

QE+ %= @:7B1H@47=+

! ? ' % # , = ' 1(+&(=%1'=)1(#)\$% ' 2%#&()1)\$(%1+()\$%+1)%(")#1% "#: "% ; : 1))% ' 2%=)1\$#\$()&-)% +& ; % (")%
=1)\$&-)% ' 2% & ' &95#&)+1#(#)\$< !")% 2' 1 ,)1% "+\$% # , =5#-+(# '&\$% 2' 1% (")%)22)-(# /)&)\$% ' 2%
, '&)(+16%='5#-6%+& ; % (")%) , =#1#-+5%1)5)/+&-)% ' 2% ; #22)1)&(")' 1#)\$%\$0- "%+\$%- '&\$0 , =(# '&9
.\$) ; % +\$%)(%=1#-#&: % , ' ;)5\$% +& ; % (")% P#\$")1%)22)-(< !")% 5+(()1% "+\$% .)- ' ,)%) /)& % , ' 1)%
1)5)/+&(% #& (")% &) ? %)- '&' , #-%)& / #1' & ,)&(% - "+1+-()1#\$) ; % .6% 0&- '& /)&(# '&+5% , '&)(+16%
='5#-6% +& ; % (")% \$ ' 9-+55) ; % W)1' % 5' ?)1% . ' 0& ; % XYH@Z% 2' 1% #&()1)\$(%1+()\$< !")1)2' 1)% #(% # \$%
-10-#+5% (' % + ; '= (% + % , ' ;)55#&: % +=1' + - "% (" + (% - + & % - + = (0 1) % . ' (" < F + 1 5 #) 1 % \$ (0 ; #) \$ % ?) 1) %
& ' 1 , + 5 5 6 % . + \$) ; % ' & % (") % [X 8 Z \ [X 7 Z ; # - " ' (' , 6 % + & ; % ' & % + % 5 # &) + 1 % 2 1 + ,) ? ' 1 V < P ' 1 # & \$ (+ & -) > G ' * %
) (% + 5 < X 7 B Q] Z % - " + 1 + - () 1 # \$) ; % (") % \$ " ' 1 (9 () 1 , % & ' , # & + 5 # & () 1) \$ (% 1 + () % + \$ % + \$ (+ (# ' & + 1 6 % + & ; % ,) + & 9
1) /) 1 (# & : % [X 8 Z % = 1 ' -) \$ \$ > % ? " # \$ (% G + , = .) 5 5 % + & ; % 4 " # 5 5) 1 % X 7 B Q ^ Z % - '&-50 ;) ; % (" + (% # () * " # . # (\$ % + %
O & # (1 ' ' (% + & ; % (") 1) 2 ' 1) % # \$ % + & % [X 7 Z % = 1 ' -) \$ \$ > % ? " # - " % # , = 5 #) \$ % 5 + - V % ' 2 % ,) + & % 1) /) 1 \$ # ' & % X & + ,) 5 6 %
\$ " ' - V \$ % (' % # & () 1) \$ (% 1 + () \$ % " + /) % =) 1 , + &) & (%) 2 2) - (\$ Z <

!

!

!)% , '\$(% 1)-)&(% 5#()1+(01)% "+\$% +5\$ '% +1:0);% ("+(% 21+-(#'&+5% #&():1+(#'&% #\$/)16% , 0-"% 1)5+());% ('% &'&95#&)+1#(#)\$ X\$))% M1+&:)1% +&;% R60&:>% D88J>%)(-<Z>% +&;% ("+(% (' '\$)% \$"'05;% +5\$ '% .)% (V)&% #&('% +-- '0&(% ?")&% , ' ;)55#&:% #&(1)\$(% 1+()\$<!")1)2'1)>(% ")=1)\$)&(% &'()%)\$ (# , +())\$% +% 21+-(#'&+5% #&():1+(#'&% , ' ;)5% +55' ?#&:% 2'1% . ' ("%=)1\$#\$(&-)% +&;% &'&9 5#&)+1#(#)\$% ('% #&/)\$ (#: +())% (")% \$(' -"+\$(-. .)" +/#'01% '2' 3 4% , '&("56% 7896)+1% : '/)1& ,)&(% . '&;% 6#)5;\$<@)5' ?>% 4)-('#&D%;# \$-0\$\$)\$ (")% ;+(+&+&;% (")% , =#1#-+5% +&+56\$#&+&;% 4)-('#&% K% '22)1\$%' ,)%- '&-50;#&:% 1) , +1V\$<

+

KE+ , 9@9+9=B+& 6 ;4:4H93+ (5?13@?+

`)%)*+ , #&)(? '% , '&("56% \$)1#)\$% 2' 1% 3 4% 7896)+1% M' /)1& ,)&(@)&- " , +1V% . '&;% 6#)5;\$< !")% 2#1\$(% X<3 4MM78 b _% [;& ;)*Z% #&-50;)\$)&;% 9'29(")9 , '&(" /+50)\$% +&;% "+\$% .)&)' . (+#&);% 21' , % @5' ' , .)1:% '% /)1% (")% =)1#';% A+&0+16% 7BCD% c% E0:0\$(% D8D8<!")% \$)- '&;% 1)=' 1(\$% #&\$()+;% +/)1+:%) , '&("56% /+50)\$I (")% ;+(+%'01-)% #&(" #&-\$)% #&\$ (")% F01' =)+& G)&(1+5% @+&V% XFG@Z%;+(+ .+\$)% +&;% (")% \$% + , =5)% =)1#';% #&\$A+&0+16% 7B88% c% E0:0\$(% D8D8<!")% \$)(? '% \$)1#)\$% +1)% =5' ();% #&P#: 01)% 7% +&;% D% 1)\$ =)- (#/)56<% [;&% . ' (" -+\$)% #&(#\$% +==+1)&(" +(% 5' &: 9 ()1 , % 1+()\$% #&#&(#+556% 1)5+(#/)56% 5' ?>%=)+V);% #&(")% 7BQ8\$% .)2'1)% 2+55#&:% +: +#&<

+

+R% ! * & () +G% 0 / (&+Q+ ' ! , +K+ ' < ' /) +S & (&T% +

%

!)%)\$ (# , +());% &'&95#&)+1% , ' ;)5% +\$% #& GO)\$ (+\$% +&;% M#59E5+&+& XD87CZ>% #&\$ (")% 2'55' ?#&:T%

, % = 0 +01 *%(+ ' % ! *\$) (^ ' % = &% ! % = \$! #! ""! % % % % % X7Z%

?")1)% 6% #&\$ (")% ' . \$)1/);% (# ,)\$)1#)\$>+&;% L % +1)% (")% G") . 6\$") /% (# ,)% = '56&' , #+5\$% ;)2#&);% +\$T%

!

(5F5:5=H5?+

E..1#((#% N< H<E< M#59E5+&+> b< H' / - "+& ; E< N'1)&' % XD87CZ% !)1 , % \$(10-(01)%
=)1\$#\$()&-)>A'01&+5%'2P#&+&-#5F- '&' ,)(1#-\$7J>D>KK79K]D<

@+IV'05+\$>A<!<+&;%G<P<@+0 , %X7BB^Z>P1+-(#'+5%;#22)1)&-#&: % , ' ;)5#&: %& ; %2'1)-+\$(#&: %
'2%)01' -011)&-6%;)= '\$#(1+())\$>! ")%A'01&+5%'2P#&+&-#5_)\$)+1- "%D8>K]]9K^D<

@#)1)&\$>R<A<X7BB^Z>%g!)\$(#&: %(")% 3&#(_ ' ' (% ?#("O1#2(%R6='(")\$#\$+: +#&\$(\$h'&5#&)+1%
!1)&; % 4(+(#'&+1#(6% ?#(" %& E==5#-+(# '&%(' (")% 3<4<L1#-)H)/)5% +&; % [&()1)\$(% _+()i>%
! "#\$%&'(") (*+ "% , -. \$/+0>Q7X7Z>DBcCJ<

@5' ' , 2#)5;>% L<X7B^KZ>%gE& F*='&)&(#+5% N' ;)5% #&%(")% 4=)-(10 , % '2% +% 4-+5+1% !# ,)%
4)1#)\$i>I/" , -. \$/2>%C8XDZ>D7^9DDC<

G+ , =.)55>A<b<+&; %4" #55)1>_<A<X7BQ^Z>%G'#&(): 1+(#'&+&; %()\$(%)'2=1)\$&(/+50)% , ' ;)5\$>%
A'01&+5%'2L'5#(#-+5F- '&' , 6%B]>78CD978QQ<

G+= '1+5)>M<N<+&; %H<E<M#59E5+&+%XD88BZ>%gL)1\$#\$()&-)%#&% 3 4#&()1)\$(%1+())\$T#%#%\$(+ .5)%
' /)1#(,)ji>k0+&#(+#/)%+&; %k0+5#(+#/)%E&+56\$#%#&%4' -#5%4-#)&-)\$>K>7>CK9^&<

G+= '1+5)>M<N<+&; %H<E<M#59E5+&+%XD87CZ>%gL)1\$#\$()&-)%+&; % -6-5#-+5%;)=)&;)&-)%#&%(")%
, '&("56F01#.'1%1+()i>A'01&+5%'2F- '&' , #- \$+&; %P#&+&-)>J8>7] ^97^7<

G+= '1+5)>M<N<+&; %H<E<M#59E5+&+%XD87^Z>%gL)1\$#\$()&-)%+&; % -6-5)\$%#&%(")% 3 4P) ;)1+5%
PO&; %1+()i>[%&()1&+(# '&+5%_)/#) ?%'2P#&+&-#5%E&+56\$#%\$>]D>79Q<

G'0- " , +&>A<_<M'0&;)1%+&; %A<A<40%XD88CZ>%H'&: % ,) , '16%=1'=)1(#)\$'2%1)+5%#&()1)\$(%
1+())\$2'1%7C-'0&(1#)\$>E==5#); %P#&+&-#5F- '&' , #- \$H)((1)\$D>D]9K8<

G' *>A<A<[%&:)1\$'55%+&; %_ '\$\$>4>X7BQ]Z>E(")'16%'2%()1 , %\$(10-(01)%'2%#&()1)\$(%1+())\$>%
F- '&' ,)(1#-+>]K>KQ]9J8Q<

GO)\$(+>A<G<+&; %H<E<M#59E5+&+%XD87CZ>%g!)\$(#&: %2'1%H'&: 9N) , '16%#&%(")%L1)\$&-)%'2%
h'&9H#&)+1% G").6\$")/% L'56&' , #+5\$i> 3.#4/-0(/%(5'"%1%-&\$ (67%& , /+0(&%4
*+ "% , -. \$/+0>D8X7Z>] ^9^J<

G'0- " , +&>A<_<M'0&;)1%+&; %A<A<40%XD88CZ>%H'&: % ,) , '16%=1'=)1(#)\$'2%1)+5%#&()1)\$(%
1+())\$2'1%7C-'0&(1#)\$>E==5#); %P#&+&-#5F- '&' , #- \$H)((1)\$D>D]9K8<

O#) . '5;>% P<1>+&; % M<_0;) .0\$"" X7BB7Z>% gm&%(")% =' ?)1% '2% (")% O#-V)69P055)1% ()\$(%)
+ : +#&\$(%21+-(#'&+5%+5()1&+(#/)\$i>F- '&' , #- \$H)((1)\$>K]]97C8<

M#59E5+&+>H<E<XD88J+Z>%H'&: % ,) , '16%#&%(")%#&()1)\$(%1+())\$%#&\$' ,)% E\$#&+&- '0&(1#)\$>%
[%&()1&+(# '&+5%E ; /+&-)\$%#&F- '&' , #- %_)\$)+1- "%B>D] ^9DC^<

M#59E5+&+>H<E<XD88J.Z>%H'&: % ,) , '16%#&%(")% 3 4#&()1)\$(%1+())>[%&()1&+(# '&+5%_)/#) ?%'2%
P#&+&-#5%E&+56\$#%\$>7K>DC]9D^C<

M#59E5+&+>H<E<XD88J-Z>%!")%0\$)%'2%(")%@5' ' , 2#)5;>%X7B^KZ> , ' ;)5%+\$&+&+==1' *# , +(#'&

;!

!

) 9J35+QN+&?@4 6 9@5?+7F+@P5+ ! 7=#34=59:+%VBW+ 8 7B53++

+

!# ,)%4)1#)\$%	;%	f %	f %	f %	f %
@5' ' , .)1:%, '&("56%789 6)+1%. '&:%6#)5;%;+(+ X7BCD9D8D8Z%	8<QJ% X8<^C>%8<B]Z%	XEYZUX+ VUEQ[W+	QEY \ KK+ VQZZW+	#QE]UUU+ V#UELUW+	#QELLQZ+ V#KEKLW+
FG@% , '&("56%7896)+1% . '&:%6#)5;%;+(+X7B889 D8D8Z%	8<QK% X8<^Q>%8<QBZ%	KE]Z \ [+ VKEL[W+	97<8^]K% X97<DQZ%	9	

Figure 1: 10-year US Bond yield (.USGG10Y index). Source: Bloomberg

!

!

Figure 2: 10-

>!

!