

«Yield Curve Control?»

Wo?

1/2026

“The International Monetary Fund last month said expanding fiscal deficits were propelling issuance. It warned global public debt will rise above 100% of GDP by 2029, which would be the highest level since 1948, when nations were recovering from World War II.”

Hannah Benjamin-Cook 11/2025

“The market sees a rising risk that fiscal deficits will increasingly dominate monetary policy in many countries.”

Simon White 10/2025

Welche Länder könnten sich in das Abenteuer «Zinskurvenkontrolle» (Yield Curve Control) stürzen?

- ❖ Wir schauen Währungen an von Ländern/Regionen, die in erster Linie in der eigenen Währung verschuldet sind, die über eine eigene, glaubwürdige Notenbank verfügen, die nicht über hot money finanziert sind, kurz: Länder, für welche Zinskontrolle nicht sofortiger finanzieller Selbstmord bedeuten würde
- ❖ Wir gehen davon aus, dass die Gefahr einer Zinskurvenkontrolle in einem Land bzw. in einer Währung umso wahrscheinlicher ist je:
 - Höher die Staatsverschuldung
 - Höher der Sovereign Leverage
 - Höher der Schuldendienst
 - Höher die Staatsquote bereits ist
 - Höher der Ratingdruck
 - Tiefer das Trendwachstum
 - ..und je schlechter die Trends in diesen Variablen sind

Warum ist das wichtig?

- ❖ Aus Sicht des CHF-Investors sind die Fremdwährungsverluste in Fremdwährungsanlagen der letzten Dezennien enorm ausgefallen
- ❖ Dies hat die Performance insbesondere von Obligationen Ausland geschmälert
- ❖ Im Falle einer Zinskurvenkontrolle wären erneute Währungsverluste zu erwarten, ein Währungshedging wäre möglicherweise angesagt
- ❖ Umgekehrt wären wohl schöne Kapitalgewinne auf den längere Bonds zu erwarten
- ❖ Somit hängen die Fragen unmittelbar zusammen
 1. Wo ist Zinskurvenkontrolle zu erwarten?
 2. Wo sind demnach weitere Währungsverluste zu erwarten?
 3. Wo sind demnach Kapitalgewinne zu erwarten?
 4. Kurzum: Wo sollte man währungsabgesichert in lange Bonds investieren?
- ❖ Zinskurvenkontrolle ist ein Extremereignis am langen Ende eines Kontinuums von möglichen Manipulationen des Zinsmarktes zwecks Eindämmung einer drohenden Schuldenkrise. Je drastischer die Instrumente, desto negativer der Ausblick für die Währung, aber unter gewissen Umständen desto positiver der Ausblick für Kapitalgewinne auf Staatsanleihen dieses Landes

Wir bauen einen Misery-Index

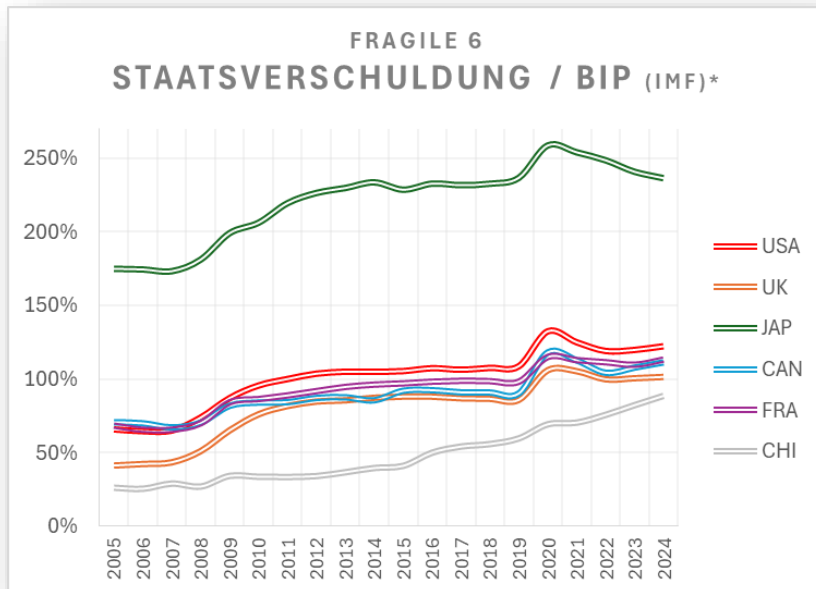
- ❖ Wir bauen einen Misery-Index für jede Währung / jedes Land, der beschreibt, wie hoch die Wahrscheinlichkeit einer Zinskurvenkontrolle ist, und der Trend dieser Wahrscheinlichkeit ist
- ❖ Leverage und Zinsendienst sind hoch gewichtet in unserer Gleichung
- ❖ Länder mit hoher Staatsquote bekommen einen Malus, d.h. einen Zuschlag zum Misery
- ❖ Länder mit tiefem Trendwachstum bekommen einen Malus , d.h. einen Zuschlag zum Misery
- ❖ Länder mit einem strukturellen Ratingdruck bekommen einen Malus , d.h. einen Zuschlag zum Misery
- ❖ Länder mit einem ungünstigen Zinstrend bekommen einen Malus , d.h. einen Zuschlag zum Misery

Welche Aussagen können wir treffen?

- ❖ Im Fokus stehen die **Fragilen 6**: USA, UK, JAP, CAN, FRA, CHI
- ❖ Und natürlich der Süden Europas, der **Club Med**: IT, POR, SPA, GRE
- Ein Land stellt im Anstieg des Leidensdrucks alle anderen in den Schatten
- Ein Land zeigt, wie man mit Zinskurvenkontrolle den Leidensdruck lindern kann
- Ein Land hat in wenigen Jahren einen atemberaubenden U-Turn genommen
- Drei Länder sind in einer reaktionsunfähigen Union gefangen
- Ein Land wird zum Problemfall, kann aber Zinskurvenkontrolle „einfach“ einführen
- Wir sehen in nützlicher Frist 2 Länder mit ersten, zügigen Schritten zur Zinskurvenkontrolle

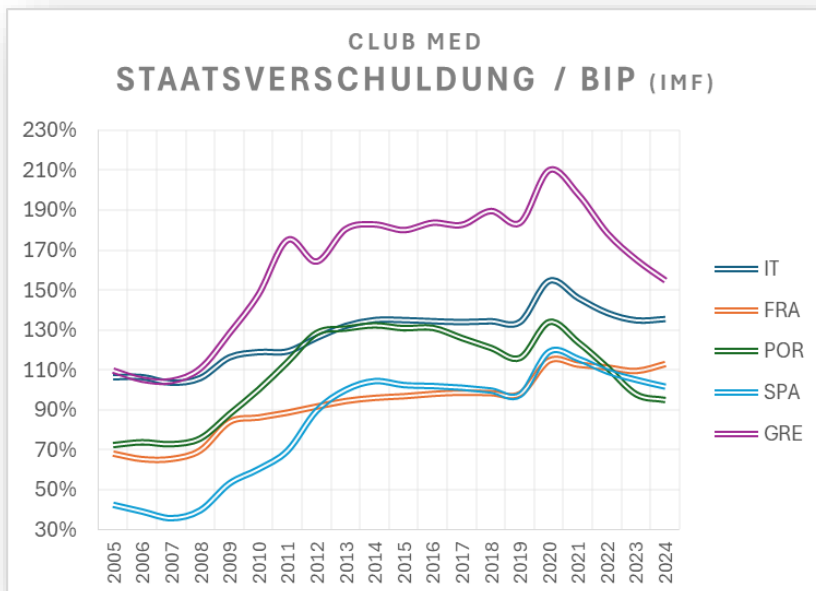
Evaluation: Bausteine

Staatsverschuldung

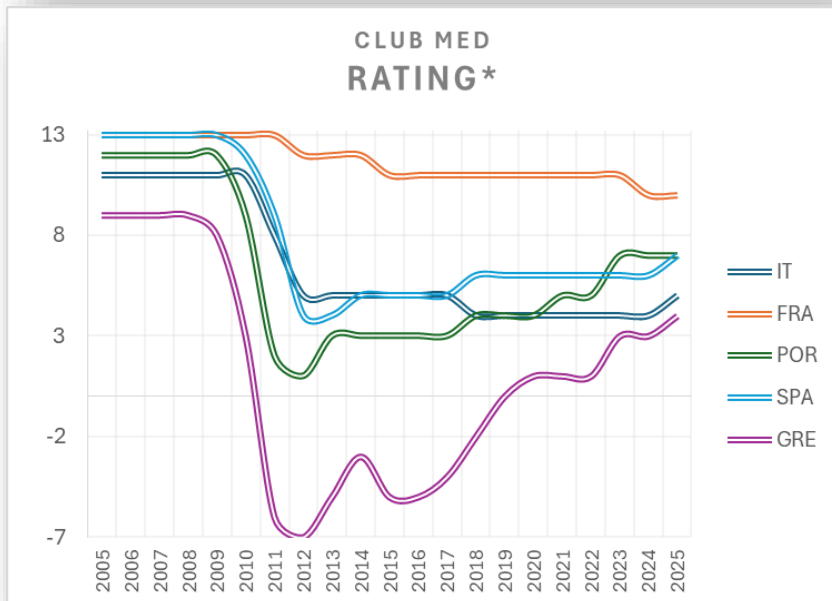
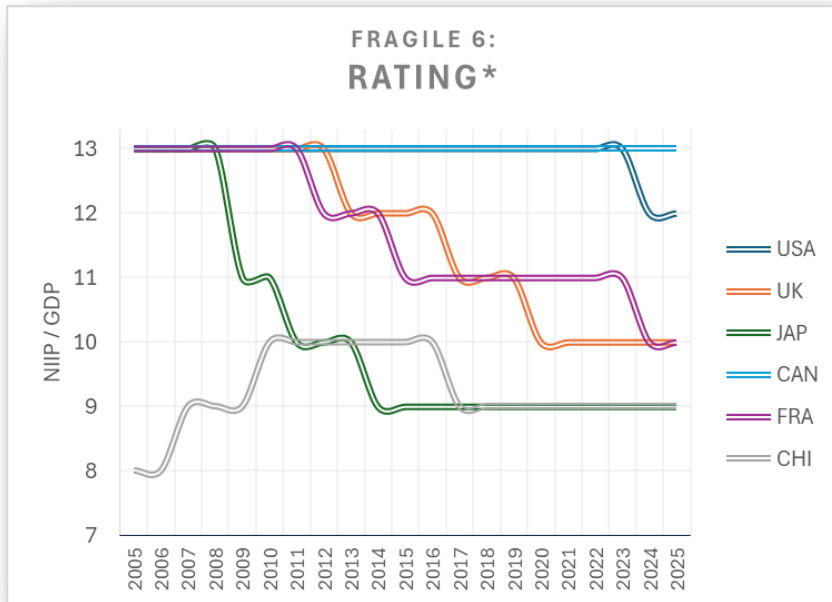


Die Staatsverschuldung ist im Zentrum der Diskussion. Sie wurde künstlich entschärft durch die Corona-Inflation

- Eine Staatsverschuldung von über 100% ist nichts mehr Aussergewöhnliches
- Corona hat für einen Marschhalt gesorgt: Die Inflation hat das Nominal-Wachstum erhöht (temporär?) und damit die Schuldenformel nach unten manipuliert
- Bei den **Fragilen 6** ist eine Verschuldungs-Plafonierung sichtbar, mit der Ausnahme von China
- Beim **Club Med** ist sogar ein Verschuldungsrückgang – bemessen am BIP- zu vermelden, allerdings von hohem Niveau aus



Rating



*Rating-Skala:

13 AAA
12 AA+
11 AA
10 AA-
...
4 BBB-
3 BB+
2 BB
1 BB-
...
-6 Ca
-7 C

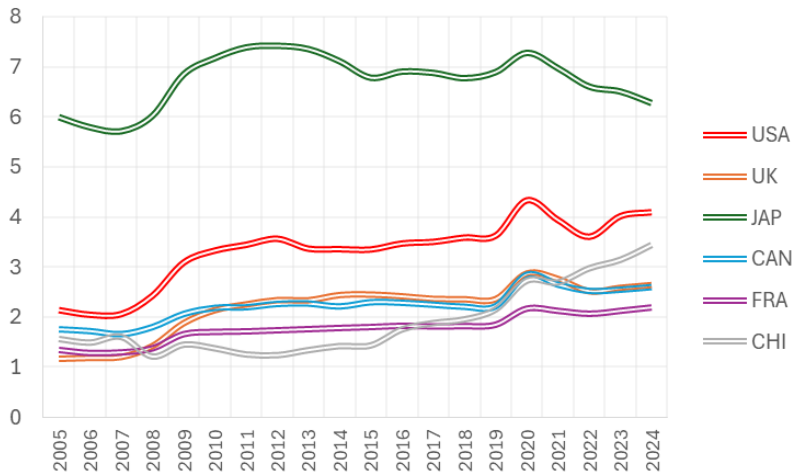
Turmhohe Schulden und trotzdem lauter Investment Grade Ratings?

4 Länder mit Ratingdruck, Club Med bald auf Fragile 6-Niveau?

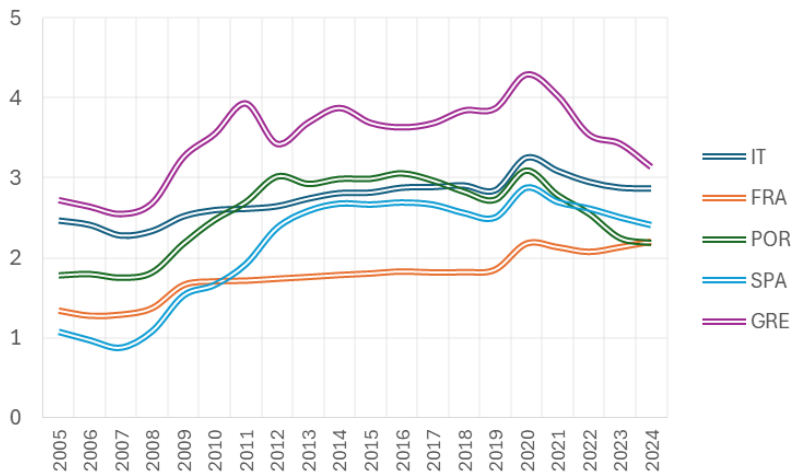
- Die Median-Verschuldung der **Fragilen 6** ist bei 112%
- Das Median Rating der Fragilen 6 ist bei AA-
- Nur Kanada hat das AAA behalten
- Die Median-Verschuldung im **Club Med** ist bei 124%, nur leicht höher als bei den Fragilen 6
- Das Rating im Club Med ist 1 Notch tiefer, bei BBB+
- Interessant und Zentral sind die gegenläufigen Trends der Fragilen 6 (abwärts) und dem Club Med (aufwärts)
- ❖ 4 Länder mit Ratingdruck: FRA, UK, JAP, CHI

Sovereign Leverage

FRAGILE 6
LEVERAGE (DEBT/REVENUES, IMF)



CLUB MED
LEVERAGE (DEBT/REVENUES, IMF)



LEVERAGE = STAATSSCHULDEN / STAATSEINNAHMEN

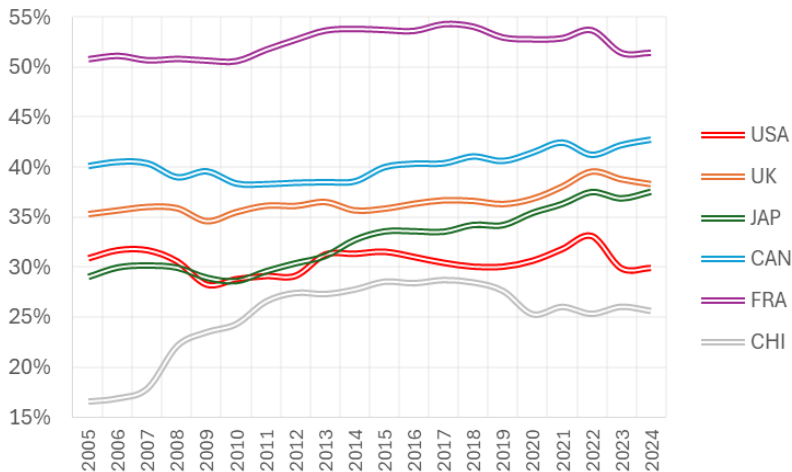
Quellen: IMF, OECD

Auffallend unterschiedliche Trends im Sovereign Leverage und massive Niveau-Unterschiede

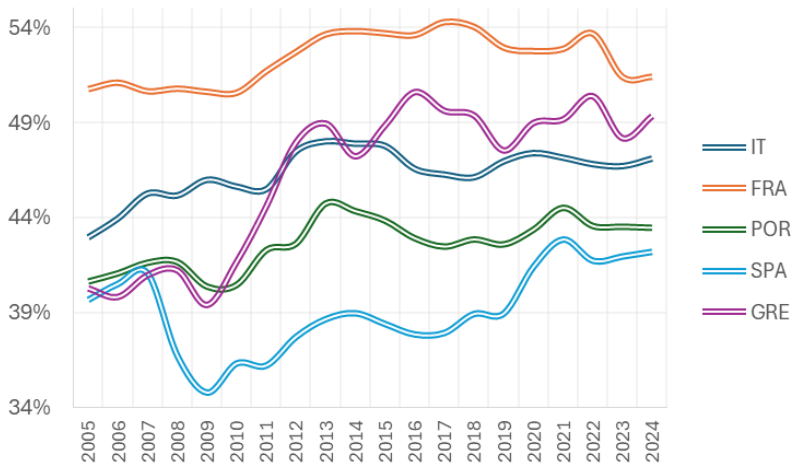
- Wir empfehlen die Verwendung des Leverage ggü. der Verschuldung
- Der Staat kann (theoretisch) den Staatshaushalt besser manipulieren als das BIP
- Der median-Leverage bei den **Fragilen 6** ist bei 3.05x, Tendenz steigend, auch hier hat Corona eine Verschnauf-Pause gebracht
- Der median-Leverage beim **Club Med** ist interessanterweise tiefer als bei den Fragilen 6, bei 2.64x
- Während bei den Fragilen 6 nur ein Marschhalt ersichtlich ist, ist die Tendenz im Club Med abwärts

Staatsquote

FRAGILE 6
STAATSQUOTE (IMF)*



CLUB MED
STAATSQUOTE (IMF)*



STAATSQUOTE = STAATSEINNAHMEN / BIP

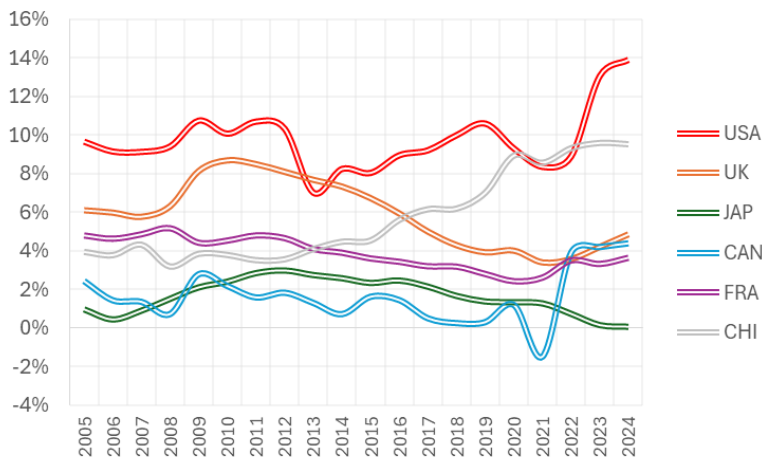
Quellen: IMF

Die Staatsquote ist fast überall am steigen, und an vielen Orten so hoch, dass immer weniger Spielraum besteht, die Einnahmen zu erhöhen, ohne die Produktivität vollends zu opfern

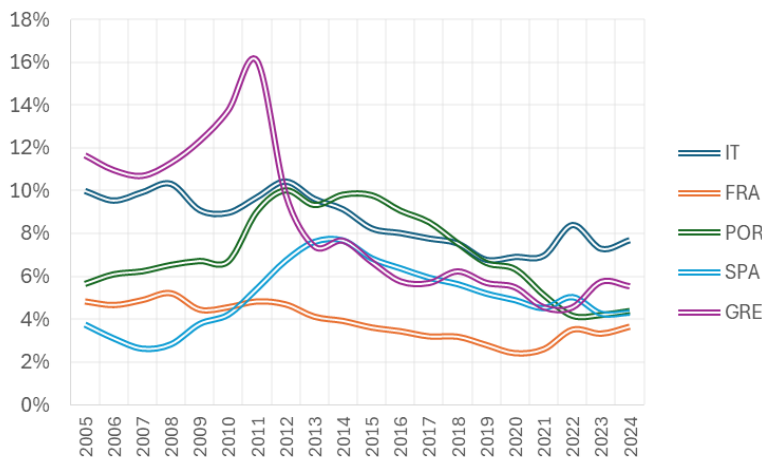
- Die Staatsquote ist überall auf dem Vormarsch
- Sie hat verschiedene Wirkungen auf die Finanzierungssituation
- Gut: Je höher die Staatsquote, desto tiefer der Leverage, ceteris paribus
- Schlecht: Je höher die Staatsquote, desto tiefer das Potential für Steuererhöhungen
- Länder mit ungünstigem Verlauf bekommen in unserer Gleichung einen nuancierten **Malus**
- Im Falle der **Fragilen 6** sind das FRA, CAN, UK, JAP
- Im Falle des **Club Med** sind das sämtliche Länder

Schuldendienst

FRAGILE 6
INT / REVENUES (OECD, IMF)



CLUB MED
INT/REVENUES (OECD, IMF)



SCHULDENDIENST = GVT INTEREST / REVENUES

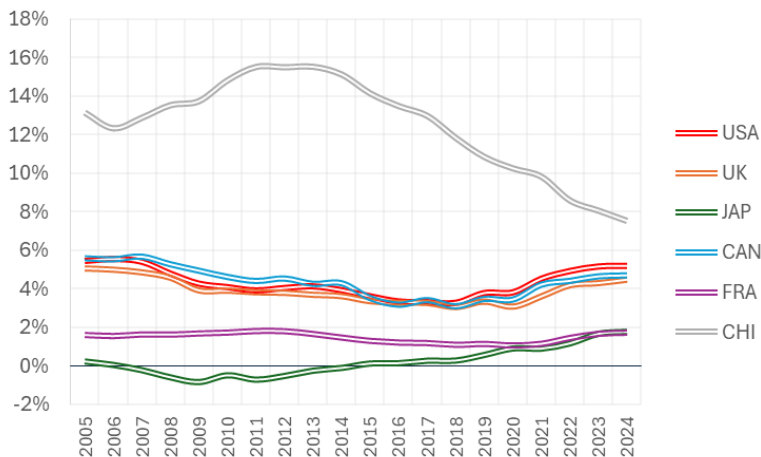
Quellen: IMF, OECD

Der Schuldendienst ist die zentrale Grösse für den Druck auf eine Regierung, eine Zinskurvenkontrolle einzuführen

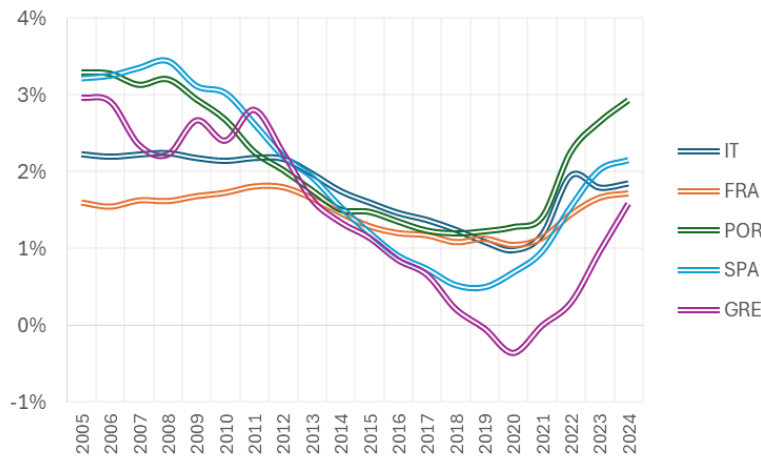
- Der Schuldendienst, bemessen an den Staatseinnahmen, ist der zentrale Fokus unserer Betrachtung
- Der Verteilungskampf über die knappen Mittel sorgt für Druck auf die Länder, die Zinsen zu reduzieren, im extremen Fall mit Zinskurvenkontrolle
- Bei den **Fragilen 6** geht die Schere weit auseinander, der Median ist bei 4.6%
- Beim **Club Med** sind die Trends einheitlicher, der Median liegt leicht höher bei 4.9%
- **Japan** hat mit der Zinskurvenkontrolle gezeigt, wie wirksam ein Land den Schuldendienst reduzieren kann

Nominaler Wachstumstrend

FRAGILE 6
NOMINAL GDP (10Y ROLLING)



CLUB MED
NOMINAL GDP (10Y ROLLING)



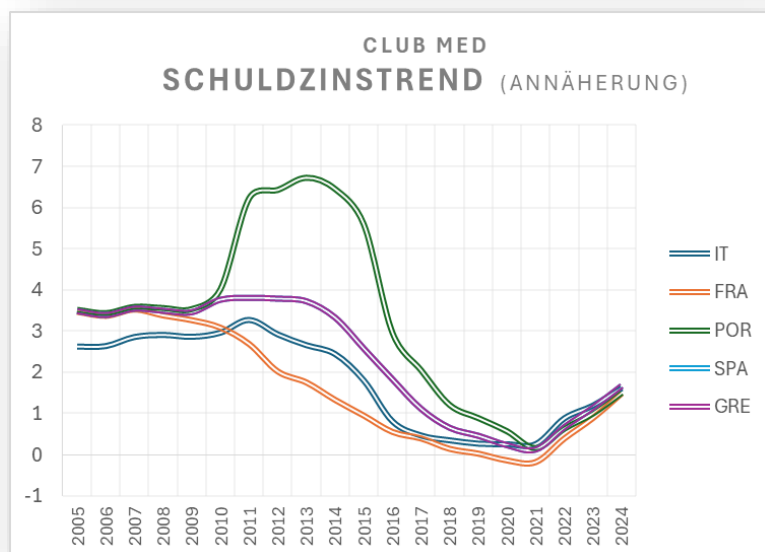
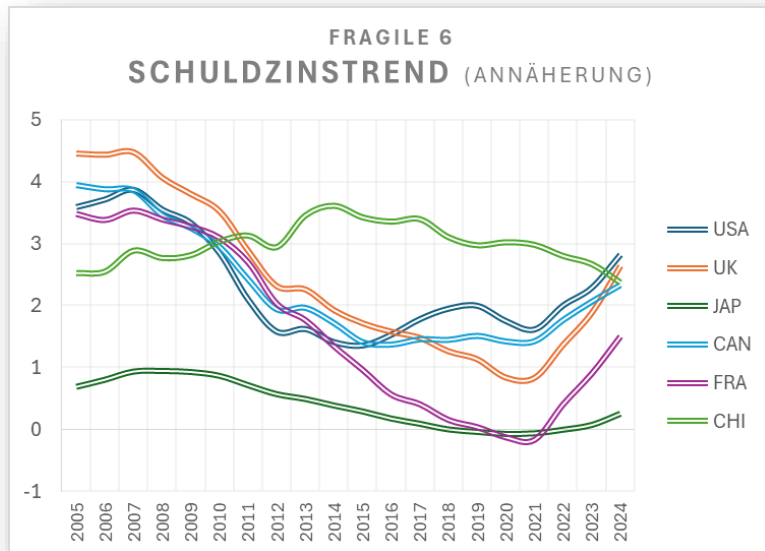
«NOMINAL GDP» = ROLLENDE 10-JAHRES-HISTORIE GDP_{nom}

Quellen: Nationale Statistikbehörden, Bloomberg

Wo das nominale Wachstum nicht stimmt, kommt nur noch die Manipulation der Zinsen, im Extremfall Zinskurvenkontrolle, in Frage

- Das nominelle Wachstum ist eine wichtige, ja zentrale Variable in der Schuldenformel
- Je tiefer das Nominalwachstum, desto eher der Wunsch nach einer Zinskurvenkontrolle
- Deshalb: Bei Ländern mit ungünstigem Wachstum bauen wir einen **Malus** ein
- Bei den **Fragilen 6** verfügen Japan und Frankreich über ein ungenügendes Wirtschaftswachstum
- Beim **Club Med** sind alle Länder, vielleicht mit Ausnahme Portugals im langen Trend mit einem ungünstigen Wachstum ausgestattet

Schuldzinsen



SCHULDZINSTREND = 5-JÄHRIGER ROLLENDER DURCHSCHNITT
VON 2/5/10-JAHRESZINSEN DES LANDES

Quellen: Nationale Statistikbehörden, Bloomberg

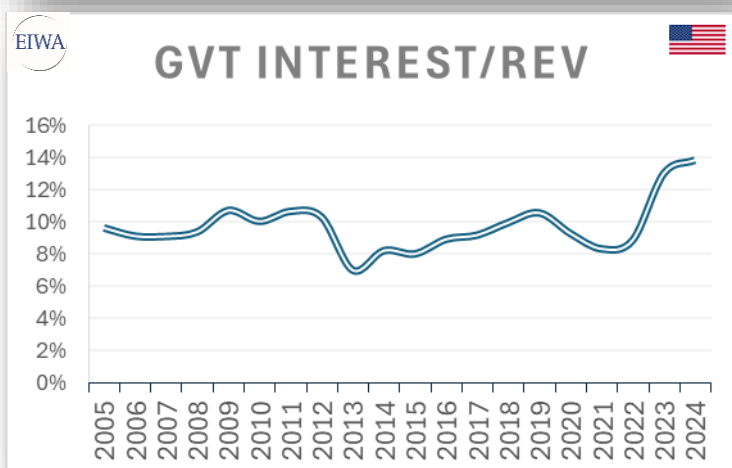
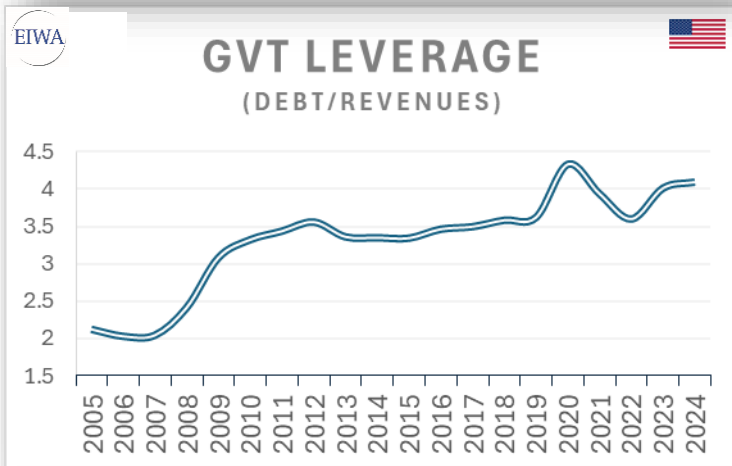
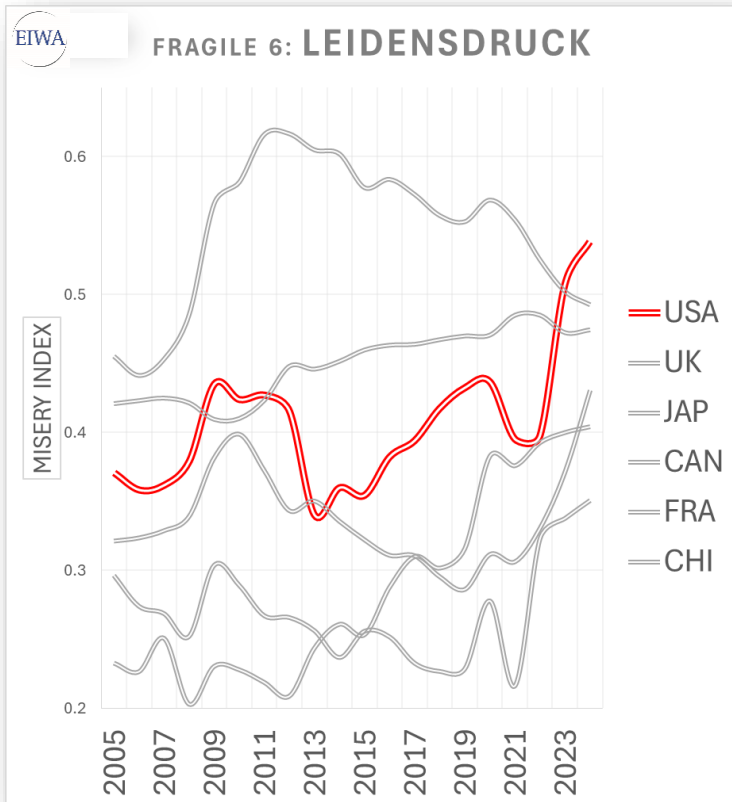
Bei der heutigen Verschuldung ist eine Hochzinsphase nicht nachhaltig. Je höher die Schuldzinsen, desto höher der Wunsch nach Zinskurvenkontrolle

- Die Schulden sind gestiegen, die Kapitalmarktzinsen ebenfalls, dies hat Auswirkungen auf die Schuldzinsen
- Wir nähern die Schuldzinsen mit einer einfachen Formel an
- Sollte die aktuelle Phase höherer Zinsen andauern, ergibt sich Druck auf die Regierungen, diese Quelle des Schuldendienstes zu entschärfen, im Extremfall mit Zinskurvenkontrolle
- Bei den **Fragilen 6** ist der Median bei 2.4%, der Trend uneinheitlich
- Beim **Club Med** sieht die Situation entspannter und homogener an, der Median ist bei 1.6%

Welche Aussagen können wir treffen?

USA

Quellen: OECD, IMF

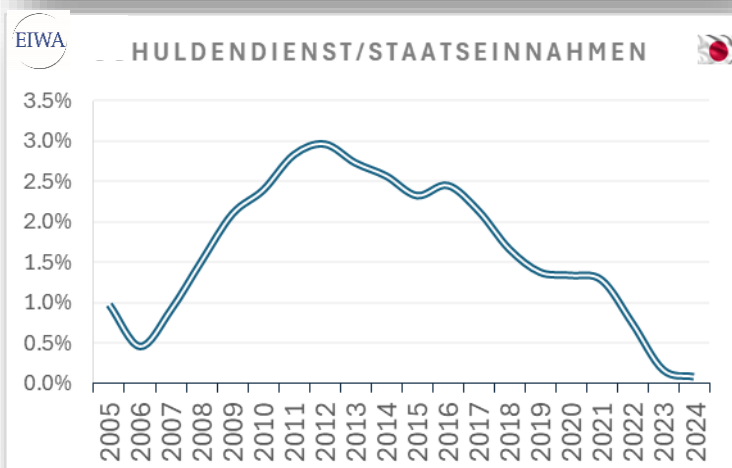
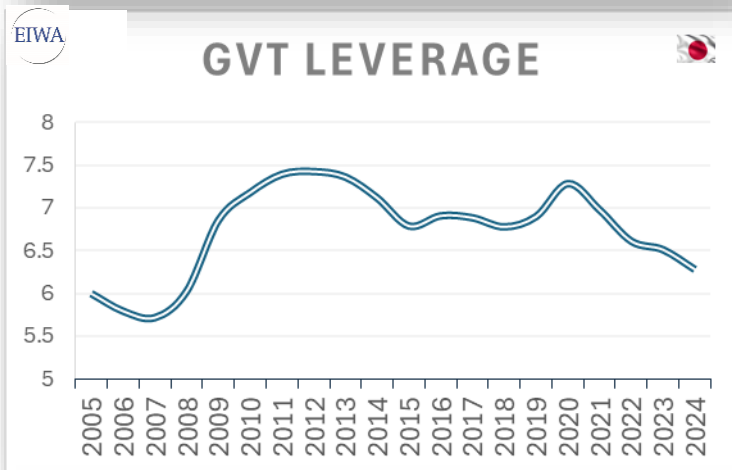
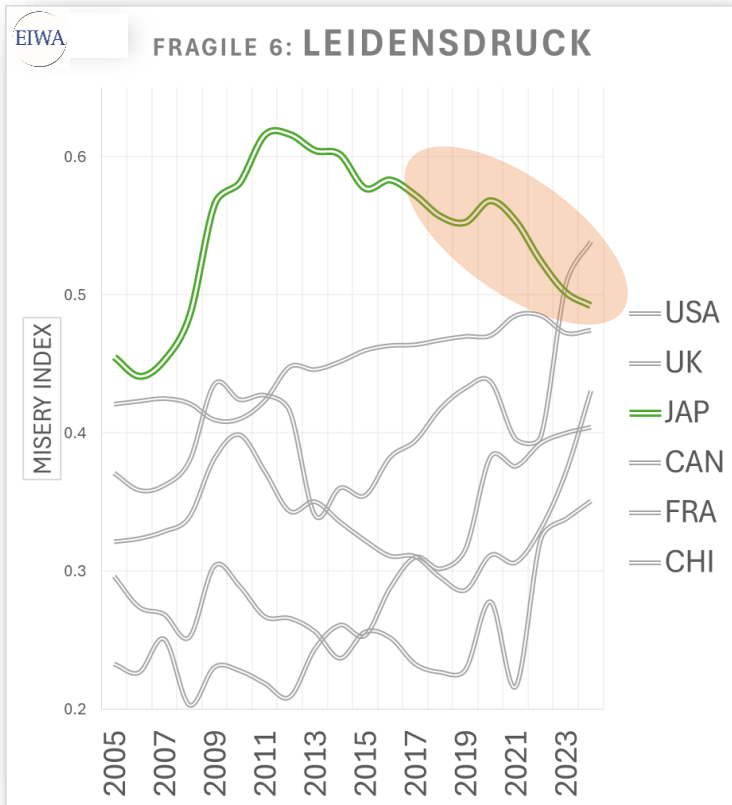


Die USA ist die Nation mit dem grössten Leidensdruck

- Staatsverschuldung und Leverage sind höher als in allen Ländern der Fragilen 6, ausgenommen Japan, Tendenz steigend
- Der Zinsendienst ist mit Abstand der höchste, auch wenn man die tiefste Staatsquote der USA ausklammert, Tendenz schnell steigend, angefacht durch fallende Staatsquote
- Unser gleitender Durchschnitt der Schuldzinsen zeigt den höchsten Wert innerhalb der Fragilen 6
- Grösstes Plus bleibt das hohe Nominalwirtschaftswachstum

Japan

Quellen: OECD, IMF

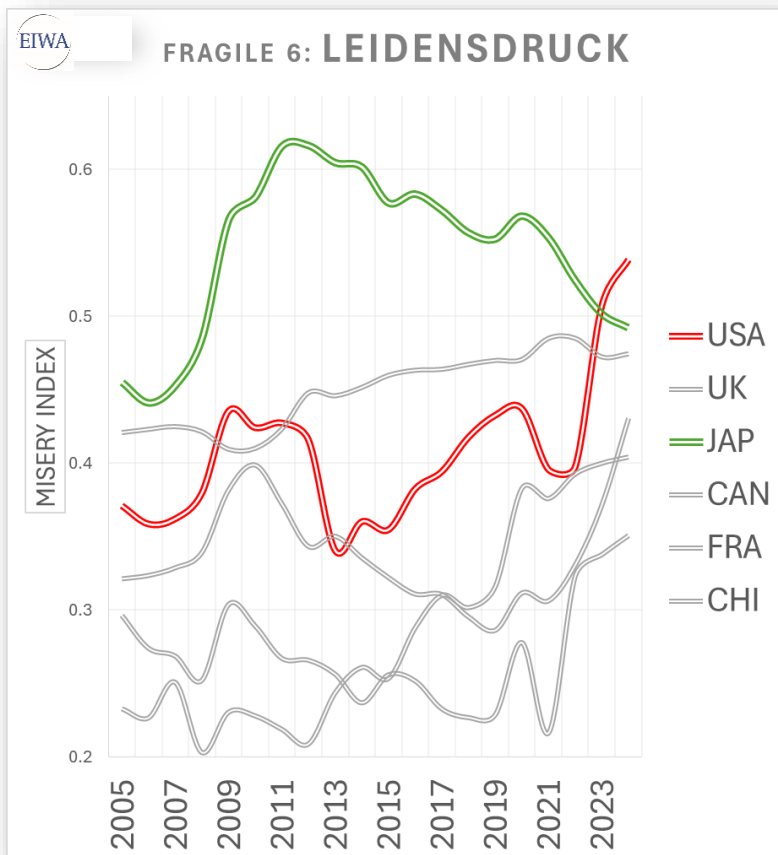


Japan hat die YCC bereits durchgeführt. Der Trend wurde gebrochen, das Niveau bleibt besorgniserregend. Die Zinsen steigen wieder: Rückkehr zu YCC?

- Japan hat die Zinskurvenkontrolle praktiziert: 2016-2024. Viele Probleme bleiben ungelöst
- Japan fährt den mit riesigem Abstand höchsten Leverage, auch wenn er zuletzt fällt
- Für Japan spricht der weitaus tiefste Netto-Schuldendienst = Die direkte Wirkung der Zinskurvenkontrolle
- Seit Langem hat sich wieder ein positiver Trend im nominalen Wirtschaftswachstum etabliert
- Japan hat allerdings Ratingdruck, wurde aber seit 10 Jahren nicht mehr runter gerated
- Japan hat die Staatsquote erhöht, wieviel Spielraum hat das Land noch?

USA vs Japan

Quellen: OECD, IMF

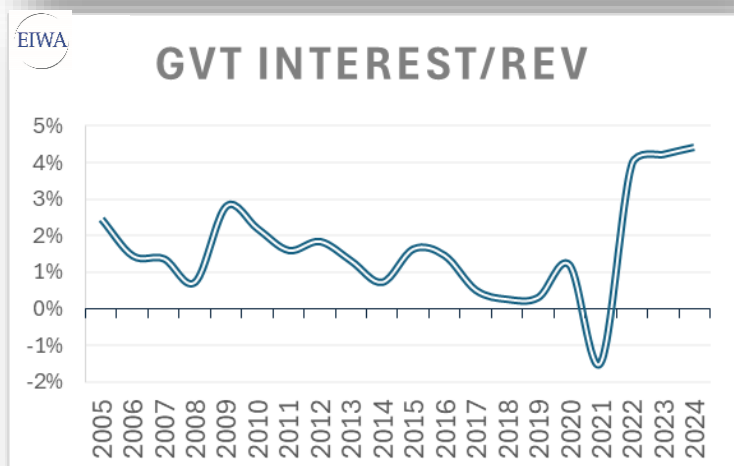
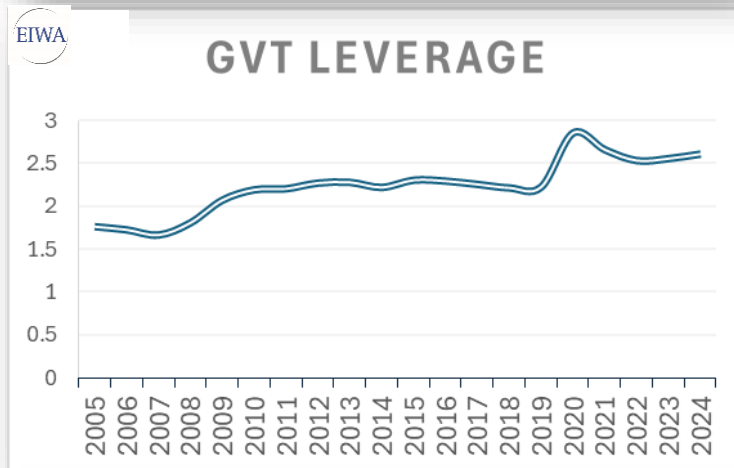
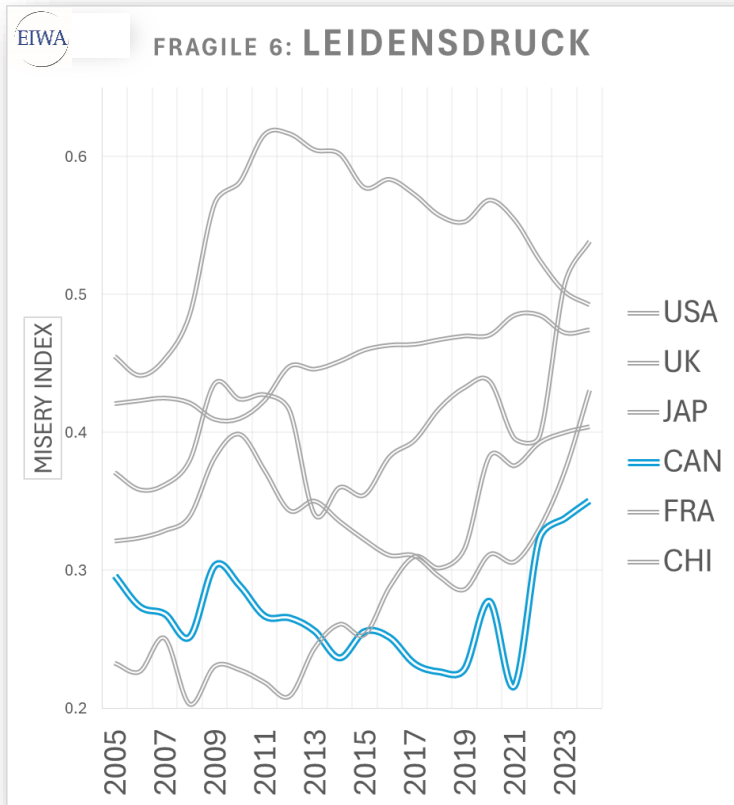


USA überholt Japan im Leidensdruck

- Obwohl Japans Verschuldung doppelt so hoch ist wie diejenige der USA
- Schuld ist natürlich der mit Abstand höchste Zinsendienst der USA gegenüber dem tiefsten Zinsendienst in Japan
- Die Trends im Leverage sind ebenfalls unterschiedlich, steigend in den USA, leicht fallend in Japan
- Die Staatsquote Japans fächert sich ggü. demjenigen der USA auf

Kanada

Quellen: OECD, IMF

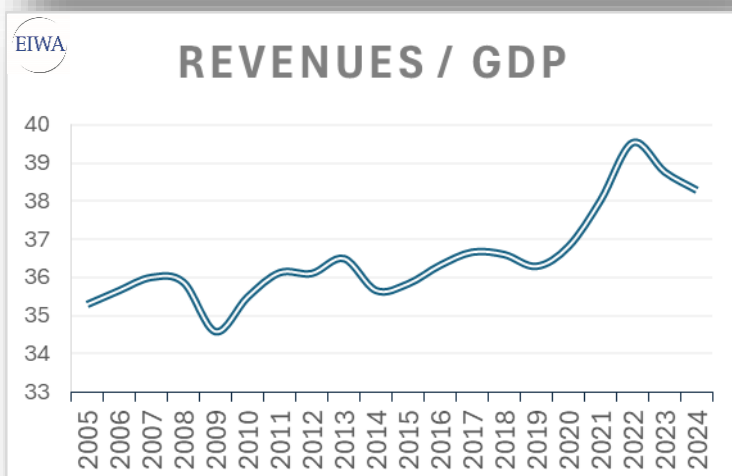
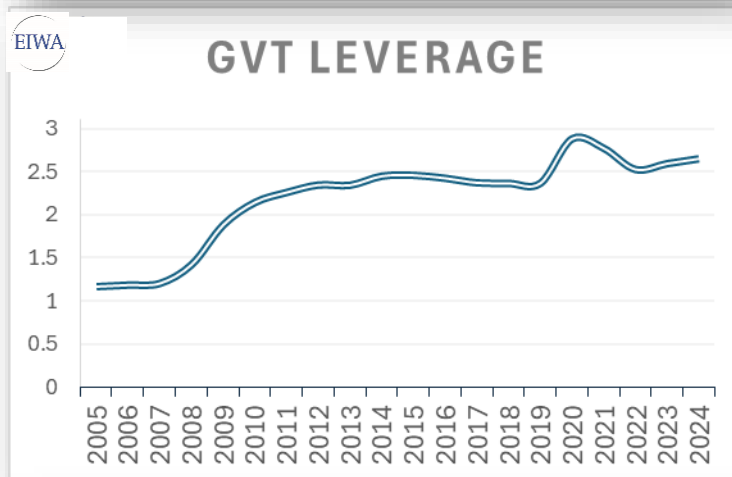
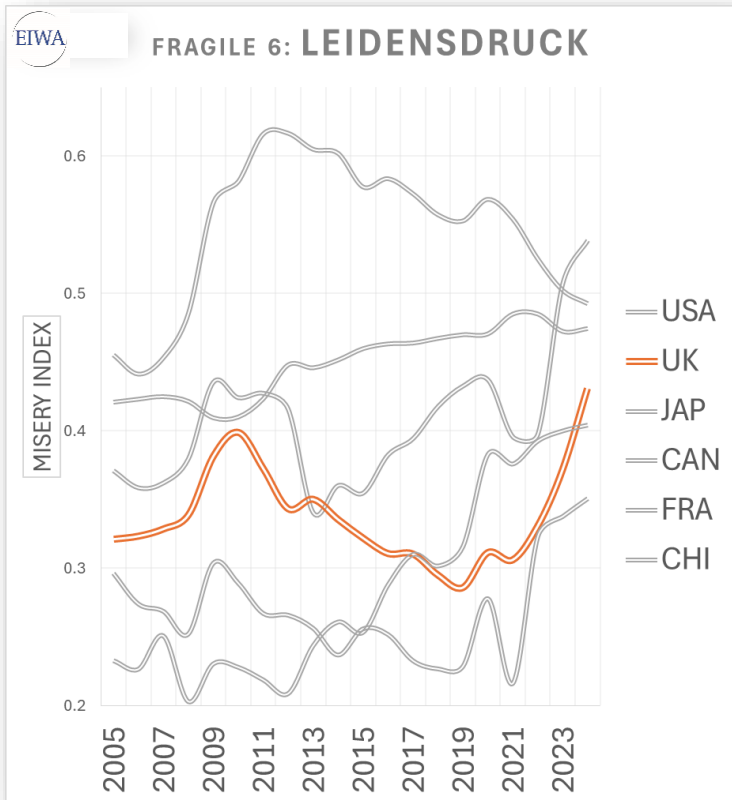


Kanada ist kein Musterschüler mehr, der Leidensdruck steigt

- Die Verschuldung Kanadas ist über der 100%-Schwelle, dies bei einer viel höheren Staatsquote als in den USA
- Die Staatsquote ist hoch und steigt
- Der Leverage ist viel tiefer als in den USA, steigt aber tendenziell
- Der (netto-) Zinsendienst in Kanada ist sehr erratisch, zwar deutlich tiefer als in den USA, aber er steigt
- Im Rahmen der Fragilen 6 ist der Leidensdruck Kanadas noch komfortabel

UK

Quellen: OECD, IMF

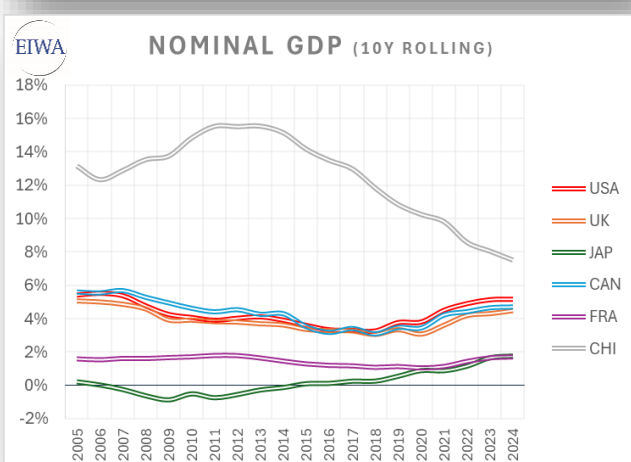
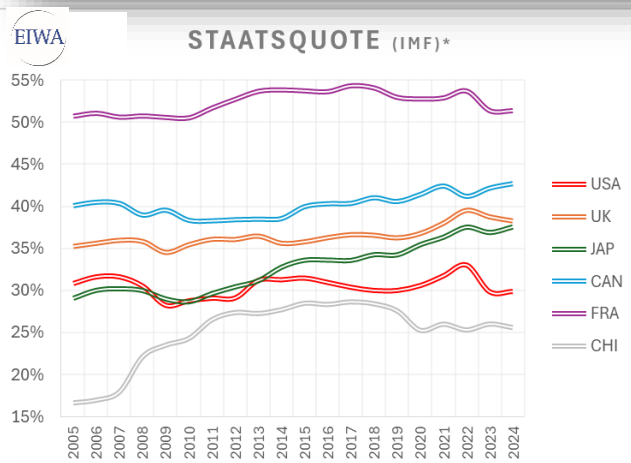
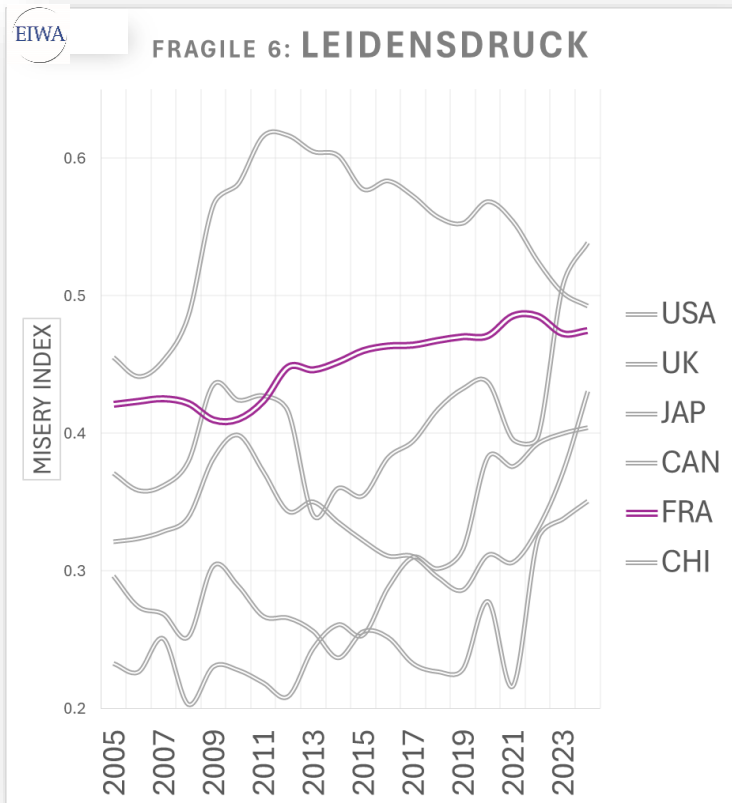


Ein atemberaubender U-Turn! Time to panic?

- UK hat eine im Sample mittelhohe Verschuldung bei über 100%
- Die tendenziell steigenden Staatseinnahmen helfen
- Trotzdem steigen Zinsendienst und Leverage
- Ein gewisser Ratingsdruck und steigende Schuldzinsen verstärken den Druck

Frankreich

Quellen: OECD, IMF

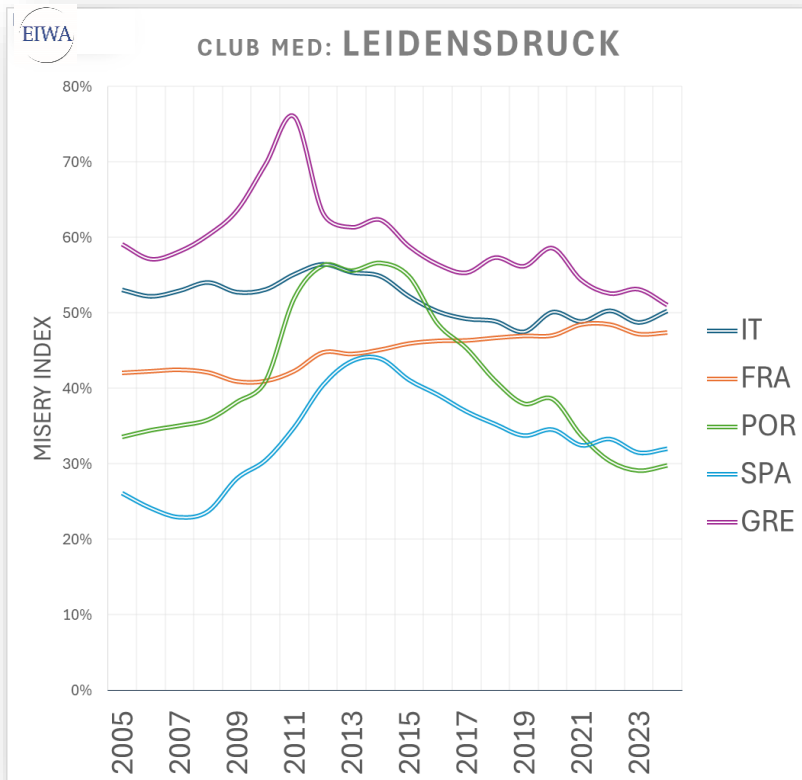


Frankreichs finanzielles Überleben hängt an seiner bereits **exorbitanten Staatsquote, welche das Land weniger volatil macht, aber der Leidensdruck wird laufend stärker**

- Frankreich tickt jede Box, wo es einen Malus zu verteilen gibt
- Frankreich hat die dritthöchste Staatsverschuldung im Sample
- Frankreich hat mit Abstand die höchste Staatsquote im Sample
- Damit wird der Leverage im Quervergleich künstlich tief gehalten
- Der Schuldendienst Frankreichs ist im Mittel des Samples
- Frankreich hat Ratingsdruck
- Frankreichs Achillesferse ist sein geringes Wirtschaftswachstum

PIGS

Quellen: OECD, IMF

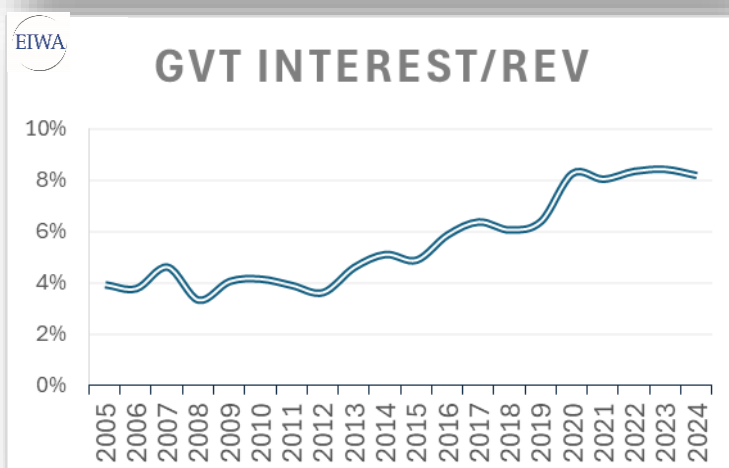
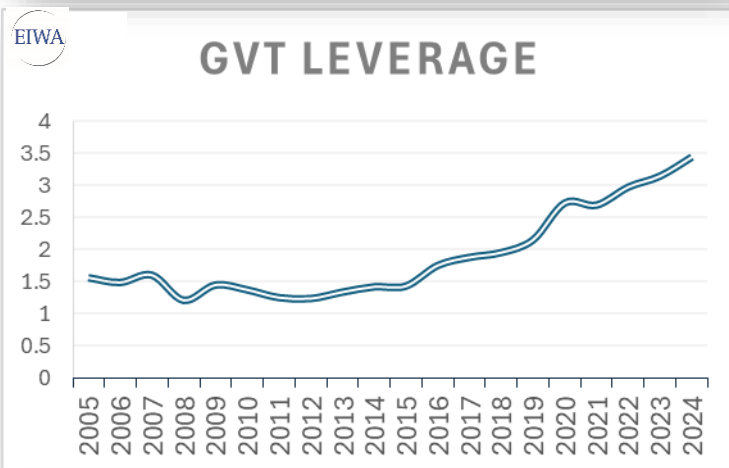
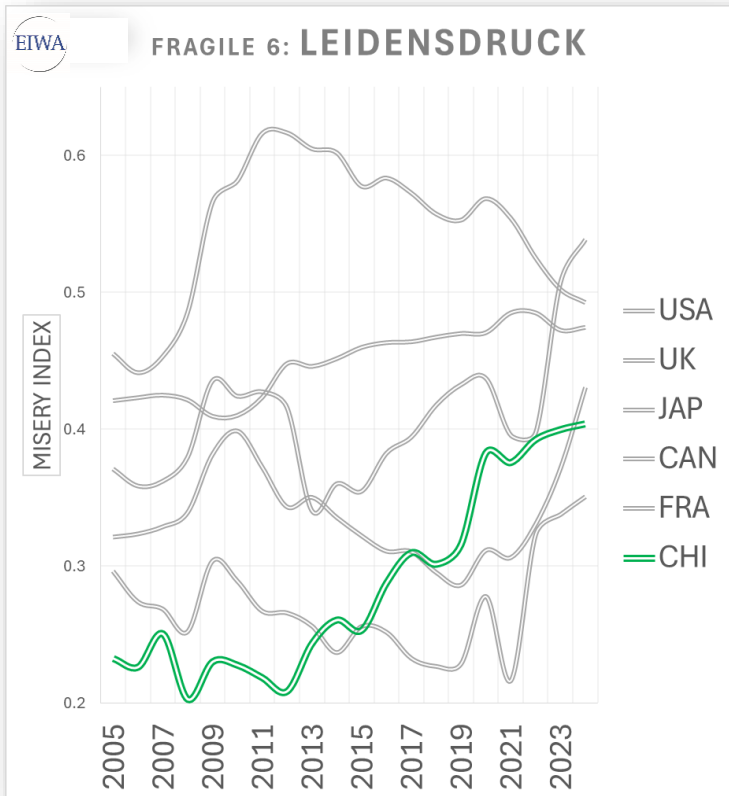


Club Med outperformt Frankreich, aber grosse Unterschiede im Club Med bleiben, Italien und Griechenland weiterhin prekär, Iberier glänzen

- **Portugal:** Starke Verbesserung, dank günstigerem Schuldendienst, tieferer Verschuldung und leicht verbessertem Trendwachstum
- **Italien:** Treten an Ort, hohe Staatsquote und trotzdem hoher Leverage, da immense Verschuldung bei unterentwickeltem Trendwachstum
- **Griechenland:** Verbessert sich, aber grosse Probleme bestehen weiter: Hohe Staatsquote, hohe Verschuldung und Leverage. Der künstlich tiefe Schuldzins (EMU) stabilisiert die Lage, Wachstum ungenügend
- **Spanien:** Verbessert. Zwar hohe Staatsquote aber Verschuldung und Leverage steigen nicht mehr, Schuldendienst fällt, Wachstum steigt, aber weiterhin ungenügend

China

Quellen: OECD, IMF

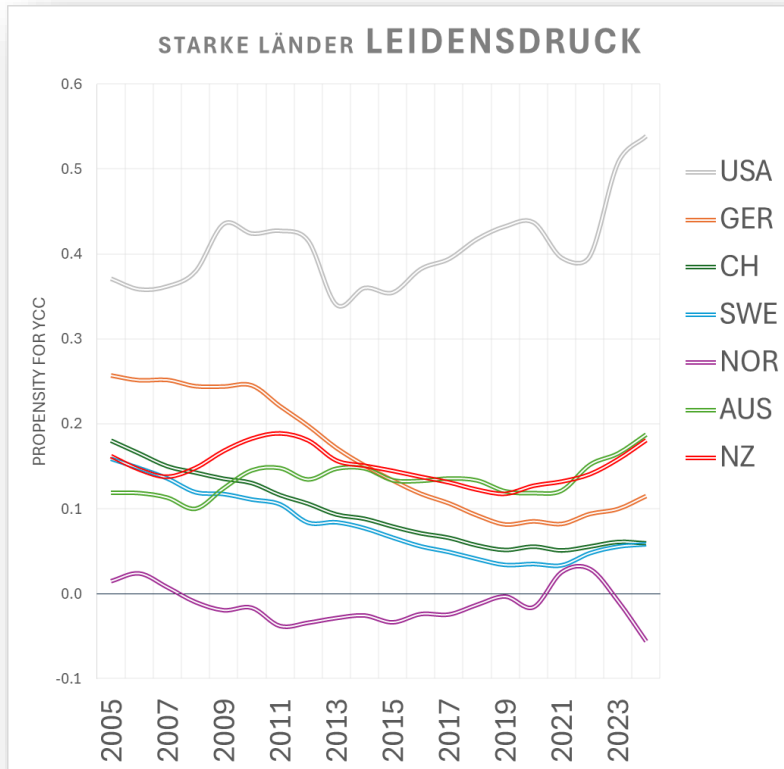


China: Auf dem Weg zum Problemfall? Der Leidensdruck wächst rasant

- China hat eine schnell wachsende Verschuldung, die viel zu hoch ist für seinen Entwicklungsstand und für seine Demographie
- Der Leverage ist hoch und wächst schnell!
- Der Schuldendienst ist der zweithöchste im Sample mit steigender Tendenz
- Der Bonus hohen Wachstums ist aufgebraucht!

Starke Länder

Quellen: OECD, IMF



Wenig Leidensdruck in dieser Gruppe von Ländern

- Australien und Neuseeland verschlechtern sich, allerdings von tiefen Niveaus aus
- Deutschland hat viel Substanz
- Schweiz und Schweden ohne Probleme
- Herausragende Position von Norwegen

Gesamtbetrachtung:

Quellen: OECD, IMF

Spektakuläre Ergebnisse:

Wir identifizieren Länder, die sich mit dem Instrumentarium für tieferen Schuldendienst befassen sollten

- Fragile 6: In 5 von 6 Fällen steigt der Leidendruck, zum Teil spektakulär
- In den USA ist der Leidensdruck am höchsten und er steigt schnell: Hier sehen wir ein grosses Potential für Zinskurvenkontrolle
- Japan zeigt, wie man den Leidensdruck mit Zinskurvenkontrolle lindern kann, aber es ist kein Allerheilmittel
- In den USA, UK und China wächst der Leidensdruck dermassen schnell, dass wir schon bald Massnahmen sehen könnten
- Frankreich bewegt sich wie ein Supertanker ohne Aussicht auf ein schnelles Bremsmanöver in Richtung Eisberg
- Ist China auf dem Weg zu einem Problemfall? Das Land hat einen weitgehend abgeschotteten Schuldenmarkt, sie kann YCC viel leichter einführen als die anderen Länder im Sample
- Club Med: Schaut man auf die Peripherie in Europa, sieht man eine gewisse Verbesserung
- Kann die EZB überhaupt eine Zinskurvenkontrolle durchführen? Die Antwort ist wohl nein. Das bringt riesige Probleme für Frankreich, Italien und Griechenland, sollten die Zinsen anspringen

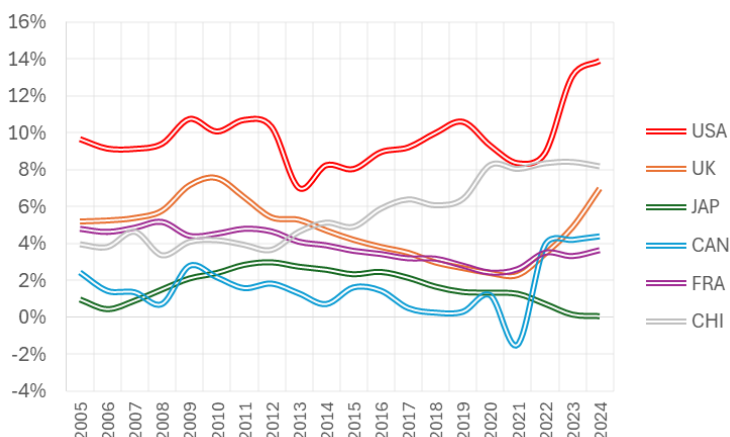
Fazit:

- Eine Zinskurvenkontrolle hat massivste Nebenwirkungen, sie wird nicht leichtfertig eingeführt
- Das akuteste aller Probleme für die Länder ist der Verteilungskampf um Steuererträge angefacht durch hohen Schuldendienst
- USA ist der erste Kandidat für YCC, hier ist der Schuldendienst exorbitant
- UK der zweite Kandidat
- China der dritte
- In Europa wird das Problem Frankreich wohl mit anderen Mitteln «vergemeinschaftet» werden
- Es braucht einen Trigger für den Einsatz von YCC: Z.B. eine Krise am Bondmarkt

Positionierung:

- Anleihen: Long Langläufer des YCC-Landes, Währungshedge
- Aktien: Übergewichtung des liquiden Index des YCC-Landes, Währungshedge

FRAGILE 6
INT / REVENUES (OECD, IMF)



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.