

# » *Fisch View*

*Thema im März:  
„Die globale Liquidität stabilisiert sich“*



27.02.2025



**Beat Thoma**  
Chief Investment Officer



**Krishna Tewari**  
Investment Strategist

## Die globale Liquidität stabilisiert sich

- Die globale Liquidität nimmt nach einem Rückgang im vierten Quartal des letzten Jahres seit Januar wieder leicht zu. Bisherige Warnsignale für die Finanzmärkte nehmen deshalb ab.
- Dies führt zwar zu Rückenwind für Aktien und Unternehmensanleihen, führt aber auch zu globalem Inflationsdruck. Zusammen mit Wachstumsorgen infolge der erratischen US-Handelspolitik entstehen so gegenläufige Kräfte für langfristige Staatsanleihenrenditen.
- Wir bleiben deshalb beim Aktien- und Kreditrisikoexposure neutral bis leicht übergewichtet und bei der Duration in einer neutralen Bandbreite.

## Wirtschaftliche Gesamtsituation

Obwohl die konjunkturelle Dynamik in den USA etwas nachlässt, bleibt das Wirtschaftswachstum weiterhin robust. Allerdings wird das Wachstum einseitig durch hohe Staatsausgaben und den dadurch induzierten Konsum getrieben. Das ist längerfristig nicht nachhaltig und führt zu anhaltendem Inflationsdruck, der für eine gewisse Verunsicherung sorgt. In Europa ist das Wachstum weiterhin anämisch. Im weiteren Jahresverlauf sehen wir jedoch positive Impulse.

## Aktuelle Entwicklungen: Liquidität treibt Aktien und Inflation

- Erstaunlicherweise kehrte sich der im vierten Quartal letzten Jahres beobachtete Rückgang der globalen Liquidität – gemessen an einem Index auf Basis der weltweiten Geldmenge M2 – um, sodass der Index aktuell wieder leicht steigt. Die globale Liquidität ist der Haupttreiber der Aktien- und Kreditmärkte. Er wirkt konjunkturfördernd, aber auch inflationssteigernd, und sorgt damit für weitere Kursgewinne beim Goldpreis.
- Grund für den Wiederanstieg der globalen Liquidität ist eine Kombination aus einem unerwartet schwächeren US-Dollar, globalen Leitzinssenkungen, der verstärkten Ausgabe von T-Bills in den USA anstelle langlaufender Staatsanleihen sowie einer erhöhten Kreditvergabe in den USA, Europa und China. Allerdings erhöht die Chinesische Zentralbank die Liquidität im Moment noch zu wenig, um eine globale Wirkung zu entfalten. Diese Liquiditätsausweitung wird vom Quantitative Tightening (QT) der Fed und EZB nur gedämpft, aber nicht vollständig kompensiert.
- Aufgrund der historisch sehr regelmässig verlaufenden langfristigen Liquiditätszyklen ist frühestens ab dem vierten Quartal dieses Jahres wieder mit fallender Liquidität zu rechnen.

➔ **Auf dem Radar: US-Treasury manipuliert die Zinskurve** (Seite 6)

## Einschätzung & Ausblick: „Risky Assets“ im Aufwärtstrend

### » Hartnäckige Inflation wird erwartet

- Der aktuelle Wiederanstieg der globalen Liquidität ist zwar positiv für „Risky Assets“ und die Konjunktur, sorgt aber auch für Aufwärtsdruck bei der Inflation sowie den Rohstoffpreisen und damit strukturell auch bei langfristigen Staatsanleihenrenditen. Hier zeigen verschiedene Indikatoren für Inflationserwartungen in den USA (markt- und auch umfragebasierte) seit kurzem einen Anstieg in den Bereich von über 3%. Dies ist noch nicht beunruhigend, sollte aber genau beobachtet werden. Es droht eine „Entankerung“ der Inflationserwartungen, die vor der Pandemie noch im Bereich von zwei Prozent lagen. Für die Notenbanken wäre dies ein starker Grund, die Geldpolitik nicht mehr weiter zu lockern oder sogar wieder zu straffen.
- Der derzeit stark steigende Goldpreis dürfte neben anhaltenden Zentralbankkäufen auch von steigenden Inflationserwartungen getrieben werden. Und es gibt gute Gründe für einen anhaltenden Preisaufwärtsdruck. Insbesondere bleiben die steigenden Geldmengen M2 ein wichtiger Treiber. Aber auch die robuste US-Konjunktur, steigende Reallöhne, das anziehende wirtschaftliche Momentum in der Eurozone sowie Preiserhöhungspläne vieler kleinerer Unternehmen im Dienstleistungsbereich wirken inflationsverstärkend.
- Immerhin wirken in den USA bis April noch stark dämpfende Basiseffekte auf die Jahresinflation. Zudem führt die Beruhigung der Lage in der Ukraine und in Gaza möglicherweise zu einer Entspannung bei Erdöl- und Erdgaspreisen. Die Sparbemühungen der US-Regierung dürften ebenfalls inflations- und insbesondere auch zinsdämpfend wirken. Hinzu kommen globale Wachstumssorgen infolge der erratischen Handelspolitik der US-Regierung, was im letzten Monat zu einer Verflachung der Zinskurve geführt hat.
- Insgesamt bleibt das Umfeld für Aktien- und Kreditmärkte günstig und die Inflation sowie die langfristigen Zinsen zumindest derzeit noch knapp unter Kontrolle.

**Chart: Steigende US-Inflationserwartungen**



Quellen: Bloomberg, Fisch Asset Management



## 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>– 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> <li>– Kryptowährungsbezogene Titel</li> </ul>
<b>Global IG Corporates</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Finanzwerte, Gesundheitswesen, Freizeit</li> <li>– EUR- und CHF-denominierte Emissionen</li> <li>– BBB-Ratingsegment</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Transport, Versorger, Investitionsgüter</li> <li>– GBP- und CAD-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, Versorger, Chemiesektor</li> <li>– AA-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 (Chile, Peru, Mexiko), Osteuropa</li> <li>– Versorger, Metalle &amp; Bergbau, Öl &amp; Gas</li> <li>– Laufzeiten 7-10 Jahre</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Asien, Naher Osten</li> <li>– China, Israel, Kuwait</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: US-Treasury manipuliert die Zinskurve

Der neue US-Finanzminister, Scott Bessent, agiert derzeit als quasi „Schatten-Fed-Chef“ und versucht, gezielt einen Anstieg der Renditen langfristiger US-Staatsanleihen – insbesondere 10-jähriger T-Notes – zu verhindern oder sogar tiefere Sätze zu erreichen. Das betonte er Anfang Februar in einem Interview. Dies wäre wichtig, da die rasant steigende Staatsverschuldung die Zinslast kontinuierlich erhöht und mittlerweile sogar die Militärausgaben übersteigt.

### » Das US-Treasury schont das lange Ende der Zinskurve.

Um dieses Ziel zu erreichen, plant das US-Treasury unter Bessent in den kommenden Monaten neue Schulden vorwiegend über die Ausgabe kurzlaufender T-Bills zu finanzieren und damit das Angebot 10-jähriger US-Staatsanleihen zu reduzieren. Bessent setzt damit eine bereits von seiner Vorgängerin Janet Yellen eingeschlagene und bislang erfolgreiche Strategie fort. Schätzungen zufolge konnte durch die verstärkte Emission von T-Bills anstelle länger laufender Staatsanleihen das lange Ende der Zinskurve „geschont“ und um rund 100 Basispunkte gedrückt werden. Diese Strategie ist faktisch eine indirekte Einmischung des US-Treasury in die Geldpolitik der Fed. Bemerkenswert ist, dass Bessent seine Vorgängerin wiederholt genau dafür kritisiert und die übermässige Schuldenfinanzierung über T-Bills als nicht nachhaltig und sogar als „Zeitbombe“ bezeichnet hat. Kurzlaufende T-Bills müssen jährlich refinanziert werden.

Dass Bessent diese riskante Finanzierungsstrategie nun unverändert fortführt, ist aber ein ernstzunehmendes Warnsignal für langfristige Staatsanleihen. Offenbar befürchtet er, dass eine zu grosse Emission von 10-jährigen US-Staatsanleihen zu Kursverlusten beziehungsweise einem starken Renditeanstieg führen könnte – genau das Gegenteil seines Ziels. Dabei betont Bessent, dass niedrigere Zinsen aus einer Kombination sinkender Energiepreise und einem schlankeren Staatsapparat erreicht werden sollen. Ohne Mithilfe der Fed (mit QE statt QT) dürfte das aber nicht gelingen. Als zusätzliche Belastung für Bessent kommt im Moment die Bilanzreduktion der Fed (Verkäufe von Staatsanleihen oder „Quantitative Tightening“) hinzu.

### Chart: Der Anteil von T-Bills an US-Staatsschulden steigt



Quellen: U.S. Treasury, 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