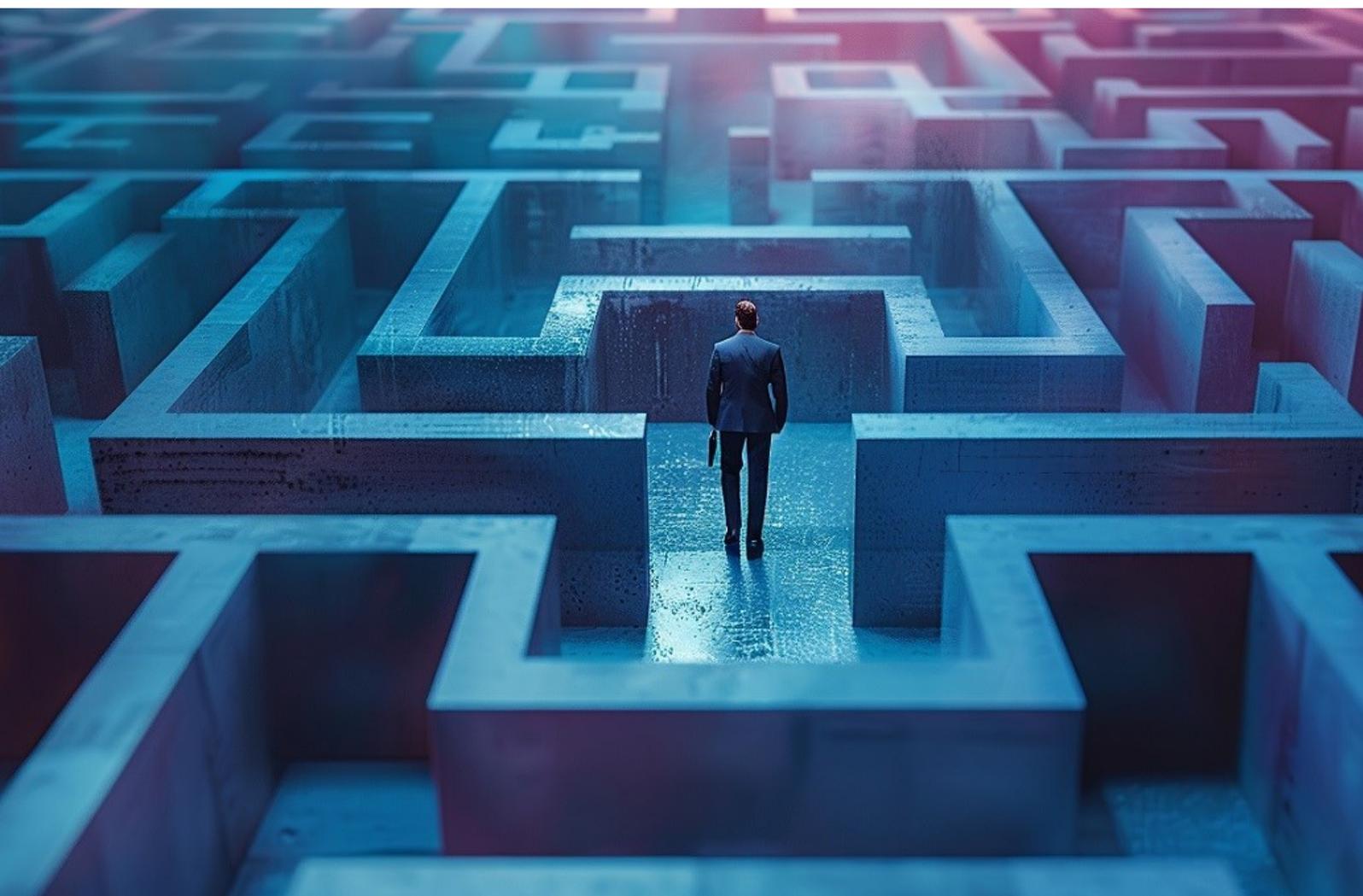


# » *Fisch View*

*Thema im Februar:  
„Notenbanken vor Herausforderungen“*



30.01.2025



**Beat Thoma**  
Chief Investment Officer



**Krishna Tewari**  
Investment Strategist

## Notenbanken vor Herausforderungen

- Hohe Staatsausgaben in den USA treiben die Konjunktur, aber auch die Inflationserwartungen und damit die langfristigen Zinsen nach oben.
- Die Fed hat deshalb zunehmend Schwierigkeiten, das lange Ende der US-Zinskurve zu kontrollieren – die Renditen für 10-jährige US-Treasury Anleihen steigen trotz Senkung der Fed-Funds-Zinsen. Eine ähnliche Entwicklung ist auch in Europa zu beobachten.
- Für die Aktien- und Kreditmärkte ergibt sich daraus ein Warnsignal. Aber die Liquidität im System ist aktuell noch hoch und wir bleiben beim Risikoexposure weiter neutral bis leicht übergewichtet positioniert.

## Wirtschaftliche Gesamtsituation

Die Konjunktur in den USA, aber auch in Europa, wird derzeit noch durch hohe Staatsausgaben und starke Konsumentennachfrage getrieben. Allerdings ist diese Entwicklung nicht nachhaltig und sehr einseitig abgestützt. Es bestehen zudem bereits jetzt Ungleichgewichte. Erste Abschwächungssignale kommen von steigenden Ausfällen von Kreditkartenschulden und abkühlenden Immobilienmärkten. Allerdings droht vorerst noch kein Konjunkturrückgang, solange die Aktienmärkte nachhaltig steigen.

## Aktuelle Entwicklungen: Staatsdefizite steigen weiter

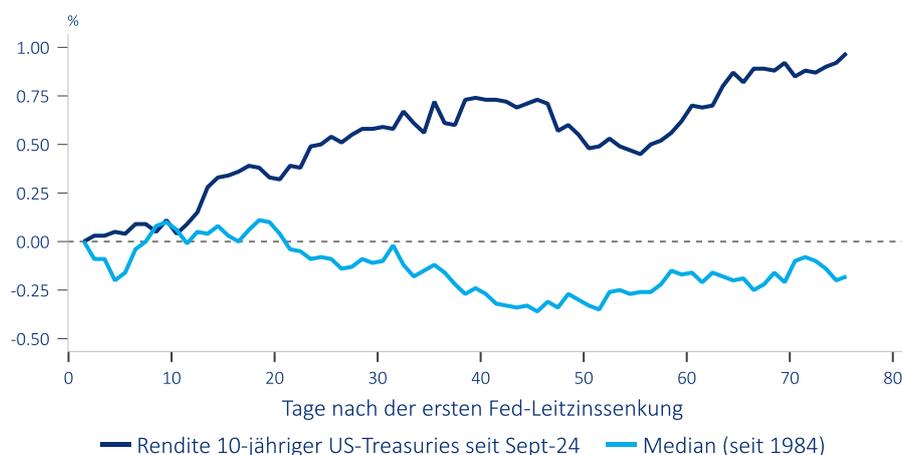
- Hohe Staatsausgaben und ein dadurch starkes Wirtschaftswachstum sowie solide Arbeitsmärkte in den USA treiben derzeit die Inflationserwartungen und die langfristigen Renditen nach oben, und dies trotz deutlicher Senkung der Leitzinsen. Dies gilt auch für die Eurozone und UK.
- Die Staatsanleihenmärkte scheinen Leitzinssenkungen also zunehmend als inflationär zu interpretieren. Und stark steigende Haushaltsdefizite führen zu zusätzlichem Aufwärtsdruck bei langlaufenden Staatsanleihen. Der jüngste Volatilitätsanstieg der Staatsanleihenrenditen, beispielsweise in Frankreich und England, ist ein ernstes Warnsignal. Dabei ist die Entwicklung in Frankreich noch gefährlicher als in den USA und in Grossbritannien, weil die EZB keine Staatsanleihen kaufen darf. Damit besteht die Gefahr, dass die Notenbanken die Kontrolle über das lange Ende der Zinskurve verlieren.
- Die Turbulenzen an den Staatsanleihenmärkten sind aber bisher noch nicht auf die Aktienmärkte übergesprungen. Hier wirkt eine noch hohe Liquidität im System unterstützend, trotz Drosselung der Zufuhr durch die Notenbanken.

## Einschätzung & Ausblick: Aufwärtstrends noch intakt

- Die aktuell noch robuste Konjunktorentwicklung in den USA führt primär zu Aufwärtsdruck bei den Inflationserwartungen und damit den langfristigen Renditen, hat aber keinen direkten Einfluss auf die Aktienmärkte. Die Konjunktur läuft den Aktienmärkten nach. Es wird deshalb erst zu einer Rezession kommen, wenn die Aktienmärkte einbrechen.
- Im Fall schwächerer Aktienmärkte würde aber der konjunkturelle Abschwung aufgrund struktureller Ungleichgewichte in den USA (und auch in Europa) verstärkt: Die Konjunktur wird aktuell fast ausschliesslich durch hohe Staatsausgaben getrieben, die längerfristig nicht aufrechterhalten werden können. Zudem zeigt der US-Arbeitsmarkt gewisse Abkühlungssignale (offene Stellen gehen zurück, Entlassungen nehmen zu) und die Kreditkartenausfälle steigen deutlich an.
- Ein zusätzliches Ungleichgewicht wurde in den vergangenen 18 Monaten durch das US-Treasury aufgrund massiver Emissionen von T-Bills geschaffen. Durch die Emission kurzlaufender Staatsanleihen sollte das lange Ende der Zinskurve gedrückt und indirekt Liquidität im System generiert werden. Das ist zwar vorübergehend gelungen, führt nun aber zu einer riesigen Refinanzierungswelle der T-Bills in diesem Jahr. Ein Teil wird zudem mit länger laufenden Staatsanleihen refinanziert werden müssen und macht damit die bisherige Zinsdämpfung am langen Ende rückgängig. Gleichzeitig steigt die Staatsverschuldung weiter an.
- Für die Notenbanken wird damit das Umfeld deutlich schwieriger. Der Aufwärtsdruck bei den langfristigen Renditen und der Inflation müsste mit einer restriktiveren Geldpolitik bekämpft werden. Dies würde aber die Konjunktur abwürgen. Andererseits würden Staatsanleihenkäufe (QE) zur Dämpfung des Zinsanstiegs am langen Ende die Inflation weiter anheizen.

» Das Umfeld für die Notenbanken wird schwieriger.

**Chart: Die langfristigen Renditen steigen trotz Leitzinssenkungen**



Quellen: U.S. Treasury, Fisch Asset Management

## Positionierung: Risikoexposure neutral bis leicht übergewichtet

» Die Aufwärtstrends sind noch nicht gebrochen.

- Eine starke Abkühlung der globalen Konjunktur wird wegen den erwähnten wirtschaftlichen Ungleichgewichten in den USA und dem unerwünschten Renditeanstieg bei langlaufenden Staatsanleihen (auch in Europa) im zweiten oder dritten Quartal des Jahres wahrscheinlicher. Zusätzlicher, globaler Druck dürfte auch von der derzeit viel zu restriktiven Geldpolitik in China kommen. Der dort entstehende Bremseffekt käme allerdings viel zu spät, um den aktuell relativ starken Aufwärtsdruck bei der Inflation und den langfristigen Zinsen schnell zu dämpfen.
- Der derzeit noch intakte Aufwärtstrend der Aktienmärkte wirkt zusätzlich inflations- und zinstreibend. Deshalb fahren wir in den Portfolios aktuell eine neutrale Bandbreite in der Duration. Im Falle eines Konjunkturrückgangs in der zweiten Jahreshälfte käme es zu rückläufigen Steuereinnahmen, was die ohnehin schon stark steigende Staatsverschuldung weiter ansteigen liesse und die Staatsanleihenrenditen sogar noch weiter nach oben drücken würde.
- An den Aktienmärkten ist der Aufwärtstrend weiterhin intakt. Die Liquiditätszufuhr durch die Notenbanken wird zwar gedrosselt: So sind wichtige Liquiditätsquellen (Overnight Reverse Repo Facility in den USA) versiegt und auch die Bankreserven fallen. Die für die Börsen relevante Geldmenge M2 steigt in den USA im Moment jedoch noch an. Der globale Liquiditätsindikator (GLI, siehe Kapitel „Auf dem Radar“) hat zwar bereits nach unten gedreht, aber noch nicht stark genug, um grössere Probleme an den Märkten auszulösen. Die Geldmenge M2 ist zudem auch für die Credit Spreads bei Unternehmensanleihen wichtig. Damit kann vorerst noch ein neutrales bis leicht erhöhtes Risikoexposure gefahren werden.
- Die aktuelle Liquiditätsentwicklung liefert somit Warnsignale. Aber erst wenn die Geldmenge M2 in den USA wieder sinkt oder es bei den langfristigen Staatsanleihenrenditen in den USA, Frankreich und Grossbritannien zu einem weiteren Anstieg um mindestens 30 Basispunkte vom jetzigen Niveau aus kommt, sollte das Risikoexposure deutlich reduziert werden.

Renditetreiber	USA	Europa	Japan	Asien ex-Japan	LatAm	CEEMEA	
<b>Aktien</b>	o	o	o	o	o	o	<b>Key:</b> ++ Sehr positiver Markt + Positiver Markt o Neutral - Negativer Markt -- Sehr negativer Markt
<b>Staatsanleihen</b>	o	o ↓	o				
<b>Credit IG (Spreads)</b>	o ↓	o ↓		-	o	o	
<b>Credit HY (Spreads)</b>	o ↓	o ↓		o	+	o	
<b>Gesamtrendite</b>							
<b>Wandelanleihen</b>	+ ↑	+ ↑	+ ↑	+			
<b>Credit IG</b>	+	+		o	+	+	
<b>Credit HY</b>	+	+		+	+	+	
<b>Rohstoffe</b>							
	PrecMet	InduMet	Energy				
	+	- ↓	o				

**Hinweise zur Tabelle:** Die Tabelle fasst die Modellergebnisse für die Gesamtrendite von Wandelanleihen und Credit Investment Grade sowie High Yield zusammen, welche eine Funktion der aufgelisteten Renditetreiber sind. Änderungen zum Vormonat werden durch ↓ oder ↑ angezeigt. Z.B. bedeutet «O ↓», dass das Feld im Vormonat mit «+» oder «++» belegt war. Die genaue Methodologie, d.h. wie die Modellergebnisse berechnet werden und wie die verschiedenen Einzelelemente zur Gesamtsicht beitragen, wird [hier](#) erklärt. Bei den Staatsanleihen berücksichtigen wir für Europa deutsche Bundesanleihen.

## Anlageklassen-Präferenzen

Die Tabelle kombiniert Top-Down-Perspektiven mit Bottom-Up-Analysen auf Portfolioebene.

	Übergewichtung	Untergewichtung
<b>Wandelanleihen</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Software (Cybersecurity)</li> <li>– Halbleiter (hinsichtlich KI)</li> <li>– Healthcare</li> <li>– CBs mit hoher Konvexität</li> <li>– Anleihenähnliche CBs mit guter Kreditqualität und attraktiven Renditen</li> <li>– Ausgewogene chinesische Investment-Grade-Bluechip-CBs mit hoher Konvexität</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Versorger</li> <li>– Zyklische Konsumgüter</li> <li>– Unprofitable, teuer bewertete, in der Frühphase befindliche IT und Biotech</li> <li>– Titel mit schwacher Kreditqualität und/oder Liquidität</li> </ul>
<b>Global IG Corporates</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Finanzwerte, Konsumgüter</li> <li>– EUR-denominierte Emissionen</li> <li>– BBB-Ratingsegment</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Transport, Chemiesektor</li> <li>– USD-denominierte Emissionen</li> <li>– AA-Ratingsegment</li> </ul>
<b>Global Corporates</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Gesundheitswesen, Finanzwerte</li> <li>– BBB &amp; BB-Ratingsegment</li> <li>– Industriestaaten &amp; EM-Investment-Grade</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Transport, Chemiesektor</li> <li>– AA &amp; B-Ratingsegment</li> <li>– EM High Yield</li> </ul>
<b>Global High Yield</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Investitionsgüter</li> <li>– Grundstoffindustrie</li> <li>– Telekommunikation</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Transport</li> <li>– Finanzdienstleistungen</li> <li>– Technologie &amp; Elektronik</li> </ul>
<b>Emerging Markets – Defensiv</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Lateinamerika, Teile Asiens</li> <li>– Chile, Mexiko, Südkorea</li> <li>– Laufzeiten &lt; 7 Jahre</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Asien, Naher Osten</li> <li>– Israel, Katar, Saudi-Arabien, China</li> <li>– Laufzeiten &gt; 7 Jahre</li> </ul>
<b>Emerging Markets – Dynamisch / Opportunistisch</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Lateinamerika (Brasilien, Kolumbien, Mexiko)</li> <li>– High-Yield-Energiesektor</li> <li>– Kurzlaufende High-Yield-Anleihen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Asien, Naher Osten</li> <li>– Laufzeiten &gt; 10 Jahre</li> <li>– A-Ratingsegment</li> </ul>

**Hinweis:** Die bevorzugten Sektoren/Länder können sich je nach Anlageklasse aufgrund ihrer jeweiligen Performancetreiber unterscheiden. Insbesondere ist bei Wandelanleihen das Equity Exposure ein Schlüsselfaktor für die Wertentwicklung, während dieser Faktor für Unternehmensanleihen keine Relevanz besitzt.

## Auf dem Radar: Globale Liquidität verliert an Momentum

Die globale Liquidität (gemessen an den aggregierten Geldmengen M2 wichtiger Volkswirtschaften) befindet sich noch in einem langfristigen Aufwärtstrend, hat aber seit rund vier Monaten eine deutliche Korrektur nach unten begonnen (siehe Grafik).

Die Geldmengenaggregate M2 sind deshalb wichtig, weil sie nicht nur die Notenbankgeldmenge umfassen, sondern auch die Geldschöpfung und Kreditvergabe der Banken. M2 zeigt somit die Reaktion des Bankensystems auf die Geldpolitik der Zentralbank und ist ein aussagekräftiger Indikator für die künftige Inflationsentwicklung sowie die Aktien- und Kreditmärkte.

Die erwähnte Korrektur der globalen Liquidität seit Oktober des letzten Jahres steht im Kontrast zu den weiterhin festen Aktienmärkten. Die aktuelle Divergenz zwischen der Liquiditäts- und Aktienmarktentwicklung ist historisch selten und liefert ein deutliches Warnsignal. Auch Bitcoin weist eine hohe Korrelation zur globalen Liquidität auf. Diese hat allerdings einen Vorlauf von ungefähr 12 Wochen auf die Bitcoin-Kurse. Hier könnte es deshalb in absehbarer Zeit zu stark erhöhter Volatilität kommen.

» Liquiditätsquellen versiegen.

Allerdings wirkt im Augenblick noch die massive Geldmengenausweitung der vergangenen Jahre nach, insbesondere in den USA. Diese Gelder wurden von den Banken vorübergehend bei der Fed zwischengelagert und sind erst in den vergangenen 18 Monaten an die Finanzmärkte geflossen, mit entsprechend positiver Wirkung. Zudem wurde vom US-Treasury zusätzliche Liquidität über die massive Emission von T-Bills geschaffen. Beide Quellen sind nun aber versiegt.

**Chart: Divergenz zwischen Aktienmärkten und Liquiditätsentwicklung**



Quellen: Macrobond, Bloomberg, Fisch Asset Management

## Wichtige rechtliche Hinweise

---

Die vorliegende Dokumentation richtet sich ausschliesslich an professionelle Anleger. Die in dieser Dokumentation enthaltenen Informationen und Meinungen dienen ausschliesslich zu Informationszwecken und stellen keine Aufforderung, Empfehlung, kein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder anderen Dienstleistungen oder sonstigen Transaktionen dar. Sie richtet sich nicht an Personen in Rechtsordnungen, in denen die Bereitstellung solcher Informationen gegen lokale Gesetze und Vorschriften verstossen würde. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben wird keine Haftung übernommen. Alle Meinungen und Ansichten spiegeln die aktuelle Einschätzung der Autoren wider und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Die historische Performance ist keine Garantie für die zukünftige Entwicklung. Es gibt keine Garantie dafür, dass Prognosen realisiert werden. Sofern nicht anders angegeben, ist die Quelle Fisch Asset Management AG. Fisch Asset Management AG hat aus externen Quellen stammende Informationen nicht eigens geprüft und Fisch Asset Management AG kann weder ausdrücklich noch stillschweigend garantieren, dass diese Informationen korrekt, zutreffend oder vollständig sind.

Fisch Asset Management AG lehnt jede Haftung ab für Schäden, die direkt oder indirekt aus diesem Dokument abgeleitet werden.

© 2025 Fisch Asset Management AG