

Zinsen

*USA: Yield Curve
Control!*

*EUR: Warten auf den
Stimulus*

*CH: Wie die Maus vor
der Katze*

10/2025





- **Das Fed hat Glück, es kann die Leitzinsen ohne Gesichtsverlust runternehmen**
 - Wir sehen (noch?) keine Spuren der Tarife in den Vorläufern zur Teuerung
 - Alle relevanten Teuerungsindizes verharren nahe des Notenbankziels von 2%
 - Die Markt-Inflationserwartungen geben der Notenbank kaum Spielraum für weitere Zinssenkungen, verunmöglichen diese aber auch nicht
 - Mit dem Pivot hin zum Arbeitsmarkt gibt sich die Notenbank selber grünes Licht für Zinsreduktionen
 - Unsere Vorläufer sprechen für einen markanten Anstieg der Arbeitslosigkeit
 - Allerdings war unser Modell seit 2022 zu bullish

- **Basierend auf den klassischen Indikatoren sind wir bullish auf den 10Y-U.S. Treasury**
 - Der Pivot der Notenbank ändert alles
 - Der Damm bricht. Wir sehen den 10Y bei 3.80, nur die Swaps und die Zeitprämie halten den Zins noch oben
 - Trotzdem bleibt (vorerst?) der 10Y deutlich über 4%
 - Der Markt befürchtet zu schnelle, zu tiefe Zinsreduktionen und die Tragfähigkeit der Schulden wird in Zweifel genommen

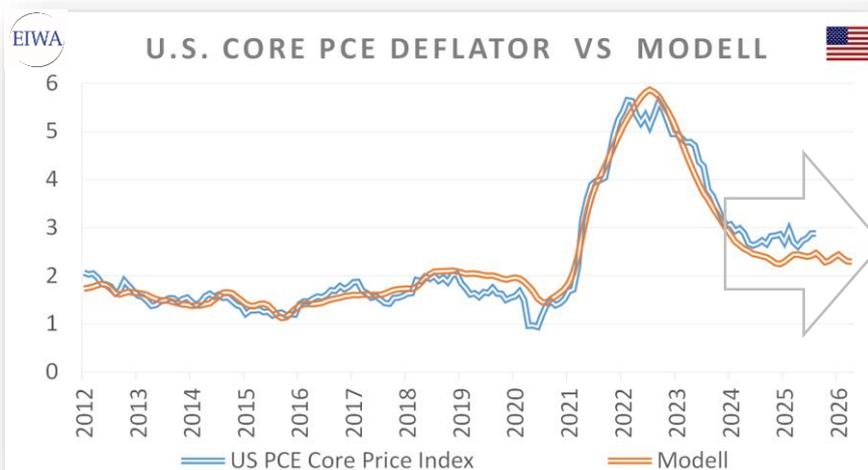
- **Aber die Regierung will die Zinsen viel tiefer runter sehen, die Gründe sind offensichtlich:**
 - Hohe Verschuldung, hoher Leverage, steigende Zinsenlast, Marktzinsen > Durchschn. Schuldzins, hohe Abhängigkeit vom Ausland, Verteilungskämpfe

- **Yield Curve Control hat längst begonnen: «Stealth Yield Curve Control»**
 - Gefüggmachung des Fed
 - Twist der Schulden-Emissionen
 - Stablecoins, SLR, Basel III

- **Die nächsten Schritte sind klar**
 - Komplette Übernahme des Fed (Miran)
 - Flexibilisierung des Inflationsziels
 - QE mit einem Twist
 - Gesetzesänderung?

- **Die Folgen sind bedeutend:**
 - Vertrauenskrise
 - Steilere Zinskurve: Bear Steepening?
 - Dollar Ausverkauf
 - Gold-Hausse

- **Und dann Hard Core Yield Curve Control?**
 - Zins-Ziel für alle Laufzeiten, unter den herrschenden Marktzinsen
 - Commitment der Notenbank «alles zu tun»
 - Falls es gelingt: Massives Rally am langen Ende
 - Debasement des Dollars
 - Potentiell anspringende Inflation



Darf das Fed die Leitzinsen weiter runter nehmen?

Kommt die U.S. Teuerung wieder in Fahrt?

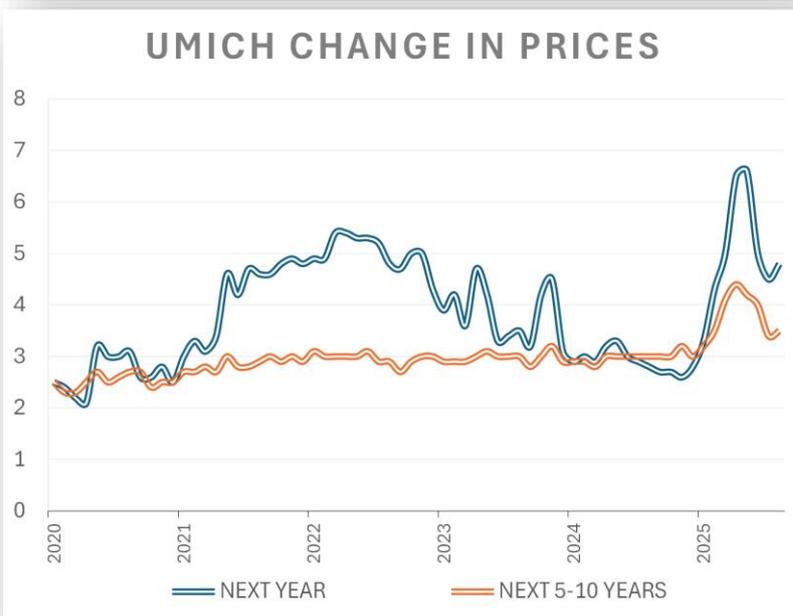
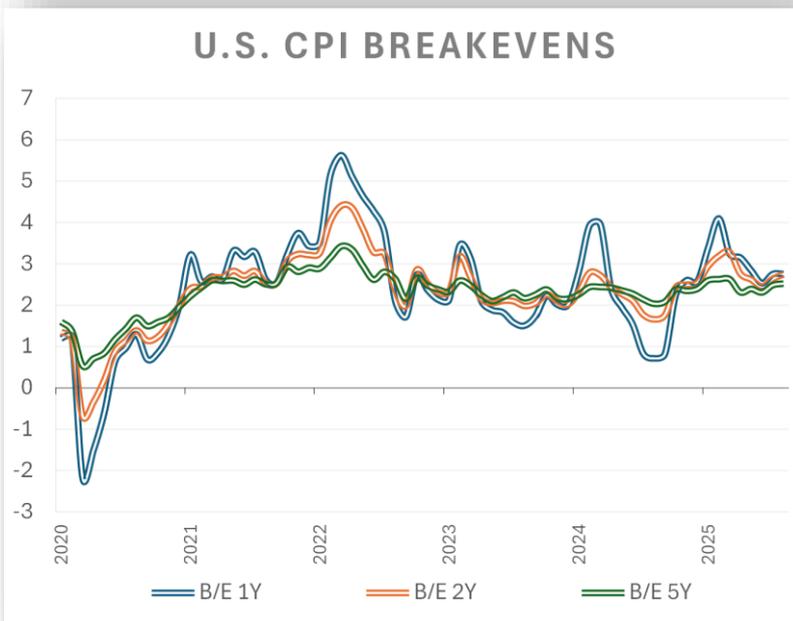
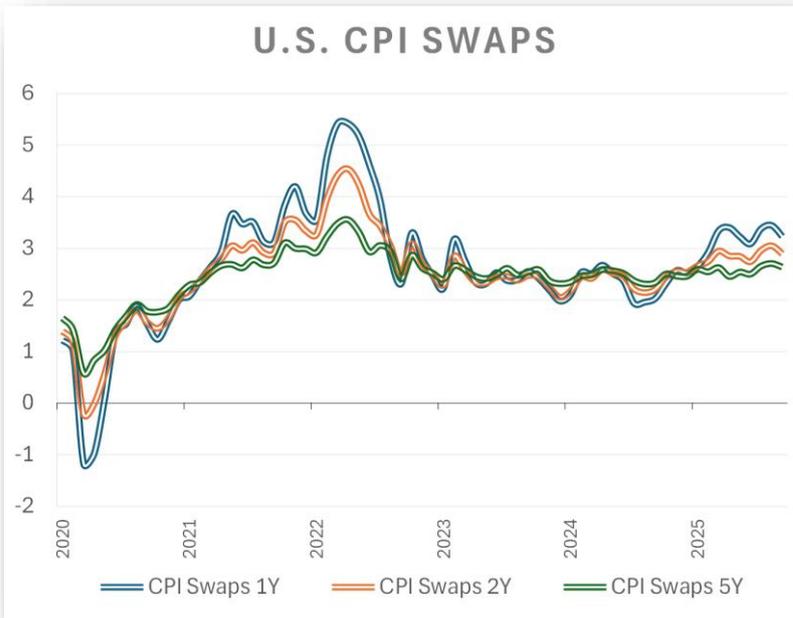
Unsere Antwort: Nein, aber sie verbleibt über dem Notenbank-Ziel von 2%

- Die CPI-Komponenten zeigen mit der Ausnahme von Food und der Preiskomponente im ISM-Dienstleistungen keinen Inflationsdruck an. Vor allem die wichtige OER-Komponente zeigt nach unten, Lieferketten ebenso, Benzin dümpelt, ebenso wie die wichtigen Komponenten des KMU-Vertrauens.
- Fügen wir die Komponenten zu den Aggregaten zusammen, dann zeigt sich im CPI und im Kern-CPI kaum Druck, weder nach oben noch nach unten, besteht.
- Auch bei den Spielarten wie Trimmed Mean und Sticky sehen unsere Modelle die Teuerung seitwärts.
- Die wichtigste Teuerungszahl, der Fokus der Notenbank, also das PCE Core zeigt ebenfalls seitwärts, in der Nähe des Notenbankziels von 2%.
- Alle diese Modelle geben eine Gesamtschau der Teuerung für ca. 9 Monate in die Zukunft. Allerdings: Die Zollthematik kam als singuläres Ereignis ins Spiel.
- Sie konnte nicht von den Vorläufern eskomptiert werden.
- Trumps Liberation Day war am 2. April. Das sind bereits mehr als 5 Monate, die Vorläufer hätten doch einiges an Preis-Unsicherheit einbauen müssen.
- Die uns zur Verfügung stehenden Vorläufer, und es ist eine ganze Menge, zeigen –wie oben dokumentiert- keine Richtungsänderung wegen den Tarifen an.
- Wenn nicht die Vorläufer, dann wenigstens der Markt?
- Swaps: Tatsächlich hat sich seit Liberation Day eine gewisse Belebung in den CPI-Swaps gezeigt, allerdings eine geringe, und die Tatsache, dass es v.a. die kurzen Swaps sind, die sich bewegt haben, zeigt, dass der Bondmarkt an ein begrenztes Phänomen glaubt.
- Breakevens: Das gleiche Phänomen wie bei den Swaps aber noch wesentlich zurückhaltender: Keine Belebung, auch nicht in den wichtigen 5y/5y-Breakevens, die als Gradmesser für das Vertrauen in die Notenbank gelten.
- Aber immerhin: Sowohl Swaps wie Breakevens notieren zum Teil deutlich über dem Notenbankziel von 2%

Fazit:

Die Antwort auf die Frage "Sieht man die Zölle in den Vorläufern" lautet: **Nein**

U.S. Zinsen



Inflationserwartungen

Die Markt-Inflationserwartungen geben der Notenbank kaum Spielraum für weitere Zinssenkungen:

CPI-Swaps: Erwartungen erhöht, aber negative Kurve = „vorübergehendes Phänomen“

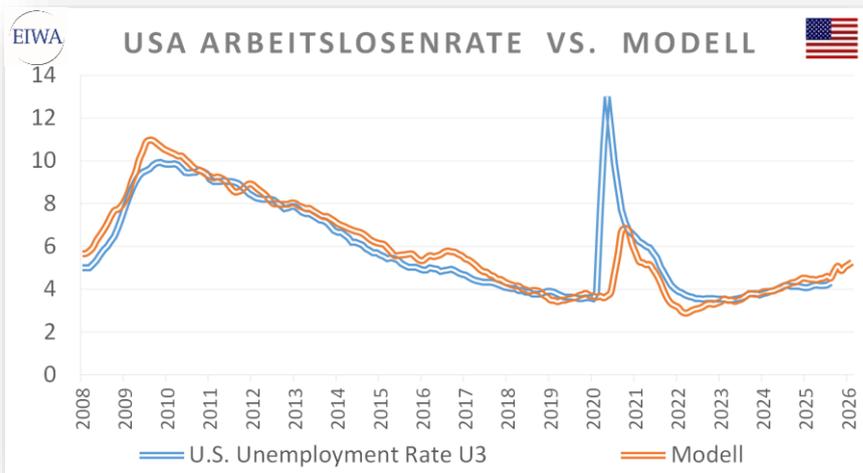
Breakevens: Über 2% aber kein Momentum nach oben

Umfragen: Quer in der Landschaft, stark politisch gefärbt und dominiert von der unmittelbaren Vergangenheit

Der Pivot der Notenbank hin zum Arbeitsmarkt

Mit dem Pivot hin zum Arbeitsmarkt gibt sich die Notenbank selber grünes Licht für Zinsreduktionen

- *“Chairman Jerome Powell used his press conference to increase the weight the Fed gives to the employment side of the mandate, rather than inflation. With both rising, that’s a clear indication that the central bank thinks it might have to be more lenient in future.” John Authers 9/2025*
- *“Where we stand now is that the Fed has taken back 125 bps of its post-Covid rate hikes, which represents a little less than a quarter of the cumulative tightening. As everyone knows, inflation remains above target but the labor market has loosened. In an ideal world, the quantum of future easing would be dictated by the evolution of those two factors. That’s not necessarily the world we are living in, and naturally anyone trading the Fed needs to focus on what they will do rather than what they should.” Cameron Crise 9/2025*
- *«We believe the Fed’s independence will remain in question for some time – including after the current political cycle. For now, this will likely manifest as the Fed following an imbalanced reaction function – weighting employment risk over inflation risk. A loss of independence does not necessarily lead to a loss of credibility. We think the Fed remains credible, for now.” BNP 9/2025*
- *“But for now, it remains credible to us. This is because the easing cycle that it just kicked off is justified by increasing downside risks to the labor market. The Fed has therefore killed two birds with one stone by starting rate cuts: lowering the risk of further cooling in labor demand while reducing the temperature in the ongoing political conflict.” BNP 9/2025*



Unsere Vorläufer sprechen für einen markanten Anstieg der Arbeitslosigkeit um 1% von 4.3% auf 5.3% in 6 Monaten

Allerdings war unser Modell seit 2022 zu bullish!

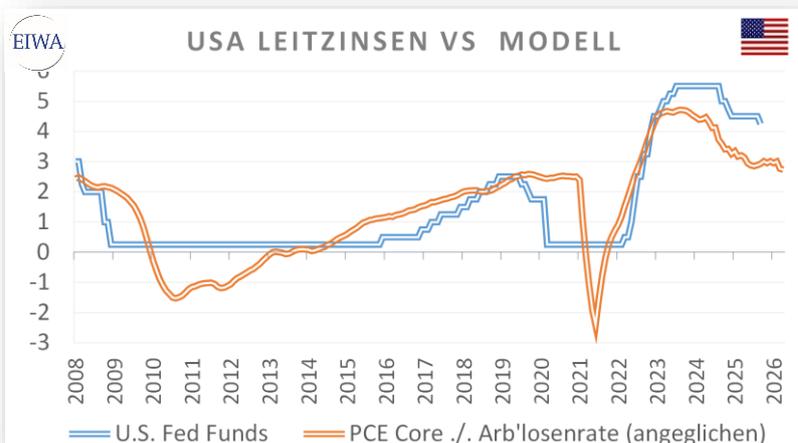
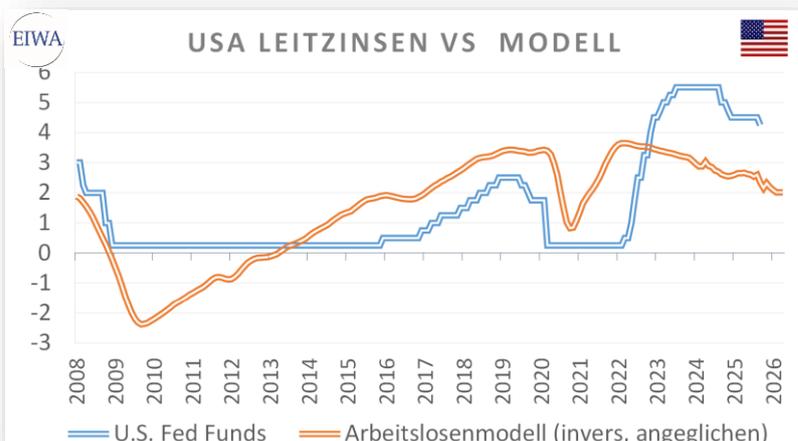
Und das Lohnkostenwachstum bleibt hoch

Die Arbeitslosenrate..

- ..steht aktuell bei 4.3%, historisch tief
- Die Komponenten des KMU-Vertrauens implizieren eine klare, deutliche Erhöhung der Arbeitslosigkeit in den nächsten Monaten
- Die JOLT-Indikatoren sprechen für ein sanftes Ansteigen der der Arbeitslosenrate
- Unsere Daten aus dem Konsum –Consumer Credit, Vertrauen- sprechen für ein Ansteigen der Arbeitslosenrate
- Eine wichtige Rolle bei der Berechnung der Arbeitslosenrate spielt die Participation Rate. Seit 2018 laufen die beiden Größen auseinander. Die Arbeitslosenrate erholte sich rasch und liegt nahe historischen Tiefs, während die Participation Rate dauerhaft tiefer verharrt. Das deutet auf ein engeres Arbeitskräfteangebot hin, was auch erklärt, warum der US-Arbeitsmarkt trotz niedriger Arbeitslosenquote angespannt bleibt.
- Vom Dienstleistungsvertrauen kommt ein Signal stark steigender Arbeitslosigkeit
- Die wichtige temporäre Payroll-Statistik spricht für eine stark ansteigende Arbeitslosigkeit
- Knackpunkt sind die Initial Jobless Claims, sie zeigen Null Momentum nach oben
- **Insgesamt indizieren die Vorläufer ein Ansteigen der Arbeitslosenrate um 1%! Horizont: 6 Monate**
- **Allerdings: Unser Modell hat seit 2022 den Anstieg der Arbeitslosigkeit überschätzt!**

Das nominelle Lohnwachstum...

- ..steht bei 4.1%, tiefer als beim Peak von fast 7%, aber höher als in der Periode vor Covid (2-4%)
- Unser Arbeitsmarkt-Modell spricht für ein leicht tieferes Lohnwachstum
- Unsere Teuerungsmodelle sprechen für stabiles Lohnwachstum
- Die JOLT-Komponenten sprechen für stabiles Lohnwachstum
- Die Komponenten des KMU-Vertrauens sprechen für fluktuierendes Lohnwachstum
- Das Konsumentenvertrauen spricht für tieferes Lohnwachstum
- Die Indeed-Tracker sprechen für tieferes Lohnwachstum
- **Insgesamt überwiegen die Faktoren für tieferes Lohnwachstum; unsere Prognose für 8 Monate Ausblick ist aber kaum verändert**



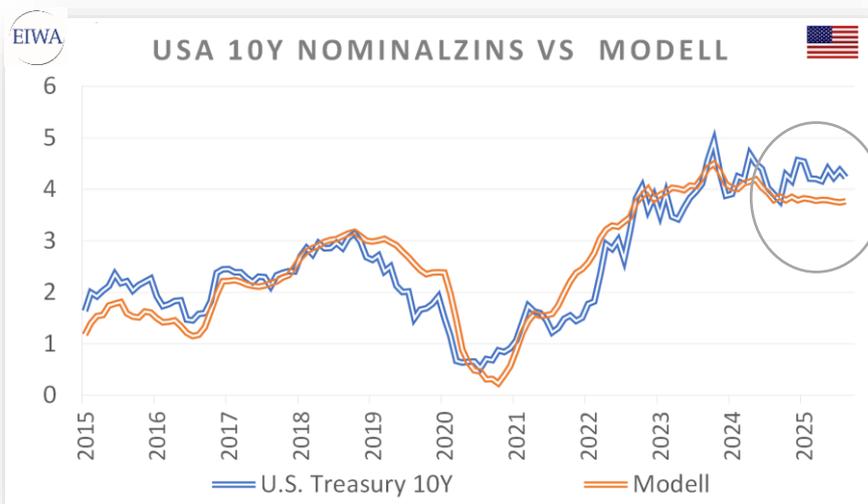
“With price growth still running well above target and traders factoring in 3%-plus inflation in the coming year, it won’t be easy to railroad a series of rate cuts beyond the next two.”

Ven Ram 9/2025

Das neue Primat der Arbeitslosenrate –ausgedrückt durch unser Arbeitslosenmodell - spricht für tiefere Leitzinsen, ersetzen wir unser Mehrfaktormodell durch unser Modell für die Arbeitslosenrate kommen wir auf deutliches Zinssenkungspotential

Das Fed wird die Leitzinsen weiter runter nehmen

- Der Arbeitsmarkt, Arbeitslosenmodell und Lohnkostenmodell sprechen für tiefere Leitzinsen
- Auch die Teuerungsmodelle sprechen für tiefere Leitzinsen
- Die Inflationsswaps sprechen NICHT für tiefere Leitzinsen
- Die Breakeven sprechen für leicht tiefere Leitzinsen
- **Unser Gesamtmodell von Teuerungs- und Arbeitsmodellen, plus Breakevens und CPI-Swaps sprechen insgesamt für etwas Zinssenkungspotential auf ein Niveau von etwa 3%**



Der Pivot der Notenbank ändert alles:

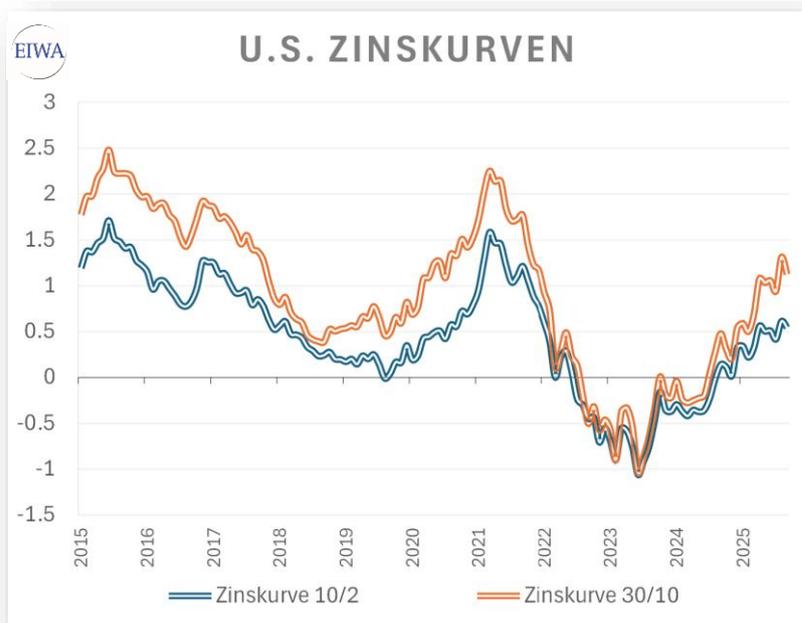
Der Damm bricht. Wir sehen den 10Y bei 3.80, nur die Swaps und die Zeitprämie halten den Zins noch oben:

Basierend auf den klassischen Indikatoren sind wir bullish auf den 10Y-U.S. Treasury

Im Brennpunkt unseres bullischen Cases für den Treasury ist unser Arbeitslosenmodell, das einen deutlichen Anstieg prognostiziert, die Swaps halten dagegen, was machen die Vigilantes?

Die Modell-Komponenten

- Die zögernde Notenbank hält auch die Kapitalmarktzinsen oben, aber der Damm dürfte brechen
- Unser Leitzinsmodell drückt die Modellbewertung runter, berücksichtigt man nur unser Arbeitslosenmodell, dann ist die Richtung klar: Nach unten
- Unser Modell für die Zinskurve drückt die Modellbewertung runter
- Die Breakevens sprechen für tiefere Zinsen
- Die CPI-Swaps sprechen NICHT für tiefere Zinsen
- Das QT läuft aus, hält die Zinsen noch oben
- Die Zinsvola fällt, das drückt die Modellbewertung nach unten
- Die Vigilantes drücken die Zinsen RAUF, wir benützen hier die Adrian/Crump/Moench-Zeitprämie
- Die Taylorregel spricht für leicht tiefere Zinsen
- **Per Saldo ergibt sich ein stabiles, konstruktives Bild für die UST 10Y-Zinsen, nur die Swaps und die Prämie sowie die zögerliche Notenbank halten den Zins noch oben**



Der 10Y verbleibt allerdings auf 4.15 per Quartalsende:

Warum?

- Der Markt befürchtet, dass die Notenbank die Zinsen zu schnell zu tief runter nimmt und damit das Fundament für höhere künftige Zinsen schafft:

*“Wenn die Glaubwürdigkeit der Notenbank erodiert und die Inflationserwartungen steigen, kann eine anziehende Inflation nur mit überaus grossen Zinsschritten wieder zurückgebunden werden.”
Karsten Junius 9/2025*

- Die Tragfähigkeit der Schulden wird immer mehr angezweifelt. Die Lage in den USA ist in der Tat besorgniserregend, dies treibt die Zinskurve rauf

“Normalerweise sinken die Renditen von Staatsanleihen in einer Rezession, weil sich das Wachstum verlangsamt und das Fed die Zinsen senkt. Das stützt wiederum die Wirtschaft und ebnet den Weg für eine Erholung. Das US-Budgetdefizit beträgt heute aber bereits 7% des BIP. In einem Abschwung könnte es gut auf 9 oder 10% steigen, weil die Steuereinnahmen sinken und die Sozialausgaben zunehmen. Daher fragt sich, ob die Renditen auch dieses Mal zurückgehen werden. Der US-Kongress hat Anfang Juli weitere Steuersenkungen abgesegnet, die sich nur schwer rückgängig machen lassen. Der Bondmarkt könnte deshalb anders reagieren als sonst, was die Rezession verschlimmern würde.”

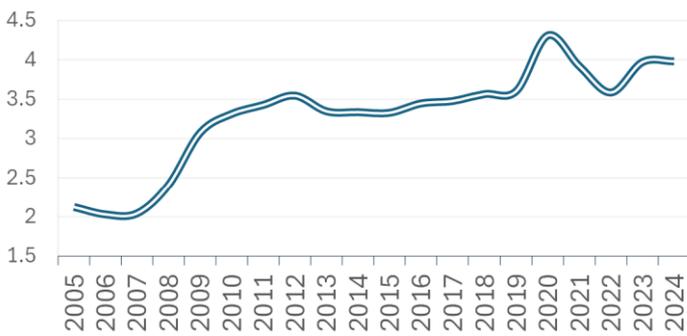
Peter Berenzin in The Market 9/2025



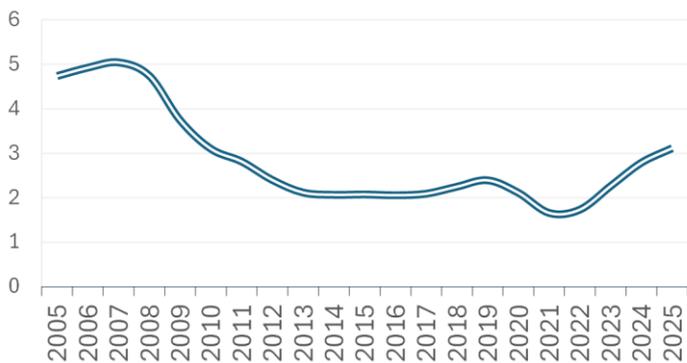
GVT INTEREST/GDP



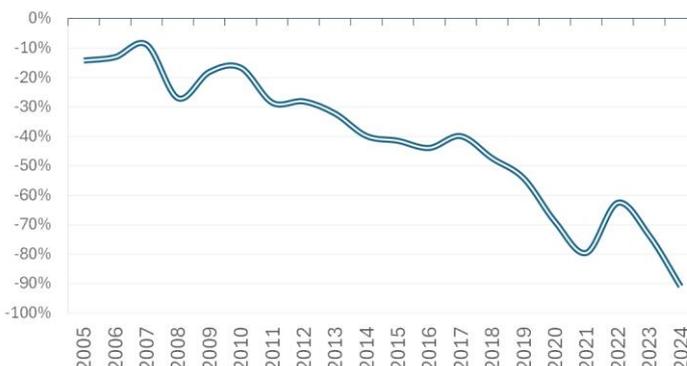
GVT LEVERAGE (DEBT/REVENUES)



GVT DEBT COUPON



NIIP/GDP



Aber die Regierung will die Zinsen viel tiefer runter sehen, die Gründe sind offensichtlich:

Fiskalische Tragfähigkeit:

YCC JA/NEIN

- Hohe Staatsverschuldung?
- Hohe Neuverschuldung?
- Steigende Zinsenlast?
- Steigender Leverage?
- Marktzinsen > Schuldzins?



Abhängigkeit vom Ausland:

- Permanentes Leistungsbilanzdefizit?
- Negatives/fallendes NIIP?
- Hohes Refinanzierungsvolumen?



Politik:

- Glaubwürdiges Inflationsziel?
- Unabhängige Notenbank?



„In den USA kann die Unabhängigkeit des Fed jederzeit durch ein einfaches Gesetz beseitigt werden. So ist es nicht überraschend, dass der Kongress die Notenbank immer wieder seine zumindest potenzielle Macht spüren lässt.“ Otmar Issing in NZZ 9/2025

Die Schuldzinsen in den USA steigen. Punkt



Die FT rechnet es uns vor:

- Auch wenn die Leitzinsen fallen, steigen die Schuldzinsen für den Staat
- Das gibt weiteren Druck auf die bereits expansiven Fiskalpositionen
- In den USA, Italien, Japan und Frankreich ist das Problem am akutesten
- Kein Wunder emittiert z.B. die USA mehr kurze als lange Papiere
- Auch drastisch tiefere Zinsen wegen einer Rezession wären keine Lösung, da die Einnahmen wegbrechen

“The coming wave of debt servicing costs: Last week Satori Insights’ Matt King wrote a fantastic column in the main paper on why the 30-year bond carnage that has caused such angst is actually primarily technical, rather than fundamental. After all, if this was about inflation you’d expect it to show up in breakeven inflation rates. If it was a yuge-supply issue then surely it would also appear in other tenors of the yield curve, where countries issue more debt. And if it was really fears over sovereign creditworthiness then it makes no sense that the pain is overwhelmingly focused on the 30-year part of the curve. That said, a lot of countries are unquestionably facing some very awkward questions when it comes to their debt burdens. A recent Goldman Sachs report has put some numbers on those concerns — and cast doubts on some of the suggested palliatives. The main thing to remember is that even though interest rates are now falling — with the Federal Reserve expected to ease policy again later this week — it doesn’t mean that government debt servicing costs are falling as well. In fact, they’re probably going to keep rising for years to come. A lot of countries took advantage of the low-rate era to issue more long-term bonds, lengthening the “weighted average maturity” — or WAM — of their sovereign debt stock. That has meant that the cost of servicing their growing debt pile has remained remarkably low, despite rising rates. But eventually all those bonds sold when rates were floored and bond yields were hitting historical lows will have to be refinanced at higher costs in the coming years. As Goldman’s economists say: Governments’ own forecasts generally project deficits to improve in many economies, but the long timetable for implementation, as well as the track record of slippage vs deficit projections since the pandemic, suggests persistently large deficits and elevated bond issuance will be a durable feature of the macro landscape in coming years. With market interest rate forwards well above current average interest costs, this implies further future pressure on government budgets via interest costs. In some countries with lower WAMs — most notably the US — this has already begun to bite, but it’s going to be a growing issue almost everywhere. Goldman Sachs looked at government deficit predictions, debt maturities and the interest rate forecasts embedded in markets, and found that Italy, the US, Japan and France are going to see the greatest increase in their debt servicing costs over the next five years. One of the solutions often offered is to issue more shorter-term bonds with lower yields. For example, the US pays 4.6 per cent to issue 30-year bonds, but about 4 per cent for 10-year paper, and 3.5 per cent for two-year notes. For the UK the equivalent yields are 5.5 per cent, 4.6 per cent and under 4 per cent respectively. For France, it’s 4.3 per cent, 3.5 per cent and 2.1 per cent. The “yield curve” of bond maturities isn’t particularly steep at the moment, but by selling more short-term bonds most countries might therefore be able to save some money. Except . . . some countries have already been shortening their WAM to trim their interest rate expenses. And those that haven’t shortened the average term of their bond issuance programmes typically have such high WAMs already that it would take time for a shift in debt issuance to have any effect. In fact, outside of Japan — which is a pretty special case — the gains that would come from a pretty hefty two year reduction in weighted average maturities is negligible (and they’re really not huge in Japan either). Hefty central bank interest rate cuts would help more, Goldman calculates, but, well, we probably need recessions for rates to really come down aggressively, and that won’t be a good thing for tax revenues. So the investment bank’s economists instead end on a things on a funny note. Reducing WAM by 1yr is worth 3bp. Lowering front-end rates is worth 19bp. In contrast, reducing the deficit by 1pp is worth 13bp, even without any impact on the interest rate curve — and this is an effect that would build over time given the impact on reducing the debt stock. Absent spending cuts, wide deficits and steeper curves are here to stay. Our work suggests pressures on government budgets are unlikely to resolve quickly. LOL. “Spending cuts.” Alphaville 9/2025



Eskalationsstufen

1. Gefüigmachung des Fed

- Besetzung des FOMC-Gremium mit Tauben
- Kritik des Fed, Aufsetzung politischen Drucks
- Einsetzung einer Marionette als Fed-Präsident
- Aufhebung der Unabhängigkeit des Fed mittels Gesetzesänderung

2. Stealth Yield Curve Control

- Twist der Schulden-Emissionen zwecks Verflachung der Renditekurve
- Aktive Massnahmen zur Reduktion der Langfristzinsen

2. Ankurlung der Nachfrageseite nach U.S. Staatsschulden

- Stablecoins-Regulierung
- Neukalibrierung der Kapitalanforderungen (Basel III Endgame / U.S. Umsetzung): Eigenmittelunterlegung für UST
- Diskussion um „dauerhafte SLR-Erleichterungen“: UST von Leverage Ratio rausnehmen

3. Manipulation des Inflationsziels

- Flexibilisierung des Inflationsbandes
- Erhöhung des Inflationsziels

4. Quantitative Easing

- Reduktion des Quantitative Tightening
- Forward Guidance QE
- QE mit einem Twist:

«I think the next Fed chair is going to do probably QE with a twist and the twist is buying long-term Treasuries to bring those rates down.» Bruce Richards, Marathon

5. Yield Curve Control

- Kommunikation Zielband

Hohe Diplomatie:

“Jerome ‘Too Late’ Powell, a stubborn MORON, must substantially lower interest rates, NOW. IF HE CONTINUES TO REFUSE, THE BOARD SHOULD ASSUME CONTROL, AND DO WHAT EVERYONE KNOWS HAS TO BE DONE!”

Donald Trump 8/2025

Ein von Stephen Miran geleitetes Federal Reserve?



Die Regierung muss etwas machen gegen die immer höheren Schuldzinsen

«Der US-Regierung, sei es unter Trump oder seinen Nachfolgern, wird kein anderer Ausweg bleiben, als zu unorthodoxen Massnahmen zu greifen. Sie wird die hohen Zinsen nicht tolerieren können und das Fed zwingen, die Schulden durch Inflation zu tilgen. Das bedeutet finanzielle Repression, wie es Japan bereits getan hat.» Kenneth Rogoff in The Market 8/2025

„Ich glaube, wenn Trump einen Notstand ausrufen und darauf bestehen würde, dass die US-Notenbank nach seinem Willen handelt, hätte er die Unterstützung der Republikanischen Partei.“ Kenneth Rogoff in The Market 8/2025

Miran war ursprünglich gedacht als Platzhalter bis im 2026

Im 2026 läuft das Mandat von Powell aus. Wird Miran dann Präsident?

“While the odds to replace Jay Powell as Fed chair are still tilted heavily towards either Chris Waller or one of the Kevins, some have begun to speculate that maybe — just maybe — Stephen Miran himself could become a contender for the top job. Yes, Miran has only been nominated to temporarily fill the governorship left by Adriana Kugler. But where better to audition for the top than from the FOMC itself?” FT Alphaville

“Trump might nominate him for a full 14-year term beginning next February.” Shuli Ren 9/2025

„One market was totally shaken up by the afternoon’s events in Washington: the betting market for the Fed chairmanship. This is how the Kalshi futures market has viewed the odds on the three leading candidates — Waller, chair of the National Economic Council Kevin Hassett, and former Fed governor Kevin Warsh — along with those of Miran, over the last month. Out of nowhere, Miran briefly took over as favorite after he dissented, but Waller did not.” John Authers 9/2025

Miran entspricht dem Wunsch der Administration nach einer Super-Taube auf dem Fed Sessel

«In his opening statement in confirmation hearings , Miran noted that Congress tasked the Fed with anchoring long-dated Treasury yields — an argument that leans on the 1977 statute’s neglected goal to keep “moderate long-term interest rates.” In his now-infamous November 2024 paper, he arqued in favor of YCC to discourage foreign entities from building up reserves in dollar-denominated assets as a way to limit long-end volatility; preserve financial stability, and allow for greater currency control without derailing growth or breaching the Fed’s dual mandate.” Michael Ball 9/2025

“The nomination of Stephen Miran to the Federal Reserve Board, albeit for a short tenor, is a reminder that non-traditional policy options to cap yields -- such as yield-curve control -- are not as far away as once thought.” Michael Ball 9/2025



Was wären die Folgen?

- Die Angebot/Nachfrage-Konstellation in UST ist schon jetzt nicht berauschend
- ❖ *“We likely can’t rely upon financials to support the Treasury market while money market funds are at risk of losing assets, and they are diverting a higher proportion of their remaining assets out of bills and into repo. You also wouldn’t back banks to step into the fold, given they already hold more Treasuries relative to total assets than they have done for decades. That leaves the foreign sector. It is a bigger holder of Treasuries than non-bank financials, accounting for 32% of the total outstanding versus 26%. But foreigners are also less reliable as a buyer of last resort for Treasuries as they become more discerning and narrow in their demand. Take foreign central banks, who have become more circumspect, and are no longer buyers of US Treasuries. That leaves almost all of the foreign demand in the last three years coming from private holders.” Simon White 9/2025*
- ❖ *“The US government faces a wall of maturing debt in coming years taken out when rates were lower. More than \$3.4 trillion of Treasury bonds will mature next year. That debt pays an average interest of 2.78%, well below the current 3.5% yield on 2-year Treasuries or 4.07% on 10-year notes.” Lisa Abramowicz 9/2025*
- Vertrauensverlust:
- ❖ *“Fed credibility is likely to suffer from Trump’s precedent-breaking experiment with Miran, the first ever current White House employee to serve a stint at the central bank.” Jonathan Levin 9/2025*
- Action in den Finanzmärkten: Sorge um den Dollar
- ❖ *“All the same, putting a proponent of such a strategy at the Fed sends a strong message to investors that the US government remains an implicit foe of dollar strength.” Garfield Reynolds 8/2025*
- ❖ *“The Treasury’s willingness to fund more at the short-end of the yield curve will further compromise the Federal Reserve’s independence and increasingly leave monetary policy de facto in fiscal hands. The dollar will be a casualty, and the yield curve will steepen.” Simon White 7/2025*
- ❖ *“We model the expected market moves should the Fed be perceived as setting policy in accordance with what the administration dictates, rather than macroeconomic fundamentals. (...) loss of Fed credibility could result in a 125bp steepening of the 2s30s curve. (...) we doubt this would be the best trade, especially in the long end. This is because rising long-end yields would most likely be split between higher breakevens and higher real yields. (...) We view FX as the most compelling macro asset class to express the theme of Fed credibility waning, as there are more mitigation paths for the yield curve steepening than for the USD declining. Indeed, the Fed can backstop the long end of the UST curve. (...) Gold at USD 4,000/oz the next upside target.” BNP 9/2025*
- ❖ *“As President Donald Trump’s economic advisor Stephen Miran joins the Federal Reserve board, one thing is clear: The dollar will get a lot weaker.” Shuli Ren 9/2025*
- ❖ *“Concerns about the Fed’s independence should, in theory, weaken the dollar and steepen the yield curve as investors price more risk into long-dated bonds. ...there’s other possibilities to consider. A Trump-backed Fed could start buying up longer-dated bonds to drive down yields, as it did after the pandemic struck. Or the Treasury Department could try to bring down long yields on its own by aggressively tailoring its bond-auction sizes to take pressure off certain segments of the market.” Michael Mackenzie, PIMCO*



Hard Core Yield Curve Control würde bedeuten:

- Zins-Ziel für alle Laufzeiten
- Commitment der Notenbank «alles zu tun»
- Falls es gelingt: Massives Rally am langen Ende
- Debasement des Dollars
- Potentiell anspringende Inflation

❖ *“Es waren vor allem die Erfahrungen der grossen Inflation in den 1970er Jahren, die zum Sinneswandel führten. Empirisch lässt sich seit damals nachweisen: je unabhängiger die Notenbank, desto niedriger die Inflation.” Otmar Issing 9/2025*

“To think through what might happen to the dollar, Deutsche Bank AG compared the White House’s grand ambitions to Abenomics, the late Japanese Prime Minister’s attempt at national revival. A “three-pronged” strategy, funded by a central bank working at the bidding of an indebted government, was fatal for the yen. The Japanese currency dropped by over 50% in the first three years of his experiment — we should use that as a reference point.” Shuli Ren 9/2025



Zinsen EUR: Thesen

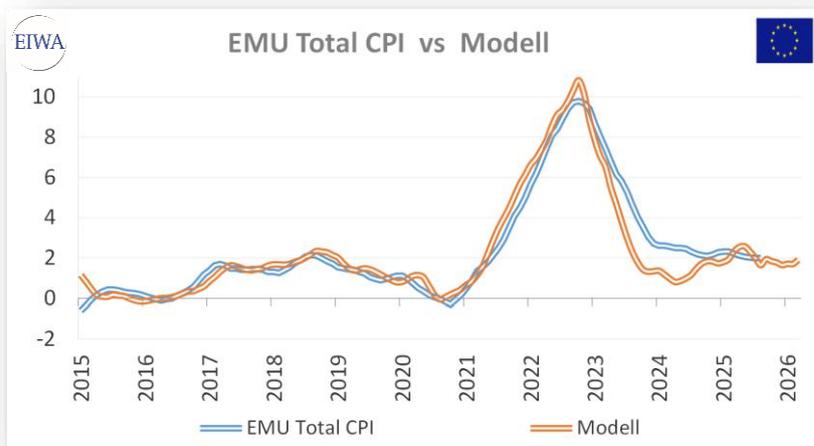
- *Die europäische Teuerung ist beim Notenbank-Ziel von 2%...*
- *...und dürfte dort verharren in den nächsten zwei Quartalen gemäss unserem Modell*
- *Das Lohnkostenwachstum ist aktuell bei 3.6%*
- *Das Lohnkostenwachstum dürfte auf hohen 3% hängen bleiben in den nächsten zwei Quartalen gemäss unserem Modell*
- *Die EZB hat eine Leitzins-Pause verkündet, das macht für uns Sinn*
- *Die 10Y Bund-Rendite kommt nicht zurück. Der Markt antizipiert bereits die Fiskalexpansion*
- *Wir glauben nicht, dass die Zinsen deutlich zurück kommen, Grund hierfür ist die fiskalische Expansion*
- *Es gab einiges an Skepsis gegenüber den Ankündigungen zum Fiskalpaket, aber es scheint tatsächlich zu kommen*
- *Wo sind die Schwachstellen bezüglich Bonität?*
- *Deutschland sieht immer noch solid aus*
- *Frankreich sieht nicht gut aus*
- *Italien sieht auch nicht gut aus, verfügt über einen besseren Trend*
- *Spanien und Portugal entwickeln sich befriedigend bis gut*
- *Wie wichtig sind die Probleme Frankreichs für die EZB und die Zinsen?*
- *Sie sind wichtig, aber wohl nicht akut. Der Markt glaubt an eine Vergemeinschaftung des französischen Staates, zu gross ist das Land, zu involviert die Banken in ganz Europa*

Die europäische Teuerung dürfte in den nächsten Monaten unter 2% verbleiben

Die europäische Teuerung ist beim Notenbank-Ziel von 2%

Die Vorläufer zeigen:

- Die europäische Teuerung folgt dem U.S. CPI mit 3 Monaten Abstand; dies impliziert stabile Inflationsraten
- Die Energiepreise sind zuletzt wieder gefallen, sowohl Öl, Gas, als auch Strom, das bedeutet stabile Inflationsraten
- Die Lebensmittelpreise steigen wieder
- Die Lieferketten wirken für den unmittelbaren Teuerungsausblick noch leicht inflationär, aber für die längere Frist disinflationär
- Auch das PPI wirkt stabilisierend
- **Insgesamt sprechen die Vorläufer für stabile Teuerung nahe des Notenbankziels**



- Ein interessanter Artikel zum CO2-Markt und längerfristigen Auswirkungen auf die Inflation
- ❖ *„We estimate the EU Emissions Trading System 2 launching in 2027, may raise eurozone inflation by about 18-51bp through the fuel channel alone, depending on the passthrough and the effectiveness of price-containment tools. We see further upside risks to eurozone inflation through an indirect impact on industries that rely heavily on road transport, while linear reduction of supply will pose risks to inflation post-2027. (..) At current prices, ETS2 is projected to raise diesel pump prices up to 16% and to increase gasoline prices by up to 11%.“ Jason Ying*

„Die europäische Teuerung dürfte in den nächsten Monaten gemäss unseren Vorläufern bei 2% verbleiben.“

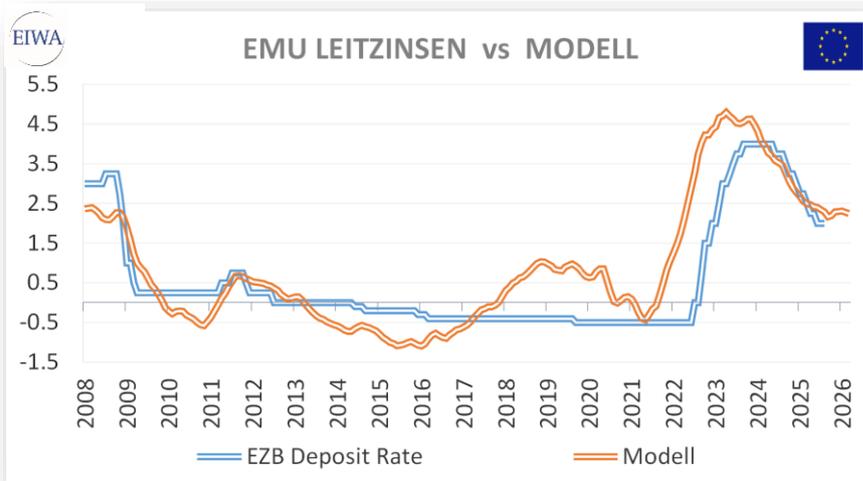
Das Lohnkostenwachstum dürfte auf hohem 3% hängen bleiben in den nächsten zwei Quartalen

Das Lohnkostenwachstum ist aktuell bei 3.6%

Die Vorläufer zeigen:

- Die Lohnkosten folgen mit zwei Quartalen der Teuerung und damit kann man für die Lohnkosten der Eurozone wohl Entwarnung geben
- Die Leading Indicators sprechen für deutlich tiefere Lohnkostensteigerungen
- Hingegen hält die tiefe Arbeitslosenrate das Lohnwachstum oben, die Veränderung der Arbeitslosenrate sieht aber die Lohnkostensteigerungen tiefer
- Der Indeed Wage-Tracker und die Taylorregel sprechen für stabil hohes Lohnkostenwachstum
- Das Sentiment in der Wirtschaft deutet auf ein Abgleiten
- **Insgesamt ergibt sich ein Bild von nur zögerlich fallendem Lohnkostenwachstum auf leicht über 3% für die nächsten zwei Quartalen**

„Unsere Vorläufer für das Lohnkostenwachstum sehen stabil aus, dies spricht nicht für deutlich tiefere Leitzinsen“

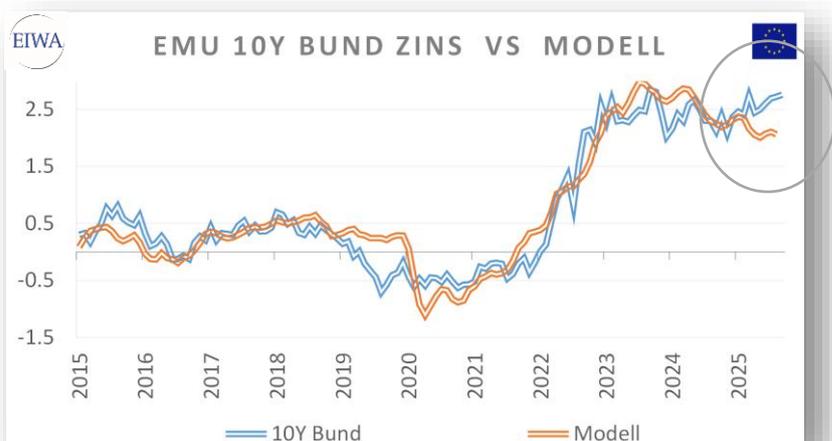


Die EZB hat eine Leitzins-Pause verkündet, das macht für uns Sinn

Pause!

Die Modell-Komponenten

- Das Teuerungsmodell spricht für tiefere Leitzinsen
- Das Lohnmodell spricht für stabile Leitzinsen auf dem aktuellen Niveau
- Die Inflationsswaps sprechen für stabile Leitzinsen
- Die Breakevens ebenfalls
- Die Taylorregel spricht für höhere Leitzinsen
- Der starke Arbeitsmarkt ebenso
- **Insgesamt ein gemischtes Bild**



Die 10Y Bund-Rendite kommt nicht zurück. Der Markt antizipiert bereits die Fiskalexpansion. Es gab einiges an Skepsis gegenüber den Ankündigungen zum Fiskalpaket, aber es scheint tatsächlich zu kommen

Das Modell wäre an sich bullish für den Bondmarkt

Die Modellkomponenten

- Unser Leitzinsmodell spricht noch für tiefere Kapitalmarktzinsen
- Unser Lohnkostenmodell spricht für etwas tiefere Zinsen
- Die Inflationswaps machen leicht tiefere Kapitalmarktzinsen machbar
- Die Bilanz der EZB wird nicht mehr kleiner, das nimmt Aufwärtsdruck auf den Bund raus
- Die Financial Conditions sind positiv, das gibt Aufwärtsdruck auf die Zinsen
- **Trotzdem bleiben die Zinsen oben; Grund ist natürlich die Kehrtwende in der Fiskalpolitik. Dieser Fiskalimpuls muss aber erst noch geplant, bewilligt und umgesetzt werden**

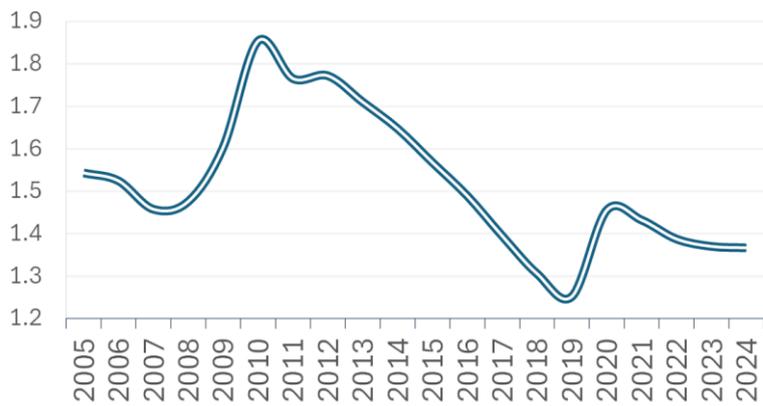
„We expect the German 10-year yield to drift up to around 3% in the coming years and that the ECB will keep its deposit rate on hold for now (markets still price in one final 25bp cut in Q4 2025) before it will have to start hiking again by 2027.“ Berenberg 8/2025

Der Fiskalstimulus kommt:

- ❖ *„The budget for 2025 has arrived: After Germany loosened its constitutional debt brake in March, the new federal government presented its ambitious spending plans in June and July. (..) As planned, the Bundestag voted for the 2025 budget on 18 September. 26 September the second chamber of parliament, the Bundesrat, let it pass without objection. (..) Two prominent priorities for Berlin are defence and investment spending. These will likely survive the budget process without major volume changes.“ Holger Schmieding, Berenberg 9/2025*
- ❖ *“Indeed, the federal government’s budget draft for 2025 implies that it will steeply ramp up spending in Q4, with the year-to-date deficit running at only €41 bn through July as against a planned deficit of €143 bn (about 3.3% of GDP).“ John Authers 9/2025*

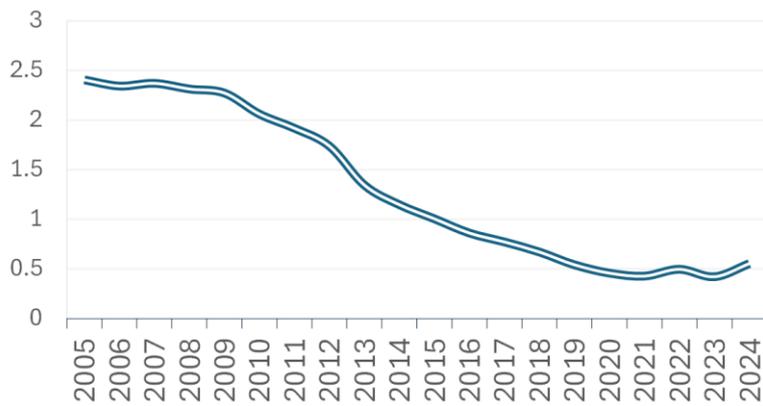
Deutschland sieht immer noch solid aus:

GVT LEVERAGE



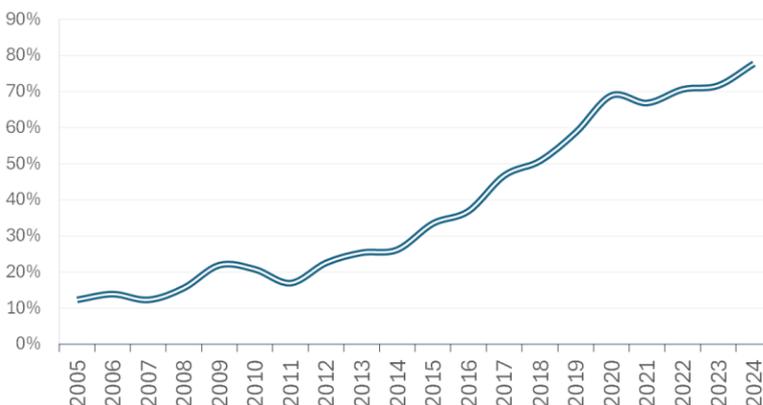
Der Gvt Leverage als Staatseinnahmen/Staatsschulden ist relativ gering und steigt (noch) nicht...

GVT INTEREST/GDP



...der Schuldendienst pro BIP ist dank tiefen Coupons gering...

NIIP/GDP

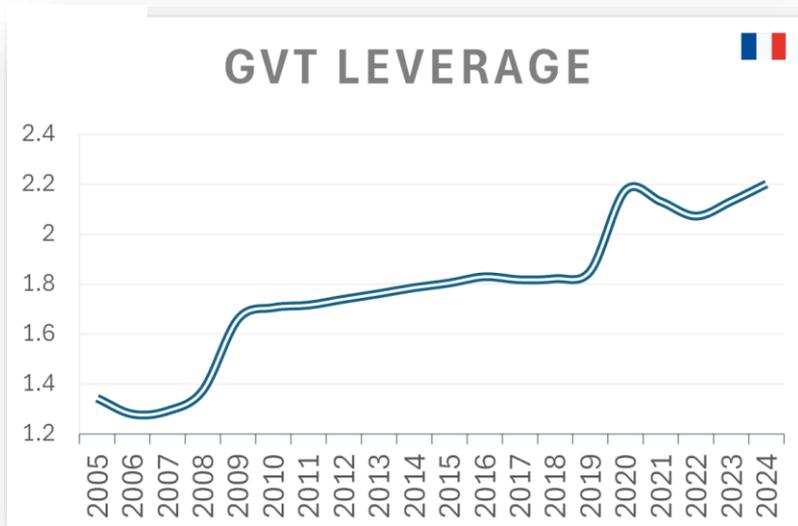


....und Deutschland verfügt über eine beneidenswerte NIIP

EUR Zinsen

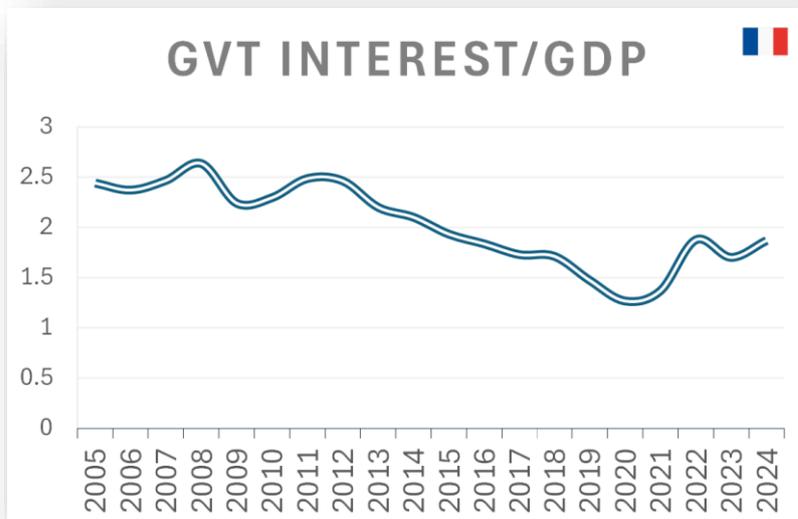
Bonitäten

Frankreich sieht nicht gut aus:



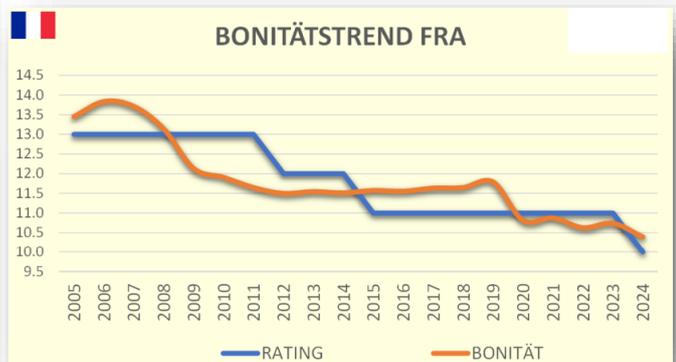
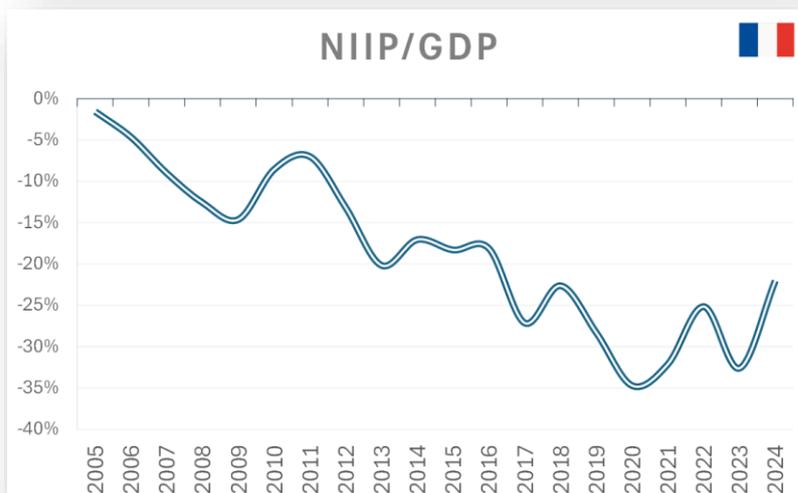
Der Gvt Leverage als Staatseinnahmen/Staatsschulden ist hoch und steigt...

...der Schuldendienst pro BIP ist über drei mal höher als in Deutschland...



....und Frankreich verfügt über eine negative NIIP

Nimmt man Schulden (-), Zinsausgaben (-) und Leverage (-) als Mass für die Bonität, dann ist der Trend bei Frankreich in letzter Zeit sehr unerfreulich

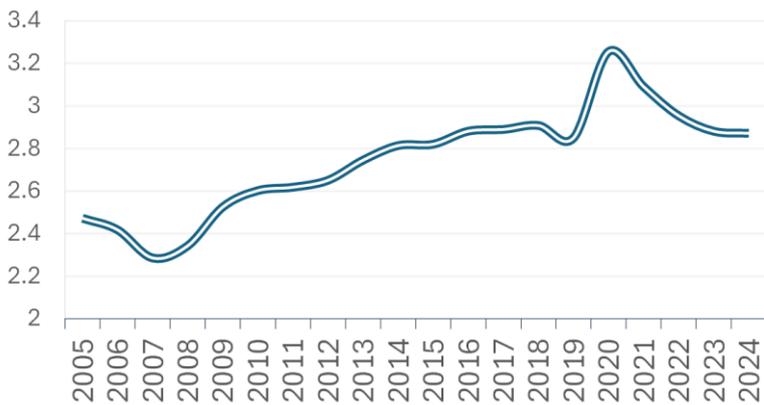


EUR Zinsen

Bonitäten

Italien sieht auch nicht gut aus:

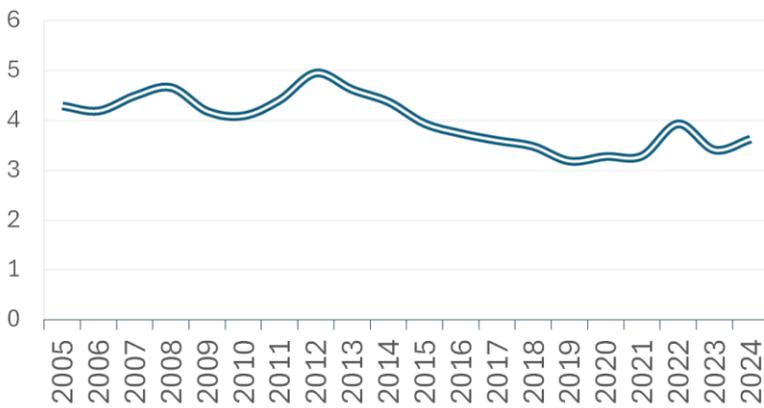
GVT LEVERAGE



Der Gvt Leverage als Staatseinnahmen/Staatsschulden ist hoch höher als in Frankreich

...der Schuldendienst pro BIP ist noch höher als in Frankreich...

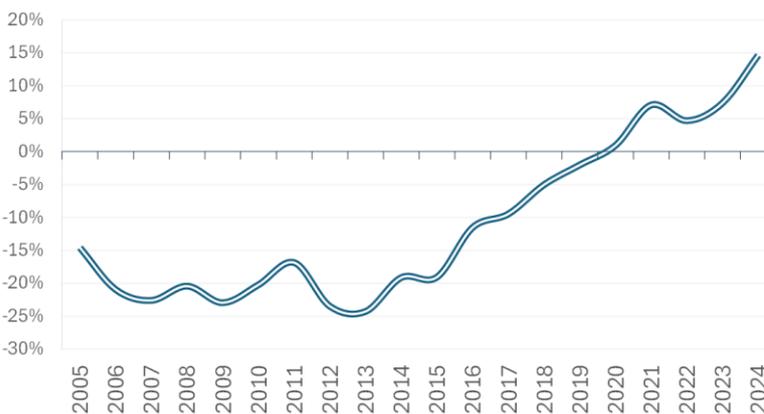
GVT INTEREST/GDP



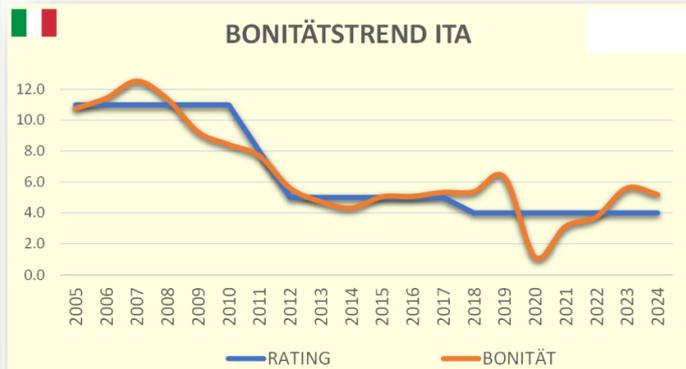
...aber immerhin verfügt Italien über eine positive NIIP

Nimmt man Schulden (-), Zinsausgaben (-) und Leverage (-) als Mass für die Bonität, dann ist der Trend bei Italien in letzter Zeit erfreulich

NIIP/GDP

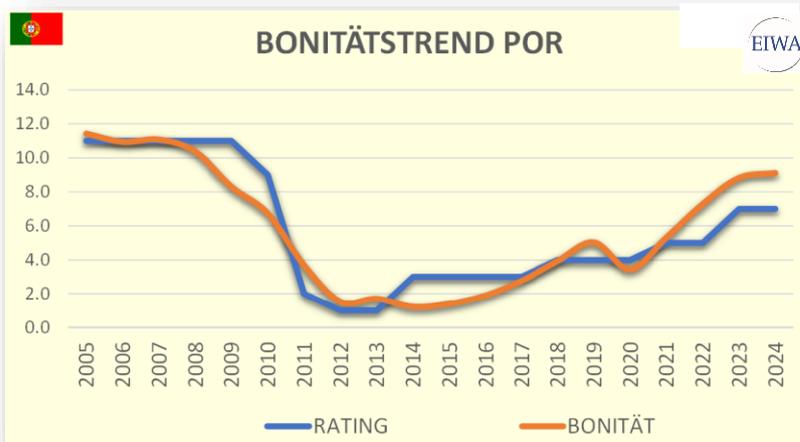


BONITÄTSTREND ITA



EUR Zinsen

Bonitäten

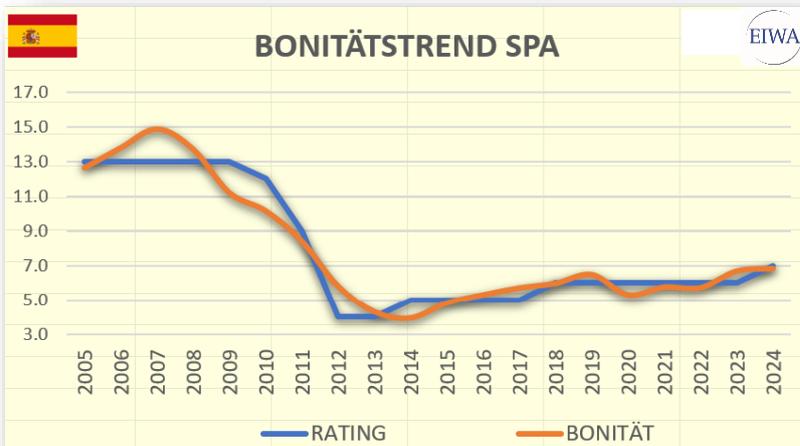


Club Med fängt an bei Frankreich und endet bei Frankreich

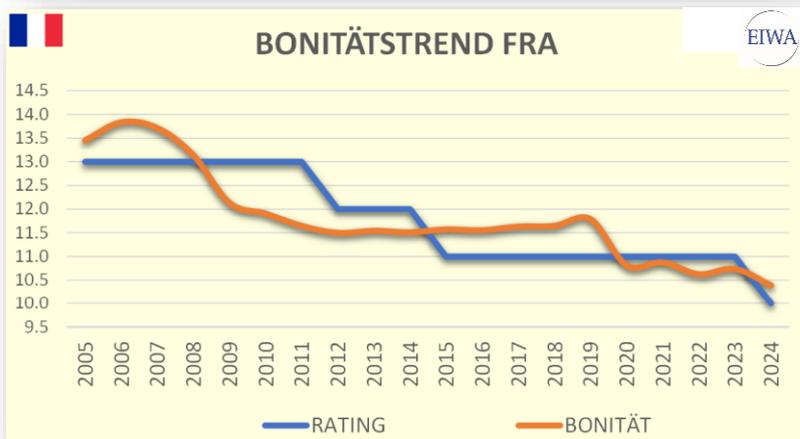
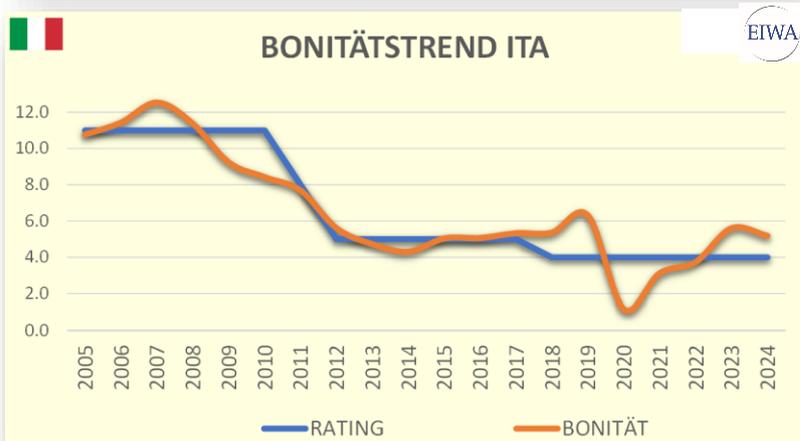
Die Probleme haben sich weg von der Süd-Peripherie, hin zu Frankreich bewegt

Frankreich sieht nicht gut aus

Italien sieht auch nicht gut aus, verfügt über einen besseren Trend



Spanien und Portugal entwickeln sich befriedigend bis gut



Zinsen, EZB und das französische Problem

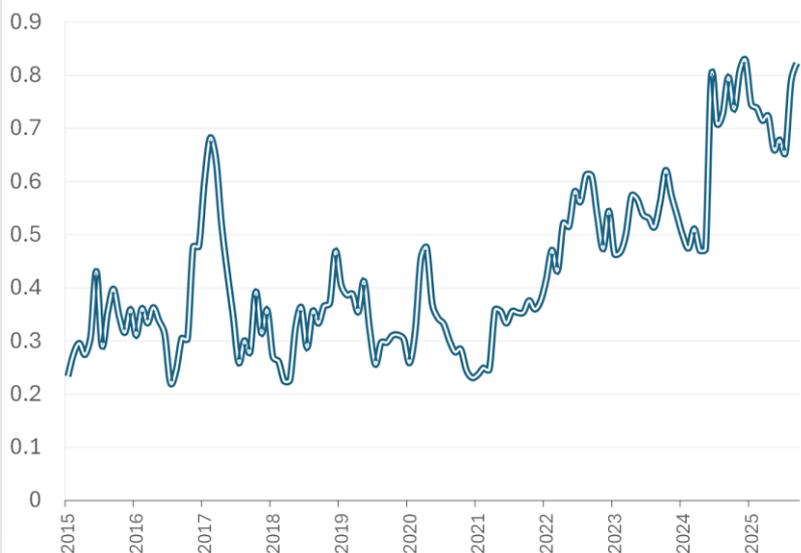
Das französische Problem dürfte „vergemeinschaftet“ werden...

„Seit seinem Amtsantritt im Jahr 2017 hat Emmanuel Macron zwar wichtige wirtschafts- und sozialpolitische Reformen durchsetzen können, er hat die französische Staatsverschuldung jedoch nie in den Griff bekommen. (...) Macron legte im Frühjahr 2017 ein Wahlprogramm mit konsequenten Reformvorhaben (Arbeitsmarkt, Rentenpolitik, Steuern- und Abgaben) vor, vermied jedoch konkrete Festlegungen, welche Kosten damit für wen verbunden sind. Macron richtete seine Wahlkampfstrategie also konsequent an der skizzierten politisch-kulturellen Widersprüchlichkeit Frankreichs aus und vermittelte den Eindruck, nichts an der Komfortzone der staatlichen Fürsorge und des Wohlfahrtsstaates ändern zu wollen. (...) Seine Wahlkampfstrategie ging auf, legte jedoch bereits die Saat für sein späteres Scheitern und für das wachsende Staatsschuldenproblem Frankreichs. (...) Dass aus der andauernden französischen Regierungskrise bereits eine neue Eurokrise wie 2012 folgt, ist eher unwahrscheinlich. Denn die EZB dürfte bereitstehen, den Beginn jeder Krise schon im Keim zu ersticken. Ob zur Unterstützung Frankreichs das Transmission Protection Instrument (TPI)² der EZB aktiviert wird, bleibt abzuwarten. Die TPI-Aktivierungsbedingungen stehen dem eigentlich entgegen. Allerdings standen die No-Bail-out-Klausel und das Verbot von monetärer Staatsfinanzierung in den Europäischen Verträgen auch vielen Maßnahmen seit der Griechenlandkrise entgegen. Vielleicht erfindet man auch ein neues Hilfsinstrument.“ Norbert F. Tofall 9/2025

...und verschleppt:

„An unsustainable fiscal stance cannot last: With a public deficit of 5.8% of GDP in 2024 and a rise in its debt-to-GDP ratio from 98.2% in pre-COVID-19 2019 to an expected 116.5% this year, France’s fiscal position is unsustainable. By definition, it cannot last. If the French public and the country’s policymakers do not muster the will to change tack, markets will eventually force them to face reality by refusing to finance the gaping fiscal gap. Outsiders such as the European Central Bank (ECB), the European Stability Mechanism (ESM) or even the International Monetary Fund (IMF) could help, but they would only do so if France meets conditions that make its fiscal policy more sustainable. We expect France to still muddle through for a few more years with a somewhat elevated risk premium. However, the tail risk of a financial crisis is no longer negligible.“ Holger Schmieding 9/2025

FRANZ. 10Y SPREAD vs. DE



Der französische Risikospread ist noch weit davon entfernt, für Hektik zu sorgen:

Das französische Malaise ist nicht neu:

„Allein in den letzten achtzehn Jahren hat das Land die Maastricht-Grenze 16-mal verletzt. Der letzte ausgeglichene Haushalt geht auf das Jahr 1974 zurück. Der gegenwärtige Schuldenberg von 3300 Milliarden Euro entspricht 115 Prozent der jährlichen Wirtschaftsleistung. Gelingt es nicht, das Steuer herumzureissen, dann werden die Schulden in zehn Jahren auf 143 Prozent des BIP emporschießen.“ Albert Steck 9/2025



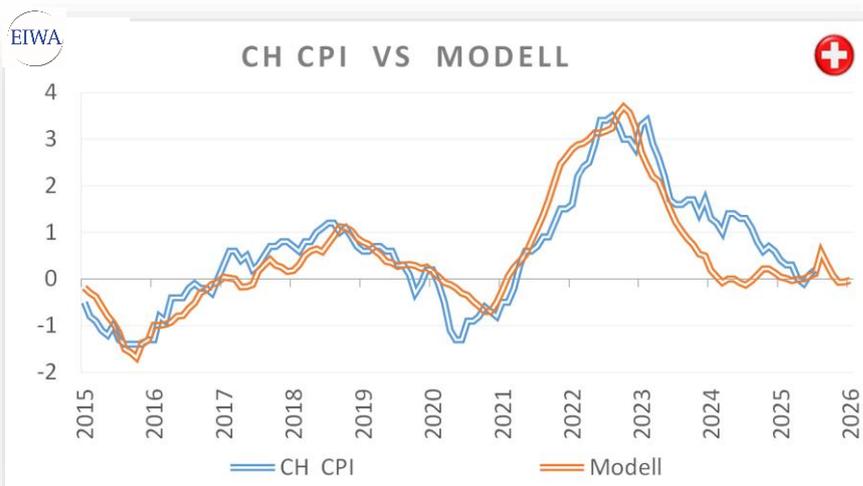
Zinsen CH: Zusammenfassung

- *Die importierte Deflation drückt das CPI runter*
- *Der zentrale Wechselkurs gegen EUR läuft seit Ende 2023 seitwärts*
- *Es verdichtet sich ein Bild von Null Teuerung, kein deflationärer Zusammenbruch in den Vorläufern eingebaut*
- *Negativzinsen sind unnötig und nicht gerechtfertigt*
- *Die SNB hat für eine grosse Zinsdifferenz zwischen den Euro und CHF gesorgt, um das Inflationsdelta zu kompensieren und Aufwärtsdruck vom CHF zu nehmen*
- *Insgesamt sehen wir zu wenig Druck für Negativzinsen*
- *Die Null-Leitzinsen halten den Eidgenossenzins unten, der Bund sorgt dafür, dass er nicht komplett unterschießt*
- *Fazit: Der Eidgenosse sieht teuer aus*
- *Die aus unserer Sicht nicht sinnvolle Leitzinssenkung auf Null hält den Eidgenossen unten, der leicht steigende Bund hält ihn oben*
- *Allerdings: Man sollte die Risk-Off-Komponente im Auge behalten:*

Die importierte Deflation drückt das CPI runter

Die Vorläufer zeigen:

- Das CH CPI folgt mit 3-4 Monaten demjenigen der Eurozone und der USA; dies spricht für eine Teuerung nahe dem Nullpunkt für die kommenden Monate
- Die importierte Inflation ist deutlich negativ und zeigt nach unten, wirkt also deflationär
- Der zentrale Wechselkurs gegen EUR läuft seit Ende 2023 seitwärts
- Die Strompreise zeigen wieder nach oben
- Die Verkaufspreiskomponente des PMI läuft seitwärts
- Die Lieferketten zeigen wieder leichten Aufwärtsdruck an
- Der KOF Leading Indicator ist schwach aber nicht zusammengebrochen
- Die Industrieproduktion hat scharf korrigiert
- Es verdichtet sich somit ein Bild von Null Teuerung, allerdings ist ein deflationärer Zusammenbruch nicht in den Vorläufern eingebaut

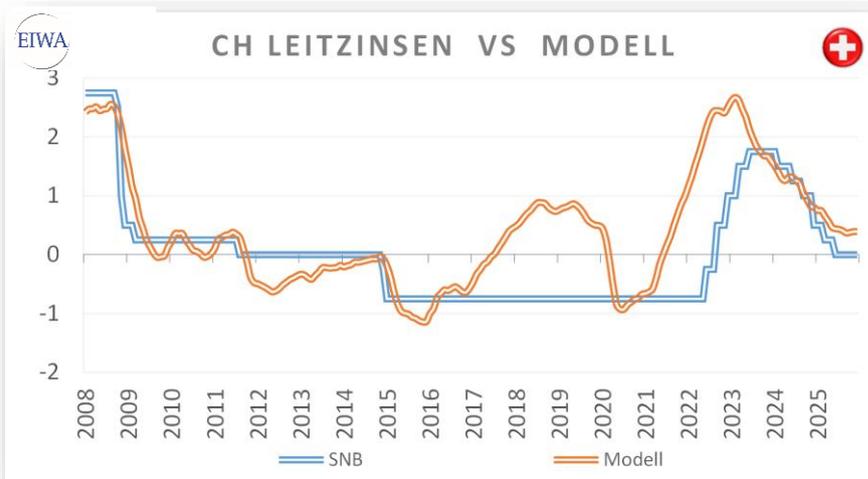


«With regards to inflation, the SNB noted that inflation is “likely to be slightly higher in the short term”, but its forecast was unchanged for the medium term (2025: 0.2% y/y, 2026: 0.5% y/y). Indeed, recent inflation data surprised the SNB’s previous forecasts to the upside. This is consistent with our expectation that inflation will pick up next year, partly driven by planned changes in VAT and administered prices, which should keep the rate within the SNB’s 0.0–2.0% target range.” BNP

Negativzinsen unnötig und nicht gerechtfertigt

Die SNB hat die Leitzinsen auf Null gesetzt, vorsorglich, man könnte auch sagen : Zu früh

- Der Blick auf die EZB ist offensichtlich, die SNB hat für eine grosse Zinsdifferenz zwischen den beiden Währungen gesorgt, um das Inflationsdelta zu kompensieren und Aufwärtsdruck vom CHF zu nehmen
- Fasst man die Total und Kernteuerung zusammen, dann sind Nullzinsen zu tief
- Dasselbe gilt für die Taylorregel
- Der längerfristige Verlauf der NEER und REER des CHF spricht für ultratiefe Zinsen
- Die Arbeitslosenrate spricht nicht für Nullzinsen
- Insgesamt sehen wir zu wenig Druck für Negativzinsen



- „Der Begriff der Preisstabilität sollte in der Geldpolitik richtig verstanden werden: Es muss um die echte Binneninflation gehen, nicht um die blosse Veränderung des gewichteten Mittels inländischer und ausländischer Preise. (...) Interpretiert die Zentralbank sinkende Preise hingegen generell als Anzeichen einer Deflation, muss sie über tiefere Zinsen versuchen, die inländische Inflation anzukurbeln, damit die gewichteten Preisveränderungen nicht negativ werden. Sie verursacht damit viele Probleme im Bereich der Kapitalallokation, der Einkommensverteilung und der Migration. Es gibt für die Zentralbank aus volkswirtschaftlicher Sicht keinen Grund, sich so zu verhalten. (...) Auch Ende 2014, als die Schweiz in einer ähnlichen Situation war, senkte die SNB die Zinsen mehrfach und intervenierte am Devisenmarkt. Die Folge waren langjährige Negativzinsen und eine Bilanz von zeitweilig über 1000 Milliarden Franken. Die sehr tiefen oder gar negativen Zinsen und der geschwächte Schweizerfranken führten zu Verzerrungen in der Kapitalallokation, veränderten die Einkommensverteilung von den Konsumenten hin zu internationalen Konzernen und Exportunternehmen, schwächten die berufliche Vorsorge und heizten die Wirtschaft – im Besonderen die Immobilienpreise und die Einwanderung – an. Angesichts dieser negativen Begleiterscheinungen ist es wichtig, die geldpolitischen Interventionen der SNB und deren Begründung zu hinterfragen.“ Alexandra Jansen
- „The Swiss National Bank’s decision to hold rates steady at 0.0% in September, with unchanged guidance and limited forecast revisions, bolsters our conviction that the central bank will keep rates on hold at the current level through the remainder of this year and the next.“ BNP

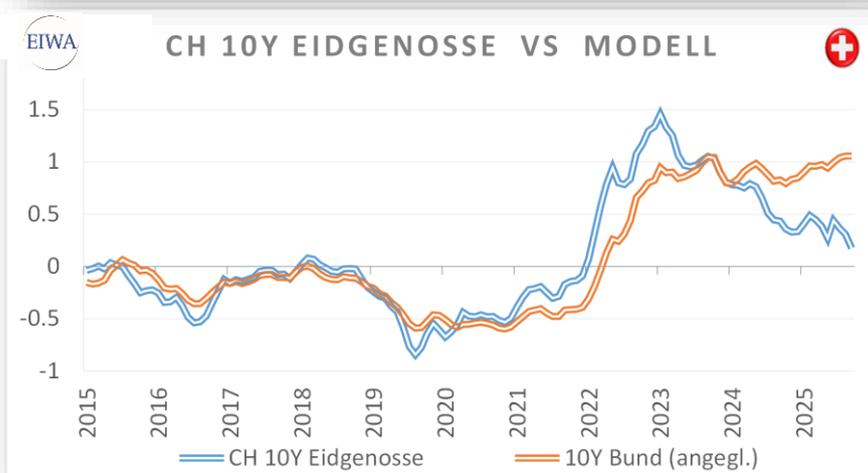
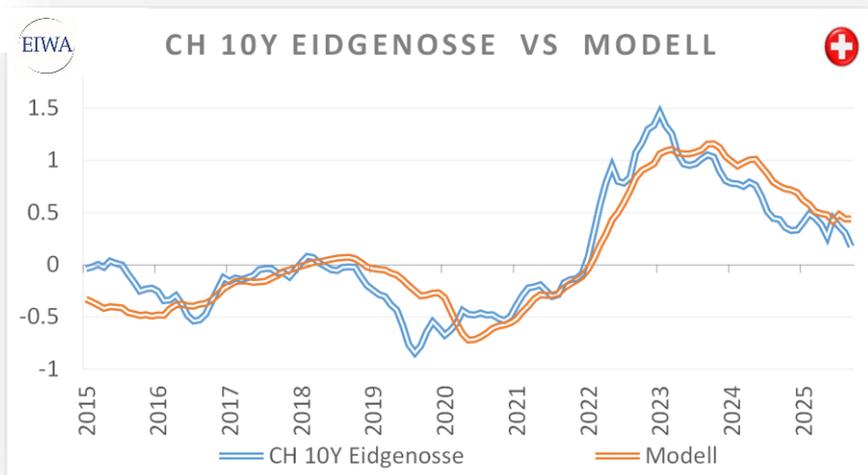
“Wir sollten nicht aus jedem Quartal leicht sinkender Preise gleich eine Deflationsspirale machen und eine Entwurzelung der Inflationserwartungen damit verbinden. Gerade die Schweiz zeigt doch, dass die Angst vor vorübergehenden Phasen leicht negativer Inflation unbegründet ist.

Wir sollten von der Vorstellung Abstand nehmen, dass wir über eine aktivistische Zinspolitik den Wechselkurs und die Inflationserwartungen und letztlich auch die Inflation feinsteuern können. Wir können das nicht”
Ernst Baltensperger 7/2025

Die Null-Leitzinsen halten den Eidgenossenzins unten, der Bund sorgt dafür, dass er nicht komplett unterschießt

Der Eidgenosse sieht teuer aus:

- Um die schweizerischen Zinsen zu tracken, verwenden wir die Teuerung, die Leitzinsen und den Leitmarkt Deutschland
- Basierend auf diesen drei gleichgewichteten Variablen sieht der Eidgenosse zu teuer aus, kein Wunder angesichts der Unsicherheit zu Zöllen und Handel
- Die aus unserer Sicht nicht sinnvolle Leitzinssenkung auf Null hält den Eidgenossen unten, der leicht steigende Bund hält ihn oben



Allerdings: Man sollte die Risk-Off-Komponente im Auge behalten:

„The Swiss franc is increasingly monopolizing the status of the lone risk-off currency in today’s foreign exchange Markets.” Mitsubishi UFJ

Rechtlicher Hinweis / Disclaimer

Die in diesem Dokument veröffentlichten Präsentationen und Finanzanalysen (nachfolgend „Informationen“) dienen ausschließlich **Informationszwecken** und stellen **weder eine Anlageberatung, eine Empfehlung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten** dar.

Keine Anlageberatung oder Empfehlung

Die bereitgestellten Informationen ersetzen keine individuelle Anlageberatung und berücksichtigen nicht die persönlichen Verhältnisse, finanziellen Verhältnisse oder Anlageziele der Nutzer. Vor jeder Anlageentscheidung wird empfohlen, eine qualifizierte Finanzberatung in Anspruch zu nehmen.

Keine Gewähr für Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität

Die Informationen basieren auf Quellen, die als zuverlässig erachtet werden. Dennoch übernehmen wir keine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der bereitgestellten Inhalte. Analysen und Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern.

Risiko von Finanzanlagen

Investitionen in Finanzinstrumente sind mit Risiken verbunden, einschließlich des möglichen Verlusts des eingesetzten Kapitals. Frühere Wertentwicklungen oder Prognosen lassen keine verlässlichen Rückschlüsse auf zukünftige Ergebnisse zu. Wir übernehmen keine Haftung für finanzielle Verluste oder andere Schäden, die aus der Nutzung der Informationen entstehen.

Interessenkonflikte

Unsere Analysten, Mitarbeiter oder verbundenen Unternehmen können in den in den Analysen erwähnten Finanzinstrumenten investiert sein oder mit diesen in Geschäftsbeziehungen stehen. Dies kann zu potenziellen Interessenkonflikten führen.

Kein Angebot, keine Aufforderung

Die bereitgestellten Informationen stellen kein Angebot zum Abschluss eines Vertrages und keine Aufforderung zur Abgabe eines Kauf- oder Verkaufsangebots dar. Die Inhalte richten sich nicht an Personen in Ländern, in denen die Bereitstellung oder Verbreitung solcher Informationen gegen geltendes Recht verstößt.

Haftungsausschluss

Wir haften nicht für direkte oder indirekte Schäden, Folgeschäden oder sonstige Verluste, die aus der Nutzung oder dem Vertrauen auf die veröffentlichten Informationen entstehen.

Änderungen und Verfügbarkeit

Wir behalten uns das Recht vor, die Inhalte jederzeit ohne vorherige Ankündigung zu ändern, zu ergänzen oder zu entfernen. Zudem übernehmen wir keine Garantie für die ständige Verfügbarkeit der Website oder der darin enthaltenen Informationen.