

MEINUNG

Korrelation des Monats: das perfekte Rezept für einen Melt-up-Boom an den Aktienmärkten

In Ländern, in denen der Leidensdruck der hohen Staatsverschuldung am höchsten ist, könnte es schon bald zum denkbar drastischsten Eingriff in den Zinsmarkt kommen. Was das für die dortigen Aktien- und Anleiheninvestoren bedeutet.

Jürg Lutz

15.01.2026, 03.47 Uhr

Da auf The Market Beiträge zu Aktienthemen besonders gerne gelesen werden, entschuldigen Sie sicher die von mir gewählte Überschrift zu einem Artikel, der sich vornehmlich mit Schulden und Zinsen beschäftigt. Doch bleiben Sie dabei, die frohe Botschaft für die Aktienenthusiasten folgt später.

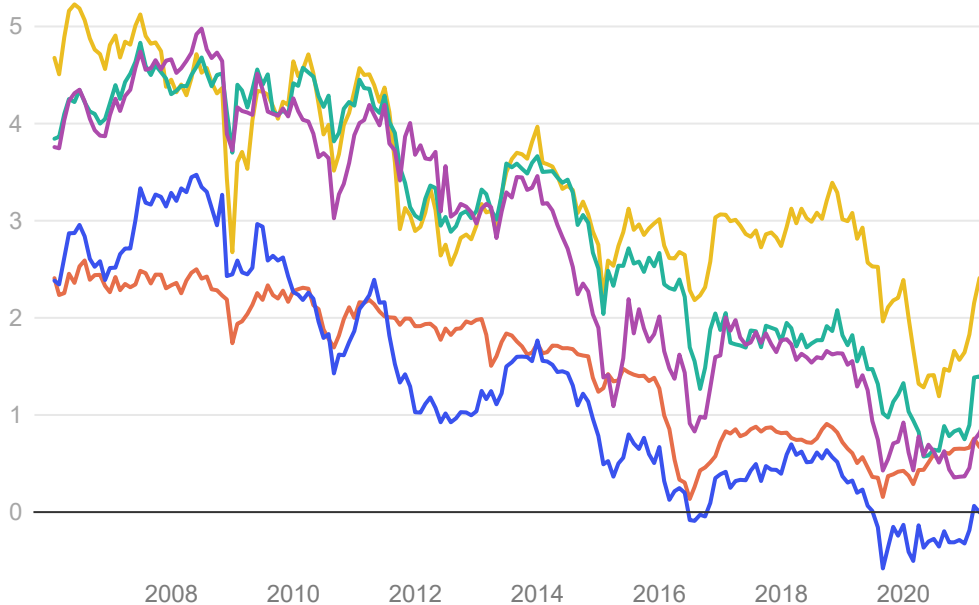
Keinem Marktteilnehmer dürften die gestiegenen Langfristzinsen in gewissen Währungen entgangen sein. Sie sind ein klares Zeichen für das aufkeimende Unbehagen im Finanzmarkt über die Unvereinbarkeit von steigender Staatsverschuldung, «klebriger» Teuerung und Leitzinsreduktionen in einigen der wichtigsten Obligationenmärkte. Noch sind die Bewegungen moderat und nuanciert, aber sie sind ein Donnerrollen, das auf eine Gewitterfront vorbereiten soll, die ungebremst auf uns Investoren zurollt.

Korrelation des Monats:

Die «Eidgenossen»-Renditen tanzen aus der Reihe

Rendite dreissigjähriger Staatsanleihen, in %

— USA — Japan — Vereinigtes Königreich — Frankreich — Schweiz



Die Korrelation der langfristigen Zinsen zwischen den Hochschuldenländern und der Schweiz ist zusammengebrochen. Mit gutem Grund.

Meine These: Es wird in grossen Teilen des Westens schon bald zu massiven **Verteilungskämpfen** kommen. Die Staatsausgaben steigen seit langer Zeit massiv, die Staatseinnahmen sind an vielen Orten ebenfalls so hoch wie nie, und trotzdem reichen sie nicht zur Deckung der Ausgaben. Die Konsumenten ächzen unter hohen Preisen, hoher Steuerbelastung, steigender Vermögenskonzentration und Angst um den Arbeitsplatz in einem Umfeld von wiedererwachtem Merkantilismus und Krieg. Der **Brandbeschleuniger: Steigende Zinsausgaben**, die die Konsolidierung der immer gravierenderen Überschuldung vieler

Staaten zunehmend in Frage stellen und die Klientelbewirtschaftung der Politiker bedrohen.

Die Gilet Jaunes in Frankreich haben es vorgemacht, die damaligen Ereignisse werden sich vielerorts wiederholen: Zuerst wird gestreikt, danach folgen Tumulte und Strassenschlachten, die auch Blut und erste Tote zur Folge haben können, und das im Westen. Der Sturm wird eine Eigendynamik annehmen, er wird die Politik komplett umkrempeln, dort wo noch so etwas wie fiskalische Zurückhaltung gelebt wird, werden die Schreier dafür sorgen, dass die Ausgabenexzesse komplett ausser Kontrolle geraten werden. Man kann schon die Losungen des Mobs erahnen, die Gläubiger der Staaten, die Inhaber der Staatsanleihen – die «Spekulanten», «Schmarotzer», «Kapitalisten» – zu enteignen. Die in die Enge getriebenen Regierungen und Notenbanken werden, wo es überhaupt möglich ist, die ultimative nukleare Option wählen: die **Zinskurvenkontrolle!**

Zinskurvenkontrolle (engl. Yield Curve Control oder kurz YCC) ist die in der Regel kurzfristig anberaumte Festlegung oder Fixierung der Zinsen entlang der Zinskurve auf einem Niveau, das deutlich tiefer ist als das aktuell herrschende, gekoppelt mit der Bereitschaft der Notenbank, dieses Niveau mit unbeschränkten Anleihenkäufen zu verteidigen. Es ist die faktische Ausschaltung des Zinsmarktes mit enormen Wirkungen auf die Preise der existierenden Schuldtitel (bullish!), aber auch auf die Währungen (bearish!) und die Teuerung; im aktuell herrschenden wirtschaftlichen Umfeld dürfte eine Zinskurvenkontrolle **markant inflationstreibend** wirken.

Zyniker mögen sagen, dies sei bloss die zu Ende gedachte Fortsetzung des Gebrauchs eines zunehmend unorthodoxen

Instrumentariums der willfährigen Notenbanken, um dem Publikum die unangenehmen Folgen einer Rezession zu ersparen: zu tiefe Zinsen, Nullzinsen, Minuszinsen, Quantitative Easing, Helikoptergeld, komplette Ausschaltung des Marktes.

Für den Schweizer Investor in **Schuldtiteln** des (Aus-)Landes, das Zinskurvenkontrolle einführt, wäre dies ein zweischneidiges Schwert: Kapitalgewinne bei den Anleihen, die umso üppiger ausfallen, je länger die Laufzeit ist, werden durch happige Verluste auf der Währungsseite geschmälert oder überkompensiert. Die Handlungsmaxime ist klar: **Go long Bonds, und zwar Langläufer – gerne auch, sofern vorhanden, inflationsgeschützt –, aber sichern Sie die Währung ab!**

Für den Schweizer Investor in **ausländischen Aktien** könnte die Lage noch weit erfreulicher sein, denn er profitiert doppelt: Die nun nicht mehr kompetitiven Zinsen im Land der Zinskurvenkontrolle dürften die Aktienbewertungen und die animalen Instinkte der Marktteilnehmer zum Explodieren bringen und die angefachten Inflationserwartungen zu einer Flucht in Realwerte, also Aktien, führen. Zudem dürften die billiger gewordenen Kredite zur Spekulation ihr übriges dazutun, und das Absichern der Währung wäre das Sahnehäubchen auf dem Zinskurvenkuchen. Wir reden hier nicht von einem geordneten Anstieg der Aktien, sondern von einem möglichen **Melt-up**. Die Handlungsmaxime lautet hier: **Go long equities, but fast!**

Verstehen Sie mich nicht falsch: Zinskurvenkontrolle ist das **Gegenteil von positiv**. Das hier beschriebene Szenario wird im Englischen nicht umsonst als «crack-up-boom» bezeichnet. Wie wir sehen werden, entschärft YCC nur ein einziges, eng definiertes, wiewohl dringliches Problem, schafft dafür aber

massive zusätzliche Probleme. Der Beipackzettel einer YCC ist lang. Der Kater dürfte früher oder später massiv sein, jemand wird die gewaltige Zeche bezahlen.

Wer kann und wird Zinskurvenkontrolle machen?

In dieser Publikation finden Sie die Grundlagen der nun folgenden Kernaussagen. **Nicht jedes Land** kann eine Zinskurvenkontrolle einführen. Das Land sollte über eine eigene Währung mit eigener, glaubwürdigen Notenbank verfügen, und die Verschuldung des Landes sollte in erster Linie in der eigenen Währung denominiert sein, d.h. das Land sollte nicht zu viele externe Schulden aufweisen. Für Länder, die diese Kriterien nicht erfüllen, wäre Zinskurvenkontrolle **finanzieller Selbstmord**.

Wo ist der **Leidensdruck** am höchsten? Wir gehen davon aus, dass je höher die Schulden des Landes, je happiger der Zinsendienst, je grösser die bereits herrschende Steuerbelastung, je ungemütlicher der Ratingdruck, je anämischer das Trendwachstum und je ungünstiger der Zinstrend, desto grösser wird der Druck, bis dato undenkbare Lösungsansätze zu wählen. Da viele Länder alles andere ausprobiert haben, ist das Endgame ziemlich offensichtlich.

Wir bauen uns einen Misery-Index

Ich habe mir lange überlegt, welche nachvollziehbaren, einfachen, aber überzeugenden Bausteine ich wählen soll, um für jedes Land einen **Misery-Index** zu bauen, der diesen Leidensdruck hin zu einer Zinskurvenkontrolle abbilden soll. Ich bin zu folgenden Resultaten gekommen:

Die zwei wichtigsten Variablen sind die Staatsverschuldung und der Schuldendienst im Verhältnis zu den Staatseinnahmen. Erstere ähnelt dem bei der Bonitätsanalyse geläufigen Net Debt zu Ebitda, auch **Leverage** genannt. Mindestens so wichtig ist der Schuldendienst im Verhältnis zu den Staatseinnahmen, also ein Mass, das dem beliebten **Interest Coverage** entspricht. Länder mit bereits **hoher Staatsquote, ungünstigem Wachstumstrend, strukturellem Ratingdruck** und **ungünstigem Zinstrend** bekommen einen Malus, also einen Misery-Zuschlag, denn sie können die Steuern kaum weiter erhöhen und haben bewiesen, dass sie die Verschuldung nicht mittels Ankurbeln des Wachstums bändigen können.

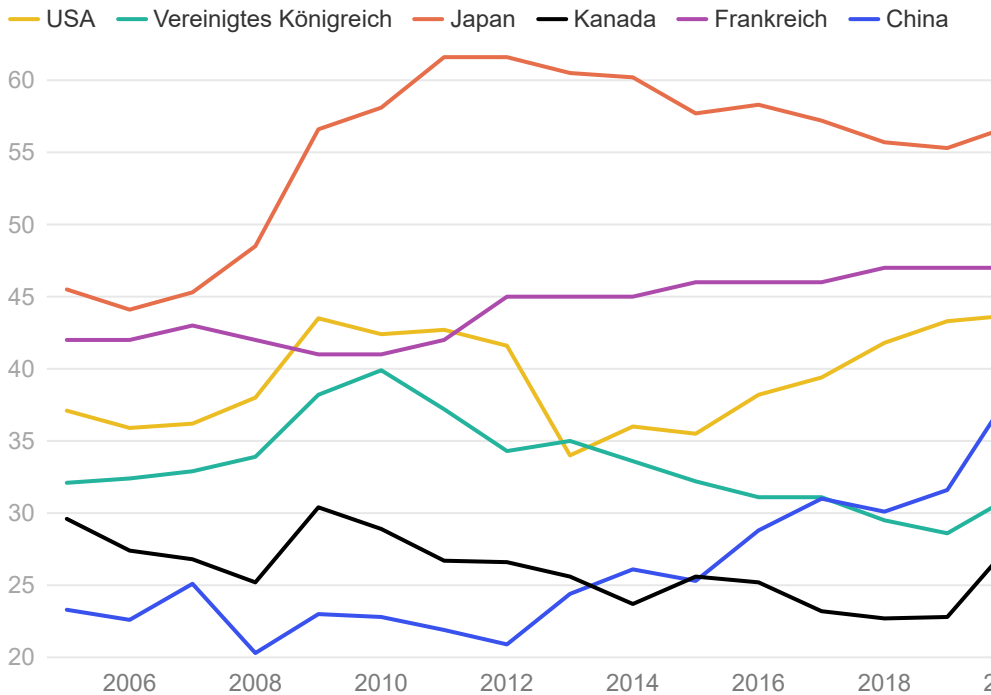
Wir interessieren uns sowohl für das **Niveau** als auch den **Trend** der Länder-Misery-Indizes.

Wer sich für die «secret sauce» unseres Misery-Index interessiert, insbesondere für die Methodologie und die Gewichtungen, darf sich gerne bei mir melden. Nun zu den Resultaten:

Die «fragilen Sechs»:

«Fragile Six»: Die USA haben den grössten Leidensdruck

Misery-Index



Die USA stellen alle anderen Länder in den Schatten

Das Land ist geradezu ein Solitär im Bereich des Interest Coverage, nirgendwo ist der Zinsendienst nur annähernd so hoch wie in den USA, und auch der Leverage ist brutal. Das Land verfügt über zwei Trümpfe, die tiefe Staatsquote und das ansprechende Trendwachstum, doch die Gefahr, dass die USA Zuflucht zu YCC nehmen müssen, ist real. Das Land bräuchte ein mehrjähriges Goldilocks-Szenario mit hohem Wachstum, mittlerer Inflation und deutlich fallenden Zinsen bei steigenden Einnahmen. Mit der Konzentration der Verschuldung auf kurzfristige Bills haben sich die USA zusätzlich von der Konjunktur abhängig gemacht.

Japan ist das Land, das die Zinskurvenkontrolle bereits durchgeführt hat, mit gemischten Resultaten

Ich habe den Fall Japan hier kürzlich besprochen, und der Chart oben ist entlarvend. Mit der Zinskurvenkontrolle ab 2016 und dem Aufkauf der Anleihen am Markt konnten die Zinsausgaben auf fast Null gedrückt werden. Und dies, obwohl Japan im Verhältnis zum BIP mehr als doppelt so hoch verschuldet ist wie die USA. Japan hat seinen Misery-Wert unter den der USA gedrückt, aber die Verbesserung ist begrenzt. Geopfert hat das Land, wenig erstaunlich, die **Währung**. Der reale Aussenwert des Yen hat sich seit 2011 halbiert, die Valuta dümpelt seit Jahren auf geradezu lachhaftem Niveau.

Kanada ist kein Musterschüler mehr, der Leidensdruck wächst

Das Land macht zwar einen besseren Eindruck als sein grosser Bruder im Süden, aber auch dort wachsen Schulden, Leverage, Staatsquote, Schuldzinsen und Schuldendienst. Der Leidensdruck steigt, auch wenn Kanada nicht im Fokus der Bond Vigilantes ist. Immerhin, im Sample der «fragilen Sechs» ist seine Lage relativ komfortabel.

Im Vereinigten Königreich steigt der Leidensdruck schnell: Time to panic?

Im Vereinigten Königreich steigt insbesondere der Schuldendienst schnell, der Hebel der tendenziell steigenden Schuldzinsen ist fatal. Das Land verträgt keine hohen Zinsen, der Leverage ist zu hoch. Die bisherigen Oligopol-Parteien werden bedrängt von einem Herausforderer, die politische Landschaft ist in Bewegung. Erleben wir bald drastische Veränderungen auch seitens der Bank of England?

Frankreich, der Supertanker auf dem Weg zum Eisberg

Eingebettet in die Europäische Währungsunion betätigt sich Frankreich als Trittbrettfahrer mit einem masslosen Anstieg des Sovereign Leverage. Es sind lediglich die bescheidenen Zinsen, die Frankreich dank Deutschland bezahlen muss, die einen Kollaps bisher verhindern. Supertanker haben die Eigenschaft, dass sie einen langen Bremsweg haben. Gut möglich, dass der Bremsweg Frankreichs, so denn überhaupt die Bremse betätigt wird, zu lange ist für ein glückliches Ende. Wird die EZB wegen Frankreich eine Zinskurvenkontrolle einführen? Vermutlich nicht. Aber sie wird das Risiko Frankreich einhegen wollen. Es wird wohl vergemeinschaftet werden, die Eurozone wird dann noch abhängiger sein von einem wohlwollenden Zinsmarkt. Im besten Fall.

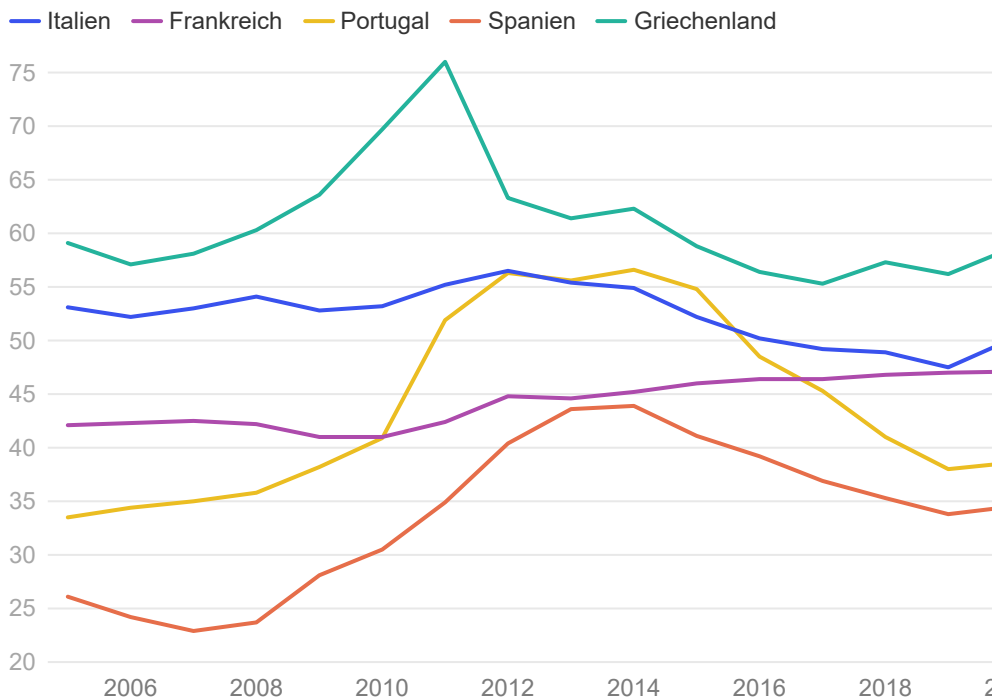
Der Sonderfall China: Wird das Land zum Problem?

China hat eine schnell wachsende Verschuldung, die bereits viel zu hoch ist für seinen Entwicklungsstand und für seine Demografie. Der Leverage ist hoch und wächst schnell. Die Schuldendienstquote ist die zweithöchste im Sample, mit steigender Tendenz. Mit anderen Worten ist der Bonus des hohen Wachstums aufgebraucht. China hat einen weitgehend abgeschotteten Finanzmarkt, das Land kann problemloser als andere Länder eine Zinskurvenkontrolle einführen. Es manipuliert seinen Zinsmarkt denn auch bereits massiv. Und: Durch die Abschottung hat das Land die Währung besser im Griff als seine globalen Wettbewerber.

Der «Club Med»: PIGS can fly

Club Med: PIGS can fly

Misery-Index



Grafik: themarket.ch • Quelle: PK Assets • [Daten herunterladen](#)

PIGS steht für Portugal, Italien, Griechenland und Spanien, ein schönes und zutreffendes Akronym, das bald nach der Eurokrise von zarten Gemütern gecancelled und durch GIPS ersetzt wurde, leider. Ich habe hier Frankreich in den Chart integriert, um die Fortschritte von Portugal und Spanien deutlich zu machen. Die interne Abwertung im Süden Europas hat Wunder gewirkt und die immer noch hohen Schulden entschärft. Portugal und Spanien zeigen: Schweine können fliegen, wenn sie wollen.

Wie schlecht es Frankreich geht, sieht man an der Konvergenz der Renditen von Frankreich, Italien und Griechenland. Auch Italien und Griechenland sind, trotz Rating-Heraufstufungen, keineswegs über den Berg. Läuft nur eine Variable im Misery-Index gegen sie, werden die Sorgen wieder akut.

Fazit:

In den **USA** ist der Leidensdruck am grössten, und er steigt schnell, das Potenzial für eine Zinskurvenkontrolle ist entsprechend gross. Auch in **Grossbritannien** und **China** wächst der Leidensdruck dermassen schnell, dass wir schon bald Massnahmen sehen dürften. **Frankreich, Italien** und **Griechenland** sind exponiert, sollten die Zinsen anspringen.

Die Sequenz für den Investor:

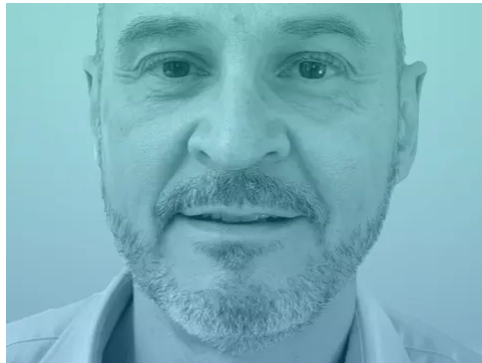
Eine Zinskurvenkontrolle hat massive Nebenwirkungen, sie wird nicht leichtfertig eingeführt. Der Leidensdruck muss einen **Klimax** erreichen. Wir glauben, dass dieser durch den immer heftiger geführten Verteilungskampf um Steuereinnahmen erreicht werden wird.

Go long Treasuries und Gilts, go long Inflation-Linked-Bonds, hedge Dollar und Pfund? Go Long S&P 500 und FTSE 100?

Sollte man jetzt sofort handeln? Unsere Analyse zeigt eine gewisse Ausweglosigkeit für eine Reihe von Staaten. Man tut deshalb gut daran, sich als aktiver Investor zu rüsten für das Unausweichliche. Für den Paradigmenwechsel braucht es aber wie meist eine Krise, die vom Bondmarkt kommen könnte, sei es aus dem Markt für Staatsanleihen oder aus dem Schattenbankensektor. Sollten die Renditen lang laufender Staatsanleihen deutlich anspringen, wäre die Ausgangslage wahrscheinlich ungemein lukrativ. Dann, wenn die Nacht am schwärzesten ist, die Zinsen in luftigen Höhen, die Panik handgreiflich, werden die Mutigen wohl den Trade des Jahrzehnts machen.

Warten wir also noch ab mit dem Finger am Trigger.

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. Vor geraumer Zeit hat er – gemäss eigenen Worten – nach einem dreijährigen Martyrium den CFA-Charterholder erworben. Der Bündner ist verheiratet und Vater von zwei Kindern. Er ist 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.

**MEINUNG****Ein Weihnachtsmärchen der besonderen Art: wie die nächste Finanzkrise ablaufen könnte**

In wenig beachteten Nischen der Finanzmärkte laufen Trends, die unweigerlich zum grossen Knall führen, wenn ihnen nicht Einhalt geboten wird. Wir präsentieren ein mögliches Drehbuch der kommenden Krise.

Jürg Lutz 18.12.2025

**MEINUNG****Korrelation des Monats: Warum in den USA eine Zinskurvenkontrolle immer wahrscheinlicher wird**

Das Beispiel Japan zeigt, dass die Entschärfung des Schuldenproblems über eine Manipulation der Zinskurve nur mit enormen Begleiterscheinungen zu haben ist. Die japanischen Erfahrungen dürften eine Blaupause für den Westen sein.

Jürg Lutz 01.12.2025





MEINUNG

Korrelation des Monats: Folgerungen der Weimarer Hyperinflation für heute

Bei der Teuerungsentwicklung sind die Parallelen zu den Siebzigerjahren zu auffällig, als dass sie leicht hin abgetan werden könnten. Doch was würde ein neuerlicher Inflationsschub bedeuten? Ein Blick auf die Weimarer Hyperinflation lässt Folgerungen für heute zu.

Jürg Lutz 06.11.2025



MEINUNG

Befindet sich Private Debt in einer Blase?

Bisher handelte es sich bei Private Debt um eine exotische Nische ohne Spillover-Risiken. Das könnte sich mit dem Einstieg der Kleinanleger ändern. Und zwar Big Time.

Jürg Lutz 08.10.2025



Copyright © The Market Media AG. Alle Rechte vorbehalten. Eine Weiterverarbeitung, Wiederveröffentlichung oder dauerhafte Speicherung zu gewerblichen oder anderen Zwecken ohne vorherige ausdrückliche Erlaubnis von The Market Media AG ist nicht gestattet.