

Fixed Income 4/2025:

„Bullish, wären da nicht
die Zölle...“

Was sagen unsere Modelle
und die klügsten Köpfe der
Finanzwelt?

PK Assets AG Egglirain 22, Postfach 251, 8832 Wilen

+41 (0)44 787 80 20 www.pkassets.ch



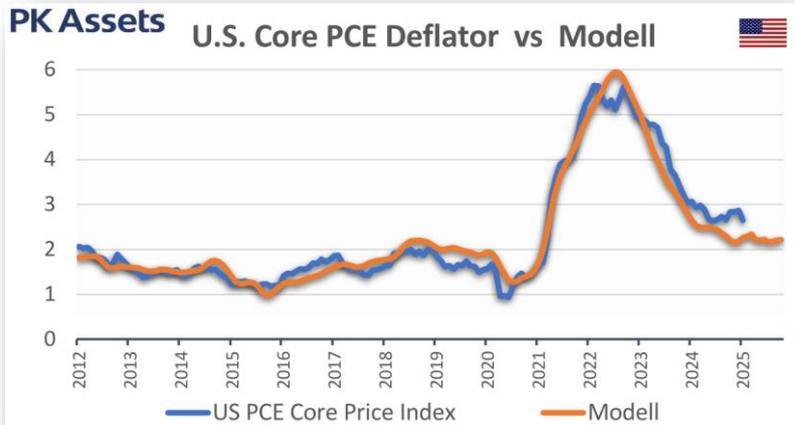
Zinsen USA: Thesen

Unsere Modelle sind in der Summe zuversichtlich

- Gemäss unseren Prognose-Modellen kommen alle wichtigen Inflationsaggregate beim/über dem Notenbankziel von 2% zu stehen, und das noch ohne Berücksichtigung der Zölle
- Die Vorläufer zur Arbeitslosenrate bleiben insgesamt stabil tief, noch bevor DOGE und Ausschaffungen/ Rückgang der illegalen Migration erste Spuren hinterlassen
- Die Vorläufer zum Lohnkostenwachstum fallen nicht mehr und implizieren eine gesunde Rate von 4% für den Rest des Jahres
- Gemäss unseren Modellen für die Teuerung kann das Fed weiter machen mit Zinsreduktionen, auch wenn kaum signifikante weitere Fortschritte in der Teuerung absehbar sind
- Gemäss den TIPS Break Evens besteht weniger Grund für Cuts
- Die Monatsveränderungen der CPI-Aggregate sprechen für etwas tiefere Leitzinsen
- Der Arbeitsmarkt spricht für tiefere Leitzinsen
- Unser Leitzinsmodell spricht für tiefere Zinsen
- Unser Modell für die Zinskurve spricht für leicht tiefere Zinsen
- Das Vertrauen in das Fed-Inflationsmandat spricht für tiefere Zinsen

Aber was kommt mit Trump?

- Trump und Bessent haben der 10Y U.S. Treasury zum Fokuspunkt ihrer Politik gemacht: Es könnte zum Ritt auf der Rasierklinge werden
- Kommt eine Rezession? Kommt eine Stagflation?
- Der Arbeitsmarkt scheint tatsächlich stark zu bleiben, die Wirtschaft resilient, der Arbeitsmarkt könnte sogar noch heisser werden
- Die Unsicherheit des Marktes bezüglich des Konjunkturausblicks ist mit Händen zu greifen
- Macht die Zollpolitik den erfreulichen Teuerungstrend zunichte?
- Noch glaubt der Markt an einen Rückgang der Inflation
- Der Markt preist 3 Cuts ein für die nächsten 12 Monate, aber das Sentiment könnte schnell drehen
- Angebot und Nachfrage könnten ein Risiko für den Treasury-Markt werden



87 Indikatoren
9 Mt Prognosehorizont

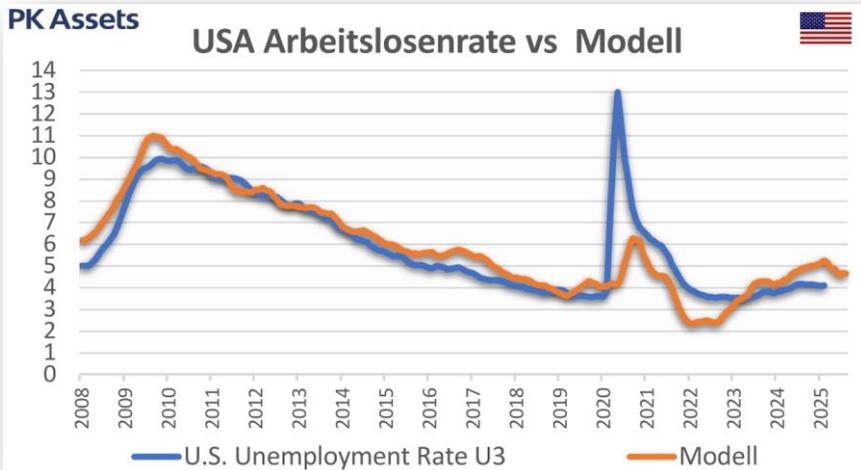
*„Alle wichtigen
Inflationsaggregate kommen
beim/über dem
Notenbankziel von 2% zu
stehen, und das noch ohne
Berücksichtigung der Zölle“*

Inflationsprognosen:

Alle wichtigen Aggregate kommen über dem Notenbank-Ziel von 2% zu stehen, aber kaum Indikatoren für ein Beschleunigung der Teuerung

Modelle und Vorläufer zeigen:

- Unser OER-Modell zeigt Abwärtspfad Richtung 3% (von aktuell 4.4%)
- Unser Modell für CPI **Goods** bleibt auf der Nulllinie, nachdem für das ganze 2024 Güter-Deflation geherrscht hat
- Unser Modell für das **Food-CPI** fällt nicht mehr und zeigt rauf Richtung 4%
- CPI **Energie** kann nur auf 1 Mt Vorlauf prognostiziert werden, bleibt die grosse Wild Card im System
- Unser Modell für die **Core Services** sieht einen leichten Rückgang voraus bis in die tiefen 3%, mehr nicht
- Das **U.S. Core CPI** wird nicht unter **2.5%** sinken!
- Das **U.S. CPI** sehen wir gemäss unserem Modell bei **2%** in den nächsten 8 Monate
- Das **Cleveland Trimmed Mean** verflacht sich bei ca. **2.8%** in den nächsten Monaten
- Das **Atlanta Fed Sticky CPI** läuft Richtung **3%** aber nicht tiefer
- Der Fokus des Fed, das Core PCE sollte leicht über 2% in den nächsten Monaten zu stehen kommen



22 Indikatoren

6 Mt Prognosehorizont

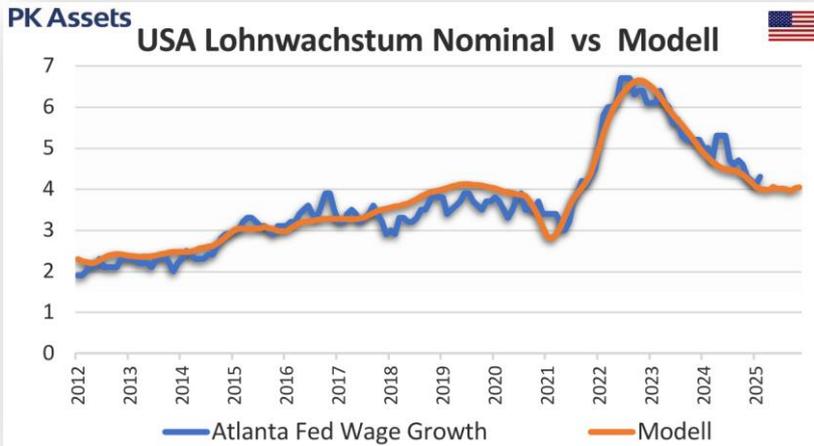
„Die Vorläufer zur Arbeitslosenrate bleiben insgesamt stabil tief, noch bevor DOGE und Ausschaffungen/ Rückgang der illegalen Migration erste Spuren hinterlassen“

Arbeitslosenprognose:

Kein Anspringen der Arbeitslosenrate

Modelle und Vorläufer zeigen:

- Die Zahlen aus dem **KMU-Vertrauen** (Hiring Plans, Compensation Plans, Capex Plans, Credit Conditions etc.) sind sehr heterogen und sprechen insgesamt für eine stabile Arbeitslosenrate
- Die Daten von der **Jobs & Labor Turnover**-Front sprechen nur für eine geringfügig höhere Arbeitslosenrate
- Die **harten Arbeitsmarktdaten** wie Payrolls, Teilzeitarbeitsraten deuten auf eine höhere Arbeitslosenrate, aber die Initial Jobless Claims steigen nicht
- Die Daten von der **Konsumentenseite**, Vertrauen und Consumer Credit sehen eher wieder ein Abgleiten der Arbeitslosenrate
- Das Vertrauen im **Baumarkt** spricht für eine höhere Arbeitslosenrate



63 Indikatoren
9 Mt Prognosehorizont

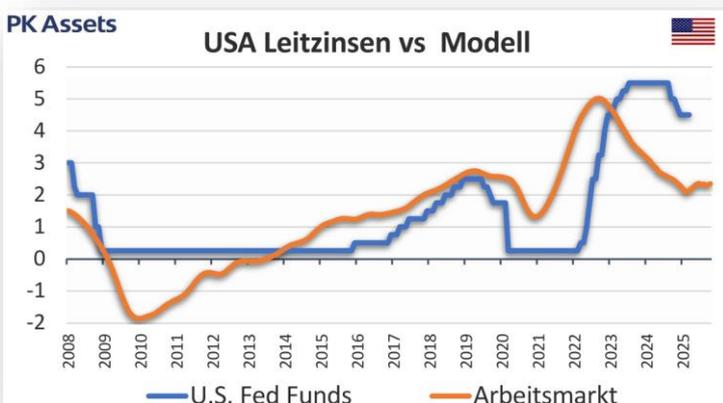
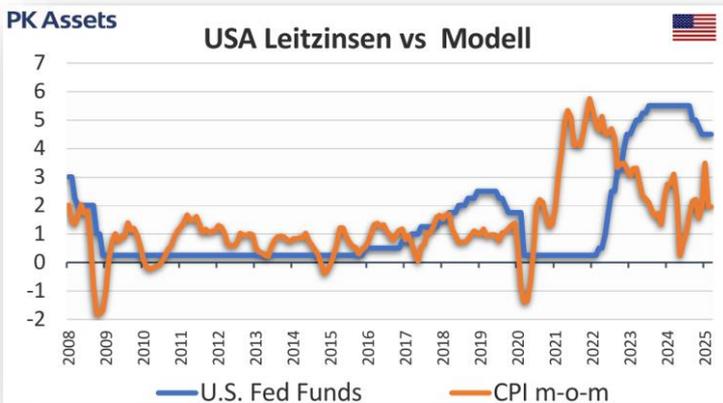
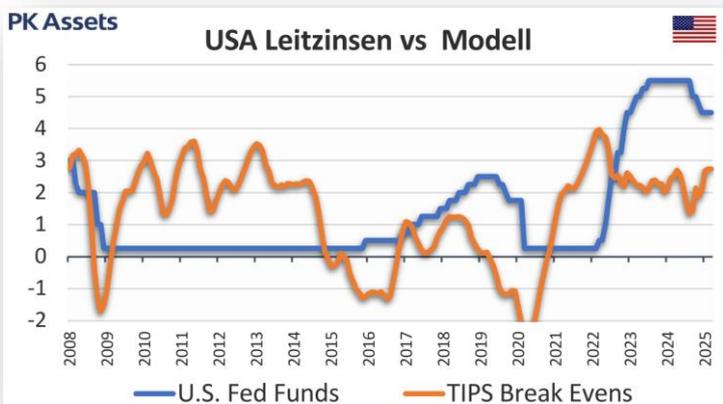
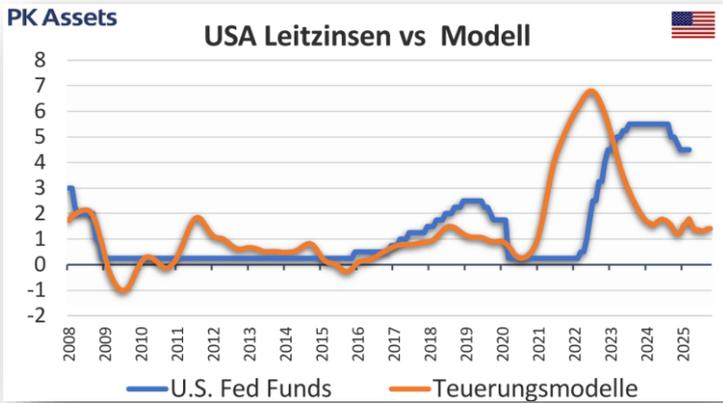
„Die Vorläufer zum Lohnkostenwachstum fallen nicht mehr und implizieren eine gesunde Rate von 4% für den Rest des Jahres“

Lohnkostenprognose:

Das U.S. Lohnwachstum bleibt bei 4% stehen

Modelle und Vorläufer zeigen:

- Die **Arbeitslosenrate** und ihre Änderungsrate als Vorläufer des Lohnwachstums sprechen für ein stabiles Lohnwachstum
- **Unsere Modelle für die Teuerung**, betreffend Atlanta Sticky CPI, Cleveland Trimmed Mean und das Core CPI, sprechen für ein stabiles Lohnwachstum
- Die **Jobs & Labor Turnover**-Komponenten sprechen für ein minimales Abgleiten des Lohnwachstums
- Das **KMU-Vertrauen** spricht nicht mehr für höheres Lohnwachstum
- Auch das **Konsumentenvertrauen** ist nicht schwach genug für ein Abgleiten des Lohnwachstums
- Die wichtigen **Indeed Wage Growth Trackers** sprechen für tieferes Lohnwachstum



Bewertungsmodell für den U.S. Leitzins:

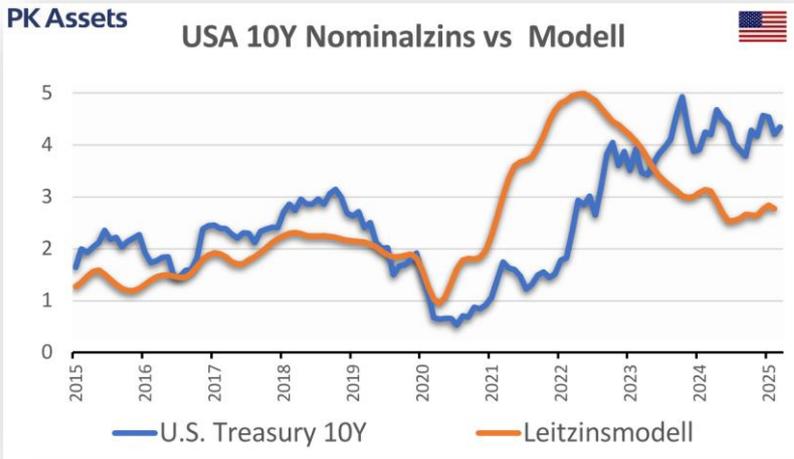
Eigentlich würde weiteren Leitzinsreduktionen wenig im Wege stehen, wäre da nicht der Schüttelbecher Trump

Modelle und Indikatoren zeigen:

- Gemäss **unseren Modellen für die Teuerung** kann das Fed weiter machen mit Zinsreduktionen, auch wenn kaum weitere signifikanten Fortschritte in der Teuerung absehbar sind
- Gemäss den **TIPS Break Evens** besteht weniger Grund für Cuts
- Die **Monatsveränderungen der CPI-Aggregate** sprechen für etwas tiefere Leitzinsen
- Der **Arbeitsmarkt** spricht für tiefere Leitzinsen



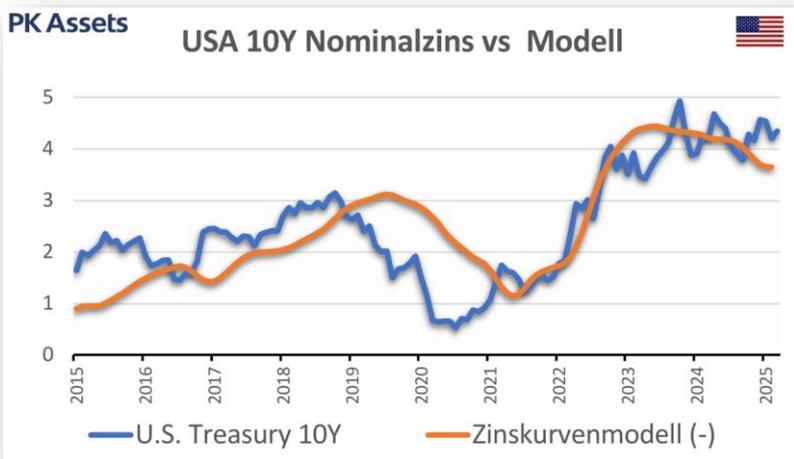
10Y Treasury



Aspekte

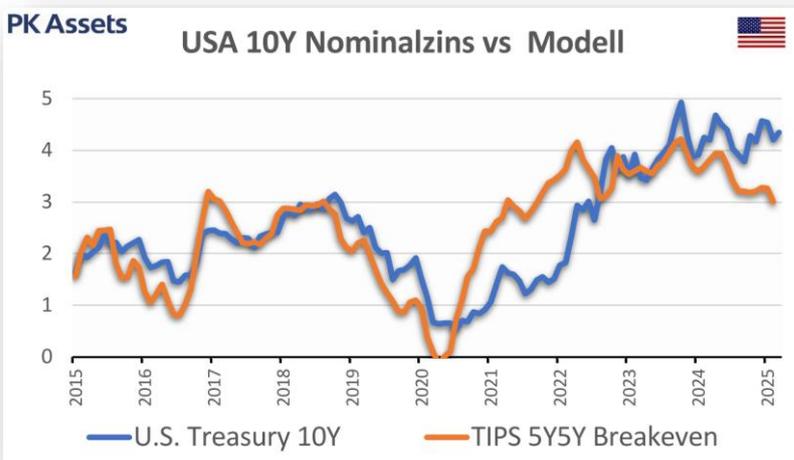
Unser Leitzinsmodell

Spricht für tiefere Zinsen



Unser Modell für die Zinskurve

Spricht für leicht tiefere Zinsen

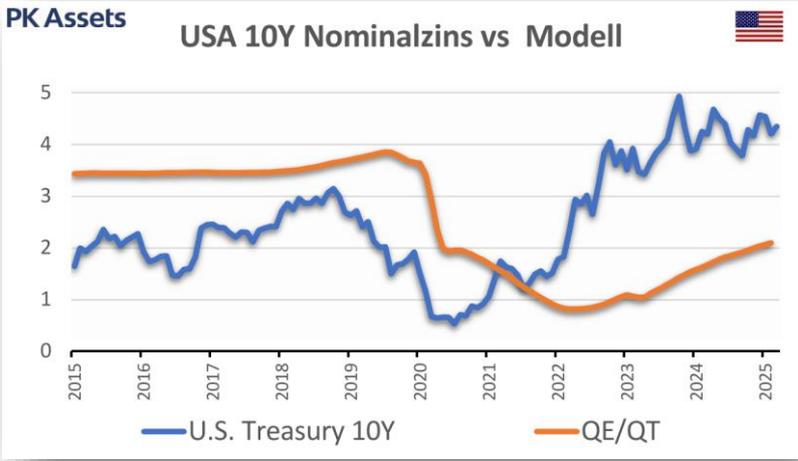


Vertrauen in das Fed-Inflationsmandat

Spricht für tiefere Zinsen



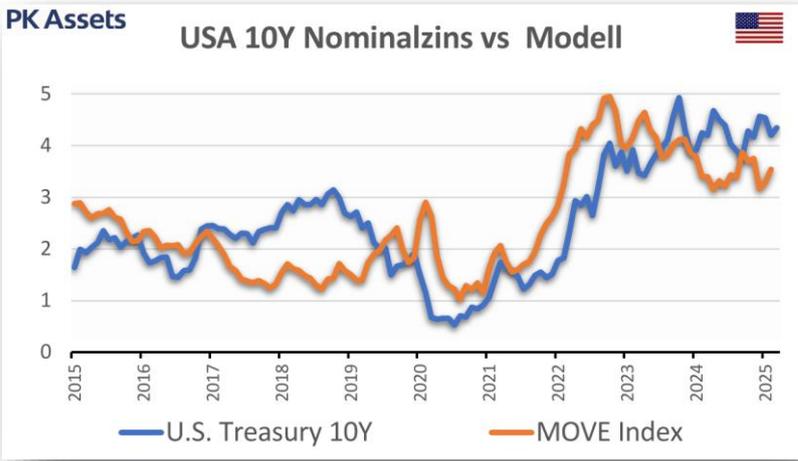
10Y Treasury



Aspekte

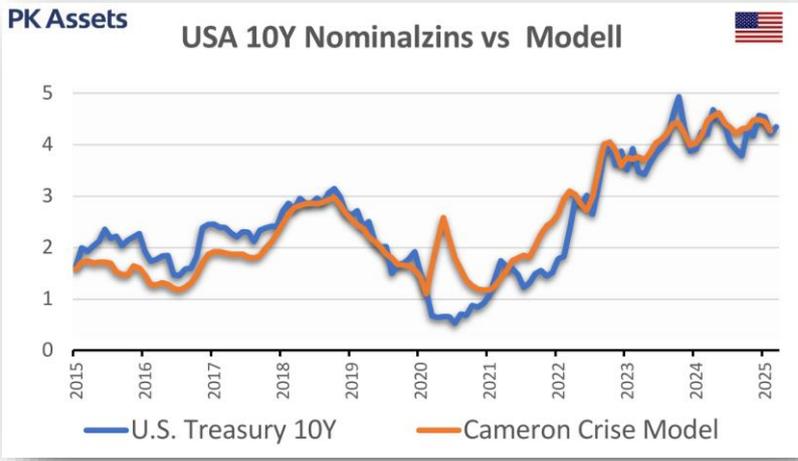
Fed Bilanz

Unterstützt die Zinsen nach wie vor



Zinsvolatilität

Spricht für leicht tiefere Zinsen

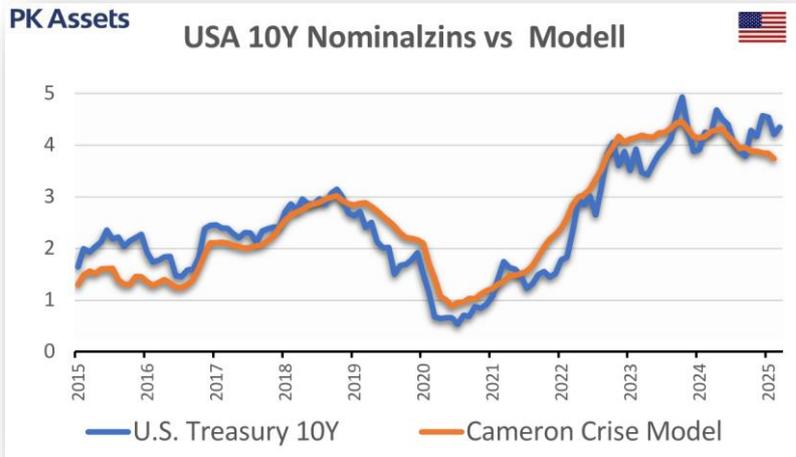


OIS, Inflation & Arbeitsmarkt (Crise)

Zinsen korrekt bewertet



10Y Treasury



Bewertungsmodell für den U.S. 10Y Treasury:

Unser Gesamt-Modell sieht **bullish** aus...

... aber was kommt mit **Trump**?



Trump und Bessent haben der **10Y U.S. Treasury** zum **Fokuspunkt** ihrer Politik gemacht: Es könnte zum Ritt auf der Rasierklinge werden

„He and I are watching the **level of the 10Y**“ Scott Bessent 2/2025

„Bessent has shifted focus away from the policy rate and the Federal Reserve to **longer-term yields**, which he said he would prefer to be lower. Ultimately that means a **lower term premium** (or, equivalently, a flatter yield curve if you prefer to traffic in non-theoretical values).“ Simon White 2/2025

„The yield on the 10-year Treasury note has fallen more than a half percentage point from its 2025 high last month to about 4.25% at the time of writing. Some part of that has to do with Bessent’s promise **not to increase the size of longer-term Treasury auctions** for the time being.“ Jonathan Levin 2/2025

“The impact of the Treasury pushing out coupon increase expectation was also felt in the **significant curve flattening** since the refunding.“ BNP Paribas 2/2025

„The maturity schedule of US debt issuance may seem technocratic, but it’s ultimately **one of the most powerful tools** at the disposal of the new Treasury secretary. Issue too many bonds and already jittery investors could demand higher yields that push up mortgage rates and a large number of other household and business borrowing costs. At a time when the government’s interest expense is greater than military spending, that could also cause debt and deficit concerns to spiral.“ Jonathan Levin 2/2025

„Dass Bessent die riskante Finanzierungsstrategie seiner Vorgängerin unverändert fortführt, ist ein ernstzunehmendes **Warnsignal** für langfristige Staatsanleihen.“ Beat Thoma in The Market 3/2025

„The recent downward surprise in coupon supply from TBAC and word of a **possible SLR exemption** for Treasuries suggest that the administration is delivering on Secretary Bessent’s emphasis on reducing long rates via term premia. In other words, a vigilant administration could keep bond vigilantes at bay. More generally, mixed evidence last week on growth and inflation has bolstered a stagflation narrative, which in turn has supported a flattening move.“ James Egelhof 2/2025

Irgendwann muss das **Treasury** wieder **lange Bonds** statt **Bills** emittieren:

„(Bessent) has proposed selling more long-dated bonds so fewer liabilities come due in the short-term. He has criticized current secretary Janet Yellen’s decision to issue a greater proportion of bills as a “risky strategy,” saying she has “distorted Treasury markets.“ In the 12 months to November, 86% of issuance was bills under one-year duration.“ Shuli Ren 1/2025



Kommt eine **Rezession**? Kommt eine **Stagflation**?

Der Arbeitsmarkt scheint tatsächlich stark zu bleiben, die Wirtschaft **resilient**

„Nonfarm payroll report likely alleviated some of the recent concerns about US economic growth, as it showed a resilient **labour market that does not require further rate cuts**. The “hard” data still suggests that the US economy should continue to **grow above trend**. (...) one might see how the consensus is slowly shifting towards a view of stagflation or even a recession in the US, based on the headlines alone. However, the past two years have taught us that the post-pandemic economy is a different beast, more resilient than many had expected.“ Holger Schmieding 3/2025

„The Federal Reserve’s number-one priority right now is the **fight against inflation**. The labour market is at near-maximum employment, and economic growth remains solid. Therefore, for the Fed to consider cutting rates, it needs to see “continued progress” with regards to inflation.“ Atakan Bakiskan 3/2025

“The US economy is not crying out for further easing: with equities near their highs and the labor market chugging along at a steady and strong pace, there is **little evidence that policy is exerting much restrictive** force on the economy.“ James Engelhof 2/2025

“Nonetheless, the ISM coming in above 50 puts all four main ISM and PMI indexes (services and manufacturing for each) above the expansionary level for the first time since May 2022 .“ Simon White 2/2025

“The recent downside misses in macroeconomic data are nothing new. The US economy has continued to prove its resilience after many predicted a recession when the tightening cycle began in March 2022. At first, recession predictions were based on a “too restrictive” monetary policy. Then, it was the inverted yield curve, leading indicators, commercial real estate, the regional banking crisis, and the rising unemployment rate, which crossed the magical Sahm rule last summer. This time, the consensus has another reason to forecast a recession: uncertainty and tariffs.“ Berenberg 3/2025

Der Arbeitsmarkt könnte sogar noch **heisser** werden:

“The Trump administration plans to implement a highly **restrictive immigration policy**, mainly targeted towards illegal immigrants. We project that the yearly net inflow of undocumented immigrants will be close to zero during Trump’s second term, compared to 1.8m under Biden. As a result, labour force growth will slow significantly in 2025. We expect **breakeven employment growth** (ie the rise in employment that leaves the unemployment rate unchanged) **to fall from c250k in 2024 to c100k per month in 2025**.“ Berenberg 1/2025

Was passiert mit dem U.S. Fiskalimpuls?

„Taxes and deregulation will require the hard work of political consensus-building. Even with control of Congress, Republicans' narrow House majority probably isn't large enough to make the process easy. Trump will have to convince deficit hawks in his own party that they should look past the soaring national debt and grant Americans \$4.5 trillion in tax breaks over a decade. Even if the politicians sign off, bond market vigilantes may decide that they have other plans.“ Jonathan Levin 3/2025

“While the headlines around federal spending cuts make the rounds, **the US government continues to run massive deficits**. The federal deficit for 2025 is on track to be larger than the previous fiscal year. The House took the first step toward tax cuts by passing a budget resolution in February. However, it remains unclear which tax cuts will be implemented and whether the TCJA will be permanently extended. Deregulation incentives are positive for businesses in the near term.“ Berenberg 3/2025

“The expansionary fiscal stance has more than offset the impact of rate hikes. We expect fiscal policy to continue supporting economic growth as Trump implements tax cuts and deregulation. Massive fiscal support occurs **at a time when the economy is near full employment**, creating a perfect environment for **sticky inflation**.“ Berenberg 1/2025

Die Unsicherheit des Marktes bezüglich des Konjunkturausblicks ist mit Händen zu greifen

„The spread between front-end Treasuries and the Fed funds effective rate has gone from being deeply negative at the time of the first rate cut in this cycle to practically zero now. When this occurred in previous cycles, the Fed has had to abandon to its loosening within six months.“ Ven Ram 2/2025

Gleichzeitig bleibt die Teuerung zu hoch

„Headline CPI is 3% and Core CPI is 3.3%, significantly above the Fed's 2% target...
...Inflation is moving away from the Fed's 2% target...
...Core CPI moving higher...
...Supercore CPI moving higher...
...Fed measures of inflation stickyness are well above the Fed's 2% inflation target...
...Trimmed mean CPI and Median CPI well above 2%...
...Fed's measure of acyclical inflation is rising...
...Indicators of housing inflation not improving...
...Will we see a repeat of the 1970?“ Apollo 3/2025

Macht die Zollpolitik den erfreulichen Teuerungstrend zunichte?

„The most likely factor going forward that negates all the progress on inflation so far is the risk of high tariffs that drive CPI upward.“ BNP Paribas 2/2025

Noch glaubt der Markt an einen Rückgang der Inflation

- „It’s the economy...past 5 years US nominal GDP up a remarkable 50%, end of nominal “boom” as Trump base wants smaller government/lower inflation is simple explanation why big cyclical peaks in Treasury yields, US dollar, stocks, crypto, why we long Bonds, International, Gold (aka “BIG”) in 2025.“ Michael Hartnett 3/2025

Der Markt preist 3 Cuts ein für die nächsten 12 Monate, aber das Sentiment könnte schnell drehen:

„The Fed simply hasn’t created anywhere near the kind of financial distress that would slow the economy though monetary policy. And so, if Trump’s pro-inflationary policies start kicking in, the next move by the Fed could very well be to **hike** rates, not lower them. And given how high rates have less impact because of the ‘rate lock’ situation, the central bank might even need to raise rates enough to cause a recession in order to get monetary policy to have any anti- inflationary impact at all.“ Tom Orlik 1/2025





Angebot und Nachfrage könnten ein Risiko für den Treasury-Markt werden:

Da wäre die **Nachfrage**-Seite, wo sich grosse Käufer rar machen könnten...

„Foreigners have not returned to the market in any size even as the curve steepens, which would typically encourage carry traders to buy. The largest holder of Treasuries, **Japan**, has seen its holdings drop by the most since 2022, a retreat exceeded only by **China**. Rumblings of a Mar-a-Lago accord are also scaring the horses. Central-bank holdings of Treasuries were already falling, especially since Russia invaded Ukraine, and private buyers are not so far picking up the slack.“ *Simon White 3/2025*

“A proactive fiscal injection of historical proportions while the US delivers growth-unfriendly, uncertainty-boosting policies in H1 2025 could lead to a rapid **reallocation of resources from the US to Europe**. Outside Europe, foreign investors have been under allocated to the EUR and European assets since 2012 under the banner of: "Europe will die of anemic growth and it's incapable to turn around". Now, the same investors might be forced to "turn around" their very own views on Europe.“ *Alfonso Peccatiello 3/2025*

und da ist die **Angebotsseite**, die möglicherweise mehr Bauchweh verursachen könnte

„Es nähert sich bereits jetzt die sogenannte «**Debt Maturity Wall**» in Form eines gigantischen Refinanzierungsbedarfs von US-Staatsschulden in der Grössenordnung von 10 Bio. \$ (10'000 Mrd.) in den kommenden zwölf Monaten. Das entspricht mehr als 30% aller ausstehenden Schulden. Sobald es hier auch nur zu leichtesten Störungen bei der Käuferschaft oder bei der Liquiditätsversorgung der Märkte kommt, ist mit unangenehmen und gefährlichen Turbulenzen zu rechnen.“ *Beat Thoma in The Market 3/2024*

„Nowadays with sanctions and too many bonds and so on, when I calculate who are the buyers and how much do we have to sell, I find a big **imbalance** and I know how that works.“ *Ray Dalio 3/2025*

“Über die letzten zwei Jahre wurde das Überangebot an Treasuries **von den Banken absorbiert**, die ihre bei der US-Notenbank Fed liegenden Reverse Repos – das sind Geldmarktanlagen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank – in kurz laufende Staatsanleihen umgeschichtet haben. Inzwischen ist der Bestand an Reverse Repos von 2,5 Bio. auf 78 Mrd. \$ gefallen, diese Finanzierungsquelle wird also demnächst versiegen. Gleichzeitig müssen die USA in den nächsten zwei Jahren rund 30% ihrer Staatsschulden refinanzieren.“ *Stefan Rehder in The Market 2/2025*

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](#)

Update/Anwendung U.S. BBB: [download](#)

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

Marktanalysen PK Assets AG:

Disclaimer

Alle in diesen Marktanalysen verwendeten Zahlen und Fakten wurden nach bestem Wissen und Gewissen gesammelt und von verschiedenen Quellen bezogen, wir können aber die Akkuratess nicht garantieren. Die in diesen Marktanalysen geausserten Meinungen und Schlussfolgerungen sind ausschliesslich jene des jew. Autors und basieren auf den Kontext und den Rahmendaten des jew. Augenblicks der Niederschrift. Diese Marktanalysen dienen ausschliesslich der Information und sind keinesfalls Anlagevorschläge. Die historische Performance ist nicht indikativ für zukünftige Performance. Die Meinung des Autors ist weder objektiv noch sind die Schlussfolgerungen geeignet für massgeschneiderte Anlageentscheide des geschätzten Lesers.

Flagship-Präsentation:

Zinsen Quartals-Update **Dezember 2023:** **"Bonds: Der Bulle ist los!"** [download](#)

[Inputs Q1 2024](#)

Fixed Income: **Der Bulle ist los!** [download](#)

Währungen: Taktische Allokation [download](#)

Makro-Zahlen: 1. Dreht die U.S. Arbeitslosenrate nach unten? [download](#)

Makro-Zahlen: 2. Fällt das U.S. Lohnwachstum weiter? [download](#)

Makro-Zahlen: 3. Fällt die U.S. Core PCE-Inflation weiter? [download](#)

Makro-Zahlen: 4. Welches ist die Reaktionsfunktion des Fed in den nächsten Monaten? [download](#)

the market
NZZ

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.

Wir freuen uns auf Ihr Feedback auf j.lutz@pkassets.ch

und:

Besuchen Sie uns auf www.pkassets.ch

Wir halten unsere Leser für geschickte Leute, trotzdem ein kleiner Disclaimer:

Disclaimer

Alle in diesen Marktanalysen verwendeten Zahlen und Fakten wurden nach bestem Wissen und Gewissen gesammelt und von verschiedenen Quellen bezogen, wir können aber die Akkuratess nicht garantieren. Die in diesen Marktanalysen geäußerten Meinungen und Schlussfolgerungen sind ausschliesslich jene des jew. Autors und basieren auf den Kontext und den Rahmendaten des jew. Augenblicks der Niederschrift. Diese Marktanalysen dienen ausschliesslich der Information und sind keinesfalls Anlagevorschläge. Die historische Performance ist nicht indikativ für zukünftige Performance. Die Meinung des Autors ist weder objektiv noch sind die Schlussfolgerungen geeignet für massgeschneiderte Anlageentscheide des geschätzten Lesers.