

Zinsen und Obligationen

Oktober

01.10.2026

EZB und Fed erhöhen, die SNB hält still. Der September war geldpolitisch ein wichtiger Monat, und die Weichen für das restliche Jahr wurden in Richtung Zinserhöhungen gestellt. Die Renditen der Staatsanleihen sind so hoch wie seit über zwanzig Jahren nicht mehr und nehmen bereits viel vorweg. Wir blicken zurück auf das Geschehen am Zins- und Obligationenmarkt im September und geben einen Ausblick auf die Markterwartungen für die kommenden Monate.

Schweizer Obligationenmarkt

Der Schweizer Obligationenmarkt brachte im September zahlreiche neue Emissionen hervor. Besonders am längeren Ende haben Unternehmen neue Anleihen ausgegeben: Drei Viertel aller Emissionen wurden mit Laufzeiten über fünf Jahre emittiert. Mit einer Dual-Tranchen-Emission über vier und acht Jahre war die Vaudoise Versicherungen (Einstufung: A- von der ZKB) erst zum zweiten Mal überhaupt am Markt aufgetreten. Mit Coupons von 0,9 bzw. 1,25 Prozent wurden beide Tranchen gut aufgenommen. Aufgrund des allgemein gestiegenen Zinsniveaus seit der Emission handeln sie aber leicht unter dem Emissionspreis. Mit Hero (kein Rating) ist ein weiterer, seltener Emittent an den Markt gekommen: Der bekannte Schweizer Lebensmittelhersteller hat erfolgreich einen Bond über CHF 100 Mio. mit einer Laufzeit von knapp sechs Jahren und mit einem Coupon von 2,934 Prozent platziert.

SNB: vorläufig keine Anpassung, aber Handlungsspielraum wächst

Im September hat die Schweizerische Nationalbank (SNB) beschlossen, an ihrer Nullzinspolitik festzuhalten. Dieser Entscheid kam nicht überraschend, da bereits im Sommer Gerüchte kursierten, wonach SNB-interne Quellen von einem Nullzinsniveau bis Ende 2027 ausgehen. Entsprechend waren die Erwartungen an die September-Sitzung gering.

Trotzdem preist der Derivatemarkt bis Mitte 2027 eine Zinserhöhung ein. Hintergrund sind die kürzlich veröffentlichten Inflationszahlen, die einen deutlichen Anstieg zei-



«Der Handlungsspielraum der SNB vergrössert sich. Ob sie ihn auch nutzen muss, dürfte massgeblich von der Dauer erhöhter Energiepreise abhängen.»

Joel Gubser
Investment Advisor

gen: Die Jahreststeuerung erhöhte sich unerwartet auf 0,8 Prozent, nachdem sie im Vormonat noch bei 0,4 Prozent gelegen hatte. Verantwortlich dafür sind vorwiegend ein schwächerer Franken, der Importgüter verteuerte, sowie höhere Energiepreise. Ein genauerer Blick auf den Landesindex der Konsumentenpreise zeigt, dass insbesondere die Kategorien «Wohnen und Energie» sowie «Verkehr» zur höheren Teuerung beigetragen haben. In beiden Bereichen ist der jüngste Anstieg auf gestiegene Energiepreise zurückzuführen: bei «Wohnen und Energie» vor allem auf höhere Heizölpreise, bei «Verkehr» auf teurere Treibstoffe. Die Geldpolitik hat jedoch keinen Grund, unmittelbar auf einen energiebedingten Teuerungsanstieg zu reagieren: Der Preisschock schmälert die Nachfrage, was die Konjunktur belasten dürfte. Dies zu einer Zeit, zu der die Kapazitätsauslastung in der Industrie unterdurchschnittlich ausfällt und kaum Lohndruck zu beobachten ist.

Somit rechnen wir trotz der höheren Gesamtinflation von 0,8 Prozent vordergründig nicht mit einer Zinserhöhung durch die SNB, da sich die Inflation noch immer in der

unteren Hälfte des Zielbands von 0 bis 2 Prozent befindet. Sollte die Kerninflation, also die Teuerung ohne saisonale Produkte und Energie, jedoch deutlich anziehen und sich die Teuerung breitflächig ausbreiten, dürfte ein Zinsschritt aus unserer Sicht realistischer werden. Da sowohl die Europäische Zentralbank als auch die amerikanische Fed bereits Zinserhöhungen vorgenommen haben, ist der Handlungsspielraum der SNB gestiegen und eine Zinserhöhung nicht mehr auszuschliessen.

Europa: weitere Zinserhöhung auf 2,5 Prozent

Wie vom Markt antizipiert, hat die Europäische Zentralbank (EZB) im September den Einlagensatz zum zweiten Mal in diesem Jahr um 0,25 Prozent erhöht auf neu 2,5 Prozent. Damit reagiert die EZB auf die letzten Inflationszahlen von 3,3 Prozent, die eine sich beschleunigende Teuerung gegenüber dem Vormonat (2,9 Prozent) zeigen. Dies dürfte noch nicht die letzte Zinserhöhung gewesen sein: Bereits im Dezember wird ein nächster Schritt und bis Ende 2027 nochmals bis zu drei weitere Schritte erwartet, wenn man dem Derivatemarkt glauben darf.

Der Markt widerspiegelt damit die Erwartung der EZB, dass die Welle erhöhter Energiepreise zu einer längerfristigen, hartnäckigeren Teuerung führt als bisher angenommen. Erst ab Mitte 2027 wird mit einer Normalisierung gerechnet. Gleichzeitig erwartet die Europäische Zentralbank ein leicht besseres Wirtschaftswachstum: Für 2026 und 2027 wurden die Prognosen um 0,1 bis 0,2 Prozent erhöht.

Aktuelle Leitzinsen in der Übersicht

Land	Leitzins	Letzte Anpassung
Schweiz	0,00 %	19.06.2025 (-0,25 %)
Eurozone	2,5 %	10.09.2026 (+0,25 %)
USA	3,75–4,00 %	16.09.2026 (+0,25 %)

Werte per 30.9.2026

Quelle: Zuger Kantonalbank

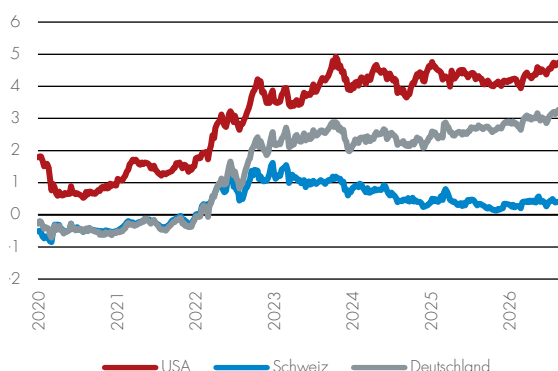
Uneinheitlich hohe Renditen der Staatsanleihen in der EU

Während die Zinsen weltweit aus einer Kombination von Inflationsangst und Sorgen wegen überschuldeter Staaten stark angestiegen sind und sich auf Höchstwerten seit der Dot-Com Bubble befinden, steht in Europa besonders Frankreich im Fokus: Die Renditen zehnjähriger französischer Staatsanleihen sind auf über 4,85 Prozent geklettert, was einem Risikoaufschlag zum deutschen Äquivalent – das gemeinhin als risikolos gilt – von fast 130 Basispunkten entspricht. Dieser Wert war zuletzt während der europäischen Schuldenkrise im Jahr 2012 so hoch und versinnbildlicht die Sorgen der Inves-

toren um die finanzielle und politische Stabilität Frankreichs. Das anhaltende Defizit und die politische Blockade schrecken Investoren ab. Auch der absolute Wert von 4,85 Prozent ist historisch hoch.

Frankreich (A+ von S&P) bezahlt damit innerhalb der Eurozone für seine Schulden am meisten – auch deutlich mehr als das mit BBB+ eingestufte Italien (4,61 %) oder Bulgarien (4,48 %) oder das nur mit BBB bewertete Griechenland (4,46 %).

Historischer Vergleich 10-jähriger Staatsanleihen



Verfallsrenditen der 10-jährigen Staatsanleihen im Vergleich per 30.9.2026

Quelle: Zuger Kantonalbank, Bloomberg LP

USA: Fed erhöht und Warsh beweist seine Unabhängigkeit

Die amerikanische Notenbank Fed hat ihren Leitzins am 16. September um 0,25 Prozent auf die neue Bandbreite von 3,75 bis 4 Prozent erhöht, was die erste Erhöhung seit 2023 darstellt. Der Entscheid wurde einstimmig gefällt, was schon länger nicht mehr der Fall war, und bedeutet, dass auch der neue Vorsitzende Kevin Warsh für eine Zinserhöhung gestimmt hat. Dies ist insofern brisant, als Präsident Trump Warsh zum neuen Fed-Vorsitzenden nominiert hat, damit dieser für tiefere Zinsen sorgt.

Hintergrund des Entscheids ist auch in den USA die Inflation, die je nach Messgrösse zwischen 3,0 und 3,7 Prozent und damit deutlich über dem Zielband liegt. Warsh bekräftigte das Ziel und die Absicht, die Inflation zeitnah unter Kontrolle zu bringen, was als hawkisches Signal aufgenommen wurde. Weiter hat Warsh kommentiert, dass die Wirtschaft stark sei und die Zinserhöhung «eine gewisse Akkommodation» aus der Geldpolitik nehme. Damit impliziert Warsh, dass das heutige Zinsumfeld als expansiv eingeschätzt wird, was ebenfalls als hawkisches Signal zu verstehen ist.

Wenn die Fed einen Zinserhöhungszyklus lanciert, dann wird selten nur einmal erhöht. Die Abstände zwischen

den Zinserhöhungen bleiben allerdings unklar. Derzeit zeigen die Prognosen aus dem Derivatemarkt, dass bis Ende Jahr noch eine weitere Zinserhöhung erwartet wird, während im nächsten Jahr nochmals zwei bis drei anstehen könnten.

US-Treasury Renditen auf Höchstständen

Die viel beachteten US-Treasury-Renditen über zehn und dreissig Jahre sind im September stark angestiegen und nehmen die Zinserhöhungen und die inflationären Tendenzen zum grossen Teil bereits vorweg. Sie befinden sich mit 5,27 und 5,61 Prozent auf Niveaus, die zuletzt vor der Finanzkrise erreicht worden waren. Der Aktienmarkt ignoriert diesen Umstand weiterhin: Normalerweise reagieren Wachstumsaktien empfindlich auf höhere Zinsen. Dies ist bisher allerdings nicht der Fall. Für den amerikanischen Steuerzahler sind höhere Zinsen jedoch schlechte Nachrichten, da sich die Zinslast der Staatsschulden erhöht, was umso mehr ins Gewicht fällt, wenn man die Höhe der Staatsschulden betrachtet: Vor

der Finanzkrise betrugen diese noch rund 8 bis 9 Billionen, heute sind es über 40 Billionen US-Dollar. Die Ausgaben für Zinszahlungen – eine Funktion aus Schuldenlast und Zinsniveau – steigen daher exponentiell.

Nicht nur für den Staatshaushalt, auch für den amerikanischen Konsumenten wirken höhere Zinsen dämpfend: Die Zinsen für 30-jährige Hypotheken sind erstmals seit 2023 wieder über 7 Prozent gestiegen, was den ohnehin schon angeschlagenen Häusermarkt trifft. Weiter sind Konsumenten durch teurere Leasing- und Kreditkartenkredite direkt von der Zinserhöhung betroffen, aber ebenso durch rekordhohe Benzinpreise, verursacht durch den Iran-Krieg. Dies hat sich bereits in der Konsumentenstimmung niedergeschlagen: Deren Wert ist im September auf einen Tiefststand seit 2014 gefallen. Ob Präsident Trump und seine Partei in den Midterm-Wahlen Anfang November dafür die Quittung erhalten, wird sich zeigen. Verlieren die Republikaner die Mehrheit im Senat oder im Kongress, werden die Regierungsgeschäfte für Trump auf jeden Fall deutlich erschwert.

Neuemissionen in Schweizer Franken

Währung	Coupon	Emittent	Verfall	Preis	Rendite	Spread	Stückelung	ISIN	Ausgabe- volumen
CHF	1,8775 %	ABP Finance PLC	26.10.2033	100.07	1,88	112	5k + 5k	CH1585337707	100 Mio.
CHF	2,934 %	Hero AG	28.06.2032	100.27	2,90	219	5k + 5k	CH1606711476	100 Mio.
CHF	1,8675 %	Emirates NBD Bank PJSC	13.10.2031	100.46	1,80	110	5k + 5k	CH1609605279	150 Mio.
CHF	1,6803 %	Digital Constellation BV	08.10.2029	100.55	1,55	93	5k + 5k	CH1609605246	225 Mio.
CHF	2,06 %	Digital Constellation BV	06.10.2032	100.85	1,92	120	5k + 5k	CH1609605253	185 Mio.
CHF	2,415 %	Digital Constellation BV	06.10.2036	101.28	2,30	143	5k + 5k	CH1609605261	100 Mio.
CHF	1,3 %	Schwyzer Kantonalbank	08.10.2035	100.97	1,21	37	5k + 5k	CH1610296829	150 Mio.
CHF	2,1769 %	GRENKELEASING AG	28.09.2029	100.42	2,05	148	5k + 5k	CH1612088521	100 Mio.
CHF	1,73 %	Fomento Economico Mexicano SAB de CV	14.10.2031	100.25	1,70	100	5k + 5k	CH1609605238	300 Mio.
CHF	2,2875 %	Helvetia Schw. Versicherungsges. AG	15.10.2046	100.10	2,30	143	5k + 5k	CH1598620172	275 Mio.
CHF	1,6 %	Cham Swiss Properties AG	27.10.2031	100.14	1,59	89	5k + 5k	CH1581468365	100 Mio.
CHF	1,12 %	Asian Development Bank	21.10.2041	99.47	1,18	20	5k + 5k	CH1598620164	100 Mio.
CHF	1,74 %	DekaBank Deutsche Girozentrale	13.10.2036	100.07	1,75	105	100k + 100k	CH1585337673	100 Mio.
CHF	1,3975 %	Danske Bank A/S	29.09.2034	99.93	1,43	63	200k + 200k	CH1598620131	110 Mio.
CHF	1,8325 %	Credit Agricole SA	23.09.2034	100.22	1,83	106	100k + 100k	CH1598620123	170 Mio.
CHF	1,4777 %	BMW International Investment BV	23.12.2031	100.11	1,48	78	5k + 5k	CH1609602839	285 Mio.
CHF	1,845 %	BMW International Investment BV	23.09.2036	100.01	1,86	100	5k + 5k	CH1609602847	125 Mio.
CHF	1,605 %	Bank Vontobel AG	29.09.2034	100.60	1,54	75	5k + 5k	CH1607696023	200 Mio.
CHF	0,9475 %	Inter-American Development Bank	29.09.2034	100.19	0,95	14	5k + 5k	CH1585337665	150 Mio.
CHF	0,19 %	St Galler Kantonalbank AG	19.04.2027	99.95	0,22	24	100k + 1k	CH1568297985	100 Mio.
CHF	1,25 %	BKW AG	25.04.2033	99.68	1,34	57	5k + 5k	CH1598620099	200 Mio.
CHF	1,05 %	Aargauische Kantonalbank	07.10.2033	99.54	1,14	37	5k + 5k	CH1607659112	200 Mio.
CHF	1,15 %	IGT Bank AG	30.03.2032	99.58	1,27	54	100k + 100k	CH1581468324	150 Mio.
CHF	1,5 %	IGT Bank AG	30.09.2036	99.51	1,59	71	100k + 100k	CH1581468332	200 Mio.
CHF	1,2225 %	Telstra Group Ltd	30.09.2033	99.14	1,37	61	5k + 5k	CH1598620073	200 Mio.
CHF	0,9 %	Vaudoise Assurances Holding SA	25.09.2030	99.36	1,09	44	5k + 5k	CH1581468274	100 Mio.
CHF	1,25 %	Vaudoise Assurances Holding SA	25.09.2034	99.60	1,34	53	5k + 5k	CH1581468282	120 Mio.
CHF	1,6575 %	OTP Bank Nyrt	22.09.2032	99.35	1,84	113	100k + 100k	CH1598620065	155 Mio.
CHF	1,15 %	St Galler Kantonalbank AG	23.09.2036	99.67	1,21	34	5k + 5k	CH1604208798	210 Mio.
CHF	1,25 %	Corner Banca SA	16.09.2030	99.63	1,36	72	5k + 5k	CH1581468258	150 Mio.
CHF	0,55 %	Zuercher Kantonalbank	17.11.2028	100.05	0,68	7	5k + 5k	CH1581468266	175 Mio.
CHF	1,2 %	SFS Group AG	30.09.2033	99.45	1,29	54	5k + 5k	CH1581468233	250 Mio.
CHF	1,125 %	North American Development Bank	29.09.2034	99.26	1,25	44	5k + 5k	CH1604760905	125 Mio.
CHF	1,5175 %	BPCE SA	25.09.2034	98.97	1,70	88	5k + 5k	CH1581468225	170 Mio.

Quelle: Zuger Kantonalbank, cbonds.com, 30.9.2026

Neuemissionen im September in Schweizer Franken (ohne staatliche Schuldner, ohne Aufstockungen, nur Emissionen über CHF 100 Mio.)

Fazit

Der Ausblick für die Leitzinsen im letzten Quartal wird somit deutlich in Richtung steigender Zinsen ausgerichtet. Der Kapitalmarkt nimmt aber viel davon schon vorweg, und die Zinsen der Staatsanleihen sind in den USA und in der Eurozone auf Mehrjahres-Höchstständen. Ob die Leitzinsen tatsächlich noch mehrfach angehoben werden, dürfte massgeblich von der Länge des Kriegs im Iran und der damit einhergehenden Energieknappheit abhängen.

Auch für die SNB ergibt das Umfeld einen grösseren Spielraum und Zinserhöhungen sind nicht mehr auszuschliessen. Aufgrund des Zustands der Industrie und der Kapazitätsauslastung erwarten wir jedoch keine grösseren Schritte.

Der Obligationenmarkt bietet damit weiterhin attraktive Chancen: Zahlreiche Emissionen der letzten Monate sind unter dem Ausgabepreis erhältlich, während die Zinsen schon viel vorwegnehmen.

Umsetzungsmöglichkeiten

Einzeltitlempfehlungen:

Obligationen-Top-Picks, erhältlich über Ihre Kundenberaterin oder Ihren Kundenberater

ZugerKB Fonds – Obligationen ESG:

Ausschüttend: Valor 129774937

Reinvestierend: Valor 129774938

Haben Sie Fragen zur Publikation Market Minute oder Anregungen?

Kontaktieren Sie Ihre Kundenberaterin oder Ihren Kundenberater.

Wir sind Unterzeichner respektive Mitglied folgender Organisationen:

Signatory of:



Rechtlicher Hinweis

Dieses Dokument dient einzig der Information und zu Marketingzwecken und ist weder ein Angebot noch eine Aufforderung seitens oder im Auftrag der Zuger Kantonalbank (ZugerKB) zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Bankdienstleistungen. Es richtet sich an von der ZugerKB bezeichnete Empfänger mit Wohnsitz in der Schweiz zur persönlichen Nutzung und darf ohne schriftliche Zustimmung der ZugerKB weder ganz noch teilweise vervielfältigt, verändert oder an andere Empfänger verteilt oder übermittelt werden. Die Informationen in diesem Dokument sind stichtagbezogen und stammen aus Quellen, die die ZugerKB als zuverlässig erachtet. Dennoch kann von der ZugerKB keine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der Informationen geleistet werden. Die ZugerKB lehnt jede Haftung für Verluste ab, die aus einem Investitionsverhalten entstehen können, dem die Informationen aus diesem Dokument zugrunde liegen. Die Kurse und Werte der beschriebenen Investitionen und daraus resultierende Erträge können schwanken, steigen oder fallen. Ein Verweis auf frühere Entwicklungen enthält keine Aussagen zu künftigen Ergebnissen. Dieses Dokument enthält keinerlei Empfehlungen rechtlicher Natur oder hinsichtlich Rechnungslegung oder Steuern. Es stellt auch in keiner Art und Weise eine auf die persönlichen Umstände des Empfängers zugeschnittene oder für diesen eine angemessene Investition oder Strategie dar. (V2026)

Diese Publikation kann Daten von Drittparteien enthalten.

Swiss Exchange AG («SIX Swiss Exchange») ist die Quelle der SIX Indizes und der darin enthaltenen Daten. SIX Swiss Exchange war in keinerlei Form an der Erstellung der in dieser Berichterstattung enthaltenen Informationen beteiligt. SIX Swiss Exchange übernimmt keinerlei Gewährleistung und schliesst jegliche Haftung (sowohl aus fahrlässigem als auch aus anderem Verhalten) in Bezug auf die in dieser Berichterstattung enthaltenen Informationen – wie unter anderem für die Genauigkeit, Angemessenheit, Richtigkeit, Vollständigkeit, Rechtzeitigkeit und Eignung für beliebige Zwecke – sowie hinsichtlich Fehlern, Auslassungen oder Unterbrechungen in den SIX Indizes oder deren Daten aus. Jegliche Verbreitung oder Weitergabe der von SIX Swiss Exchange stammenden Informationen ist untersagt. Quelle: MSCI. Weder MSCI noch andere Parteien, die an der Zusammenstellung, Berechnung oder Erstellung der MSCI-Daten beteiligt sind oder damit in Verbindung stehen, geben ausdrückliche oder stillschweigende Gewährleistungen oder Zusicherungen in Bezug auf diese Daten (oder die Ergebnisse, die durch deren Verwendung erzielt werden) ab, und alle diese Parteien schliessen hiermit ausdrücklich alle Gewährleistungen in Bezug auf Originalität, Genauigkeit, Vollständigkeit, Marktgängigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck in Bezug auf diese Daten aus. Ohne das Vorstehende einzuschränken, haften MSCI, seine verbundenen Unternehmen oder Dritte, die an der Zusammenstellung, Berechnung oder Erstellung der Daten beteiligt sind oder damit in Verbindung stehen, in keinem Fall für direkte, indirekte, besondere, strafähnliche Folgeschäden oder sonstige Schäden (einschliesslich entgangener Gewinne), selbst wenn sie über die Möglichkeit solcher Schäden informiert wurden. Ohne ausdrückliche schriftliche Zustimmung von MSCI ist keine weitere Verteilung oder Verbreitung der MSCI-Daten gestattet. Der MSCI EMU Top 50 Index ist ein benutzerdefinierter Index. Die MSCI-Daten bestehen aus einem benutzerdefinierten Index, der von MSCI für und auf Wunsch von der Zuger Kantonalbank berechnet wurde. Die MSCI-Daten sind nur für den internen Gebrauch bestimmt und dürfen nicht weiterverteilt oder in Verbindung mit der Erstellung oder dem Angebot von Wertpapieren, Finanzprodukten oder Indizes verwendet werden. Die Nutzung von Daten der MSCI ESG Research LLC oder ihrer Tochtergesellschaften («MSCI») durch die Zuger Kantonalbank sowie die Nutzung von MSCI-Logos, -Marken, -Dienstleistungsmarken oder Indexnamen stellen kein Sponsoring, keine Billigung, Empfehlung oder Förderung der Zuger Kantonalbank durch MSCI dar. MSCI-Dienstleistungen und -Daten sind Eigentum von MSCI oder seinen Informationsanbietern und werden «wie besehen» und ohne Gewährleistung bereitgestellt. MSCI-Namen und -Logos sind Marken oder Dienstleistungsmarken von MSCI. Bloomberg® und die Bloomberg-Indizes sind Dienstleistungsmarken der Bloomberg Finance L.P. und ihrer verbundenen Unternehmen, einschliesslich Bloomberg Index Services Limited («BISL»), des Administrators der Indizes (zusammen «Bloomberg»), und wurden von der Zuger Kantonalbank für die Verwendung zu gewissen Zwecken lizenziert. Bloomberg ist nicht mit der Zuger Kantonalbank verbunden, und Bloomberg genehmigt, unterstützt, überprüft oder empfiehlt Produkte der Zuger Kantonalbank nicht.