

Zinsen

in Zeiten des Kriegs

Treasury, Bund &
Eidgenosse

Unsere Modelle

3/2026

PK Assets AG Egglirain 22, Postfach 251, 8832 Wilen
+41 (0)44 787 80 20 www.pkassets.ch

Zinsen USA/EUR/CHF: Thesen

➤ USA: Wir sind bullish

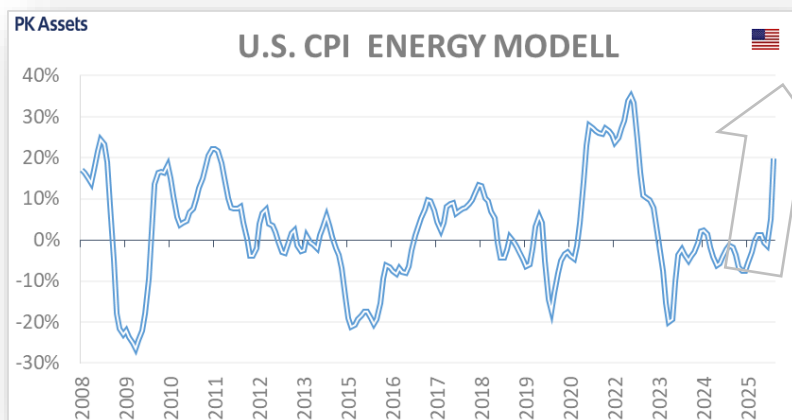
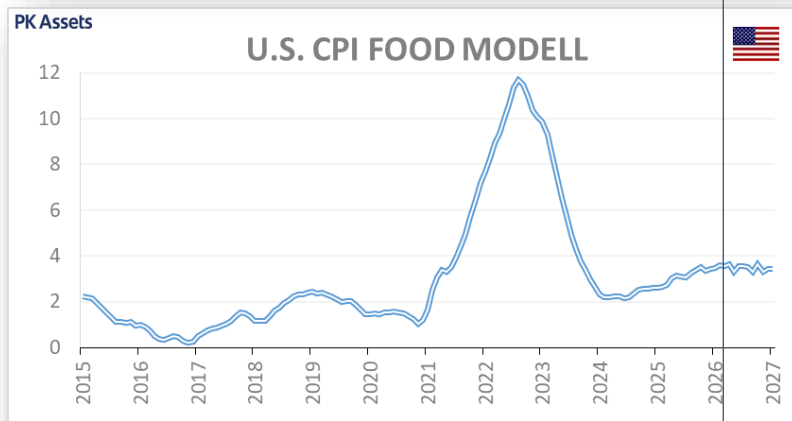
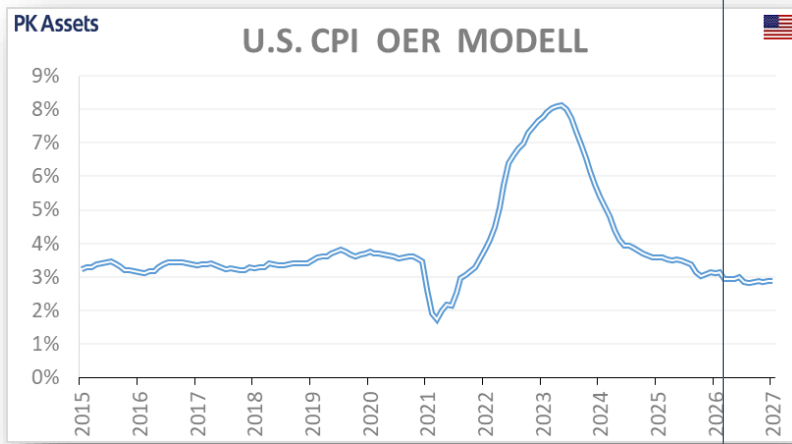
- **U.S. Teuerung: Fertig Lustig:** Die grosse Hoffnung Shelter zieht nicht: Commodity Goods, Core Services, Food, Energie: Sie alle werden steigen. Energie wird sich in alle Komponenten fressen und kfr noch dominanter werden. Bei der Kernteuerung waren bereits ohne Primär- und Sekundärauswirkungen des Ölschocks keine weitere Verbesserung angezeigt. Auch beim Total CPI zeigen die Vorläufer bereits ohne Zweitrundenwirkungen des Ölschocks an. Wie weit? Die Breakeven-Inflationserwartungen und CPI-Swaps zeigen nach oben, je kürzer, desto deutlicher. Fazit: Richtung 3% statt zum Notenbankziel von 2%
- **Arbeitsmarkt:** Kaum Bewegung. Wenig neue Stellen aber kaum Nachschub von Arbeitskräften aus dem Ausland, das Lohnwachstum dürfte kaum deutlich zurückkommen, erst recht nicht mit der erhöhten Inflationserwartungen. Der stabile Arbeitsmarkt verlegt den Fokus auf die Teuerung.
- **Leitzins:** Der Spielraum des Fed reduziert sich, Zinserhöhungen sind noch nicht angezeigt
- Der **10Y UST** bietet am 27.3.26 4.45% Rendite, das ist nominal eher hoch verglichen zu den letzten 3 Jahren, das ist auch real bei 2.10% eher hoch.
- Das ist auch hoch gegenüber einem Modell-Wert von 4%
- Dies korrespondiert mit einer Taylor-Regel, die seit einiger Zeit nicht mehr steigt.
- Für uns ist der **Treasury ein Buy**.

➤ EUR: Wir sind bullish

- Das EZB-Mandat ist die Teuerung.
- Unsere Modelle zeigen bereits eine Drehung der Teuerung im Euroraum nach oben, dies noch vor den Zweitrunden-Effekten
- Das Lohnwachstums-Modell zeigte bereits vor dem Iran-Krieg keine weitere Reduktion für die kommenden Quartale
- Der Markt preist bereits 3 Zinserhöhungen ein
- Die CPI-Swaps steigen
- Der Markt preist aktuell drei Leitzinserhöhungen ein
- Unsere Modelle steigen wieder
- Entweder die Leitzinserhöhungen kommen nicht...
- ... oder sie zerstören Wachstum
- **Bund bei 3% ist ein Buy**

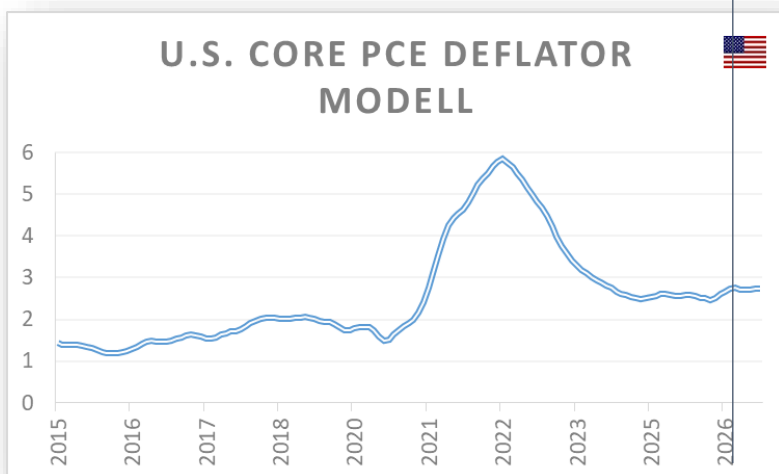
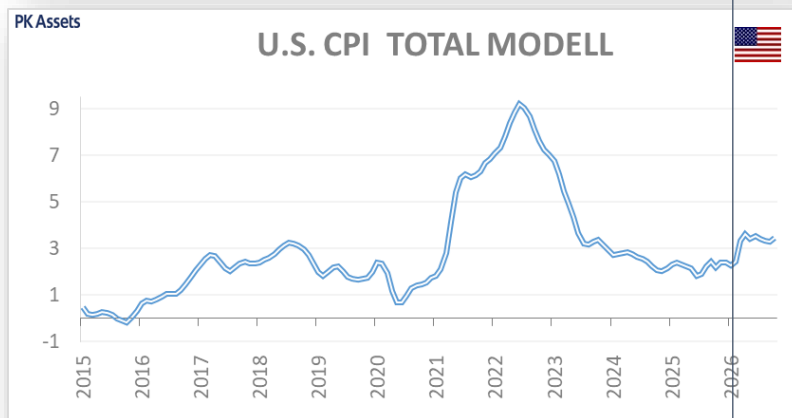
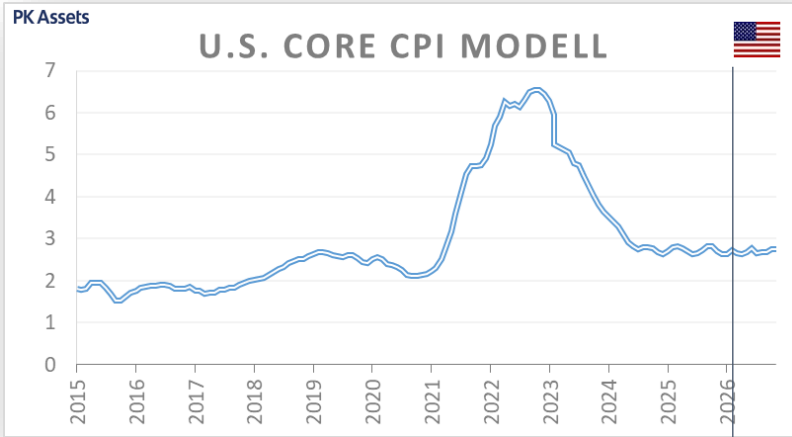
➤ CH: Zu teuer

- Die globalen Kräfte, die anderswo für ein Aufflackern der Teuerung sorgen, sind auch in der Schweiz wirksam, wenn auch deutlich gedämpfter
- Dies nimmt Druck von der SNB, wie auch der CHF, der sich nicht aufwertet
- Unser Modell für den Leitmarkt Bund hebt auch das Eidgenossenmodell rauf
- Ebenso wirkt sich die Teuerung auf Monatsbasis aus
- Wir würden den Eidgenossen bei den aktuellen Zinsen nicht empfehlen
- Der **Eidgenosse ist zu teuer**



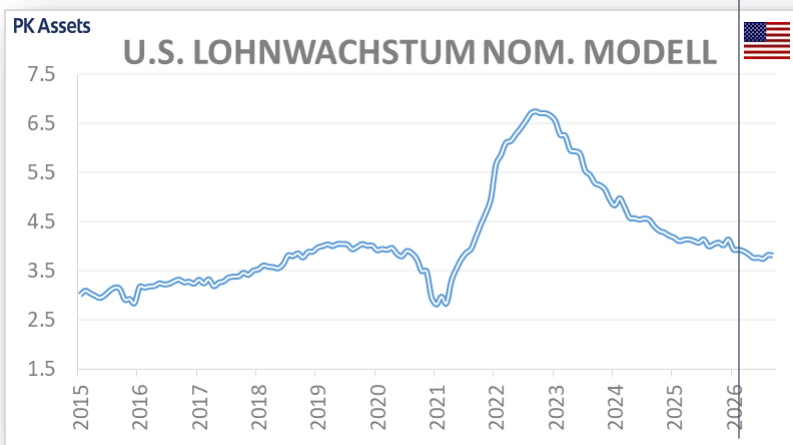
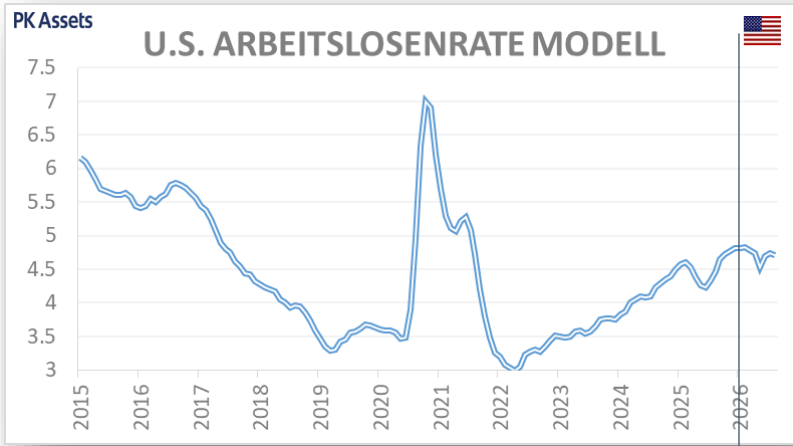
Teuerung: **Komponenten:**
Fertig Lustig

- **Shelter:** Die grosse Hoffnung: Das Modell zeigt einen graduellen Abstieg in den kommenden Quartalen auf 3%
 - **Commodity Goods:** Reagieren schnell auf Lieferkettenstörungen. Lange bei Null, fängt an leicht zu steigen
 - **Core Services:** Die Disinflation im Dienstleistungssektor ist fürs Erste vorbei. Von 3% auf Richtung 4%!
 - **Food:** Schon bisher war die Prognose stabil bei 4% für die kommenden Monate, zusätzlicher Aufwärtsdruck ist sicher (Fertilizer, Commos)
 - **Energie:** Immer die Wild Card in der Teuerungsprognose da sehr volatil, und –wenn volatil-dominierend, der Iran-Impuls wird voll eintreten
- **Energie wird sich in alle Komponenten fressen und kfr noch dominanter werden**



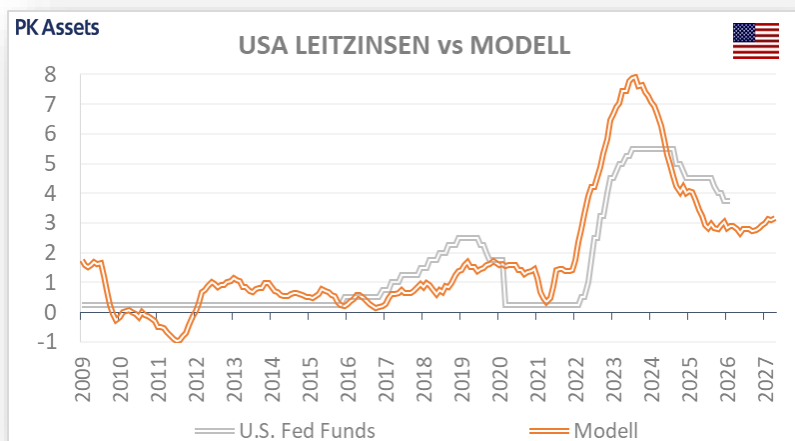
Teuerung: **Aggregate: Disinflation gestoppt, Bias rauf**

- **Kernteuerung:** Bereits ohne Primär- und Sekundär- auswirkungen des Ölschocks keine weitere Verbesserung angezeigt
- **Total CPI:** Die Vorläufer zeigen bereits ohne Zweitrundenwirkungen des Ölschocks wieder rauf auf 3%
- **Sticky und Trimmed CPI:** Folgen der Kernteuerung und implizieren stabile Rate bei 3% für die kommenden Quartale, vor der Verarbeitung des Ölschocks
- **Kern-PCE-Teuerung:** Bereits ohne Ölpreis eher rauf als runter
- **Breakeven- Inflationserwartungen & CPI-Swaps:** Leichte Bewegung nach oben, je kürzer, desto deutlicher
- **Richtung 3% statt zum Notenbankziel von 2%**



Arbeitsmarkt: **Kaum Bewegung**
Fokus des Fed kfr-mfr auf Teuerung

- Die Arbeitslosenrate folgt sehr schnell der Konjunktur, der Prognosehorizont ist kurz bei etwa 4-6 Monaten
- Das nominelle Lohnwachstum folgt der Arbeitslosenrate und der Konjunktur mit einem Prognosehorizont von etwa 10 Monaten
- **Arbeitslosenrate:** Paralyisiert: Wenig neue Stellen aber kaum Nachschub von Arbeitskräften aus dem Ausland
- **Lohnwachstum:** Dürfte kaum deutlich zurückkommen, erst recht nicht mit der erhöhten Inflationserwartungen
- **Stabiler Arbeitsmarkt verlegt Fokus auf die Teuerung**



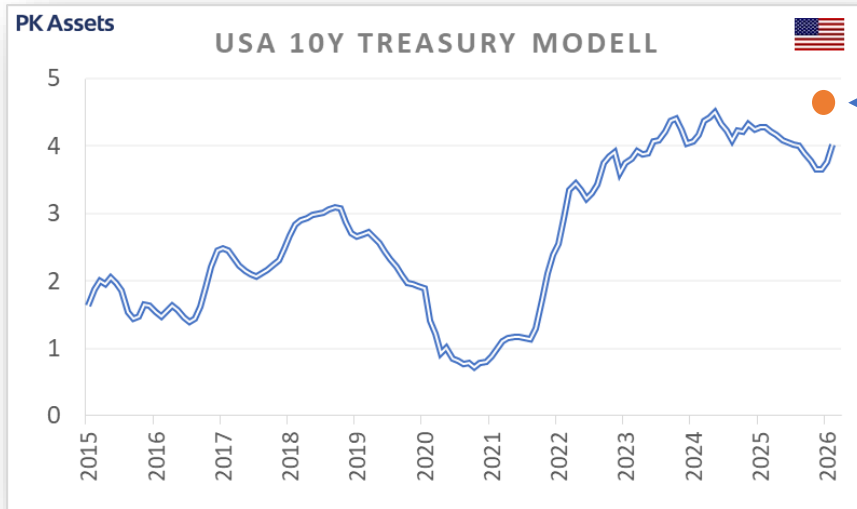
Leitzins: **Fokus auf das Teuerungsmandat: Der Spielraum des Fed verschwindet schnell**

Die aktuellen Verwerfungen durch den Iran-Krieg legen den Fokus auf die Teuerung: Unsere Modell-Bausteine

- **Unser KernPCE-Modell:** Der Rückgang der Teuerung auf Jahresbasis hätte perspektivisch einen Leitzins von etwas über 2% gebracht
- **Glaubwürdigkeit des Fed:** Die 5y/5y-Breakeven-Teuerung spricht für eine intakte Glaubwürdigkeit des Feds und damit für tiefere Leitzinsen,
- **Inflationmärkte:** Die CPI-Swaps sind zwar leicht erhöht, zeigen aber keine nachhaltigen Spuren der Iran-Episode für die kommenden Jahre an
- **Aktuelle Monats-Teuerung:** Diese sind auf einem Niveau, das kaum Zinsreduktionen erlauben würde
- **Arbeitsmarkt:** Die Lohnkostensteigerungen kommen nicht mehr dynamisch runter, das bedeutet limitierten Zinsspielraum
- Der Spielraum des Fed reduziert sich, Zinserhöhungen sind noch nicht angezeigt



10Y UST: **Modellwert: 4.0**
Aktuell: 4.45
Buy



Wir sind hier

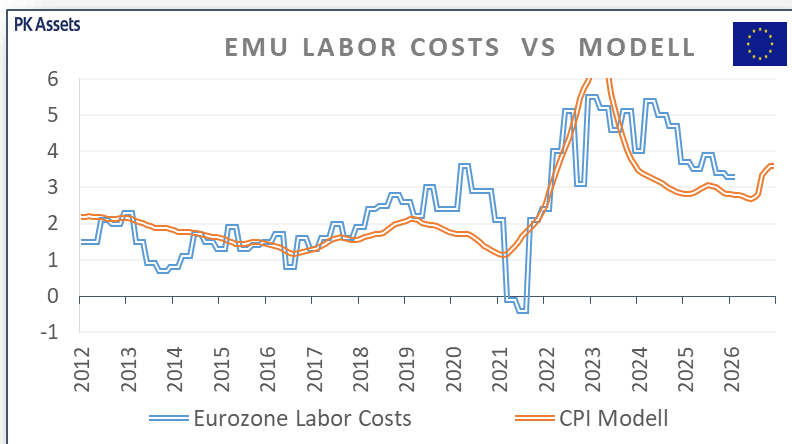
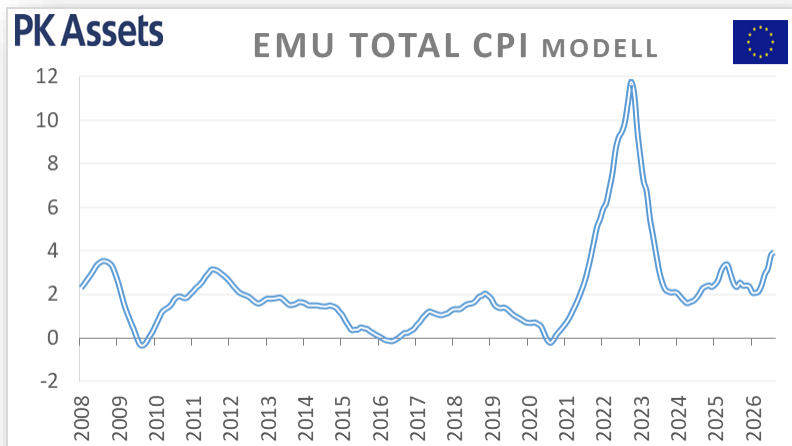
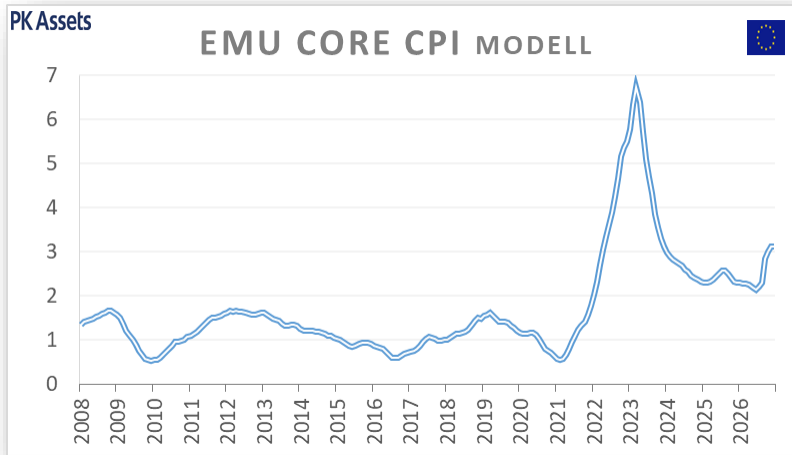
Der 10Y UST bietet am 27.3.26 4.45% Rendite

- Das ist **nominal eher hoch** in einem Range von 3.25-5% in den letzten 3 Jahren
- Das ist **real 2.10%**, **eher hoch** in einem Range von 1-2.5% in den letzten 3 Jahren
- Das korrespondiert mit einer Taylor-Regel, die seit einiger Zeit nicht mehr steigt
- Die Leitzinsverankerung zieht den Modellwert runter, unser Modellwert ebenfalls
- Die 5y5y-Breakeven-Inflationsrate zieht den Wert definitiv nach unten
- Die CPI-Swaps sind neutral, keinesfalls (noch nicht?) Zins-bullish
- Die Notenbankbilanz ist neutral
- Die Zins-Vola unterstützt das aktuelle Niveau
- Die Vigilantes (Term Premium) steigt

➤ **Wir tendieren zu einem Buy**

➤ Wir sehen die Gefahr einer weiteren Eskalierung

➤ Steigt der YTM bis Jahresende auf 5%, dann ist der Gesamtertrag etwa Null, basierend auf dem on-the-run UST 10Y-Bond



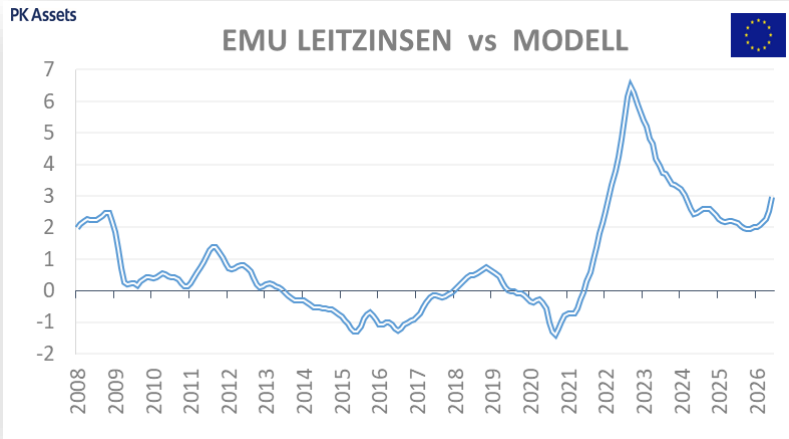
Teuerung: **Pivot nach oben**
Das EZB-Mandat ist die Teuerung

- Unsere Modelle zeigen bereits eine Drehung der Teuerung im Euroraum nach oben
- Dies noch ohne Zweitrundeneffekte
- Einer der Zweitrundeneffekte sind die Löhne
- Das Lohnwachstums-Modell zeigte bereits vor dem Iran-Krieg keine weitere Reduktion für die kommenden Quartale

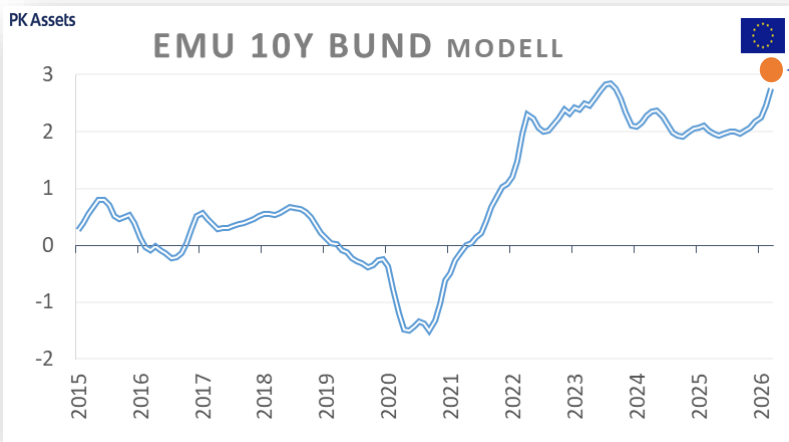
➤ **Der Markt preist bereits 3 Zinserhöhungen ein**



Zinsen: **Höhere
Leitzinsen
Zeit, längere
Bunds
anzubinden**



- Die CPI-Swaps steigen
- Der Markt preist aktuell drei Leitzinserhöhungen ein
- Unser Modell für die Leitzinsen steigen wieder



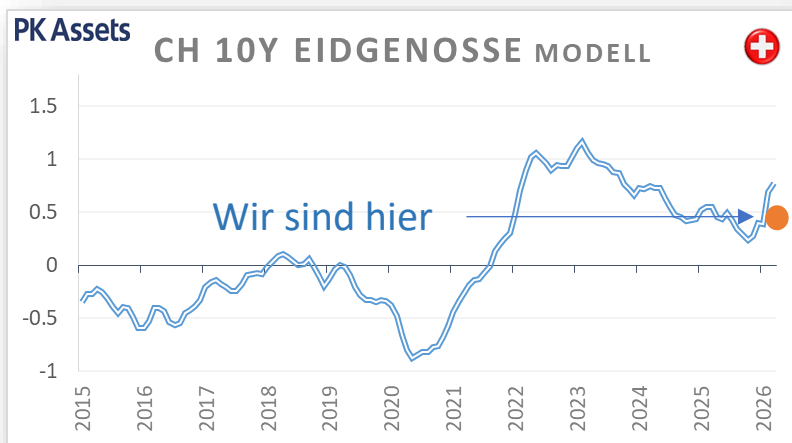
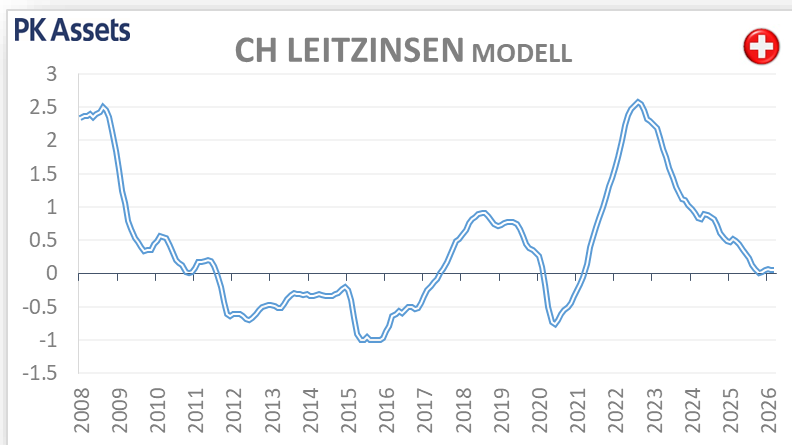
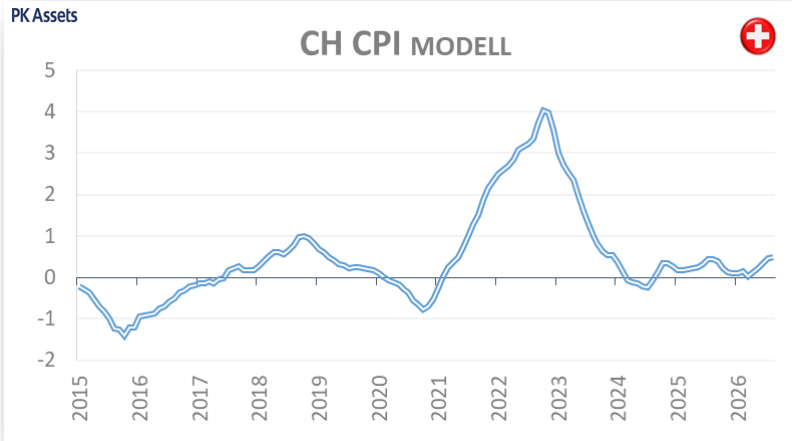
Wir sind hier

- Entweder die Leitzinserhöhungen kommen nicht...
- ... oder sie zerstören Wachstum

➤ **Bund bei 3% ist ein Buy**



Zinsen: Deflation abgewendet
 Negativzinsen abgewendet
Eidgenosse zu teuer



- Die globalen Kräfte, die anderswo für ein Aufflackern der Teuerung sorgen, sind auch in der Schweiz wirksam, wenn auch deutlich gedämpfter
- Dies nimmt Druck von der SNB, wie auch der CHF, der sich nicht aufwertet
- Der CHF ist real dort, wo er vor 15 Jahren war!
- Unser Modell für den Leitmarkt Bund hebt auch das Eidgenossenmodell rauf
- Ebenso wirkt sich die Teuerung auf Monatsbasis aus
- **Wir würden den Eidgenossen bei den aktuellen Zinsen nicht empfehlen**

Marktanalysen

Hier finden Sie unsere regelmässig nachgeführten Marktanalysen.

Wir bieten Ihnen laufend Beiträge an in den Bereichen:

- Obligationen
- Aktien
- Währungen
- Modelle
- Spezial-Themen und Fragestellungen
- Bonitäts-Analysen
- ESG-Themen

Bonitätsanalyse – Capabilities PK Assets AG: [download](#)

Update/Anwendung U.S. BBB: [download](#)

Sind Ratings prognostizierbar? [download](#)

ESG – Capabilities PK Assets AG: [download](#)

Marktanalysen PK Assets AG:

[Inputs_Q1_26](#)

Zinsen: Unsere Modelle [download](#)

Zinskurvenkontrolle: In welchen Ländern? [download](#)

The Market Kolumne: Thema: Zinskurvenkontrolle Teil II: In welchen Ländern? [download](#)

Präsentation: "Significant Risk Transfer: Q&A [download](#)

The Market Kolumne: Thema: Unternehmensanleihen: Der Financial Ryder Cup 2026 [download](#)

Fremdwährungen vs CHF: Wo unter- wo übergewichten? [download](#)

The Market Kolumne: Thema: Blue Owl & Private Debt [download](#)

The Market Kolumne: Thema: Die Art, wie wir investieren... [download](#)



Rechtlicher Hinweis / Disclaimer

Die in diesem Dokument veröffentlichten Präsentationen und Finanzanalysen (nachfolgend „Informationen“) dienen ausschließlich **Informationszwecken** und stellen **weder eine Anlageberatung, eine Empfehlung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten** dar.

Keine Anlageberatung oder Empfehlung

Die bereitgestellten Informationen ersetzen keine individuelle Anlageberatung und berücksichtigen nicht die persönlichen Verhältnisse, finanziellen Verhältnisse oder Anlageziele der Nutzer. Vor jeder Anlageentscheidung wird empfohlen, eine qualifizierte Finanzberatung in Anspruch zu nehmen.

Keine Gewähr für Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität

Die Informationen basieren auf Quellen, die als zuverlässig erachtet werden. Dennoch übernehmen wir keine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der bereitgestellten Inhalte. Analysen und Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern.

Risiko von Finanzanlagen

Investitionen in Finanzinstrumente sind mit Risiken verbunden, einschließlich des möglichen Verlusts des eingesetzten Kapitals. Frühere Wertentwicklungen oder Prognosen lassen keine verlässlichen Rückschlüsse auf zukünftige Ergebnisse zu. Wir übernehmen keine Haftung für finanzielle Verluste oder andere Schäden, die aus der Nutzung der Informationen entstehen.

Interessenkonflikte

Unsere Analysten, Mitarbeiter oder verbundenen Unternehmen können in den in den Analysen erwähnten Finanzinstrumenten investiert sein oder mit diesen in Geschäftsbeziehungen stehen. Dies kann zu potenziellen Interessenkonflikten führen.

Kein Angebot, keine Aufforderung

Die bereitgestellten Informationen stellen kein Angebot zum Abschluss eines Vertrages und keine Aufforderung zur Abgabe eines Kauf- oder Verkaufsangebots dar. Die Inhalte richten sich nicht an Personen in Ländern, in denen die Bereitstellung oder Verbreitung solcher Informationen gegen geltendes Recht verstößt.

Haftungsausschluss

Wir haften nicht für direkte oder indirekte Schäden, Folgeschäden oder sonstige Verluste, die aus der Nutzung oder dem Vertrauen auf die veröffentlichten Informationen entstehen.

Änderungen und Verfügbarkeit

Wir behalten uns das Recht vor, die Inhalte jederzeit ohne vorherige Ankündigung zu ändern, zu ergänzen oder zu entfernen. Zudem übernehmen wir keine Garantie für die ständige Verfügbarkeit der Website oder der darin enthaltenen Informationen.

Wir wissen, dass ein Disclaimer an und für sich dämlich ist, wir entschuldigen uns in aller Form für diese Belästigung.