – ohne ihre Gültigkeit zu verlieren – kurzfristig in den Hintergrund:

1. Investitionen in den „sicheren Hafen“ US-Staatsanleihen werden sukzessive in andere Anlageklassen wie z.B. bonitätsstarke Unternehmensanleihen und Gold verlagert werden.
2. Die technische Dominanz der USA, getrieben durch ihre Investitionen in KI, hält an, wird aber stärker vom Markt auf Monetarisierung und Profitabilität überprüft.
3. Europa, angeführt durch Deutschland, hat durch fiskalpolitische Unterstützung die Chance zu profitieren und entsprechend aus der aktuellen Stagnation hinauszutreten.
4. Zunehmende Attraktivität von defensiven Substanzwerten, die in den letzten Jahren besonders in den USA stark vernachlässigt wurden. Kurschancen entstehen durch die vermehrte Nutzung von KI-Technologie und ein allgemein günstiges Wachstumsumfeld.
5. Weiter wachsende Nachfrage nach Gold und anderen Vermögenswerten, die außerhalb der westlich kontrollierten Finanzsysteme investierbar sind.

Welche Entwicklungen der Konflikt und besonders die zeitliche Sperrung der SOH mit sich bringen, verfolgen wir zeitnah und haben die Depots defensiver ausgerichtet. Ein zusätzlicher, taktischer Liquiditätsaufbau kann bei einer weiteren Eskalation erfolgen. Die Goldpreisentwicklung unterstützt bei kriegerischen Handlungen nur eingeschränkt. Zu seiner hohen Volatilität in diesem Jahr fehlte der negative Korrelationseffekt zu Aktien und Anleihen. Unsere „Barbell-Strategie“ behalten wir bei. Der risikoreichere Teil wurde zu Gunsten der Liquidität reduziert, um die Portfolien gut und situationsgerecht ausbalanciert zu halten, aber gleichzeitig mögliche Chancen zu nutzen.

## 2. Unsere Einschätzungen im Überblick

**WACHSTUM:** Die Eskalation im Nahen Osten stellt ein erhebliches Wachstumsrisiko dar – insbesondere für Länder, die Nettoimporteure bei Öl und Gas sind; zurzeit erwarten wir für 2026 noch ein leichtes globales Wachstum, zu dem nachlassende Zölle, starke Investitionsausgaben und staatliche Unterstützung beitragen. In den USA rechnen wir noch mit einem leichten Aufschwung, der durch Steuersenkungen und anhaltende Unternehmensinvestitionen getrieben wird. In Europa gehen wir davon aus, dass die positiven wirtschaftlichen Entwicklungen anhalten könnten, unterstützt durch verstärkte Investitionen Deutschlands. Aber alles steht unter dem Vorbehalt eines zeitlich nur begrenzten Nahost-Krieges.

**INFLATION:** Die Inflation sollte durch anziehende Energiekosten kurzfristig ansteigen. Die Auswirkungen durch niedrigere Zölle dürften dafür etwas puffern. Sinkende Wohnkosten, das verhaltene Lohnwachstum und die Produktivitätssteigerungen durch KI könnten dämpfend auf die Kerninflation wirken. Im Euroraum dürfte sie kurzfristig ebenfalls zulegen, wobei sich das Lohnwachstum normalisiert und aktuell kein erhöhtes Risiko darstellt. Anhaltend höhere Energiepreise stellen aber auch in Europa ein stärkeres Aufwärtsrisiko dar.

**ZENTRALBANKEN:** Zentralbanken dürften einen Angebotsschock durch die Energiekrise so lange ignorieren, wie die Inflationserwartungen nicht massiv ansteigen. Sollte der neue FED-Vorsitzende Warsh im Mai bestätigt werden, wird er abwägen müssen, inwieweit er auf die dann aktuelle Situation reagiert, ohne nachhaltige Konjunkturschäden und Wachstum zu gefährden. Die EZB war vor dem Iran-Krieg schon in einer abwartenden Haltung und könnte ebenfalls, wie die FED, je nach Inflationserwartung im Laufe des Jahres restriktiver werden.

**AKTIEN:** Seit März schaltet der Markt auf Krisenmodus, da der Krieg in Nahost Wachstumsbedenken aufgrund der Energieversorgung aufkommen lässt. Seit der Waffenruhe am 8. April trat eine deutliche Erholung der weltweiten Aktienmärkte ein. Ob die Erholung weiter Bestand hat, werden die nächsten zwei Wochen mit schwierigen Verhandlungen zeigen.

**US-AKTIEN:** Wir sehen in der Breite eine solide Gewinnentwicklung über verschiedene Sektoren. Reduziert haben wir – wie im letzten Quartalsbericht erläutert – den Bereich DIGITALISIERUNG, da immer mehr Zweifel an ihrer Bewertung aufkamen.

**EUROPA-AKTIEN:** Europäische Aktien gewannen zuletzt global an Bedeutung, da sich Europa in einem Wandel befindet, der fiskalpolitisch flankiert wird. Der Energiepreisschock wirkt sich derzeit aber besonders negativ für europäische Aktien aus. Wir haben ZYKLISCHEN KONSUM und INDUSTRIE stark reduziert und setzen zurzeit auf die eher defensiven Branchen BASISKONSUM, PHARMA, VERSORGER, AGRAR & ERNÄHRUNG, bis sich der aktuelle Konflikt etwas beruhigt hat und mehr Klarheit herrscht.

**ZINSEN:** Notenbanken im Dilemma: Hohe Energiepreise treiben einerseits die Inflation, führen andererseits aber auch zu Kaufkraftverlusten bei den Verbrauchern und erhöhen Rezessionsgefahren. Leitzinserhöhungen würden eine zusätzliche Belastung für die Konjunktur bedeuten. Renditen erstklassiger 10-jähriger Staatsanleihen bewegen sich voraussichtlich weiter zwischen der Suche nach sicheren Häfen, Inflationsdruck und Konjunkturrisiken volatil seitwärts. Da der Laufzeitenbereich 3-5 Jahre bereits auf die veränderten Markterwartungen an die Notenbanken reagiert hat, sehen wir hier das interessanteste Chance-/ Risikoprofil für die kommenden Monate.

**WÄHRUNGEN:** Der USD neigte im März überraschenderweise zur Stärke. Der Anstieg war vielmehr von Positionsvereinigungen (Glattstellungen) getrieben, als von einem Wiederaufleben des Greenback als „sicherer Hafen“. Die weiter zusammenlaufende Zinsdifferenz zwischen den USA und der Eurozone und die amerikanische Verschuldungssituation sprechen mittelfristig gegen einen weiteren Anstieg. In diesem Umfeld erwarten wir weiter eine Handelsspanne von 1,15 – 1,25 EUR/USD für 2026.

**GOLD:** Gold wird oft als zuverlässiger „sicherer Hafen“ bei geopolitischen Spannungen angesehen. Doch seine Erfolgsbilanz in militärischen Konflikten ist durchwachsen, was sich auch an den jüngsten massiven Kursschwankungen zeigt. Wir betrachten Gold weniger als direkte Absicherung gegen den Nahostkonflikt, sondern vielmehr als Schutz vor den monetären und finanziellen Auswirkungen von Kriegen, insbesondere vor einem Rückgang der Realzinsen sowie gegen Befürchtungen einer Entwertung von Währungen oder Sorgen über die hohe Staatsverschuldung (u.a. der USA).



### 3. Der Bericht vom Markt

Waren zu Jahresbeginn die CAPEX-Investitionen der großen Tech-Unternehmen bezüglich des KI-Bereichs das bestimmende Thema – hier wurden eine erfolgreiche Monetarisierung und die teils hohen Bewertungen der Aktien hinterfragt – resultierte die Märzkorrektur aus einer ganz anderen Richtung. Durch den überraschenden Angriff Israels und der USA auf den Iran entwickelte sich der Nahe Osten zum aktuellen „Brandherd“.

In begrenzter Zeit sollte – laut Donald Trump – das Regime gestürzt werden und der Iran sollte niemals in den Besitz von Atomwaffen kommen. Massiv ansteigende Öl- und Gaspreise durch die Sperrung der Straße von Hormus (SOH) und die Angriffe auf iranische und katarische Infrastruktur ließen die Märkte seit Anfang März in den Korrekturmodus gehen. Aktuell können ca. 20% des Weltölverbrauchs aus der SOH nicht an den Bestimmungsort gebracht werden. Viele asiatische Länder beziehen einen Großteil ihres Verbrauchs aus der Golfregion. Der Gas-Sektor darf ebenfalls nicht unberücksichtigt bleiben. Hier werden ca. 20% des LNG-Handels durch die SOH transportiert, ebenso Spezialprodukte wie Helium, das für die asiatische Chip- und Hochtechnologiebranche gebraucht wird. Mitte März wurde die Energieinfrastruktur von Israel, arabischen Verbündeten der USA und dem Iran gegenseitig angegriffen. Eine LNG-Verflüssigungsanlage in Katar wurde dabei stark beschädigt, sodass hier auf längere Sicht nur eingeschränkt LNG an die Kunden geliefert werden kann. Mit dieser weiteren Eskalation endete die Hoffnung auf eine rasche Beilegung des Iran-Konfliktes. Durch Freigabe von Ölreserven und bisher sanktionierten iranischen und russischen Schiffsladungen wie auch durch die Umleitung Saudi-Arabiens durch Pipelines zum Roten Meer (ca. 7 Mio. Barrel / Tag) konnte kurzfristig etwas Druck vom Ölpreis genommen werden. Die Probleme werden aber aufgrund der großen Menge von 20 Mio. Barrel / Tag, die zuvor durch die SOH geleitet wurden, von Tag zu Tag, die der Krieg länger andauert, größer. Die Blockade trifft besonders den asiatischen Raum um die größten Abnehmer von Öl und Gas aus dieser Region (China, Japan, Indien). Viele Vorprodukte werden in diesen Ländern hergestellt, die dann in den USA und Europa weiterverarbeitet werden und so bei länger andauernden Engpässen unweigerlich zu Lieferkettenprobleme oder höherer Inflation führen. Vieles hängt von den weiteren Inflationserwartungen und den zukünftig (reduzierten) Wachstumsaussichten ab. Der aktuelle externe Schock, der durch den Iran-Krieg verursacht wurde, birgt das Potential, negative endogene Folgen für die Weltwirtschaft auszulösen, da die Auswirkungen auf die Energieversorgungsketten nicht linear, sondern überproportional zunehmen, je länger der Konflikt andauert. Die Lage im Nahen Osten bleibt also unbeständig, gefährlich und kann vermutlich nicht auf kurze Sicht gelöst werden. Grundsätzlich hat das iranische Regime den anfänglichen Schock der Angriffe verkraftet. Obwohl seine Fähigkeit weitere Bombardements standzuhalten nicht unbegrenzt ist, glauben wir, dass derzeit Präsident Trumps Zeitplan weitaus eingeschränkter ist als der des Iran. Der Krieg und seine Auswirkungen auf die Lebenshaltungskosten – besonders für die einkommensschwächere Hälfte der US-Haushalte – belasten die Zustimmungswerte des Präsidenten. Die Wahrscheinlichkeit, bei den „Midterms“ im November beide Kammern des Kongresses zu verlieren, stieg zuletzt deutlich an und die jüngsten Anzeichen, die Rücknahme und Verlängerung von Ultimaten in den letzten Tagen, vermitteln eine gewisse Dringlichkeit im Weißen Haus.

Indirekte Gespräche bzw. Verhandlungen, die letzte Woche begonnen haben, waren positive Nachrichten, doch dürften die Iraner intern in verschiedene Fraktionen gespalten sein und stehen nicht unter unmittelbarem Druck, eine Einigung erzielen zu müssen. Umso erfreulicher war dann, dass der US-Präsident kurz vor dem Ende des letzten Ultimatus vom 8. April einer beidseitigen 14-tägigen Waffenruhe unter Vermittlung von Pakistan zustimmte. Die Straße von Hormus soll in diesem Zeitraum für den Schiffsverkehr freigegeben werden. Unklar bleibt die genaue Formulierung eines vom Iran vorgelegten 10-Punkte-Plans, dessen teilweise Forderungen kaum für die USA noch für die Weltgemeinschaft akzeptabel erscheinen, da sie dem Iran die uneingeschränkte Hoheit über die Straße von Hormus und somit über die Energiepreisentwicklung gewähren würde. Ab Freitag sollen direkte Verhandlungen zwischen den USA und dem Iran in Pakistan stattfinden. Diese Verhandlungen werden als sehr schwierig eingeschätzt, da beide für sich einen vermeintlichen Sieg beanspruchen und für beide Seiten eine geschichtswahrende Lösung verhandelt werden muss.

In einer solch schwierigen Marktphase neigen wir in den Portfolios eher dazu, kurzzeitige Zwischenerholungen am Markt zu nutzen, um das Portfoliorisiko weiter zu senken und nicht bereits bei etwaigen Kursrückgängen Titel (zurück) zu kaufen. Im Laufe des Jahres sollten sich unter „Rendite-Risiko-Aspekten“ günstigere Zeitpunkte zum Einstieg ergeben. Zusammengefasst sind wir

in einem vorsichtigen „Abwarte-Modus“ gegangen. Die inzwischen aufgebaute Liquidität erlaubt uns, flexibel zu bleiben, bis sich der Nebel des aktuellen Nahost-Konfliktes etwas lichtet. Womöglich werden wir bei einer weiteren Eskalation noch einmal Risiken reduzieren müssen.

## 4. Aktienmarkt

### 4.1 *Die Energiepreise bestimmen die Märkte...*

Angesichts der jüngsten Entwicklungen im Nahen Osten hatten wir uns entschlossen, die Aktienquote in allen Mandaten zu senken. Damit nehmen wir in den Portfolien eine unterdurchschnittliche Gewichtung auf der Aktienseite ein. Wir halten uns vor, bei einer weiteren Eskalation zusätzliche Verkäufe zu tätigen.

Der Krieg mit dem Iran wird vermutlich länger andauern als zu Beginn (besonders von Donald Trump) angekündigt und geplant. Längerfristig hohe Energiekosten haben auf Sicht zwar Kaufkraftverluste zur Folge, aber in der ersten Phase werden Notenbanken vermutlich restriktiver agieren, also geplante Zinssenkungen nicht mehr umsetzen oder bereits erste Erhöhungen vornehmen. Damit fehlt uns auf absehbare Sicht selbst in einem optimistischen Szenario ein wichtiger Treiber für steigende Aktienkurse: sinkende Zinsen. Das Ausmaß der augenblicklichen Energiekrise hinsichtlich der Folgewirkungen für Konjunktur und Börsen könnte vom Markt aktuell noch unterschätzt werden. Der Krieg dürfte für die USA deutlich teurer werden und das in einer Situation, in der die Schuldenquote in diesem Land auf Rekordniveau notiert.

Der wichtigste Indikator und Seismograf für die Börsen bleiben kurzfristig die Energiepreise. Sie sind die Hauptvariablen, die bestimmen, ob die Welt in eine Rezession bzw. Stagflation abdriftet oder sich doch stabilisieren kann.

Die aktuelle Geopolitik überlagert alle anderen wirtschaftlichen Entwicklungen. Öl und Gas werden für viele Produktionsprozesse benötigt, sodass nur allmählich das Ausmaß des Energieschocks auf die verschiedenen Branchen zutage treten wird. Besonders Europa steht neben Asien als exportlastige Region im Fokus. Dementsprechend werden diese Märkte besonders von der aktuellen Krise getroffen. Da sowohl die Dauer als auch die Auswirkungen zurzeit sehr schwer einschätzbar sind, haben wir uns entschieden, besonders energieintensive Branchen und Werte zeitweilig aus den Depots zu verkaufen oder zu reduzieren. Aus unserer Sicht ist aktuell die Zeit, die Portfolios wetterfest zu machen und nicht die Zeit, um nach Kaufgelegenheiten Ausschau zu halten.

Folgerichtig favorisieren wir die defensiven und wenig energieabhängigen Branchen TELEKOMUNIKATION, VERSORGER, BASISKONSUM, PHARMA und senken die Gewichtungen im Bereich INDUSTRIE und ZYKLISCHER KONSUM. Den Bereich DIGITALISIERUNG hatten wir im Februar / März bereits in der Gewichtung reduziert. Hier könnten vom Markt erwartete steigende Zinsen und womöglich eine zu hohe Gewinnerwartung in den nächsten Monaten belastend wirken.

### 4.2 *Wie kann es weiter gehen?*

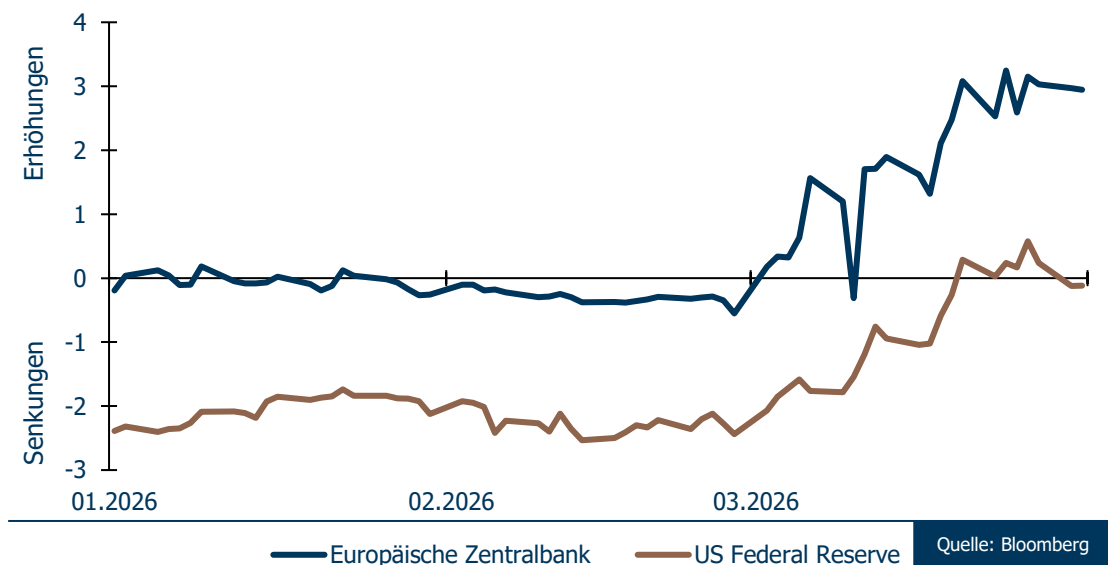
Auch wenn nach Ankündigung der zweiwöchigen Waffenruhe der Ölpreis (Brent) von seinem sehr hohen Niveau von bis zu USD 120 / Barrel um über 25% gefallen ist und sich deswegen auch die weltweiten Aktienmärkte deutlich erholt haben, ist die eigentliche Krise und daraus folgende wirtschaftliche Gefahr nicht gebannt. Es werden schwierige Verhandlungen erwartet, was auch in den nächsten Wochen zu hoher Volatilität an den Kapitalmärkten führen könnte. Die nächsten Tage werden schnell zeigen, inwieweit es möglich sein wird, zwischen den verhärteten Fronten einen dauerhaften Kompromiss zu vereinbaren, der beiden Seiten einen gesichtswahrenden Ausweg gewährt. Hierzu wird es notwendig sein, dass nicht nur Pakistan und den arabischen Anrainerstaaten, sondern auch die schwergewichtigen Handelspartner wie z.B. China und Indien sich konstruktiv an einer Lösung des Konflikts beteiligen und die überzogene Forderung des Irans einer alleinigen Hoheit über die Straße von Hormus und den Abzug von US-Truppen aus dem arabischen Raum entkräften. Es liegt nämlich im Interesse aller großen Wirtschaftsräume, dass das Regime im Iran nicht die ganze Region in eine instabile Lage führt, die nicht nur zu einer unübersehbaren Krise der Weltwirtschaft führt, sondern auch den weltweiten Frieden bedrohen könnte. Auch wenn aktuell eine Lösung weit entfernt ist, könnte eine international organisierte Überwachung der freien Schifffahrt in der Straße von Hormus ein Lösungsansatz sein.

## 5. Anleihenmarkt

### 5.1 Notenbanken in einem Dilemma

Die positive Entwicklung der Anleihekurse zu Jahresbeginn endete abrupt im März. Kurz nach Kriegsbeginn stieg die Rendite zweijähriger US-Staatsanleihen von 3,35% auf 4% und die Rendite zweijähriger deutscher Bundesanleihen von 2% auf 2,75%. An den Geldmärkten schwenkten die Preise von einer Tendenz zu Zinssenkungen hin zu der Erwartung von Leitzinserhöhungen sowohl durch die US-Notenbank (FED) als auch durch die Europäische Zentralbank (EZB) bis Ende 2026 (siehe Grafik).

#### Anzahl Zinssenkungen / Zinserhöhungen, die bis Jahresende 2026 erwartet werden



Die Geldpolitik ist angesichts eines angebotsseitigen Schocks nur von begrenztem Nutzen, da sie keinen direkten Einfluss auf die Energiepreise ausüben kann. Neben dem durch die erhöhten Energiepreise eintretenden Kaufkraftverlust bei den Verbrauchern, bedeuten Leitzinserhöhungen eine weitere Belastung für die Konjunktur, die es geldpolitisch abzuwägen gilt.

Unter der Annahme, dass die Ölpreise der Terminkurve folgen, gehen bspw. die Volkswirte der Commerzbank davon aus, dass die Inflation in der EU-Zone bis Mitte des Jahres auf 2,6% steigen wird – 0,4 Prozentpunkte höher als zuvor. So besteht weiterhin die Möglichkeit, dass die EZB durch den temporären Inflationsanstieg „hindurchsehen“ wird. Auch wenn die Mehrheit der Marktteilnehmer bereits drei Zinserhöhungen der EZB bis Jahresende erwartet, bleibt die europäische Notenbank vorerst in einer abwartenden Haltung, was Frau Lagarde in der Pressekonferenz nach der letzten Sitzung im März bestätigt hat. Nichtsdestotrotz werden Diskussionen und Vorbereitungen im EZB-Rat intensiv geführt, ab wann eine Zinserhöhung unvermeidbar sein wird. Die in nächster Zeit über dem Zielwert von 2% liegenden Inflationsdaten in Richtung 3% werden die Notenbanker vermutlich noch tolerieren und auf den temporären Charakter des Anstiegs verweisen. Bei einer Inflation in Richtung 4% infolge einer weiteren Eskalation des Krieges dürfte sie aber handeln, da dann erhebliche Zweitrundeneffekte drohen würden.

Solange die langfristigen Inflationserwartungen fest verankert bleiben, kann die EZB in den kommenden Monaten „auf Zeit spielen“ und den weiteren Verlauf im Iran-Krieg genau verfolgen. Gemessen am „5Y5Y EUR Inflation Swap“, der sich als Indikator für die langfristigen Erwartungen der Marktteilnehmer eignet, bleiben diese bisher fest verankert. Dieser Wert schwankte in den letzten zwei Jahren in einer engen Bandbreite zwischen 2% und 2,2% und somit um den Zielwert der Notenbanken.

Die FED wird ebenfalls in den nächsten Monaten eine abwartende Haltung einnehmen. Zum einen wird sie vor dem „Stabwechsel“ von Fed-Chairman Jerome Powell auf vermutlich Kevin Warsh Mitte Mai, die Zinsen nicht verändern. Zum anderen wird sie neben dem weiteren Inflationsverlauf die zukünftige Entwicklung des Arbeitsmarktes (Duales Mandat) genau beobachten. Dieser neigte bereits vor der Eskalation zur Schwäche.

Ob das zu Jahresbeginn noch vorherrschende sogenannte „Goldilocks“ Makroumfeld in ein kombiniertes Inflations- und Wachstumsschock-Szenario übergeht, hängt stark von der Dauer der kriegerischen Auseinandersetzung ab. In diesem Kontext dürften sich die Renditen erstklassiger 10-jähriger Staatsanleihen in den nächsten Wochen weiter zwischen der Suche nach sicheren Häfen, Inflationsdruck und Konjunkturrisiken volatil seitwärts bewegen. Da der Laufzeitenbereich 3-5 Jahre bereits auf die veränderten Markterwartungen an die Notenbanken reagiert hat, sehen wir hier das interessanteste Chance-/ Risikoprofil für die kommenden Monate.

### 5.2 *Unternehmensanleihen: Spreadrisiken nehmen zu*

Spreads und Renditen bleiben der Geopolitik sowie dem Wechselspiel zwischen Hoffnungen auf Entspannung und Inflations-/ Wachstumssorgen ausgeliefert. Bei einer weiteren Eskalation könnten Rezessionsängste in den Vordergrund rücken. Dies würde die Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen, ähnlich wie im Jahr 2022, deutlich anziehen lassen.

Der durchschnittliche Renditeaufschlag einer fünfjährigen BBB-Unternehmensanleihe („Markit iTraxx 5Y Main“) erhöhte sich bereits von 0,5% auf 0,7% im abgelaufenen Quartal, 2022 war dieser Wert allerdings bei 1,4%.

Die bisher gewählte Anlagestrategie, Emittenten mit erstklassiger Bonität, wie z.B. klassische Pfandbriefe und Anleihen mit expliziter oder impliziter Staatsgarantie zu übergewichten, bleibt bestehen. Der Fokus sollte auch hier bei mittleren Laufzeiten liegen. Auf Ebene der Sektoren bevorzugen wir Unternehmen aus den Bereichen Versorger, Gesundheit und Telekommunikation.

## 6. Währungen

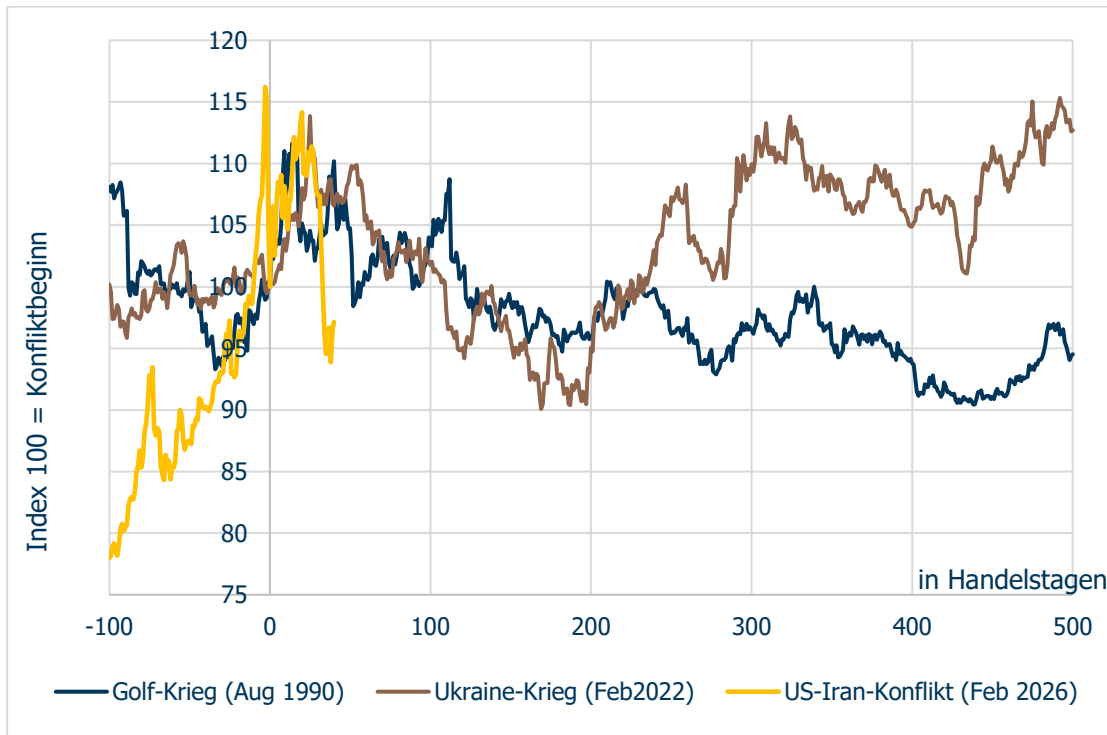
Der Euro wertete gegenüber den meisten Währungen im ersten Quartal 2026 leicht ab. Stärkere Bewegungen waren bei den sog. „Rohstoffwährungen“, insbesondere seit Kriegsbeginn im Iran, zu beobachten. So wertete die Norwegische Krone (+5,8%) sowie der Australische Dollar (+5,1%) am stärksten auf. Nahezu unverändert gegenüber dem Euro blieben der Japanische Yen, das Britische Pfund sowie der Schweizer Franken. Der USD neigte im März überraschenderweise zur Stärke und legte seit Jahresbeginn mit +1,7% leicht zu. Der Anstieg war vielmehr von Positionsberichtigungen (Glattstellungen) getrieben als von einem Wiederaufleben des Greenback als „sicherer Hafen“.

Die weiter zusammenlaufende Zinsdifferenz zwischen den USA und der Eurozone und die amerikanische Verschuldungssituation sprechen mittelfristig gegen einen weiteren Anstieg. In diesem Umfeld erwarten wir weiter eine Handelsspanne von 1,15 – 1,25 EUR/USD für den restlichen Verlauf des Jahres 2026.

## 7. Gold (systemfremder Vermögenswert)

Das Gold wird von uns weiterhin als „sicherer Hafen“ angesehen, gerade wenn geopolitische Spannungen zunehmen. Sein Wert kann sich jedoch – besonders bei militärischen Konflikten – kurzzeitig sehr schwankend entwickeln. Nach dem Angriff der USA und Israels auf den Iran stieg der Goldpreis sprunghaft auf USD 5.400 pro Unze, bevor er sich zwischenzeitlich um die USD 5.000 pro Unze einpendelte. Dann allerdings sackte er innerhalb von nur 5 Handelstagen drastisch auf unter USD 4.200 pro Unze ab und damit auf den niedrigsten Stand seit Ende 2025, ein Verlust von mehr als 17% in wenigen Tagen. Inzwischen haben die Panikverkäufe – man hörte von Zwangsverkäufen und Margin Calls besonders in Asien – nachgelassen und den Preis auf knapp USD 4.700 pro Unze zum Quartalsende wieder ansteigen lassen. Gold erlebte eine Achterbahnfahrt, die wir gerne für die Depots vermieden hätten. Aber beim Ausbruch des Russland-Ukraine-Konflikts im Jahr 2022 war Ähnliches zu beobachten. Hier stieg Gold um 15%, um dann 18% nachzugeben, als die US-Notenbank FED die Zinsen anhub. Für viele Investoren mag die verhaltene Reaktion des Goldes auf geopolitische Spannungen und erhöhte Preisvolatilität kontraintuitiv erscheinen. Historische Daten zeigen jedoch, dass sich Gold in Konfliktzeiten nicht immer sofort erholt und zwar insbesondere in der Frühphase eines Konfliktes.

### Goldpreisentwicklung in der Frühphase geopolitischer Konflikte



Quelle: Bloomberg

Da auch Notenbanken in den letzten Jahren ihren Goldanteil beträchtlich erhöht haben, darf in Krisenzeiten nicht ausgeschlossen werden, dass sie Teile ihrer Goldbestände für Währungsstützungen oder andere notwendige Liquiditätsbereitstellungen verkaufen könnten. So verkaufte u.a. die Türkische Zentralbank im März 58 Tonnen, um ihre Währung zu stützen. Der sich abzeichnende Einbruch der physischen Nachfrage führte zusätzlich zu Preisabschlägen. Der Nahe Osten, mit Dubai als Hauptumschlagplatz, ist nach wie vor von zentraler Bedeutung für den weltweiten Goldhandel und die Goldnachfrage. Im vergangenen Jahr entfielen auf die Region rund 270 Tonnen Nachfrage, was fast 10% des weltweiten Verbrauchs entspricht. Der Iran-Krieg unterbricht diesen Nachfragekanal, was den Goldpreis ebenfalls belastete. Auch die Logistik des globalen Goldmarktes ist aktuell gestört, was die Lage noch komplizierter macht. Da ein Großteil des Luftraums im Nahen Osten gesperrt ist, wird der Transport von Goldbarren immer schwieriger. Grundsätzlich schneidet Gold in der Regel dann am besten ab, wenn die Wachstumserwartungen sinken, die Zentralbanken die Zinsen senken und folglich die Realrenditen sinken – in der Regel in der zweiten Phase einer Krise. Der derzeitige Energiepreisschock stellt eine Herausforderung dar, da das langsamere Wachstum und die anhaltende Inflation den unmittelbaren geldpolitischen Handlungsspielraum einschränken. Unserer Ansicht nach dürfte diese Situation jedoch nur von kurzer Dauer sein. Eine Abschwächung des weltweiten Wirtschaftswachstums dürfte dazu führen, dass einige der Faktoren, die den Goldpreis in letzter Zeit belastet haben, dann in umgekehrter Richtung wieder wirken sollten.

Zusammengefasst schützt Gold in erster Linie gegen monetäre Risiken wie Währungsabwertung, steigende Defizite und Konjunkturabschwächung, nicht aber gegen direkte Kriegsfolgen. Wir glauben, dass die wachsende Verschuldung der USA sowie das schwindende Vertrauen in Staatsanleihen und den US-Dollar – in Verbindung mit geopolitischen Spannungen – den Goldpreis im Laufe des Jahres 2026 wieder in den Bereich um USD 5.000 pro Unze bzw. leicht darüber führen dürften. Gold bleibt aus unserer Sicht eine attraktive Anlage und eine effektive Portfolioabsicherung trotz kurzfristig deutlich erhöhter Volatilität.

**Wichtige Hinweise**

*Marktberichte dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Vermögensgegenständen dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. Im Marktkommentar zum Ausdruck gebrachte Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu historischen Wertentwicklungen erlauben keine Rückschlüsse auf Wertentwicklungen in der Zukunft. Der Verfasser oder dessen Gesellschaft übernimmt keinerlei Haftung für die Verwendung dieses Marktkommentars oder deren Inhalt. Änderungen des Marktkommentars oder dessen Inhalt bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.*