

Zinsen

Bewertungsmodelle
10/2026

Interessante Themen

- Die Dollarzinsen steigen rasch! Schneller als diejenigen in den anderen Währungen
- Der Grund: Steigende Leitzinsphantasien: Zwischen 1 bis weit über 4 Erhöhungen je nach Währung
- Die Leitzinsen der 9 Währungen haben erst gerade gedreht
- Die Inflationsraten der 9 Währungen bewegen sich im Schnitt weg vom Notenbankziel von 2% und klopfen an der 3%-Marke an, die meisten sind über 3%
- Die U.S. Breakevens und die Swaps steigen aber kaum und rangieren unterhalb der aktuellen realisierten Teuerungsraten. Wir sehen keine Belebung.
- Auch in den für uns zentralen 5y5y-Breakevens ist kaum Momentum zu sehen
- Die Realzinsen sehen hoch aus
- Zinsen von Ländern mit hohen Staatsschulden steigen seit Monaten schneller als die Zinsen von gesünderen Ländern

Steckbriefe

USD: Unser Modell zeigt Aufwärtsdruck an, hält aber nicht Schritt mit der Wirklichkeit

EUR: Unser Modell zeigt Aufwärtsdruck an, schneller als die Wirklichkeit: Kein Verschnaufen für die Bunds?

CH: Die Zinsen sind zu tief!

UK: Modell und Wirklichkeit kompatibel. V.a. wegen dem Leitmarkt USA!

CAN: Dito zu UK

AUS: Das Modell ist kompatibel mit der Wirklichkeit

NZ: Kompatibel: Leitmärkte USA und AUS drücken die Bewertung nach oben

NOK: Kompatibel: Leitmarkt EUR zieht Modell etwas nach oben

SWE: Kompatibel: Leitmarkt EUR zieht Modell etwas nach oben

Fazit

Wovon nähren sich die zum Teil hohen Leitzinserwartungen?

Die realisierte Inflation steigt im Trend. Das sorgt für entsprechende Handlungszwänge.

Die CPI-Swaps und Breakevens sind aber zahm.

Die Verschuldungsdebatte hat fast keine Traktion in unseren Modellen. Dies kommt vielleicht noch.

USA zieht als Leitmarkt in den Bewertungsmodellen alle anderen rauf. Europa zieht Skandinavien und CH rauf.

Die Realzinsen sind hoch und dienen als Puffer, sollte der Ausverkauf weiter gehen.

Der Realzinspuffer schmilzt, sollten die Inflationserwartungen wieder ausbrechen.

Wie sind die hohen Zinsen zu interpretieren?

Interessanter Artikel: Er stützt unsere Beobachtungen:

“(..) the economy is currently responding very differently from what would normally be expected after such a large increase in borrowing costs. Higher mortgage rates, tighter corporate financing conditions and a much higher policy rate have been in place for some time. Yet the survey data are showing stronger activity and stronger hiring rather than a clear loss of momentum.

There are several possible explanations. Household balance sheets remain relatively healthy, large companies have termed out substantial amounts of debt at lower rates, fiscal policy remains supportive and investment linked to technology, infrastructure and energy continues to support activity. (..) Whatever the explanation, the practical implication for monetary policy is similar. The economy currently appears able to tolerate a higher cost of money than markets expected. (..)

If investors were primarily becoming concerned that inflation would remain much higher over the next decade, we would expect breakeven inflation to contribute meaningfully to the rise in nominal yields. So far, that has not happened. (..)

Part of the move reflects a more hawkish Fed path. Stronger growth allows the central bank to keep policy restrictive for longer and reduces the urgency to bring rates back down. (..)

The market appears to be reassessing the level at which rates may eventually settle if the economy continues to tolerate tighter financial conditions. (..)

the move has extended well beyond the maturities most directly influenced by the immediate Fed path. (..)

Investors appear increasingly willing to entertain the idea that rates can remain higher for several years without producing the slowdown that had previously been assumed. (..)

Real yields have moved sharply higher, but corporate credit spreads have barely reacted.

This is important because Treasury yields influence the economy through other financing markets.

A company does not borrow at the Treasury yield. It borrows at the Treasury yield plus a credit spread. If investors became worried that higher rates were about to undermine corporate balance sheets or trigger a recession, that additional spread should begin widening.”

Macro Pitchoun 9/2026

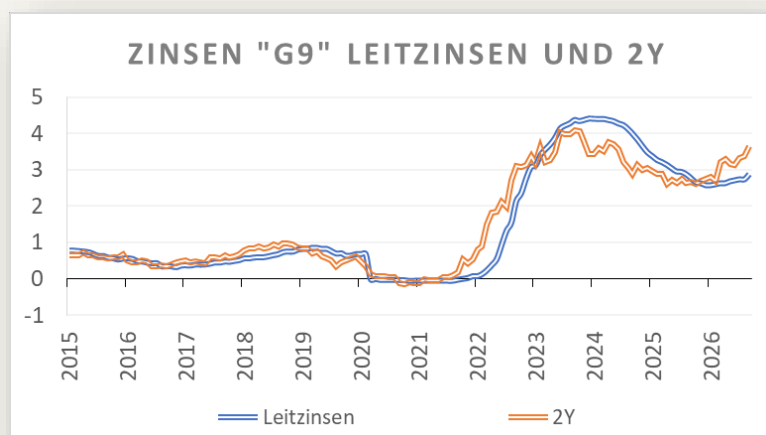
Interessante Themen: **Die Dollarzinsen!**

- Die Dollarzinsen steigen rasch!
- Gegenüber dem CHF ist das Zinsdifferenzial aus der Seitwärtsbewegung seit 2023 ausgebrochen
- Die Zinsen steigen aktuell schneller als in den anderen für uns relevanten Währungen (EUR,GBP,CAD,AUD,NZD,NOK,SEK,CHF)
- Der Zinsvorteil des USD gegenüber den anderen acht Währungen ist aktuell in der Nähe des Tops des Ranges seit 2023
- Die Frage ist, wie gross der Einfluss des Zinsanstiegs auf die anderen Währungen ist

Interessante Themen:

Leitzinsphantasie steigt

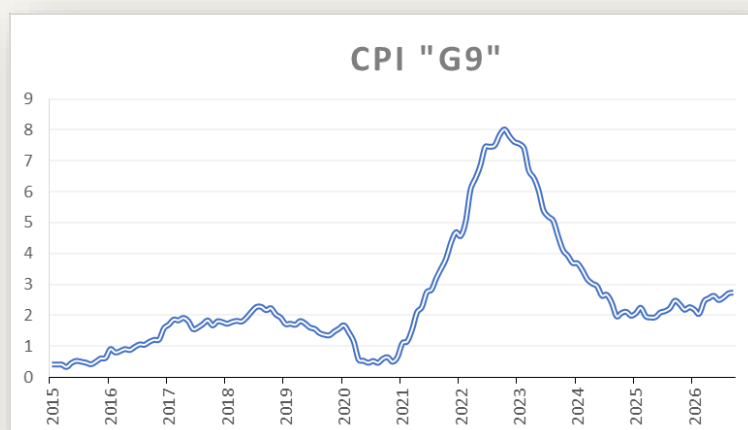
- Die Zinsen steigen, weil die Leitzinserwartungen steigen
- Die Zweijahreszinsen zeigen dies klar an, sie übertreffen die Leitzinsen überdeutlich
- Das ist nicht nur ein Phänomen im U.S. Dollar
- Nehmen wir die neun Währungen, so liegt der 2-Jährige Zins im Durchschnitt 80 Basispunkte über dem Leitzins, ein klares Signal
- Schaut man die Leitzinsen der 9 Währungen an, dann sieht man, dass der Trend erst gedreht hat, aber noch in seinen Anfängen steckt
- Die Leitzinserwartungen betragen aktuell zwischen 1 bis weit über 4 Erhöhungen à 25 Basispunkten



«G9»:
USA,DE,UK,CAN,AUS,NZ,NOR,SWE,CH
Quelle: PK Assets, Notenbanken, Marktdaten

Interessante Themen: Inflation steigt, Inflationserwartungen nicht

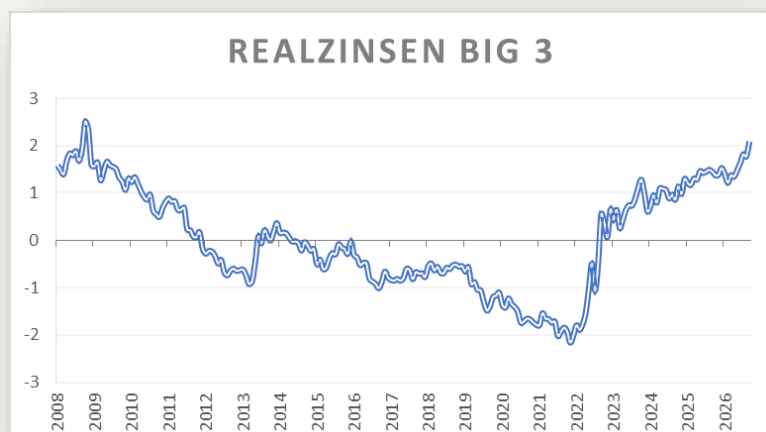
- Hier wird es interessant:
- Die Inflationsraten der 9 Währungen bewegen sich im Schnitt weg vom Notenbankziel von 2% und klopfen an der 3%-Marke an
- Nimmt man CH und Schweden raus, sind wir deutlich über 3%
- Die Breakevens und die Swaps steigen aber kaum
- Die Swaps und Breakevens in den USA in den relevanten Laufzeiten bewegen sich alle auf einem Niveau bei ca. 2.5%, also unter der aktuellen, realisierten Teuerung
- Wir sehen weder eine Belebung der Inflationserwartungen im Bereich Breakevens, CPI-Swaps, noch im 5y5y-Bereich



«G9»: USA,DE,UK,CAN,AUS,NZ,NOR,SWE,CH
Quelle: Nationale Statistikämter, PK Assets
(Durchschnitt G9)

Interessante Themen: **Realzinsen hoch**

- Nehmen wir die aktuellen 10-Jahreszinsen von USA, Deutschland und Grossbritannien
- Vergleichen wir sie mit den Breakevens dieser drei Länder ebenfalls für 10 Jahre
- Dann ist dieser so ermittelte **Realzins so hoch wie 2009 nicht mehr**
- Dies unterschätzt noch die Brisanz des Sachverhalts
- Waren wir bei -2% im 2022, sind wir aktuell bei +2%
- Wenn wir die realisierte Inflation heranziehen, dann sind wir immer noch an der oberen Schwelle des Bereichs der letzten 15 Jahre
- Dieser Realzins ist ein Schutz gegen die Unsicherheit



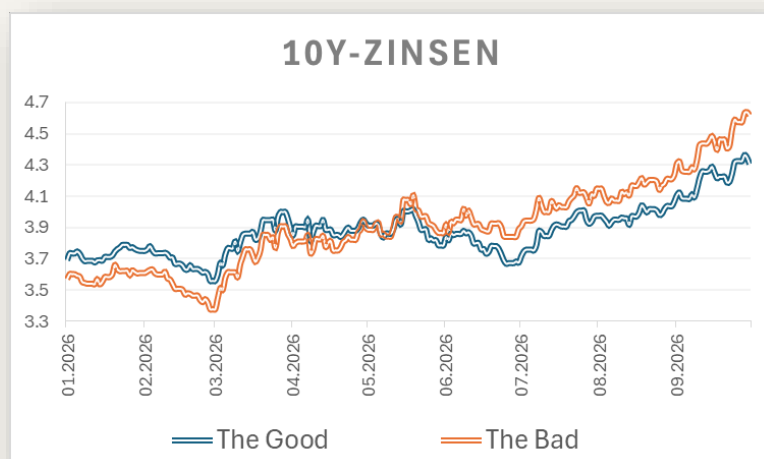
«Big3»: USA,DE,UK

Realzinsen: 10Y Regierungsanleihen ./ 10Y-Breakevens

Quellen: Quelle: PK Assets, eigene Berechnung auf Basis von Marktdaten

Interessante Themen: Die Schuldenthematik

- Globale Zinsen: Spielen Schulden langsam eine Rolle?
- Die Zinsen steigen, und es zeigt sich ein Muster:
- Zinsen von Ländern mit hohen Staatsschulden (UK, USA, Japan, Frankreich) steigen in diesem Jahr schneller als die Zinsen von gesünderen Ländern (Norwegen, Schweden, Australien, Neuseeland, Deutschland und Spanien)
- Dies notabene ohne eine dementsprechende Tendenz bei Teuerung, und auch nicht bei den Leitzinsen:
- Weder haben die verschuldeten Währungen im Durchschnitt höhere Teuerung oder höhere Leitzinsen als die gesunden Währungen

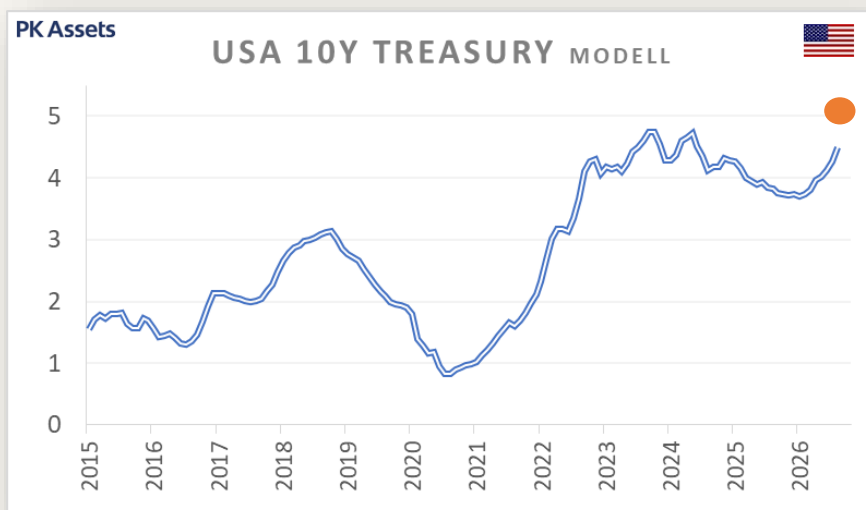


Quellen: Quelle: PK Assets, eigene Berechnung auf Basis von Marktdaten

Steckbrief

- Der 10Y-Zins ist deutlich über dem **Leitzins**, was mit den **Leitzinserwartungen** von rund 4 Erhöhungen à 25 bips zusammenhängt.
- Die **5y5y-Teuerung** spricht eindeutig für tiefere Kapitalmarktzinsen, hier ist auch keinerlei Momentum zu beobachten.
- Die Bewegungen der **Notenbankbilanz** sind aktuell neutral für den Benchmarkzins.
- Das **nominale Wirtschaftswachstum** drückt den Zins nach oben.
- Die aktuell schnell steigende **Volatilität** ist ebenfalls stimulierend für den Zins.
- Das **Modell von Cameron Crise** schätzt die faire 10y-Treasury-Rendite als Summe aus Policy-Rate-Erwartung, Forward-Kurve (Pfad der Leitzinsen) und einem Taylor-Rule-artigen Makroterm. Der aktuelle Zins ist kompatibel mit diesem Ansatz.
- Die Staatsverschuldung pro BIP verbessert das Modell nicht, sie ist auch im Trend nicht steigend.

Insgesamt zeigt das Modell Aufwärtsdruck für den U.S. Treasury an, aber das Niveau hält nicht Schritt mit der Wirklichkeit

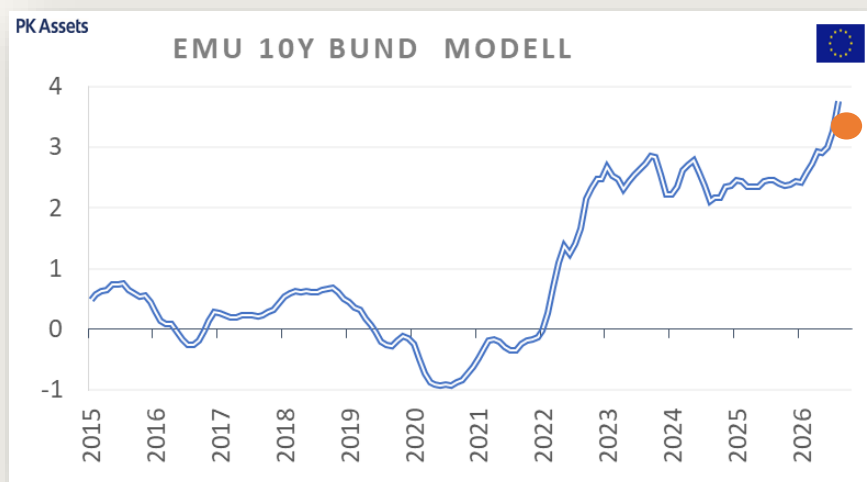


Quellen: PK Assets AG, eigene Modellberechnung

Steckbrief

- Der 10Y-Zins ist deutlich dem **Leitzins** enteilt, was mit den **Leitzinserwartungen** von rund 3.5 Erhöhungen à 25 bips zusammenhängt.
- Die **5y5y-Teuerung** spricht eindeutig für tiefere Kapitalmarktzinsen, hier ist auch keinerlei Momentum zu beobachten.
- Die Bewegungen der **Notenbankbilanz** sind marginal stimulierend für den Benchmarkzins.
- Die **Verschuldung Frankreichs** drückt den Zins nach oben
- Das **nominale Wirtschaftswachstum** bremst den Zins.
- Die aktuell schnell steigende **Volatilität** ist ebenfalls stimulierend für den Zins.
- Der **Leitmarkt USA** drückt den Zins deutlich nach oben.

Insgesamt zeigt das Modell Aufwärtsdruck an für den Bund-Zins, wobei das Modell schneller steigt als die Wirklichkeit: Kein Verschnaufen für die Bunds?



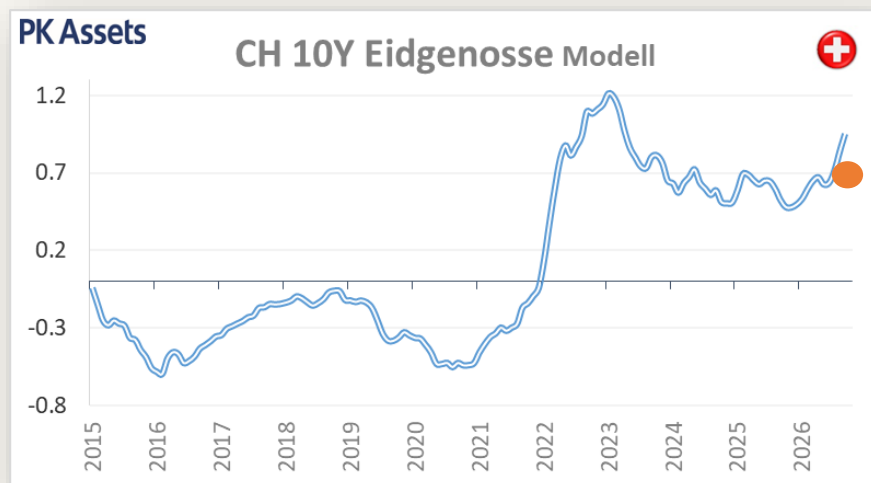
Zins Aktuell

Quellen: PK Assets AG, eigene Modellberechnung

Steckbrief

- Der 10Y-Zins ist deutlich dem **Leitzins** enteilt, was mit den **Leitzinserwartungen** von rund 2.5 Erhöhungen à 25 bips zusammenhängt.
- Das **nominale Wirtschaftswachstum** spielt beim Eidgenossen kaum eine Rolle.
- Die minimale Belebung bei der **Teuerung** spricht für höhere Zinsen.
- Die aktuell schnell steigende **Volatilität** ist ebenfalls stimulierend für den Zins.
- Der grösste Faktor für den Eidgenossen ist der **Leitmarkt DE**, dieser drückt den Zins deutlich nach oben.

Insgesamt ist der aktuelle Zins des Eidgenossen mit dem Modell nicht kompatibel: Die Leitzinsphantasie und der Bund drücken das Modell nach oben. Die Zinsen sind zu tief, und zwar deutlich



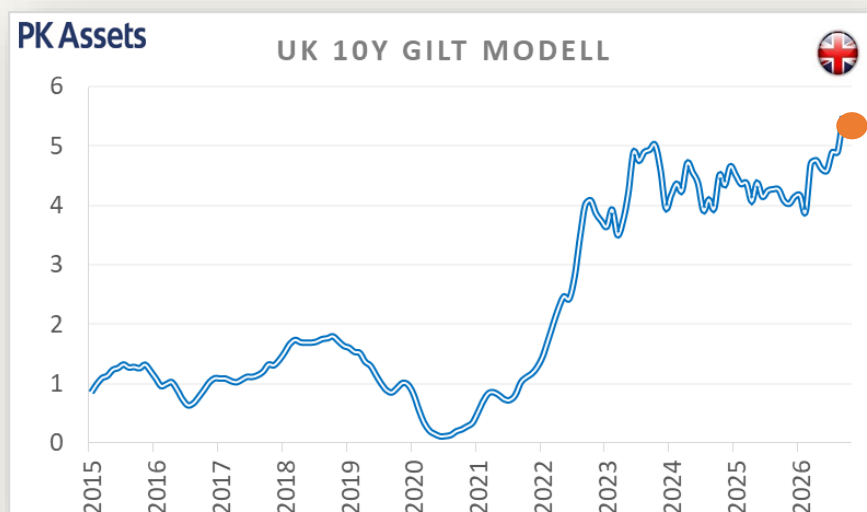
Zins Aktuell

Quellen: PK Assets AG, eigene Modellberechnung

Steckbrief

- Der 10Y-Zins ist deutlich dem **Leitzins** enteilt, was mit den **Leitzinserwartungen** von über 4 Erhöhungen à 25 bips zusammenhängt.
- Die **5y5y-Teuerung** spricht eindeutig für tiefere Kapitalmarktzinsen, hier ist auch kaum Momentum zu beobachten.
- Das **nominale Wirtschaftswachstum** bremst den Zins.
- Die **Verschuldung Grossbritanniens** verbessert die Korrelation des Modells nur leicht
- Die aktuell schnell steigende **Volatilität** ist stimulierend für den Zins.
- Der **Leitmarkt USA** drückt den Zins deutlich nach oben.

Insgesamt zeigt das Modell Aufwärtsdruck an und das Modell ist kompatibel mit der Wirklichkeit: Aber es sind nur die sehr hohen Leitzinserwartungen und der Leitmarkt USA, die für diese Bewertungsexpansion sorgen.



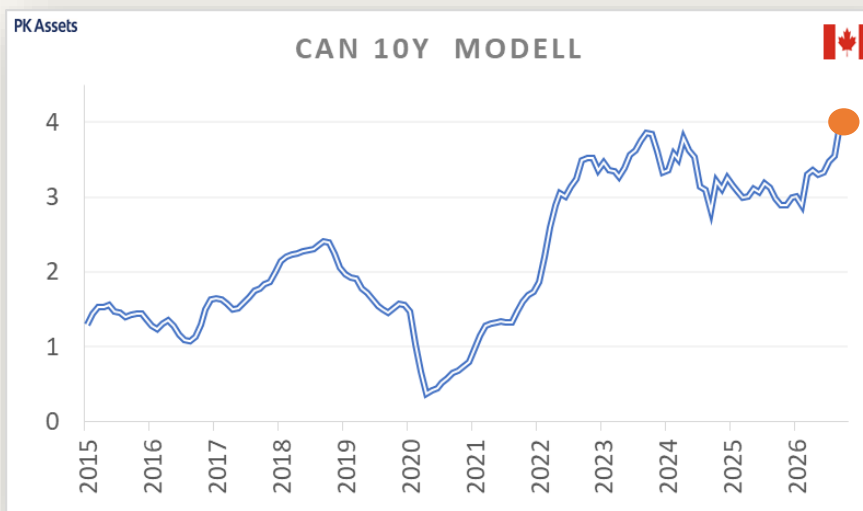
Zins Aktuell

Quellen: PK Assets AG, eigene Modellberechnung

Steckbrief

- Der 10Y-Zins ist deutlich dem **Leitzins** enteilt, was mit den **Leitzinserwartungen** von über 4 Erhöhungen à 25 bips zusammenhängt.
- Das **nominale Wirtschaftswachstum** bremst den Zins.
- Die Breakeven-Inflation steigt zwar, aber sie ist bei etwas über 2% moderat.
- Die aktuell schnell steigende **Volatilität** ist stimulierend für den Zins.
- Der **Leitmarkt USA** drückt den Zins deutlich nach oben.

Insgesamt zeigt das Modell Aufwärtsdruck an und das Modell ist kompatibel mit der Wirklichkeit: Aber es sind nur die sehr hohen Leitzinserwartungen und der Leitmarkt USA, die für diese Bewertungsexpansion sorgen.



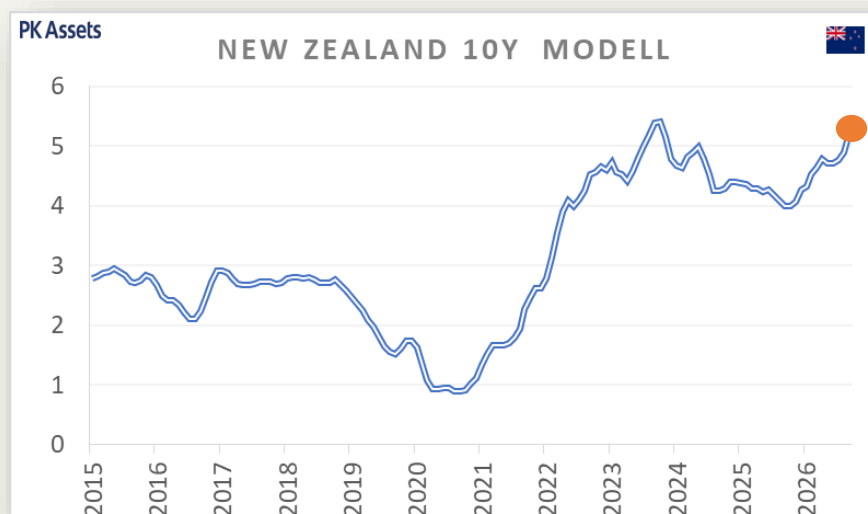
Zins Aktuell

Quellen: PK Assets AG, eigene Modellberechnung

Steckbrief

- Die Notenbank ist hier schon voran im Zyklus.
- Der 10Y-Zins ist etwas dem **Leitzins** enteilt, was mit den **Leitzinserwartungen** von weiteren 1.5 Erhöhungen à 25 bips zusammenhängt.
- Das **nominale Wirtschaftswachstum** bremst den Zins.
- Die Breakeven-Inflation ist zwar leicht erhöht, aber mit nicht einmal 2.5% nicht speziell.
- Die aktuell schnell steigende **Volatilität** ist stimulierend für den Zins.
- Der **Leitmarkt USA** drückt den Zins nach oben, ist hier aber viel weniger wichtig.

Insgesamt *ist das Modell kompatibel mit der Wirklichkeit*



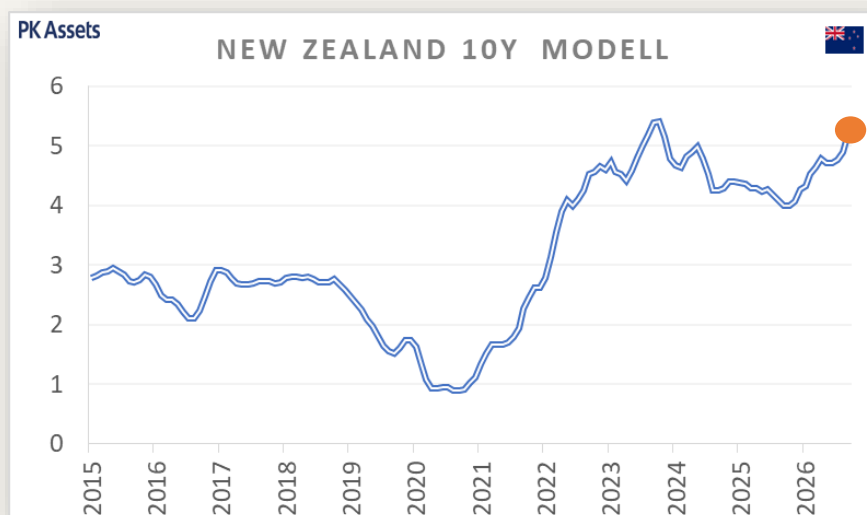
Zins Aktuell

Quellen: PK Assets AG, eigene Modellberechnung

Steckbrief

- Die Notenbank will nicht richtig weitermachen.
- Trotzdem ist der 10Y-Zins dem **Leitzins** enteilt, was mit den **Leitzinserwartungen** von weiteren 4.5 Erhöhungen à 25 bips zusammenhängt.
- Das **nominale Wirtschaftswachstum** bremst den Zins.
- Die Breakeven-Inflation ist zwar leicht erhöht, aber mit nicht einmal 2.5% nicht speziell.
- Die aktuell schnell steigende **Volatilität** ist stimulierend für den Zins.
- Der **Leitmarkt USA** drückt den Zins deutlich nach oben, ist hier aber viel weniger wichtig. Ebenso drückt der **Leitmarkt AUS** das Modell rauf.

Insgesamt ist das Modell kompatibel mit der Wirklichkeit, aber auch dank den Leitmärkten USA und Australien.



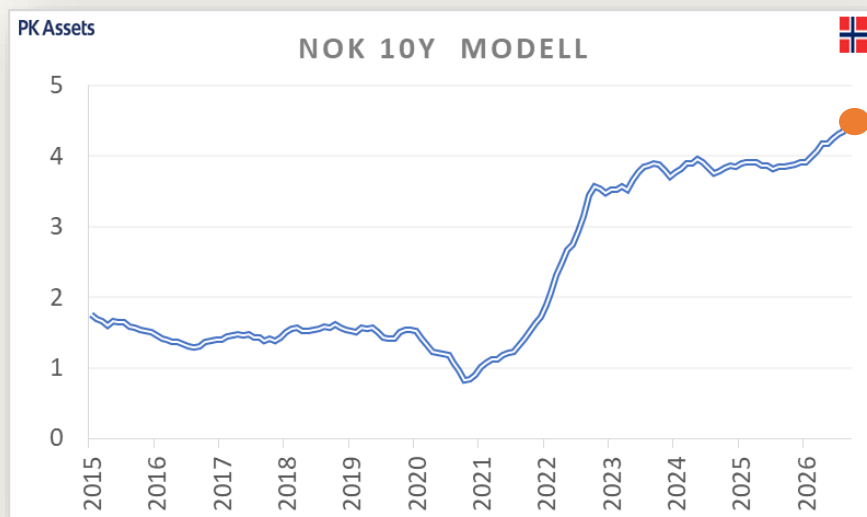
Zins Aktuell

Quellen: PK Assets AG, eigene Modellberechnung

Steckbrief

- Der 10Y-Zins ist dem **Leitzins** enteilt, obwohl bei den **Leitzinserwartungen** nur knapp eine Erhöhung à 25 bips eingepreist ist.
- Das **nominale Wirtschaftswachstum** ist neutral für den Zins.
- Die Inflation ist zwar über 3%, zeigt aber keine Dynamik nach oben.
- Der **Leitmarkt EU** drückt den Zins deutlich nach oben.

Insgesamt ist das Modell kompatibel mit der Wirklichkeit: Aber es ist vor allem die kurze Zinskurve, die sich versteilert hat, der die Bewertung nach oben zieht. Und natürlich der Leitmarkt Europa.



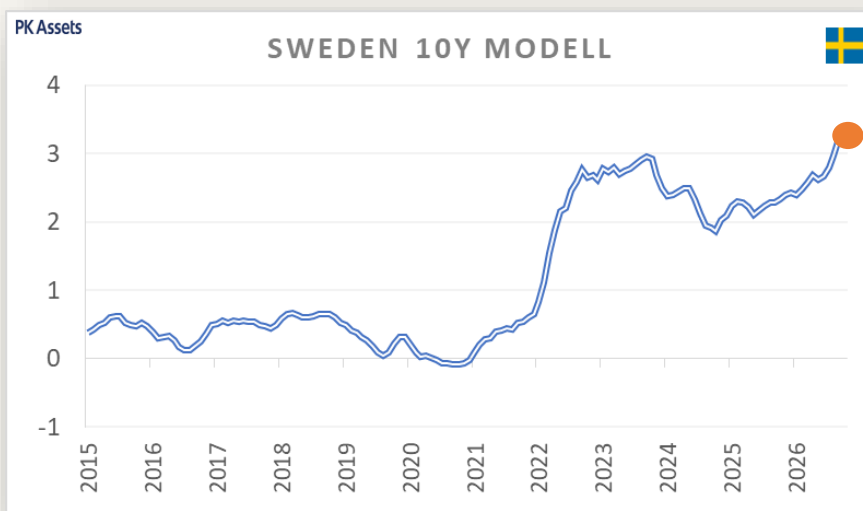
Zins Aktuell

Quellen: PK Assets AG, eigene Modellberechnung

Steckbrief

- Der 10Y-Zins ist dem **Leitzins** komplett enteilt, wobei bei den **Leitzinserwartungen** knapp zweieinhalb Erhöhungen à 25 bips eingepreist sind.
- Die Inflationserwartungen sind moderat, zwar etwas gestiegen aber unter 2%.
- Das **nominale Wirtschaftswachstum** drückt den Zins runter.
- Der **Leitmarkt EU** drückt den Zins deutlich nach oben.

Insgesamt ist das Modell kompatibel mit der Wirklichkeit: Aber es sind in erster Linie die sehr hohen Leitzinserwartungen und der Leitmarkt Europa, die für diese Bewertungsexpansion sorgen.

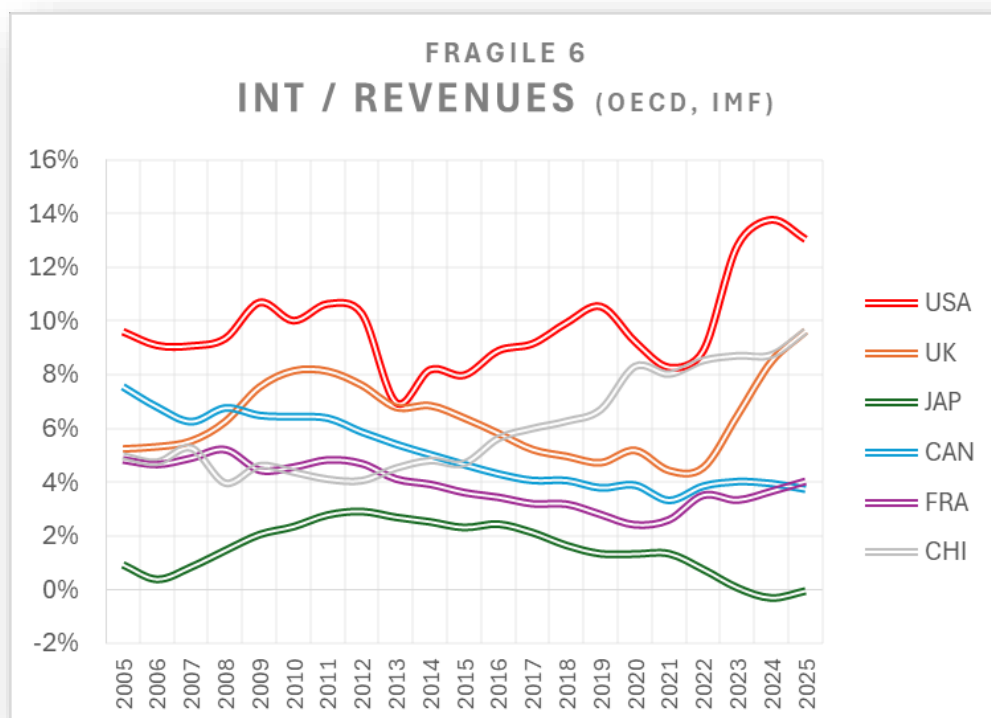


Ausblick

Schuldenbedienung und Zinskurvenkontrolle

- Bei den Schuldzinszahlungen gibt es enorm hohe Unterschiede zwischen den Ländern
- Den Vogel schießen die USA ab, aber auch UK holt schnell auf
- Vergleicht man die Schuldzinszahlungen mit den Staatseinnahmen trennt sich die Spreu vom Weizen
- In UK und den USA könnte es zu massiven Verteilungskämpfen kommen
- Japan hat es vorgemacht, wie die Zinszahlungen mit einer Zinskurvenkontrolle abgewürgt werden können
- Bis es dazu kommt, sorgt der Markt für eine stetig steigende Risikoprämie

>> Stoff für morgen und übermorgen



Mehr Research auf unserer Webseite

www.pkassets.ch/Marktanalysen

PK Assets

Vermögensverwaltung für Institutionelle Kunden

- Home
- Firmenprofil
- Team
- Anlagephilosophie
- Track Records
- Marktanalysen**
- ESG-Analysen
- Dienstleistungen
- Archiv
- Kontakt
- Links

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](#)

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

Marktanalysen PK Assets AG:

[Inputs Q3 26](#)

Corporate Bonds: Bonitätsanalyse [download](#)

Wir leben in einer Tranche: Risiken und Schutzwälle [download](#)

Wir leben in einer Tranche: Literaturliste [download](#)

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

PK Assets AG in der Presse: Le Temps [download](#)

Sind Insurance Wrapper die neuen finanziellen Massenvernichtungswaffen? [download](#)

SRT Repacks: Die New Frontier der Securitisation? [download](#)

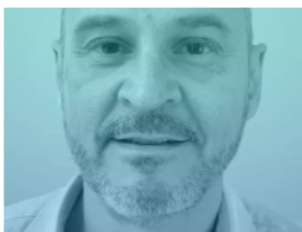
The Market Kolumne: Thema: Die Art, wie wir investieren...Teil VII [download](#)

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

U.S. CPI: Was sagen unsere Vorläufer? [download](#)

Ist Frankreich ein Problem für die Eurozone? [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 Thusis 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.

Rechtlicher Hinweis / Disclaimer

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.