

Fremdwährungen vs. CHF

Strategische Positionierung 2026

2/2026

Kurz-Zusammenfassung

- ❖ Unsere Schlüsse für die Währungspositionierung in 8 Fremdwährungen basiert auf folgenden Bausteinen
 - Leitzinsmodelle für jede Währung
 - Modelle für die Wahrscheinlichkeit einer Zinskurvenkontrolle
 - Modelle für Teuerungen und Arbeitslosenraten
 - Modelle für Kapitalmarktzinsen
 - Modelle für die Währungspaare
- ❖ Das sind über 40 einzelne Modelle, die uns zu den Schlüssen verholfen haben, die wir Ihnen hier präsentieren
- ❖ Die Grosswetterlage bei den Fremdwährungen ist eine von hartnäckiger Inflation und hohen Inflationsdifferenzen gegen den CHF, eines ungewissen Trends in den Leitzinsen, drehenden Zinserwartungen und enorm hohen Nominalzinsen ausserhalb der Schweiz. Die steilen Zinskurven strotzen vor potentiellen Erträgen, dies bei aktuell geringem Finanzstress.
- ❖ Die negativen Erfahrungen mit Fremdwährungen seit der GFC machen fast jede historische Szenarioanalyse für die Fremdwährungen unattraktiv. Aber es gibt Nuancen.
- ❖ Hinzu kommt unsere Studie zu den Wahrscheinlichkeiten einer kommenden Zinskurvenkontrolle, die uns insbesondere in zwei Währungen extrem vorsichtig macht.
- Untergewichten: USD, GBP
- Gleichgewichten: EUR, CAD, AUD
- Übergewichten: NZD, SEK, NOK

Währung	Bewertung	Zinsdiff	Inflation	Risiko	View
USD	0	+	-	-	↓
EUR	0	+	-	0	→
GBP	-	+	-	-	↓
CAD	+	+	-	0	→
AUD	0	+	-	0	→
NZD	+	+	-	+	↑
SEK	+	+	0	+	↑
NOK	++	+	-	+	↑

Währungen: Grosswetterlage

In den 8 in der Folge zu besprechenden **Fremdwährungen vs. CHF** (die wichtigsten Obligationenwährungen ex Japan) sinkt die **Teuerung** im Schnitt nicht mehr, verharrt seit einem Jahr bei 2.5%. Die Teuerungsdifferenz der FW zum CHF ist wieder deutlich gestiegen und verursachen einen konstanten Abwärtsdruck auf die Fremdwährungen.

Die **Leitzinsen** sind seit dem Top im 2024 im Schnitt von 4.8 auf 2.9% gefallen, haben allerdings Abwärts-Momentum eingebüsst. Ein grosser Abstand zur SNB verbleibt, er hat sich im Abwärtszyklus aber von 3.6% lediglich auf 2.9% ermässigt und bleibt deutlich über dem Niveau von 2010 bis Covid.

Die **Leitzinserwartungen** haben gedreht. Die 2Y-Zinsen sind im Schnitt wieder über die Leitzinsniveaus gestiegen, was im Schnitt keine weitere Reduktion der Leitzinsen impliziert.

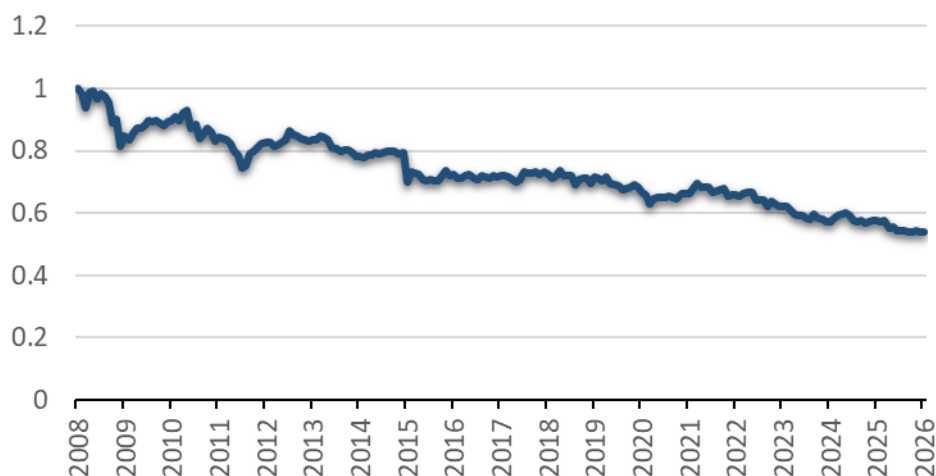
Bei den **Kapitalmarktzinsen** haben die 10Y-Zinsen nach oben gedreht, die Nominalzinsdifferenz der Fremdwährungen zum CHF im Bereich 2Y und 10Y ist so hoch wie nie seit der GFC, FW sehen zinsseitig ausserordentlich attraktiv aus. Die **Zinskurven** sind steil, was die Fremdwährungen gegen den CHF zusätzlich stützen.

Das **Stressniveau** in den Finanzmärkten ist eher tief, auch dies unterstützt die Bewertung der Fremdwährungen, insbesondere die risk-on-Währungen.

Wenn man die **Leitmarkt-Szenarien** anschaut, dann ergeben sich folgende generelle Schlüsse für die Fremdwährungen. Macht das Fed mit Zinsreduktionen weiter, dann hilft dies nur einer Währung, dem CHF. Pausiert das Fed auf unbestimmte Zeit, dann ist dies im Schnitt eher neutral für die Fremdwährungen. Aktienkorrekturen und Finanzmarktstress sind enorm negativ für Fremdwährungen, eine Aktienhausse gibt gemischte Resultate.

Unsere strategischen **Modelle für die Wahrscheinlichkeit einer Zinskontrolle** machen uns insbesondere bei zwei Währungen sehr vorsichtig.

8 Fremdwährungen vs CHF*



* USD, EUR, GBP, CAD, AUD, NZD, SEK, NOK

Steckbrief

Basierend auf dem **real effektiven Wechselkurs** sieht der Dollar überbewertet aus. Allerdings gilt dies auch für den CHF, weshalb dieser Punkt hier nicht sticht.

Die **Szenarioanalyse** für Notenbank und Risikoaversität sieht eher bearish aus, für die zwei realistischen Szenarien «Fed cuttet weiter» und «Fed pausiert» gab es historisch deutliche Abschlüge. Unser **Leitzins-Modell** spricht für leicht tiefere Fed Funds. Der **Markt** erwartet 2 Zinsreduktionen im 2006

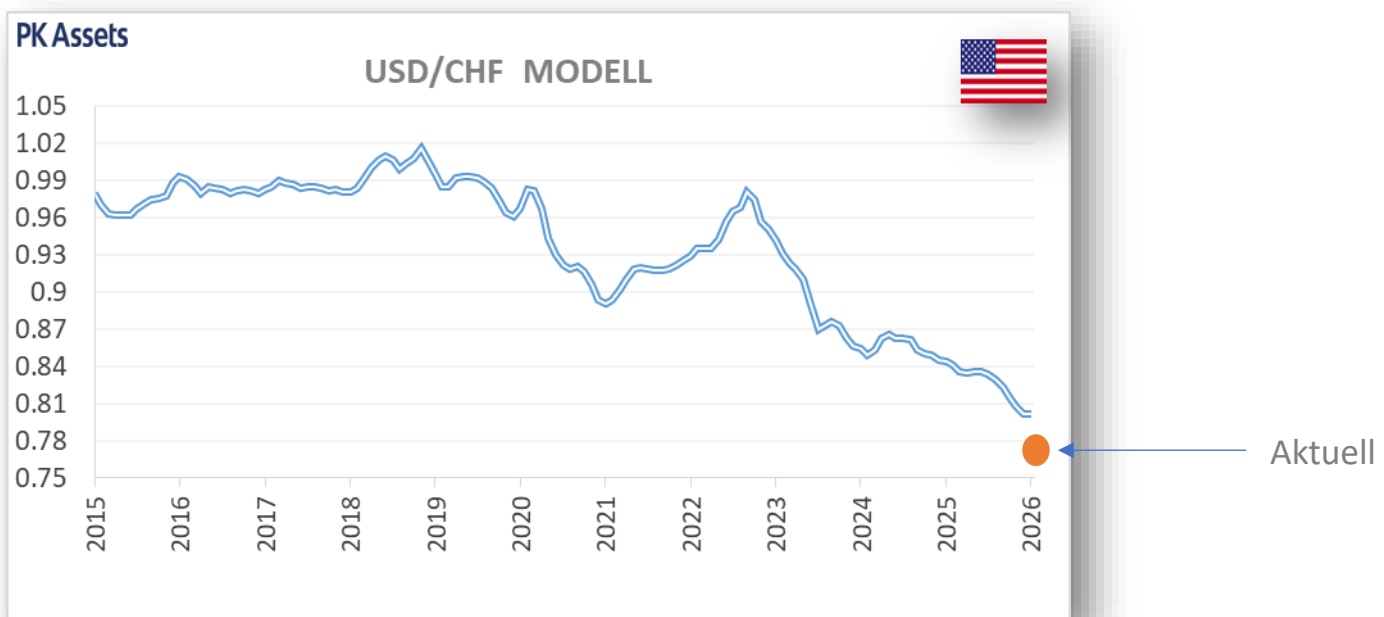
Der USD sieht allerdings bullish aus im Szenario «Finanzmarktstress».

Unser strategisches **Modell für die Wahrscheinlichkeit einer Zinskurvenkontrolle** ist überaus bearish für USD/CHF.

Notenbankbilanzen: Die SNB hält seine Bilanz stabil, das Fed hat den Rückbau der Bilanz abgeschlossen. Damit sind hier die Impulse im Moment raus aus dem System.

Relative Bewertung: Die **Inflationsdifferenzen** sorgen für konstanten Abwärtsdruck im Währungspaar. Die zuletzt fallenden **Inflationserwartungen** in den USA bestätigen diesen Sachverhalt, stützen den Dollar aber im Moment. Die **Nominalzinsdifferenzen** sprechen überaus klar für den Dollar. Unser taktisches Modell zeigt ein interessantes Bild: Abwärtsdruck auf den Dollar und ein USD/CHF-Kurs, der bereits mehr nachgegeben hat als unser Modell es impliziert.

View: Überverkauft aber kein Buy, strategisch untergewichten



Steckbrief

Basierend auf dem **real effektiven Wechselkurs** sieht der EUR korrekt bewertet aus. Dies gegen einen gemäss REER überbewerteten CHF.

Die **Szenarioanalyse** für den Leitzmarkt sieht eher bearish aus, für das Szenario «Fed cuttet weiter» gabs historisch Abschlüge, das Szenario «Fed pausiert» ist neutral für den EUR. Der EUR vs CHF eher risk-on, weshalb das Szenario «Finanzmarktstress» bearish ist.

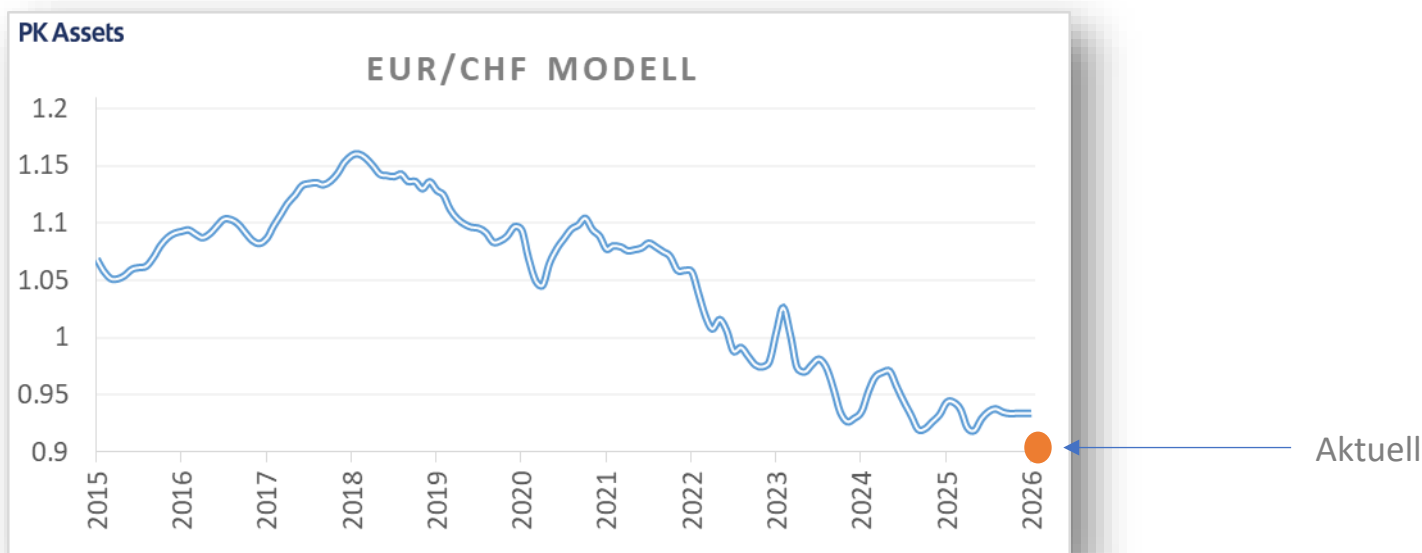
Unser strategisches **Modell für die Wahrscheinlichkeit einer Zinskurvenkontrolle** ist eher bearish für EUR/CHF. Wir glauben nicht an eine Zinskurvenkontrolle der EZB aber allenfalls für Leitzins-Zurückhaltung und Bilanz-Erhöhungen.

A propos **Notenbankbilanzen**: Die SNB hält seine Bilanz stabil, die EZB ist im Moment nicht aktiv.

Relative Bewertung: Unser **Leitzinsmodell** für die EZB zeigt einen Seitwärtstrend. Der **Markt** erwartet leichten Abwärtsdruck auf die Leitzinsen, also kein Pivot im 2026.

Die **Inflationsdifferenzen** sorgen für konstanten Abwärtsdruck im Währungspaar. Die zuletzt stabilen **Inflationserwartungen** in Deutschland stützen diesen Sachverhalt. Die **Nominalzinsdifferenzen** sprechen überaus klar für den Euro. Unser taktisches Modell zeigt ein eindeutiges Bild: Inflationsdifferenzen und Zinsdifferenzen halten sich die Waage, das risk-on-Umfeld hilft der Bewertung, der **Spread zwischen FR und DE** ist zurückgekommen, das unterstützt den EUR.

View: Leicht überverkauft aber kein überzeugender Buy, strategisch Vorsicht vor dem Risiko Frankreich, gleichgewichteten



Steckbrief

Basierend auf dem **real effektiven Wechselkurs** sieht das GBP korrekt (seit 1995) bzw. überbewertet aus (seit GFC). Dies gegen einen gemäss REER überbewerteten CHF.

Die **Szenarioanalyse** für den Leitzmarkt sieht eher bearish aus, für das Szenario «Fed cuttet weiter» gabs historisch Abschlüge, das Szenario «Fed pausiert» ist neutral für das Pfund. Das GBP vs CHF ist eher risk-on, weshalb das Szenario «Finanzmarktstress» bearish ist.

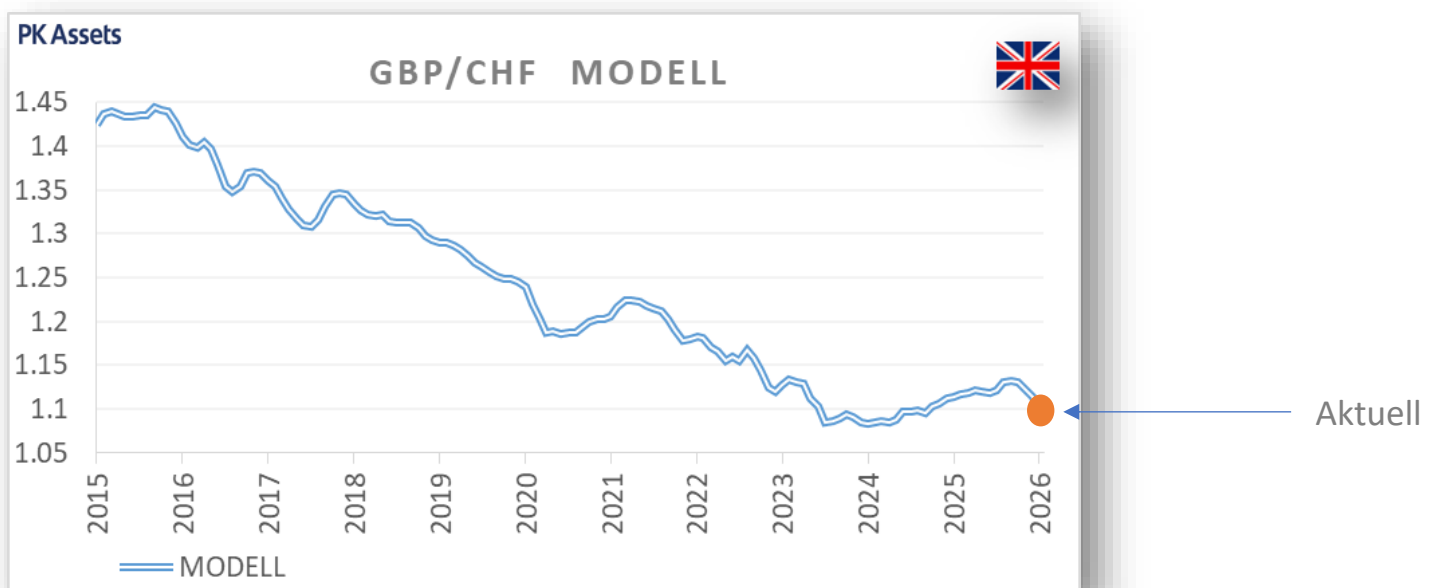
Unser **Leitzinsmodell** für die BOE ist abwärtsgerichtet, der **Markt** erwartet 2 Cuts im 2026.

Unser strategisches **Modell für die Wahrscheinlichkeit einer Zinskurvenkontrolle** ist bearish für GBP/CHF. Der Leidensdruck in UK steigt schnell.

Notenbankbilanzen: Die SNB hält seine Bilanz stabil, die BOE-Bilanz-Assets fallen relativ zum BIP.

Relative Bewertung: Die **Inflationsdifferenzen** sorgen für konstanten Abwärtsdruck im Währungspaar. Die zuletzt stabilen **Inflationserwartungen** in UK stützen diesen Sachverhalt. Die **Nominalzinsdifferenzen** sprechen überaus klar für das Pfund. Unser taktisches Modell zeigt ein eindeutiges Bild: Trotz gutem Risk-On-Umfeld sinkt die Bewertung.

View: Korrekt bewertet, kein Buy. Strategische Vorsicht vor dem Risiko Zinskurvenkontrolle, Szenario bearish.



Steckbrief

Basierend auf dem **real effektiven Wechselkurs** sieht der CAD unterbewertet aus. Dies gegen einen gemäss REER überbewerteten CHF.

Die **Szenarioanalyse** für den Leitmarkt sieht eher bearish aus, für das Szenario «Fed cuttet weiter» gabs historisch happige Abschlüge, das Szenario «Fed pausiert» ist ebenfalls eher negativ für den CAD. Der CAD ist weniger risk-on als Commodity-on, weshalb das Szenario «Finanzmarktstress» nicht übermässig bearish ist.

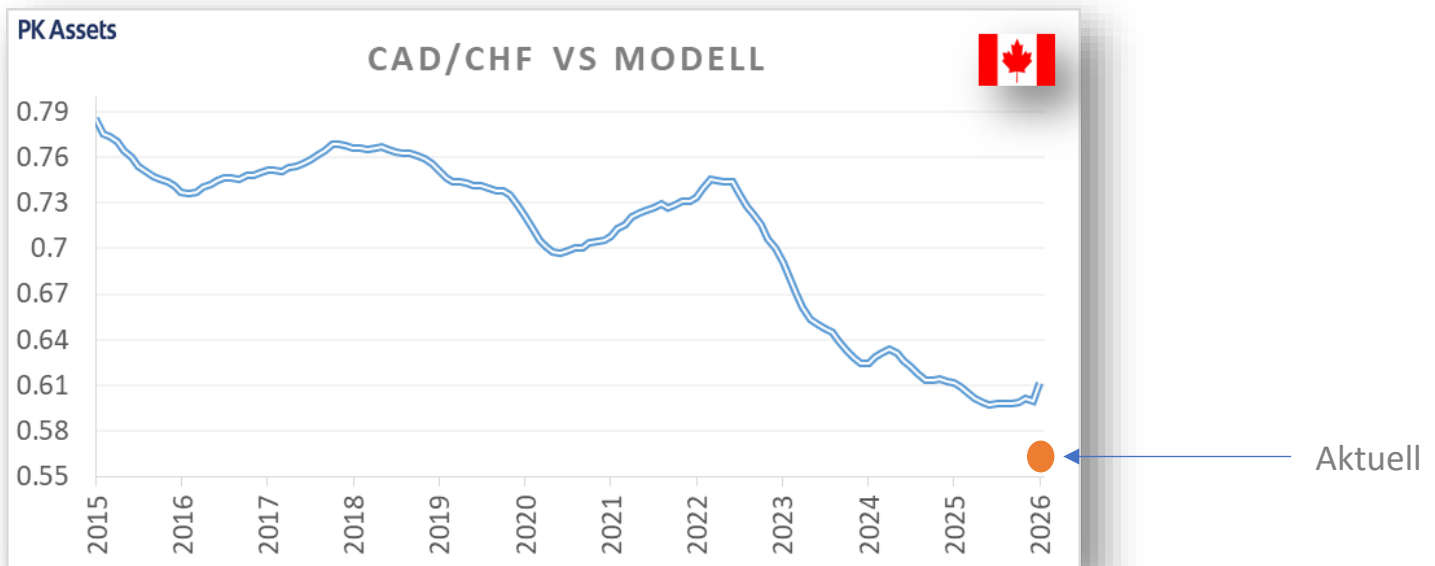
Unser **Leitzinsmodell** für die BOC ist seitwärts gerichtet. Der **Markt** sieht milden Abwärtsdruck auf die Leitzinsen im 2026.

Unser **strategisches Modell für die Wahrscheinlichkeit einer Zinskurvenkontrolle** ist nur mild bearish für den CAD. Der Leidensdruck steigt, aber er ist innerhalb der Fragilen 6 der am wenigsten ausgeprägte.

Notenbankbilanzen: Die SNB hält seine Bilanz stabil.

Relative Bewertung: Die **Inflationsdifferenzen** sorgen für konstanten Abwärtsdruck im Währungspaar. Die zuletzt stabilen **Inflationserwartungen** in Kanada stützen diesen Sachverhalt. Die **Nominalzinsdifferenzen** sprechen überaus klar für den CAD. Unser taktisches Modell zeigt ein eindeutiges Bild: Die Bewertung hat sich gefangen, der Kurs ist dem Modell (nach unten) enteilt.

View: Überverkauft, nicht untergewichten



Steckbrief

Basierend auf dem **real effektiven Wechselkurs** sieht der AUD überbewertet aus, mehr im Intervall seit 1995, weniger im Intervall seit der GFC. Dies gegen einen gemäss REER überbewerteten CHF.

Die **Szenarioanalyse** für den Leitmarkt sieht bearish aus, für das Szenario «Fed cuttet weiter» gabs historisch happige Abschlüge, das Szenario «Fed pausiert» ist ebenfalls eher negativ für den AUD. Der AUD ist weniger risk-on als Commodity-on du China-on, das Szenario «Finanzmarktstress» bleibt aber bearish.

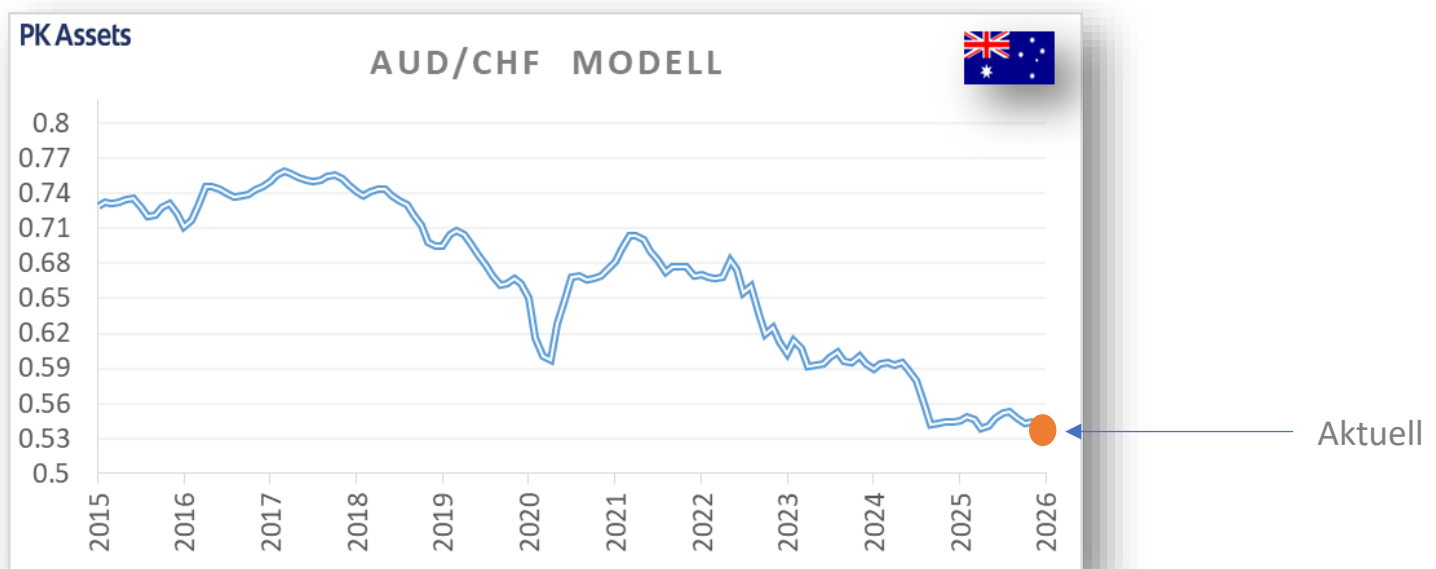
Unser **Leitzinsmodell** für die RBA ist eher wieder aufwärts gerichtet. Und die RBA hat denn auch bereits einmal die Zinsen erhöht. Der **Markt** erwartet mehr im 2026.

Unser strategisches **Modell für die Wahrscheinlichkeit einer Zinskurvenkontrolle** ist nicht bearish für den AUD.

Notenbankbilanzen: Die SNB hält seine Bilanz stabil.

Relative Bewertung: Die **Inflationsdifferenzen** sorgen für konstanten Abwärtsdruck im Währungspaar. Die zuletzt gestiegenen **Inflationserwartungen** in Australien wiegen schwer auf der Währung. Die **Nominalzinsdifferenzen** sprechen überaus klar für den AUD. Unser taktisches Modell zeigt ein eindeutiges Bild: Bewertung und Wechselkurs sind kongruent

View: Korrekt bewertet; bricht die Leitzinserhöhung die Inflationserwartungen?
Noch kein klarer Buy, nicht untergewichten



Steckbrief

Basierend auf dem **real effektiven Wechselkurs** sieht der NZD korrekt bewertet aus. Dies gegen einen gemäss REER überbewerteten CHF.

Die **Szenarioanalyse** für den Leitmarkt sieht umso bearischer aus, je mehr risk-off das Szenario ist. Der NZD ist sowohl eine risk-on- wie eine China-Währung.

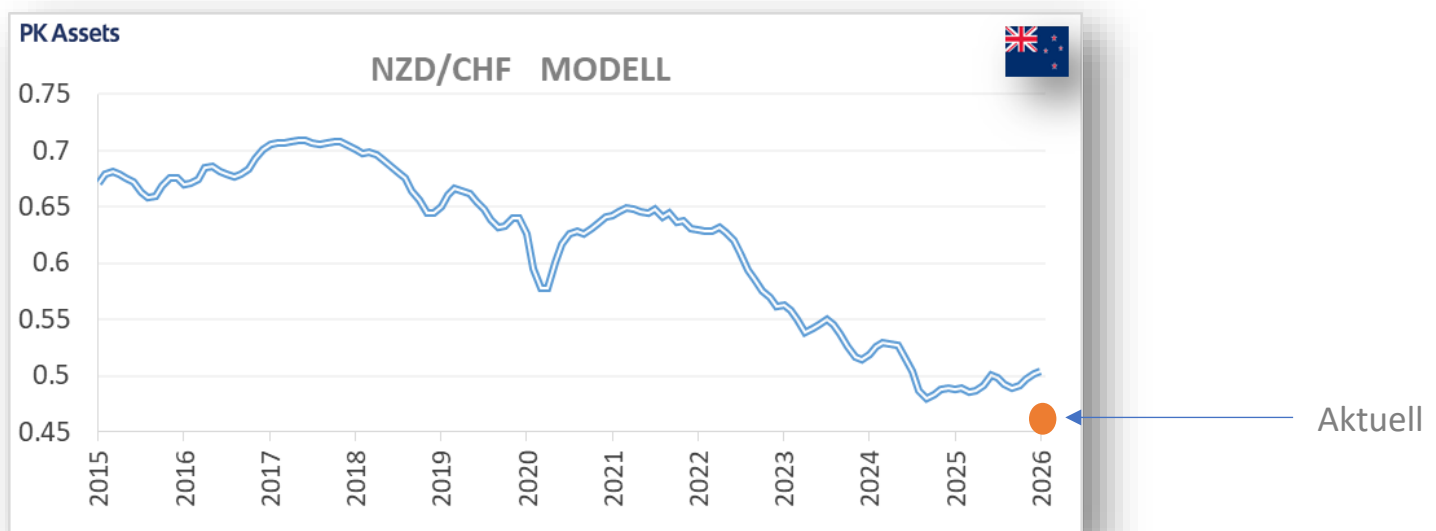
Unser **Leitzinsmodell** für die RBNZ ist am drehen, auch der **Markt** eskomptiert im 2026 eine Zinserhöhung.

Notenbankbilanzen: Die SNB hält seine Bilanz stabil.

Unser strategisches **Modell für die Wahrscheinlichkeit einer Zinskurvenkontrolle** ist nicht bearish für den NZD.

Relative Bewertung: Die **Inflationsdifferenzen** sorgen für konstanten Abwärtsdruck im Währungspaar. Die zuletzt gestiegenen **Inflationserwartungen** in Neuseeland bestätigen dies für den Ausblick. Die **Nominalzinsdifferenzen** sprechen überaus klar für den NZD. Unser taktisches Modell zeigt ein eindeutiges Bild: Die Bewertung des NZD scheint nachhaltig zu drehen, deutlich weg vom aktuellen Wechselkurs.

View: Buy



Steckbrief

Basierend auf dem **real effektiven Wechselkurs** sieht der NOK massiv unterbewertet aus. Dies gegen einen gemäss REER überbewerteten CHF.

Die **Szenarioanalyse** für den Leitmarkt sieht in jedem Fall bearischer aus; der NOK hat in den letzten Jahren dermassen katastrophal performt, dass jede historische Szenarioanalyse negativ ausfällt. Der NOK ist zudem eine ausgesprochene risk-on-Währung

Unser **Leitzinsmodell** für die Norges Bank tritt am Ort, auch der **Markt** erwartet im 2026 keine Zinsschritte.

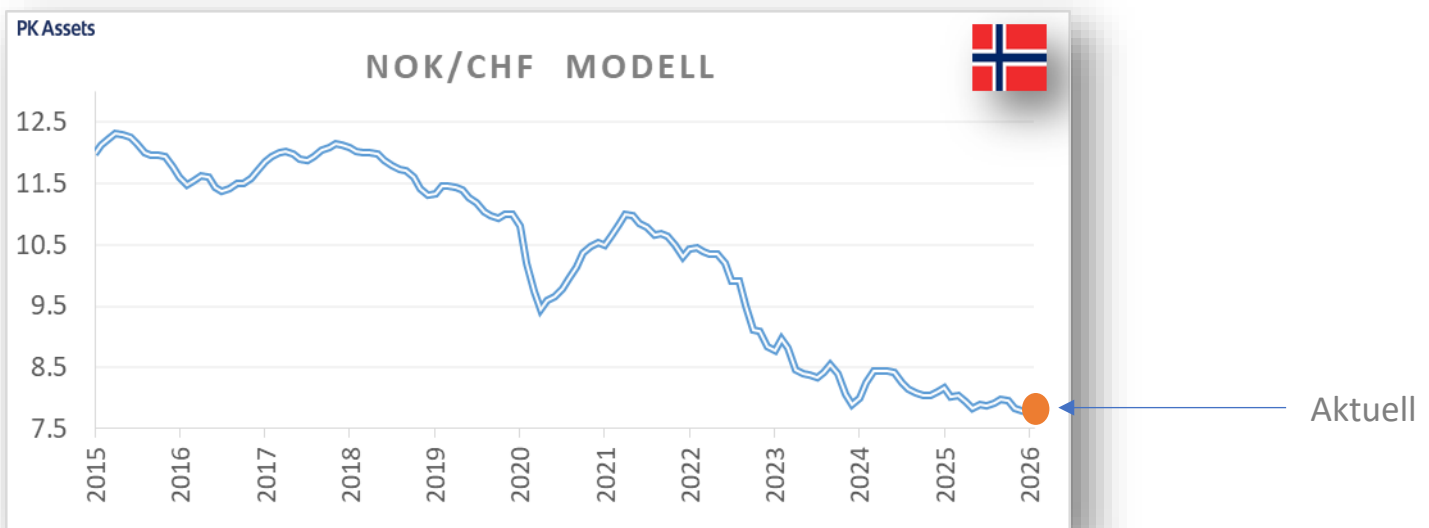
Unser strategisches **Modell für die Wahrscheinlichkeit einer Zinskurvenkontrolle** ist nicht bearish für den NOK, im Gegenteil, Norwegen ist bonitätsmässig besser als die Schweiz!

Notenbankbilanzen: Die SNB hält seine Bilanz stabil. Die Norges Bank kauft aktuell keine FX gegen NOK, das ist sehr wichtig für die Währung.

Relative Bewertung: Die **Inflationsdifferenzen** sorgen für konstanten Abwärtsdruck im Währungspaar. Die **Nominalzinsdifferenzen** sprechen überaus klar für den NOK. Am wichtigste jedoch scheint uns die Inflationsdifferenz, die immer noch massiv zuungunsten des NOK arbeitet

Unser taktisches Modell zeigt, dass der NOK sich stabilisiert hat in der Bewertung, ohne grosses Momentum.

View: Kein sauberer Buy aber wegen der guten Bonität und der massiven Unterbewertung gem. REER Übergewichten. Achtung: risk-on!



Steckbrief

Basierend auf dem **real effektiven Wechselkurs** sieht der SEK leicht unterbewertet aus. Dies gegen einen gemäss REER überbewerteten CHF.

Die **Szenarioanalyse** für den Leitmarkt sieht in jedem Fall bearischer aus; der SEK hat in den letzten Jahren dermassen katastrophal performt, dass jede historische Szenarioanalyse negativ ausfällt. Der SEK ist zudem eine risk-on-Währung vs CHF. Unser **Leitzinsmodell** für die Riksbank ist immer noch leicht abwärtsgerichtet, auch der **Markt** erwartet im 2026 einen halben Zinsschritt.

Unser strategisches **Modell für die Wahrscheinlichkeit einer Zinskurvenkontrolle** ist nicht bearish für den SEK.

Notenbankbilanzen: Die SNB hält seine Bilanz stabil.

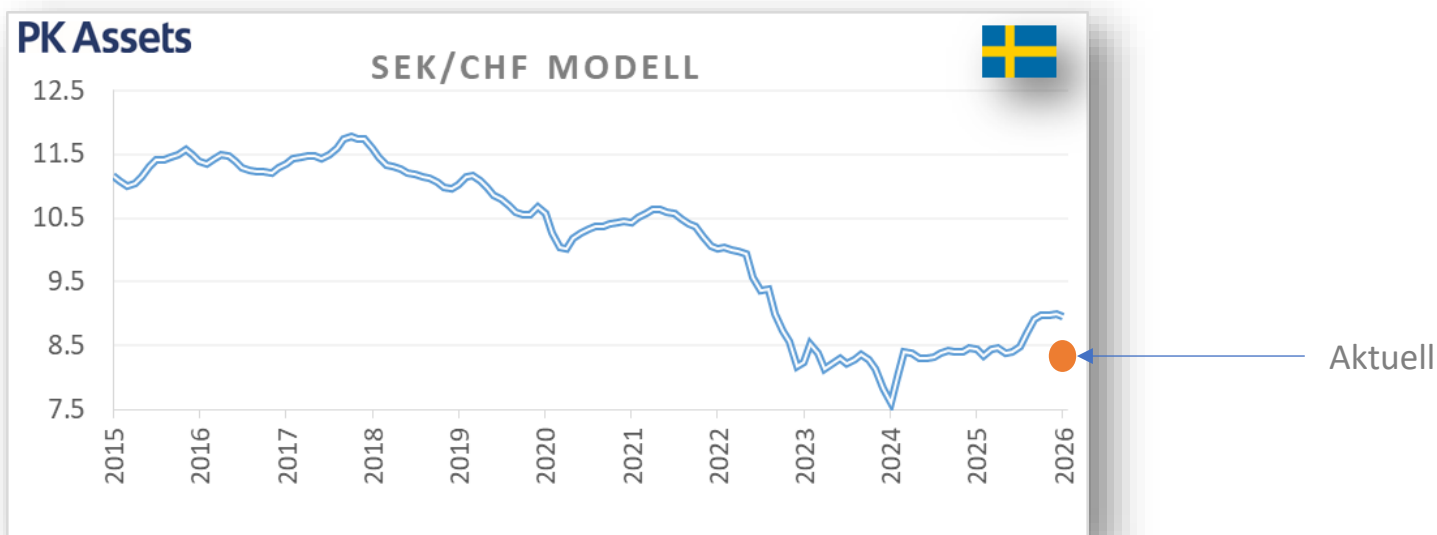
Relative Bewertung: Die **Inflationsdifferenzen** sorgen aktuell nicht für Abwärtsdruck im Währungspaar, die schwedische Teuerung ist komplett versiegt.

Die Zinkurve in Schweden ist ungleich steiler das hilft dem SEK. Die

Nominalzinsdifferenzen sprechen überaus klar für den SEK.

Unser taktisches Modell zeigt, dass der SEK bewertungsmässig besser wird, und überkauft ist.

View: Buy



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](#)



Jürg Lutz



Jürg Lutz ist Anleihenspezialist beim Schweizer Vermögensverwalter PK Assets, der auf die Anlage von Pensionskassengeldern spezialisiert ist. Er bezeichnet sich selbst als alten Hasen im Bondmarkt, was angesichts seiner dreissigjährigen Erfahrung in der Verwaltung von Anleihenportfolios nicht ganz abwegig ist. Der Bündner ist Vater von zwei Kindern und beseelt von der Vorstellung, bis zu seinem Ableben die Via Spluga, die entlang des alten Säumerpfades von Thuis ins italienische Chiavenna führt, mindestens hundert Mal zu wandern. Viel fehlt ihm bis zu diesem Ziel nicht mehr.

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.