

Fixed Income 4/2025:

USA: „Bullish, wären da nicht die Zölle“

Europa: „Whatever it takes II“

CH: „Kein ZIRP, kein NIRP“

**Was sagen unsere Modelle
und die klügsten Köpfe der
Finanzwelt?**

PK Assets AG Eggirain 22, Postfach 251, 8832 Wilen
+41 (0)44 787 80 20 www.pkassets.ch

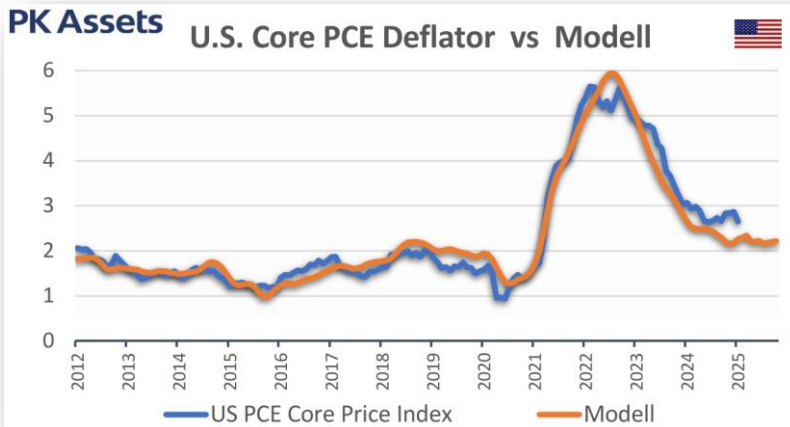


Unsere Modelle sind in der Summe zuversichtlich

- 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 Fokelpunkt 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

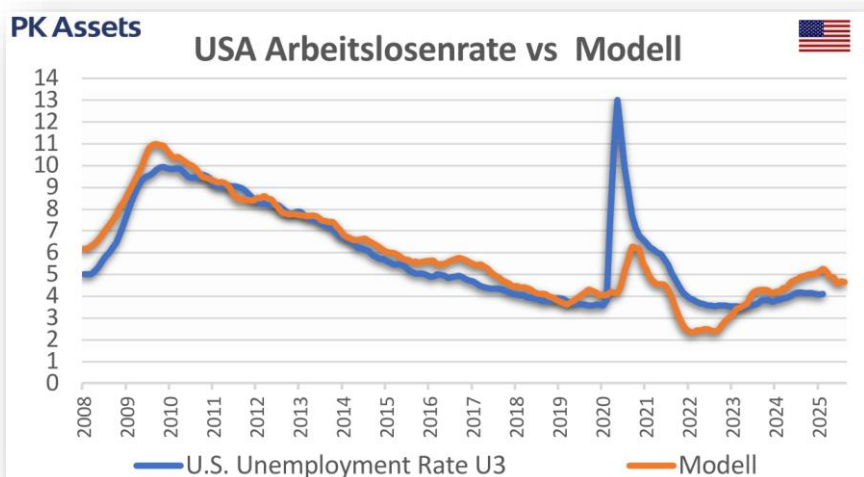
*„Alle wichtigen
Inflationsaggregate kommen
beim/über dem
Notenbankziel von 2% zu
stehen, und das noch ohne
Berücksichtigung der Zölle“*

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

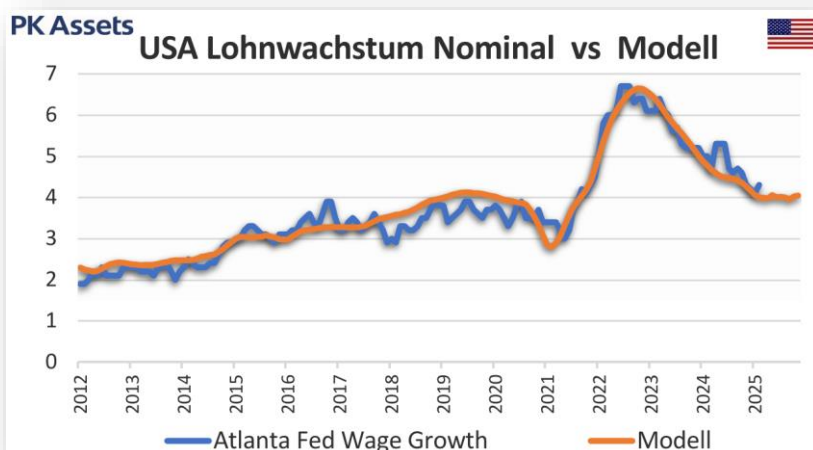
„Die Vorläufer zur Arbeitslosenrate bleiben insgesamt stabil tief, noch bevor DOGE und Ausschaffungen/ Rückgang der illegalen Migration erste Spuren hinterlassen“

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

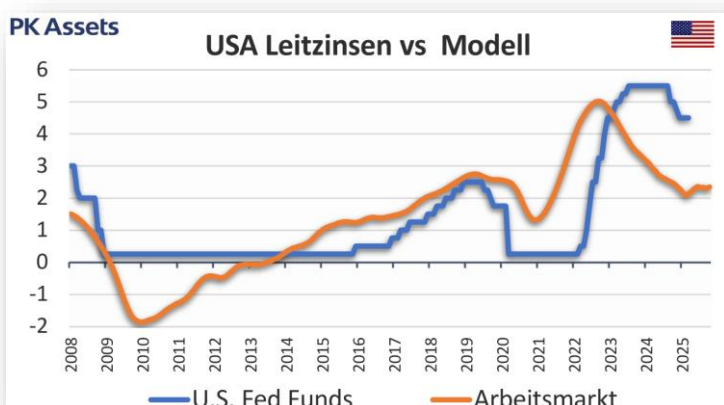
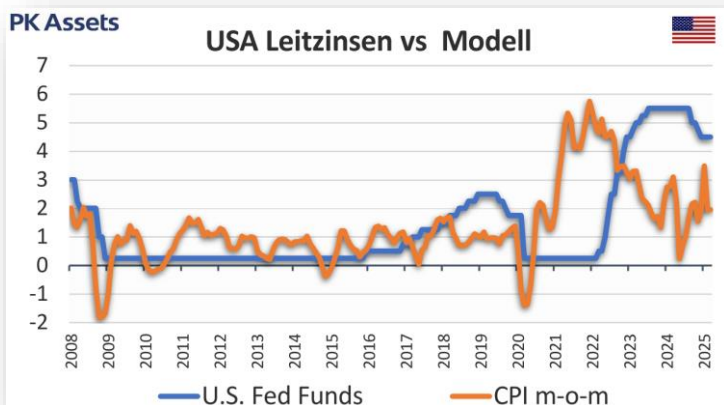
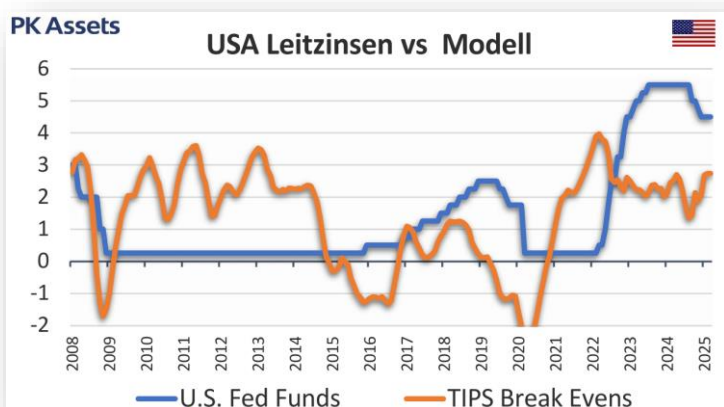
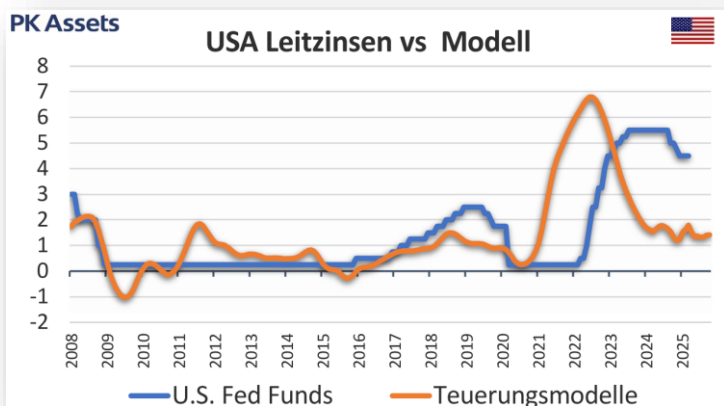
„Die Vorläufer zum Lohnkostenwachstum fallen nicht mehr und implizieren eine gesunde Rate von 4% für den Rest des Jahres“

Lohnkostenprognose:

Das U.S. Lohnwachstum bleibt bei 4% stehen

Modelle und Vorläufer zeigen:

- Die **Arbeitslosenrate** und ihre Änderungsrate als Vorläufer des Lohnwachstums sprachen 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

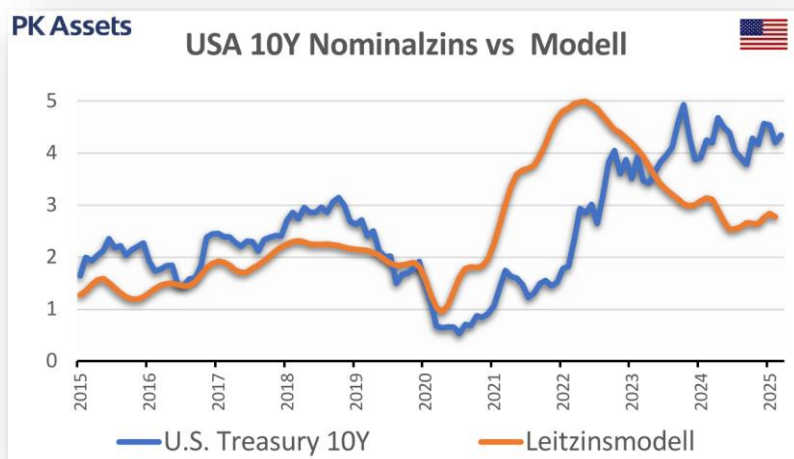


Bewertungsmodell für den U.S. Leitzins:

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

Modelle und Indikatoren zeigen:

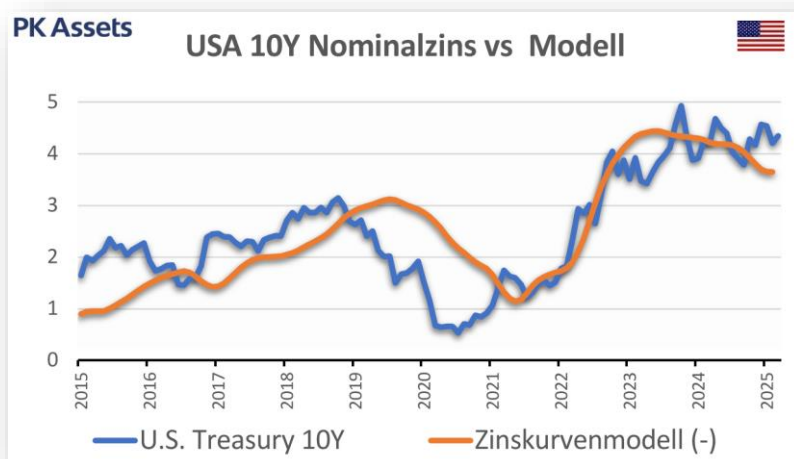
- Gemäss **unseren Modellen für die Teuerung** kann das Fed weiter machen mit Zinsreduktionen, auch wenn kaum weitere signifikanten Fortschritte in der Teuerung absehbar sind
- Gemäss den **TIPS Break Evens** besteht weniger Grund für Cuts
- Die **Monatsveränderungen der CPI-Aggregate** sprechen für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



Aspekte

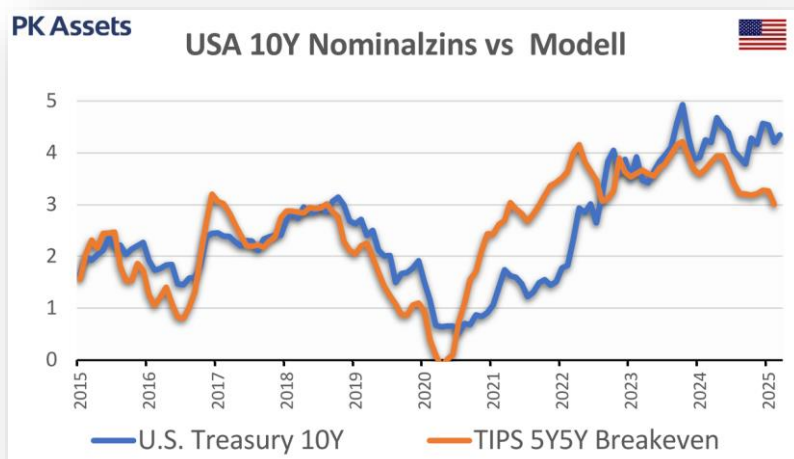
Unser Leitzinsmodell

Spricht für tiefere Zinsen



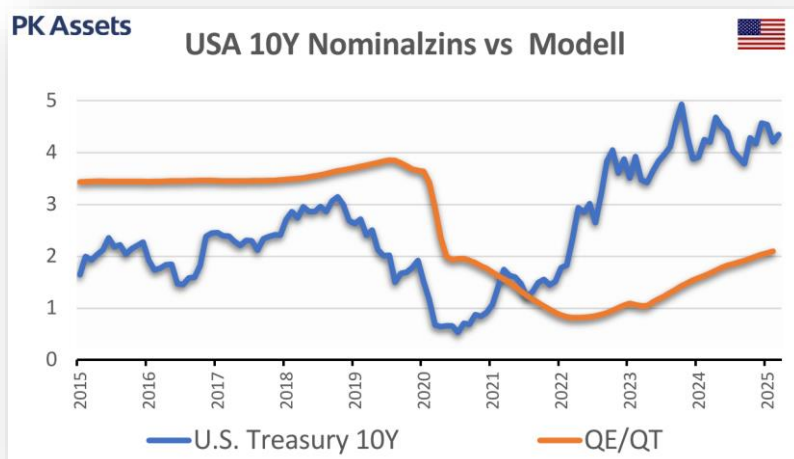
Unser Modell für die Zinskurve

Spricht für leicht tiefere Zinsen



Vertrauen in das Fed-Inflationsmandat

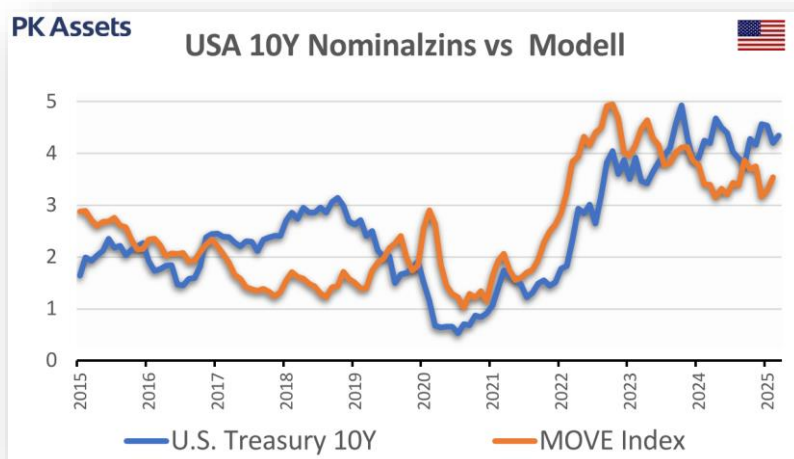
Spricht für tiefere Zinsen



Aspekte

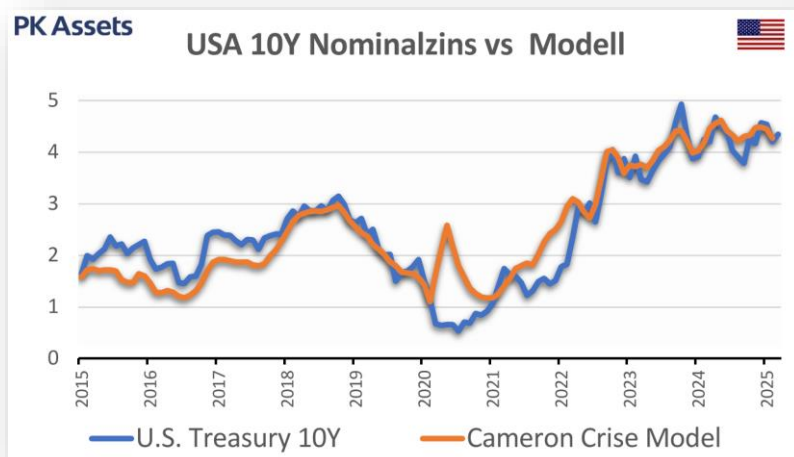
Fed Bilanz

Unterstützt die Zinsen nach wie vor



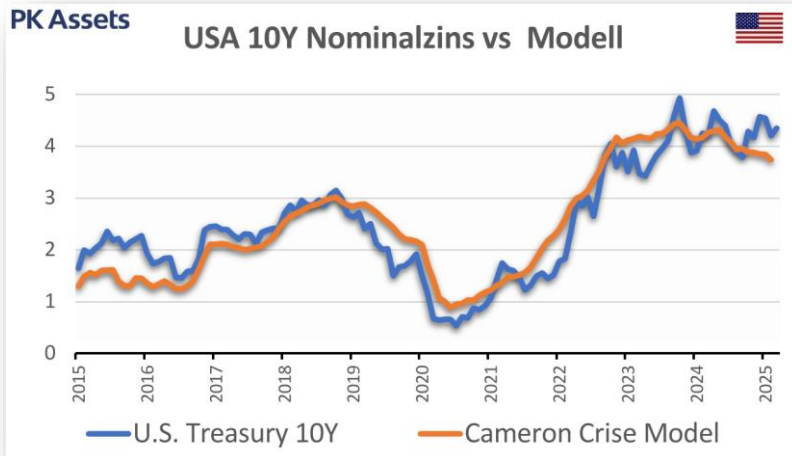
Zinsvolatilität

Spricht für leicht tiefere Zinsen



OIS, Inflation & Arbeitsmarkt (Crise)

Zinsen korrekt bewertet



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

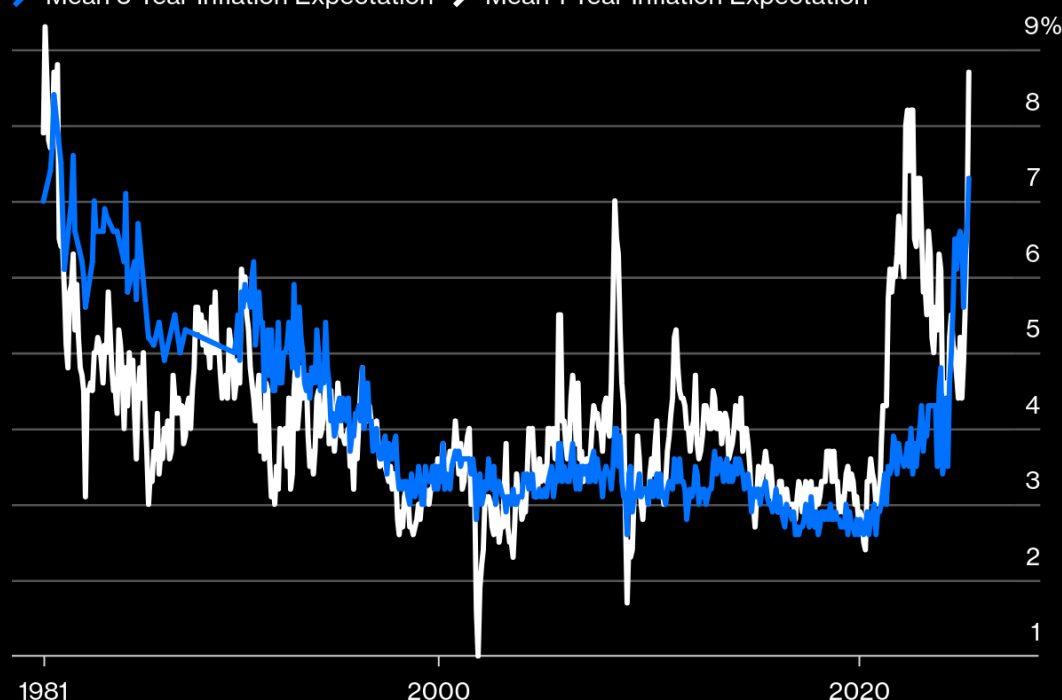
Der Markt preist 3 Cuts ein für die nächsten 12 Monate, aber das Sentiment könnte schnell drehen:

„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

The Biggest Inflation Score in 44 Years

Consumers' average expectations for price rises have surged upwards

Mean 5-Year Inflation Expectation / Mean 1-Year Inflation Expectation



Source: University of Michigan, Bloomberg

Bloomberg Opinion

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



Zinsen Europa: Thesen

Schon vor den massiven Fiskalpaketen zeichnete sich ab:

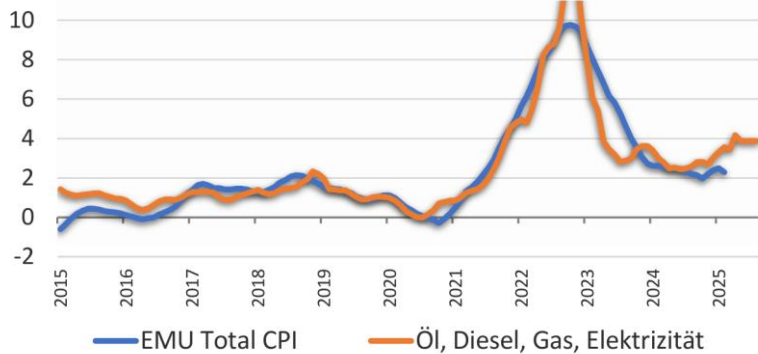
- Die Zeiten der verbesserten Teuerungszahlen ist vorbei
- Die Vorläufer zum Lohnkostenwachstum zeigen nur noch eine bescheidene Verbesserung an und bei 3% einen flachen Verlauf.
- Die Inflations-Breakevens haben bei einem interessanten Level Boden gefunden: Beim Notenbankziel von 2%
- Eigentlich war alles auf Leitzins-Reduktionen eingestellt, basierend auf unseren Vorläufern hätte ein Leitzinsziel von unter 2% herausgeschaut
- In unserem Modell für den Deutschen 10Y Bund war alles auf tiefere Marktzinsen eingestellt

Dann kam der seismische Shift, und jetzt gilt:

- Schulden rauf = Zinsen rauf
- Inflation rauf = Zinsen rauf
- Wachstum rauf = Zinsen rauf
- Supply rauf = Zinsen rauf
- Zinsspielraum der EZB runter = Zinsen rauf
- Bear Steepener
- Zinsen rauf = EUR rauf
- Peripherie-Spreads runter
- Swapsreads weiter runter
- Quantitative Easing
- Ende des amerikanischen Exzeptionalismus? Mal schauen

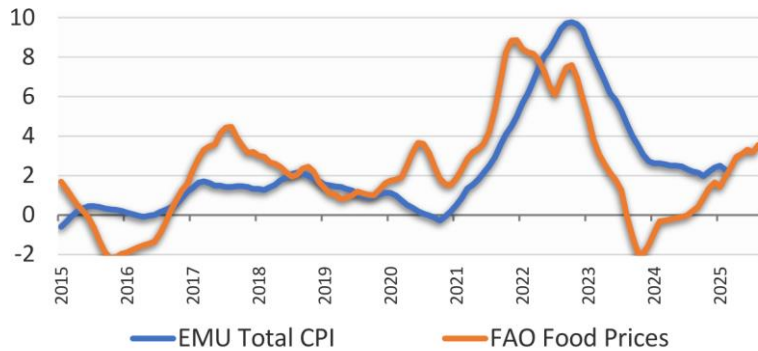
PK Assets

EMU Total CPI vs Modell



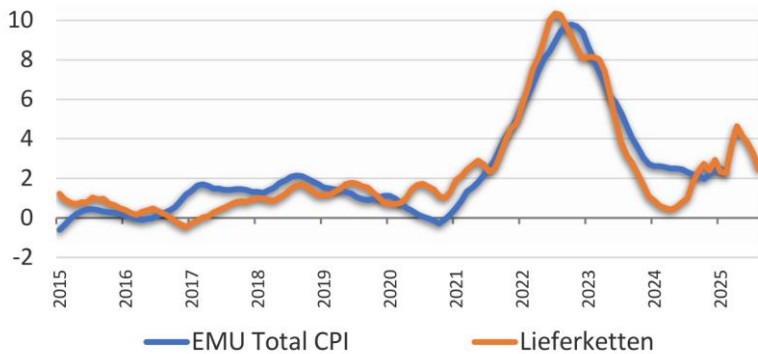
PK Assets

EMU Total CPI vs Modell



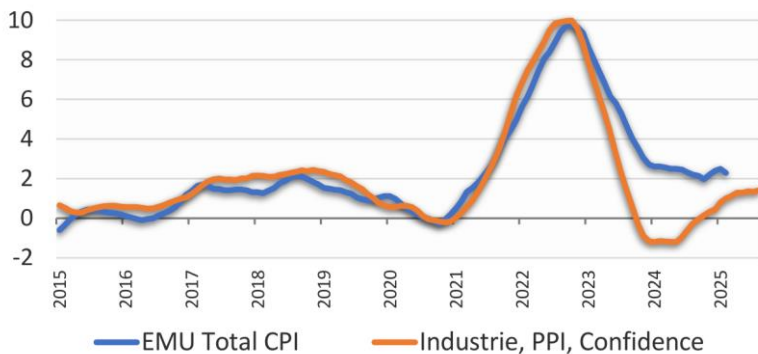
PK Assets

EMU Total CPI vs Modell



PK Assets

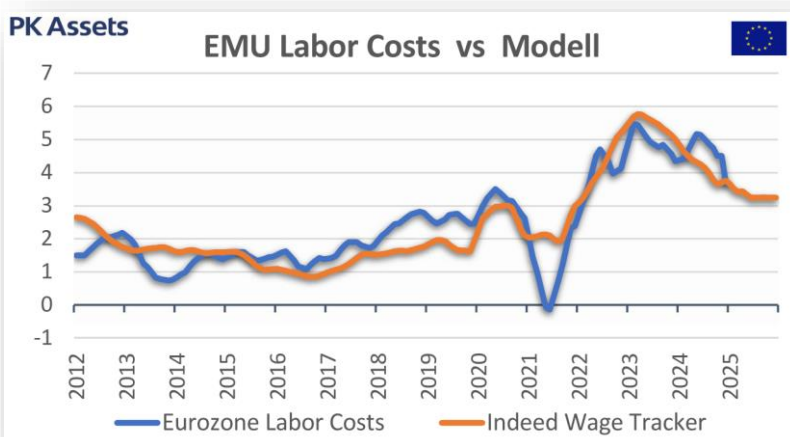
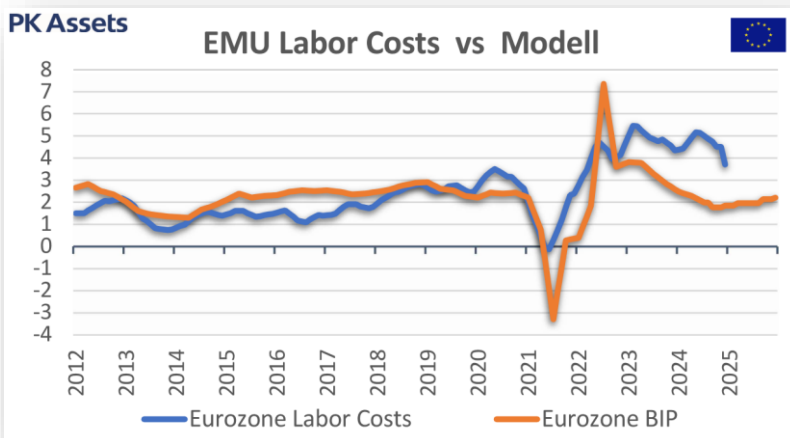
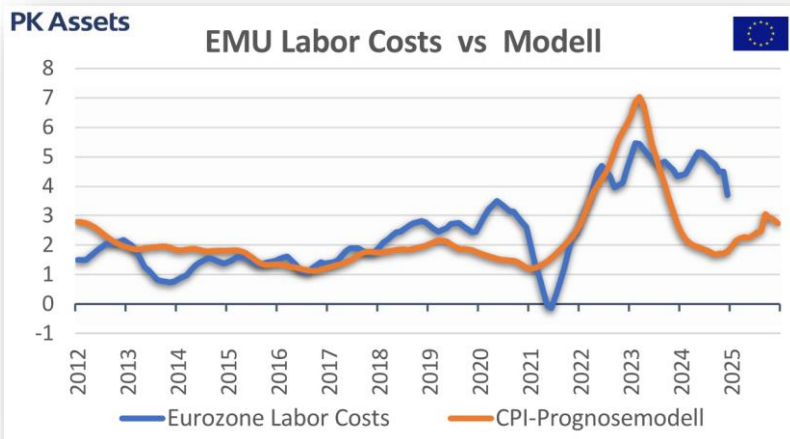
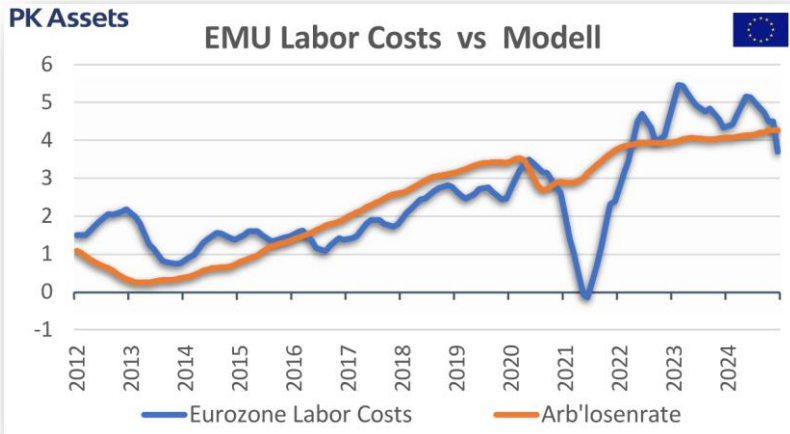
EMU Total CPI vs Modell



Inflationsprognose:

Die Zeiten der verbesserten Teuerungszahlen ist vorbei

Alle Indikatoren-Gruppen in unserem Modell drehen



Lohnkostenprognose:

Die Vorläufer zeigen nur noch eine bescheidene Verbesserung an und bei 3% einen flachen Verlauf

Und die massiven Fiskalpakete sind noch überhaupt nicht eingepreist

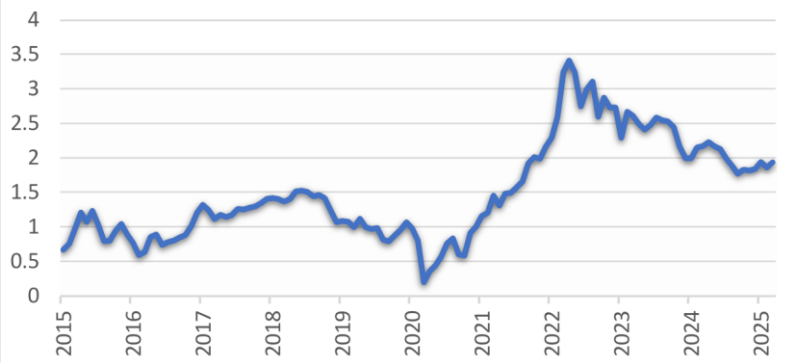


Inflationserwartungen:

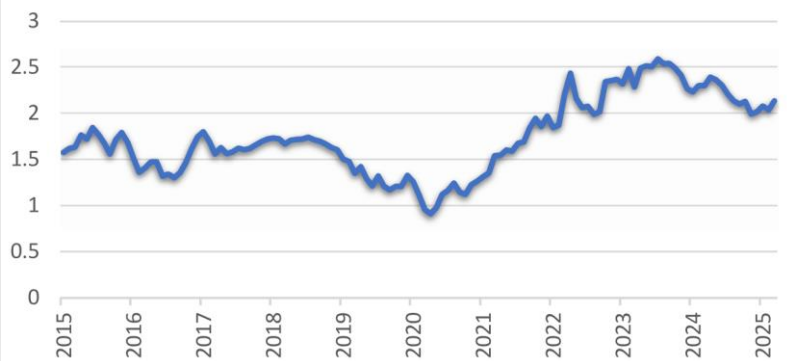
Die Inflations-Breakevens
haben noch nicht gedreht,
aber bei einem
interessanten Level Boden
gefunden:

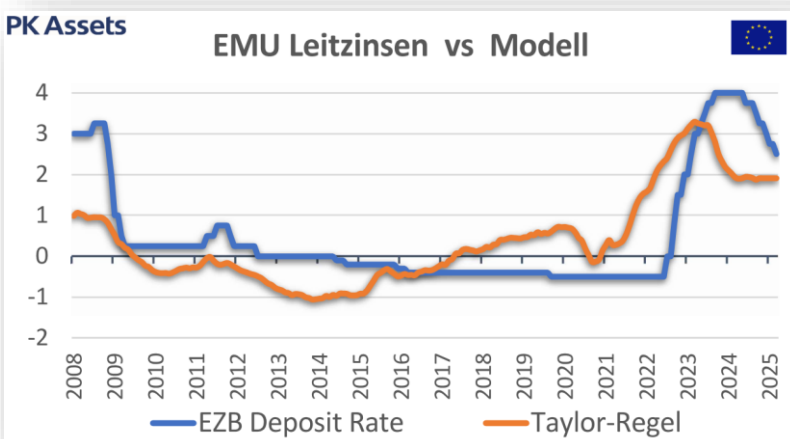
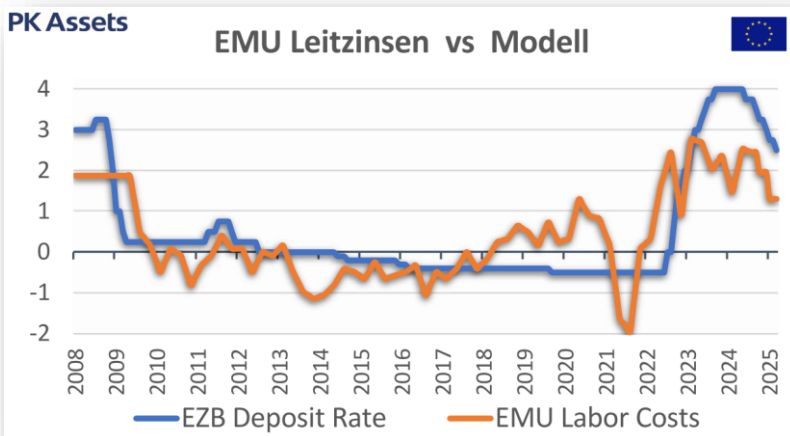
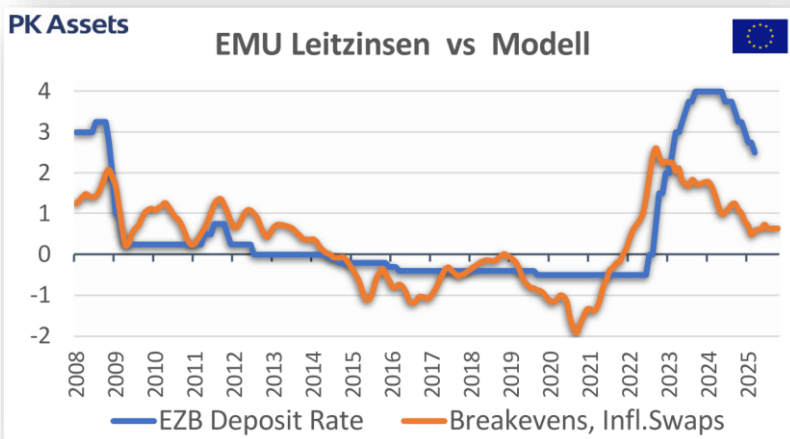
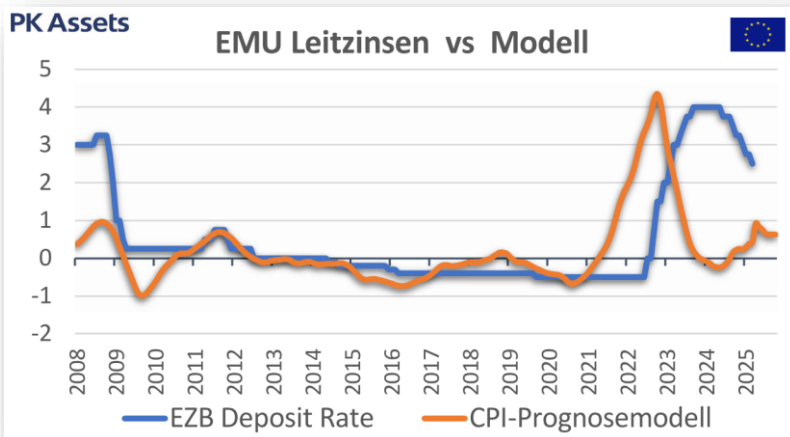
Beim Notenbankziel von 2%

EUR 5Y Inflation Swaps



EUR 5Y5Y Inflationserwartungen

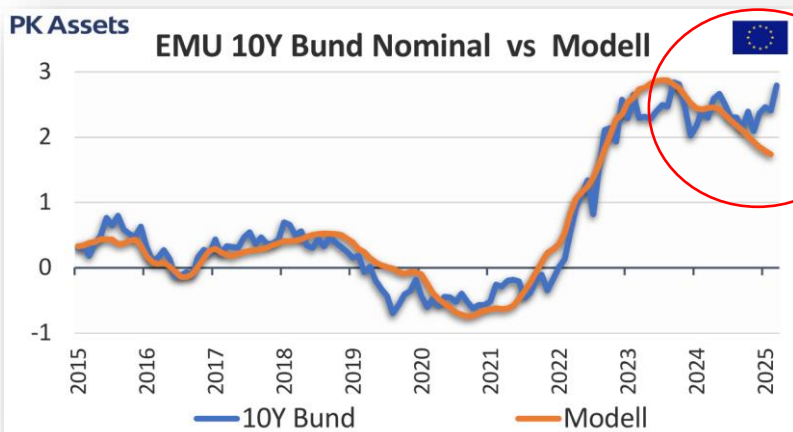




Leitzinsbewertung der EZB:

Eigentlich war alles auf Zinsreduktionen eingestellt...

Basierend auf unseren Vorläufern würde ein Leitzinsziel von unter 2% herauskommen



Unser Modell für den Deutschen 10Y Bund:

Alles auf tiefere Zinsen eingestellt, bis...

..zum Merz-Schock

Ändern die deutschen/europäischen Fiskalpläne alles?

Am Anfang des Jahres herrschte die **Angst um den Euro**:

„**Parity** between the euro and the dollar is starting to look inevitable, and that would normally be a competitive boon for a manufacturing export-led economy, such as the euro area. This time is different. Demand from two of the European Union's main trade partners, China and Russia, is hamstrung by major domestic weaknesses and sanctions. (...) **euro weakness** will act as a brake on how quickly the European Central Bank can breathe in much-needed relaxation of monetary conditions. The ECB knows it needs to lower its key deposit rate further — having already cut four times since June. But cut too fast, and it will only accelerate the euro's descent. That could easily trip into **existential worries** about the whole common currency's viability. (...) **Growth is increasingly scarce**, and parts of the euro area are already in **recession**, particularly in the manufacturing sectors of Germany and France.“ Marcus Ashworth 1/2025

Das Zinsszenario pendelte um die Themen Rezession und Sticky Inflation

„Einerseits ist die Inflation in der Euro-Zone noch nicht vollständig besiegt, was für eine eher strikte Geldpolitik spräche. Andererseits ist die Wirtschaftslage fragil, was eine eher lockerere Ausrichtung der Geldpolitik erfordert.“ Michael Rasch 1/2025

Die deutsche Schuldenbremse war bereits angezählt

„Die Schuldenbremse in ihrer derzeitigen Form dürfte die nächste Legislaturperiode nicht überleben.“ Malte Fischer 2/2025

„In den vergangenen 25 Jahren hat der deutsche Staat den Transfer seiner Bonität zu den anderen Eurostaaten dadurch erreicht, dass er die Ausgaben für öffentliche Infrastruktur und militärische Verteidigung sträflich vernachlässigt hat, um die deutsche Verschuldung gering zu halten.“ Thomas Mayer

Dann kam der **seismische Shift** der geplanten Verteidigungsausgaben

„The combination of the EU's ReArm Europe plan, Germany's EUR500bn infrastructure investment fund and the tweak to its debt brake constitutes a **seismic shift** promising structural change in public spending.“ Camille De Courcel 3/2025

„This is a genuine repricing to accommodate **half a trillion euros of unexpected spending**.“ Marcus Ashworth 3/2025

„Nobody doubts that this is the **biggest turning point for German economic policy at least since reunification**, and possibly much longer.“ John Authers 3/2025

„These numbers look particularly significant considering the German economy has not grown in the last three years.“ BNP Paribas 3/2025

Die unmittelbare Folge:

Marktzinsen rauf, Euro rauf, Bear Steepener, Swap-Spreads runter

„The **euro rose to its strongest** this year versus the dollar as the wall of cash headed for Europe's defense industry prompts analysts to drop forecasts for parity between the two currencies. Goldman Sachs Group Inc., MUFG and TD have abandoned predictions that one euro will buy one dollar this year. " Naomi Tajitsu 3/2025

„The German two-year-to-30 year yield curve has **steepened** 20 basis points in the past month, with longer **yields rising** to an 80 basis point premium. " Marcus Ashworth 3/2025

„it's safe to assume the days of German debt to gross domestic product ratios of near **60% are history.**" Marcus Ashworth 3/2025

„The result will be a sustained and **permanent rise in euro borrowing costs**, along with the surge in debt. " Marcus Ashworth 3/2025

„Etwas Udenkbares ist geschehen“

„Something fundamental seems to have changed. The broader question now is if the conventional relationship has broken, what's next? Michael Hartnett, chief investment strategist at Bank of America Corp., suggests the stars are aligning for a reversal of well-entrenched position of German yields being substantially lower than the rest of Western bond markets by year end. That would have been practically unthinkable before last week. " Marcus Ashworth 3/2025

Die längeren Auswirkungen:

- **Schulden rauf = Zinsen rauf**

„Die Staatsverschuldung dürfte nach ersten Berechnungen in den kommenden zehn Jahren um rund 30 Prozentpunkte auf über 90 Prozent des BIP steigen.“ Lars P. Feld 3/2025

„Governments in the euro zone sold €1.37 trillion in bonds last year, which was already the highest in at least eight years. It is likely that new issuance this year will comfortably eclipse those numbers, marking a glut in debt supply.“ Ven Ram 3/2025

„A **2.5-3%** range is likely to be a new fair value for the Bund **this year**, compared with the 2.2% average FV we had in our 2025 Global Outlook. The Bund yield is nonetheless poised to rise further in future years (our analysis suggests **2.8-3.3% in 2026, 3.3-3.8% in 2027**) as higher growth expectations boost inflation risk premia and r-star, while excess liquidity continues its decline (although this could change depending on ECB's policy).“ BNP Paribas 3/2025

„Yields on longer-dated euro-area bonds will **climb**, the yield curve will steepen, and swap spreads will cheapen as traders factor in the prospect of greater European government borrowing to pay for more defense spending. (..) If bonds follow the kind of template set when expectations for surprise extra borrowing jumped during the pandemic, **Germany's 10- and 30-year yields will rise sharply higher**. Back then, the German 10-year yield surged more than 50 basis points from a closing low of -0.86% in March over the next three months.“ Ven Ram 2/2025

„Even after its seismic selloff, the 10-year bund yield remains lower than equivalents in the US, the UK, or any other country in the EU. The market had been telling German politicians that they had room to do this.“ John Authers 3/2025

- **Inflation rauf = Zinsen rauf**

„Die Kapazitäten der Rüstungsindustrie und der Bauwirtschaft sind beschränkt. Die höhere Nachfrage wird daher vor allem erst einmal zu höheren Preisen führen. Schliesslich wissen auch Rüstungs- und Baufirmen, dass jetzt viel Geld da ist. Meine Befürchtung ist daher gross, dass das Paket zu höheren Inflationsraten führen wird.“ Lars P. Feld 3/2025

- Wachstum rauf = Zinsen rauf

„For EUR rates, the combination of a better growth outlook and higher supply implies a **structurally higher** range over time.“ Camille De Courcel 3/2025

„We expect these measures to have a significant positive long-term impact on both **growth and inflation**, increasing the level of potential GDP by 1.5% in Germany and 0.8% in the eurozone by 2030. For EUR **rates**, the combination of a better growth outlook and higher supply implies a **structurally higher** range over time“ BNP Paribas 3/2025

- Supply rauf = Zinsen rauf

„A surge in **bond supply** alone could push German 5y5y almost 1.5pp higher by 2028, suggesting that the **repricing higher in 10y Bund yields** thus far constitutes re-anchoring to higher levels rather than a short-term sell-off which is to be faded.“ BNP Paribas 3/2025

„Our **term premium** framework suggests a 1-for-1 impact: a cumulative EUR145bn would mean a repricing of 5y5y Germany by the same amount, i.e. of up to 145bp by 2028 (an average 36bp per year), all else equal. EUR30bn this year would re-anchor the 5y5y at 3% in Q2, up from our H1 average of 2.77%.“ BNP Paribas 3/2025

„We think the **5y5y could** rise further to 3.30% by year-end, **peaking at 3.60%** into the Jan 2026 supply.“ BNP Paribas 3/2025

„Dies entspräche einem zusätzlichen Finanzierungsbedarf von **600 Milliarden Euro in der EU und 500 Milliarden Euro in der Eurozone allein für 2025**. Die Nettoneuverschuldung würde dann auf 1,3 Billionen Euro in der EU und 962 Milliarden Euro in der Eurozone steigen – Summen, für die Investoren gefunden werden müssten.“ Pablo Duarte 3/2025

- Zinsspielraum der EZB runter = Zinsen rauf

„Markets recognized the **new paradigm** with a rapid repricing of bonds and the euro. The consequences have spread to monetary policy too, and the bar for the **ECB** to cut interest rates again next month is now a lot higher, which will keep a euro on the mend well supported.“ Ven Ram 3/2025

„The question is what happens next. Barring political mishaps over the next two weeks, German fiscal policy is about to get as loose as it's been in generations, while the European Union is thrashing out massive new investment in defense. The EU must also contemplate the likely imminent imposition of **tariffs** by the US. This would be directly negative for growth, while **retaliation** would put upward pressure on inflation.“ John Authers 3/2025

„**ECB higher rates in the long run**: While the pure model output would suggest slightly higher policy rates from 2025, we think the ECB will balance these stronger domestic conditions with the risks of a worse global backdrop due to potentially sustained higher trade tariffs. For this reason, we think the ECB is unlikely to completely change the course of short-term policy.“ BNP Paribas 3/2025

„**Money growth in the euro zone is rising strongly**, suggesting economic growth will be better in the second half of 2025. This makes the expected three-plus ECB interest-rate cuts this year look too dovish.“ Simon White 2/2025

- Bear Steepener

„Investors including Goldman Sachs Asset Management, State Street Global Advisors and Nuveen are among those wagering European yield curves will **steepen further**. The market will demand higher returns to buy long-term debt, the thinking goes, given that higher government spending is likely to result in years of increased bond issuance, faster growth and a possible pickup in inflation.“ Alice Atkins 3/2025

- Zinsen rauf = EUR rauf

„For the EUR, too, the fiscal reforms presage a structural shift, in our view. The **flow channel** is particularly important, with the EUR to be bolstered by relative capital allocation and European investors being crowded into domestic fixed-income markets.“ BNP Paribas 3/2025

„An extension of the current dynamic could drive serious, long- term flows toward the euro.“ Garfield Reynolds 3/2025

- **Peripherie-Spreads runter? Ja**

„We think the impact of more defence spending is **bullish for EGB spreads**, particularly for the periphery, considering the positive long-run impact on growth, and assuming issuance is predominantly **financed via EU** loans. Meanwhile more supply in Germany will **weigh on Bunds** acting as another force that tightens spreads.“ BNP Paribas 3/2025

„Debt becomes increasingly more mutualized“ BNP Paribas 3/2025

- **Swapsreads noch weiter runter? Vermutlich ja**

„The underperformance of bonds versus swaps in recent months reflects a reassessment of whether sovereign bonds are really “risk-free.“ “ John Morton 1/2025

„Die Unsicherheit wächst, und die Bonität Deutschlands könnte zunehmend infrage gestellt werden. In einem Zinsswap sichert sich eine Partei einen festen Zinssatz über eine bestimmte Laufzeit. Die Differenz zwischen dem Swap-Zinssatz und der Rendite einer Bundesanleihe wird als deutscher Swap-Spread bezeichnet. Bis vor einigen Monaten war der 10-jährige deutsche Swap-Spread – die Differenz zwischen dem Zinssatz für 10-jährige Swaps und der Rendite einer 10-jährigen Bundesanleihe – positiv. Doch zuletzt sank er stark ins **Negative**. Dies deutet darauf hin, dass sich Kreditnehmer angesichts **wachsender Unsicherheit über die Fiskal- und Geldpolitik** verstärkt feste Zinssätze über Swaps sichern. Die Bewegung des Swap-Spreads kann zusätzlich als Signal interpretiert werden, dass Marktteilnehmer mit **finanzieller Repression** rechnen – also damit, dass die EZB die Zinsen trotz steigender Inflation künstlich niedrig halten könnte. Bis Ende des Jahres werden weitere EZB-Zinssenkungen von mindestens 50 Basispunkten eingepreist.“ Pablo Duarte 3/2025

„German swap spreads, already at record lows, are likely to turn more negative in the coming months as investors assess the potential for a seismic shift in defense spending from European governments. The 10-year swap rate fell to 2.39% on Tuesday, about five basis points below the yield on comparable German bonds, taking the spread to a **record low**. The 30-year swap spread, meanwhile, reached a staggering minus 46 basis points, fast approaching levels **not seen since the global financial crisis**.“ Ven Ram 2/2025

GERMAN 10-YEAR SPREAD TO SWAPS HITS MOST NEGATIVE ON RECORD Bloomberg 2/2025

- **Quantitative Easing? Perspektivisch wohl ja**

„Es ist zu vermuten, dass die **EZB** als «lender of last resort» wieder massiv Staatsschulden mit frisch geschöpftem Geld aufkaufen wird. Dies dürfte zu einem massiven **Vertrauensverlust** in die Geldwertstabilität führen, verbunden mit einem **Melt-up-Boom in Sachwerten, primär Aktien und Gold**.“ Peter E. Huber 3/2025

„There will be a crucial question on QT ahead of 2027“ BNP Paribas 3/2025

- **Ende des amerikanischen Exzeptionalismus? Mal schauen..**

„The strength of recent euro gains signals investors are rushing to rerate the region following its fiscal shift — aided by the rapid deterioration in the US exceptionalism theme that dominated markets for the past decade.“ Garfield Reynolds 3/2025

„We said: DeepSeek = deep peak in US exceptionalism.“ Michael Hartnett 3/2025

- **Hurrah!**

„Europe winning but not for European reasons...Trump, China, Russia Ukraine ending, Middle East more stable; that said global move up-in manufacturing/down-in-services good tailwind for further EU outperformance, and European political panic means deeper cyclical fiscal stimulus; structurally we think bank sector consolidation, a Euro bond, Draghi reforms, and a period of stronger Euro and strong stocks is the secret sauce for **Europe to shift from “rent” to “own.”**“ Michael Hartnett 2/2025

- **Zweifel bleiben**

„Europe has a long way to go to shed its reputation of never missing an opportunity to miss an opportunity.“ Marcus Ashworth 3/2025

„Der Euro könnte unter die Parität zum Dollar rutschen und endgültig zur Weichwährung werden. Der Abschied Deutschlands von der Schuldenbremse, der sich für die Zeit nach der Bundestagswahl abzeichnet, droht der Euro-Zone damit das Fundament zu entziehen, auf dem sie einst errichtet wurde.“ Malte Fischer 3/2025

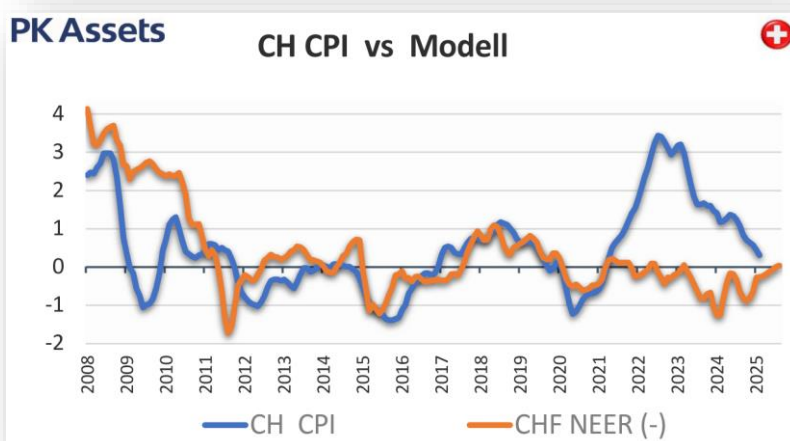
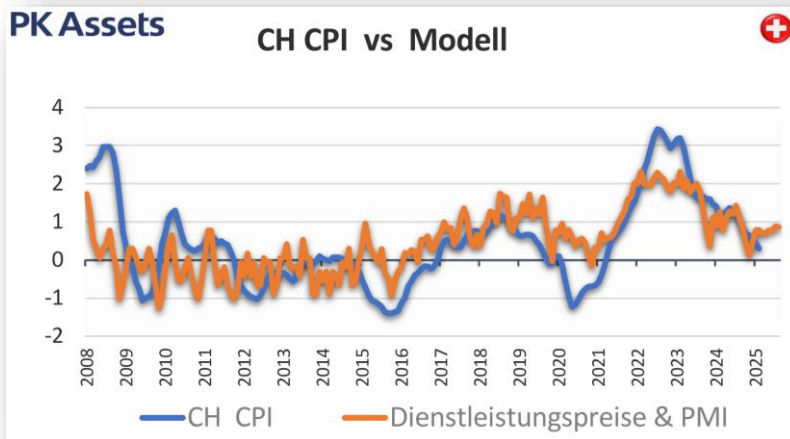
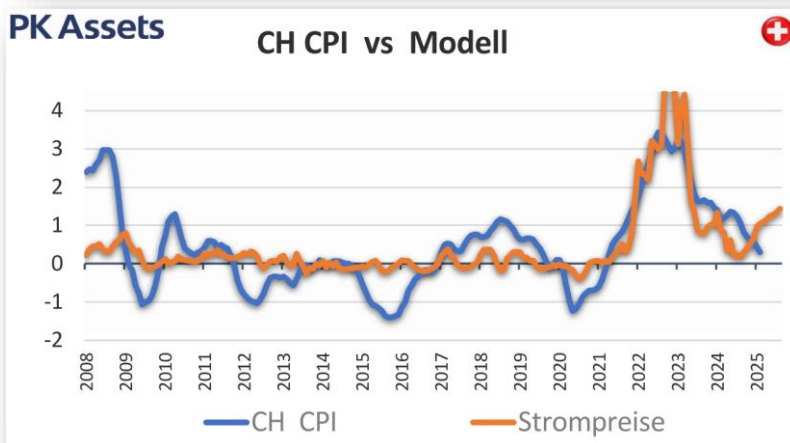
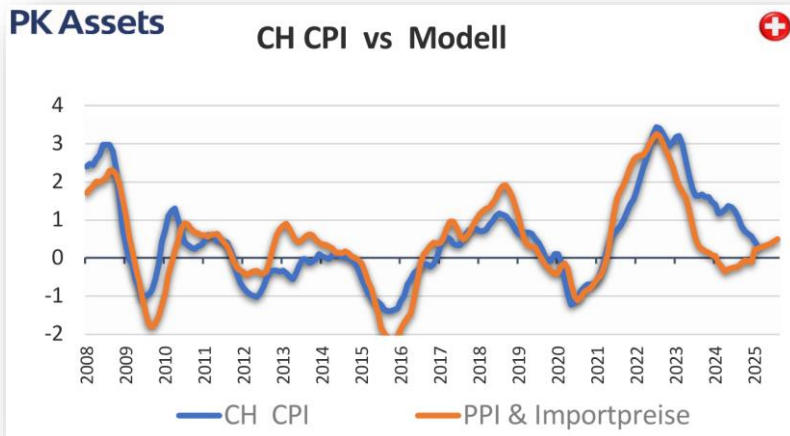
„Für den Bundesverband der Deutschen Sicherheits- und Verteidigungsindustrie wirkt die Entscheidung «wie eine Art Befreiungsschlag». Der Verband Die Familienunternehmer hingegen zeigte sich «entsetzt über die Zerstörung der Schuldenbremse». Ähnlich weit auseinander gehen die ersten Kommentare führender Ökonomen.“ Rene Höltschi 3/2025



Zinsen Schweiz: Thesen

Die Fiskalüberraschung im Euroraum wirkt auch auf die CH-Zinsen

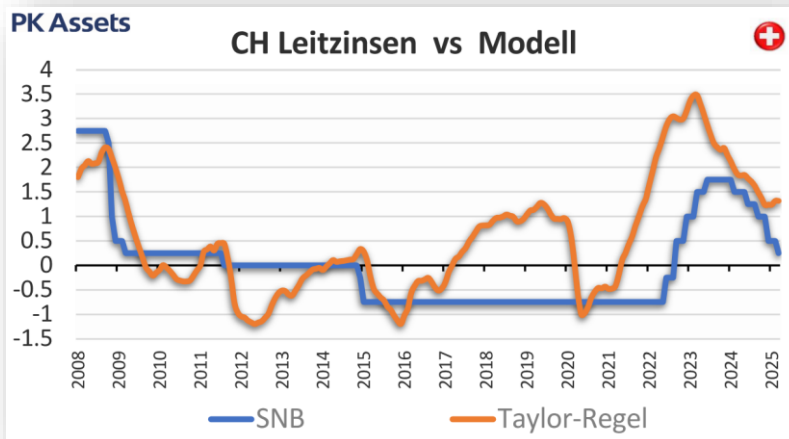
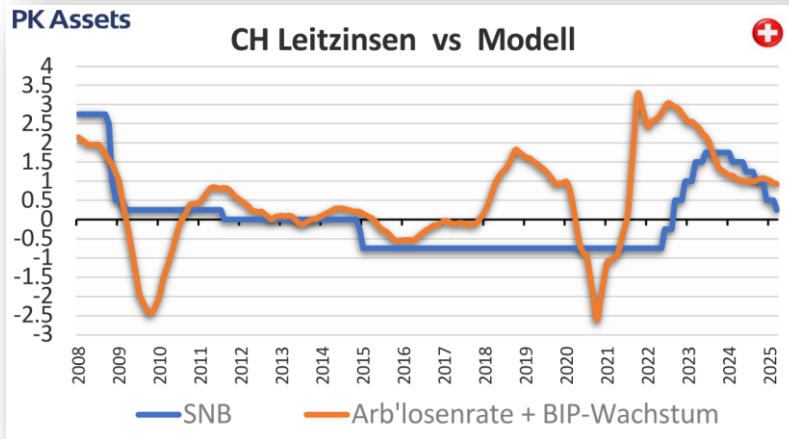
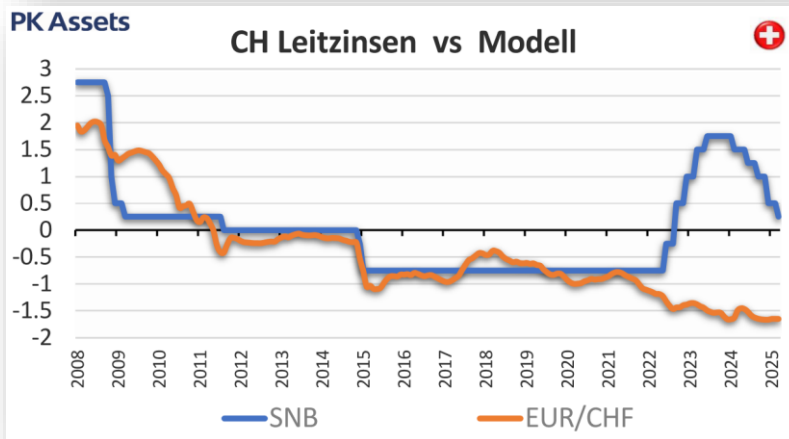
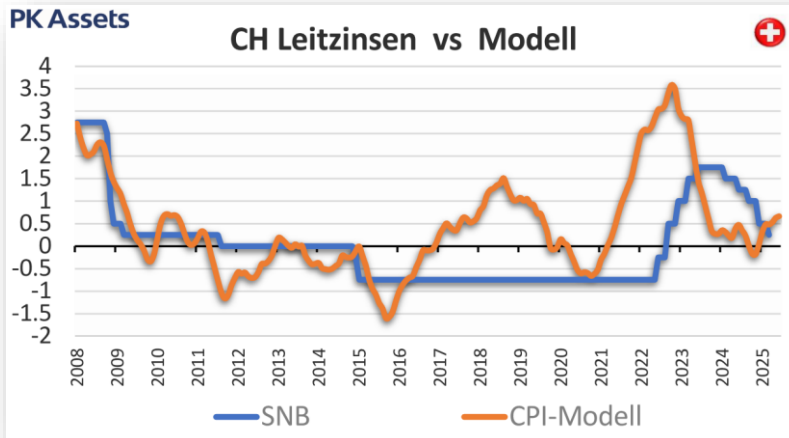
- Gemäss unseren Inflationsvorläufern ist die Deflation abgewehrt, sie sprechen für eine sanfte Trendumkehr
- Die Markterwartungen zu den Leitzinsen haben zuerst Negativ-Leitzinsen, dann ZIRP rausgepreist, unseres Erachtens zu Recht
- Unser Modell für den CH 10Y Eidgenossen impliziert, dass die Zinsen fair bewertet sind, Nullzinsen ausser Traktanden sind
- Der EURO-Fiskal-Schub wird auch die CH-Zinsen unterstützen
- Wir sehen sowohl CH- wie EUR-CPI nicht mehr sinken.
- Die EUR-Zinsen haben Potential zu steigen, sollten die Fiskalpakete umgesetzt werden.
- Wir gehen davon aus, dass das Differential in den Realzinsen „zugunsten“ des EUR steigen wird, klar positiv werden dürfte.
- Das bedeutet, dass die CH-Zinsen weniger steigen dürften als die EUR-Zinsen.
- Aber ZIRP und NIRP sind fürs Erste aus der Diskussion raus
- Signifikante Risiken verbleiben: Die Schweiz ist verwundbar gegenüber Zöllen und Problemen in der Eurozone
- Signifikante Chance bestehen jetzt aber auch: Die Situation ist nicht mehr einseitig auf tiefere Zinsen balanciert
- Europa hat mit seinen angekündigten Fiskalpolitik einen Floor unter die CH-Zinsen gesetzt
- Die SNB braucht jetzt Glück
- Und dann ist da auch noch die Möglichkeit einer Lösung in der Ukraine:
- Wir –und einige andere Marktbeobachter- sehen den Cut von 0.5 auf 0.25 als komplett unnötig an.
- Ist der nächste Zinsschritt der SNB ein Hike?



Inflationsprognose:

Deflation abgewehrt

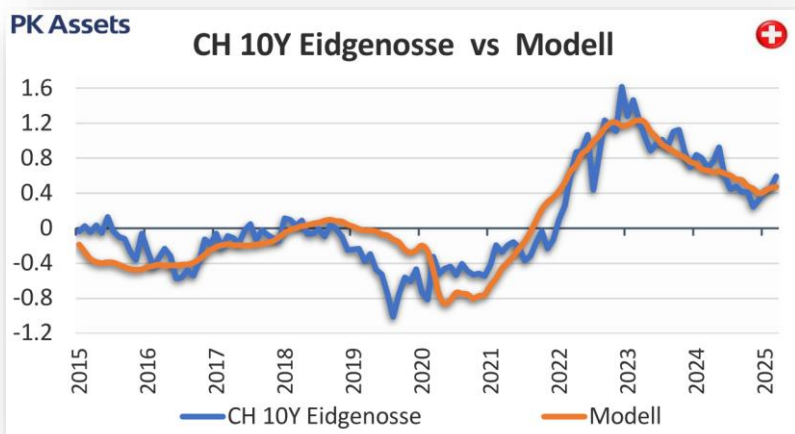
Die Vorläufer sprechen für eine sanfte Trendumkehr



Leitzinsbewertung SNB:

Die Markterwartungen haben zuerst Negativ-Leitzinsen, dann ZIRP rausgepreist, zu recht

Die Inflation scheint leicht zu drehen, die Konjunktur schwächelt, die neu gefundene Phantasie im EUR sprechen dafür, dass der letzte Cut der SNB ein „Insurance-Cut“ war

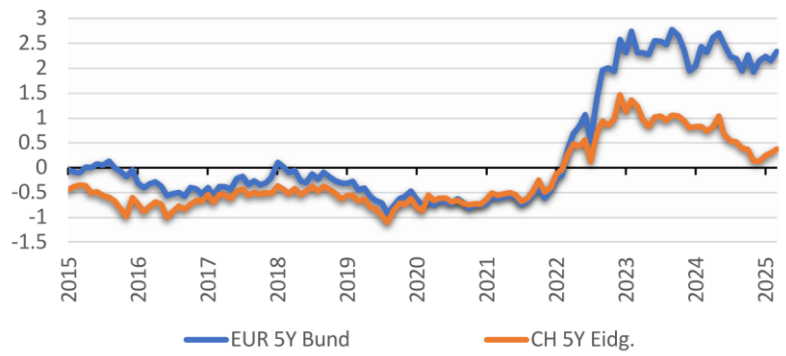


Unser Modell für den CH
10Y Eidgenossen:

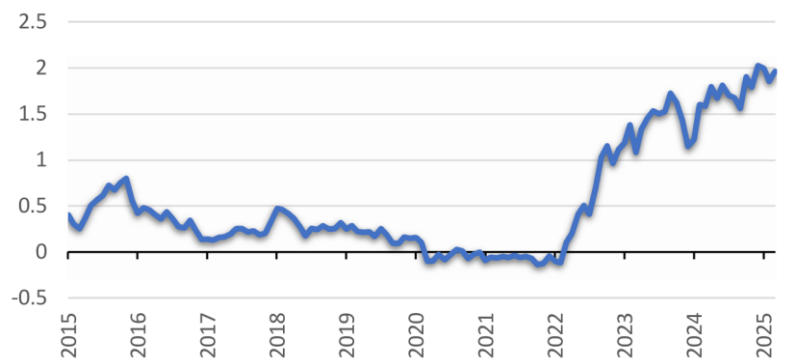
Die Zinsen sind fair
bewertet, Nullzinsen sind
ausser Traktanden

Der EURO-Fiskal-Schub wird auch die
CH-Zinsen unterstützen

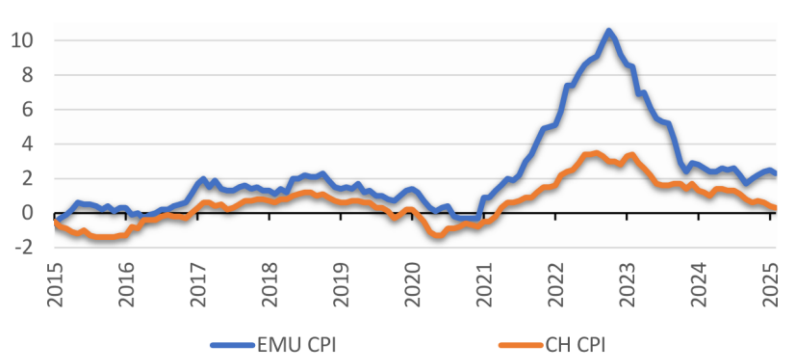
Dislokation CH und DE-Zinsen



Nominalzinsdifferenz: DE 5Y ./ CH 5Y



Disklokation CH und DE-Teuerung



Realzins-Differenz 5Y Bunds vs Eidgenosse



CH & EUR-Zinsen:

CH-Zinsen dürften nicht so stark steigen wie die EUR-Zinsen, wenn die Fiskalimpulse im Euroraum kommen, aber NIRP und ZIRP sind kein Thema mehr

Wir sehen sowohl CH- wie EUR-CPI nicht mehr sinken.

Die EUR-Zinsen haben Potential zu steigen, sollten die Fiskalpakete umgesetzt werden.

Wir gehen davon aus, dass das Differential in den Realzinsen „zugunsten“ des EUR steigen wird, klar positiv werden dürfte.

Das bedeutet, dass die CH-Zinsen weniger steigen dürften als die EUR-Zinsen.

Aber ZIRP und NIRP sind fürs Erste aus der Diskussion raus

Signifikante Risiken verbleiben

Die Schweiz ist verwundbar

Over 60% of Switzerland's goods exports to the US are in **pharmaceutical** products.

Switzerland's current account surplus has become entirely dependent on its positive goods **trade balance**, as the primary income balance and the services trade balance both turned negative.

As the country runs a trade deficit with the EU, the biggest contributor to its positive trade balance is the **surplus with the US**.

Switzerland has not yet been a direct target of US tariff threats, but we think its trade surplus with the US and strength in pharmaceutical exports put it at **risk**.

Since the pandemic, the economic recovery in Switzerland has been **uneven** across sectors. Not only has the **services** sector been responsible for the bulk of the recovery, but similar discrepancies also exist within manufacturing. Since Q4 2019, growth in manufacturing has been almost entirely due to manufacturing in **chemicals and pharmaceuticals**. Therefore, if US trade tariffs specifically target these industries, we think it could pose an **even greater risk** to an already somewhat fragile recovery in manufacturing.

BNP Paribas 2/2025

Noch kurz vor dem Merz-Schock war die Stimmung in den Zinsmärkten schlecht:

„Weak inflation remains consistent with the Swiss National Bank cutting its policy rate by 25 basis points at its March meeting, with risks **tilted toward further easing in 2025**, which could take the SNB back to Zero Interest Rate Policy (ZIRP).“ Jean Dalbard 3/2025

„Schlegel stressed that **all options** are on the table and that the SNB is ready to revisit subzero rates, which it oversaw from 2014 to 2022.“ Bastian Benrath-Wright 3/2025

Das CPI ist ein Lagging Factor und zeigt weiterhin Tristesse an:

„**Domestic** disinflation remains a source of **concern** for the SNB, with the slowdown now broad-based — the annual rate of goods price inflation has been negative since the summer and services inflation has also been on a downtrend. Looking ahead, rental prices could add further impetus to the deceleration, as the SNB rate cuts feed further into mortgage rates used to establish reference rental prices. Energy prices are also expected to ease. Most significantly, the Swiss economy is still **importing a significant amount of deflation**. In February, the annual rate of inflation from imported goods prices, which make up nearly 23% of the CPI basket, stood at -1.5%, unchanged from January. That compares with 0.9% for domestic items.“ Jean Dalbard 3/2025

Signifikante Chance bestehen jetzt aber auch: Die Situation ist nicht mehr einseitig auf tiefere Zinsen balanciert

Europa hat mit seinen angekündigten Fiskalpolitik einen Floor unter die CH-Zinsen gesetzt

„The recent depreciation of the CHF, resilient domestic demand, and growth-positive policy announcements from Europe should **ease the SNB's concerns about deflation, making this the final cut**, in our view. “ BNP Paribas 3/2025

Die SNB braucht jetzt Glück:

„We see scope for **additional cuts if tariffs** are higher than we currently expect and explicitly target the EU and Switzerland. This risk would be exacerbated **if the EU and Germany fail to deliver the fiscal spending** announced in recent weeks. “ BNP Paribas 3/2025

Und dann ist da auch noch die Möglichkeit einer Lösung in der Ukraine:

„We think that the rally has room to extend as we believe fiscal developments are a game changer for EUR, positioning in the cross is still short according to our metrics and more could be priced in terms of a Russia–Ukraine ceasefire. “ BNP Paribas 3/2025

Wir –und einige andere Marktbeobachter- sehen den Cut von 0.5 auf 0.25 als komplett unnötig an:

„Festzustellen ist allerdings, dass sich das neue Direktorium in einer **nicht sehr eindeutigen** Situation erneut für eine forsche Zinssenkung ausgesprochen hat. Im Dezember votierte es nicht – wie unter Zentralbanken im Normalfall üblich – für eine Zinssenkung um 0,25 Prozentpunkte, sondern senkte den Leitzins gleich um 0,5 Prozentpunkte. Und während sich sowohl die amerikanische Zentralbank wie auch die Bank of England angesichts der Unsicherheit dafür entschieden haben, mit weiteren Zinssenkungen zuzuwarten, hat die SNB ihren Leitzins nochmals um 0,25 Prozentpunkte auf nur noch 0,25 Prozent gesenkt. (...) Schlegel betont, es bringe nichts, sich Spielraum durch Zuwarten erhalten zu wollen; Geldpolitik müsse frühzeitig handeln. Man mag hoffen, dass die SNB mit ihrer Senkung des Leitzinses auf 0,25 Prozent nun ihren Zinssenkungszyklus beendet hat. Dafür spricht auch, dass die mit der Aufrüstung in Europa verbundene fiskalische Expansion mittelfristig die **Konjunktur und die Inflation wieder anheizen sollte** und auch hohe Zölle die Preise verteuern.“ Peter A. Fischer 3/2025

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 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.

Flagship-Präsentation:

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

Inputs Q1 2024

Fixed Income: **Der Bulle ist lost!** [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 Thusis 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 gescheite 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.