

» *Fisch View*

*Thema im Juli:
„Rückenwind an den Finanzmärkten“*



01.07.2025



Beat Thoma
Chief Investment Officer



Krishna Tewari
Investment Strategist

Rückenwind an den Finanzmärkten

- Eine derzeit erhöhte Geldschöpfung im US-Bankensystem führt auch zu einem Anstieg der globalen Finanzmarktliquidität und damit zu Rückenwind an den Aktien- und Kreditmärkten.
- Die sich gleichzeitig moderat abkühlende Konjunktur in den USA und auch Europa ist noch keine Gefahr für die Märkte und trägt sogar zu einer Entspannung beim Inflationsdruck und damit den Zinsen bei.
- Wir bleiben beim Risiko- und Durationsexposure deshalb neutral bis leicht übergewichtet positioniert.

Wirtschaftliche Gesamtsituation

Die stark erhöhte Unsicherheit mit Blick auf die US-Zollpolitik führt mittlerweile auch in den USA zu einer Abkühlung der bisher wachstumsstützenden Konsumentenstimmung und deshalb auch zu einem Rückgang des verlässlichen und aussagekräftigen «Weekly Economic Index» der Fed St. Louis. Gleichzeitig bleibt auch das seit längerem schwache verarbeitende Gewerbe in den USA unter Druck und zeigt noch keine der von der US-Regierung erhofften positiven Reaktionen auf die neue Handelspolitik. Trotzdem ist derzeit weder in den USA noch in Europa und China eine Rezession in Sicht. Die reichliche globale Liquidität sorgt vorerst noch für starke Unterstützung.

Aktuelle Entwicklungen: Reichliche Liquiditätsversorgung

- Eine weiterhin reichliche Liquiditätsversorgung bleibt der Haupttreiber für die derzeit positiven Trends an den globalen Finanzmärkten und auch der Konjunktur. Gründe für diese Liquiditätsgenerierung sind eine zunehmende Geldschöpfung im US-Bankensystem sowie eine Geldmengenausweitung durch die «Peoples Bank of China» (PBoC) mit globalen Effekten.
- Die bisher sehr moderate Reaktion der Märkte auf die massive Eskalation im Israel-Iran-Konflikt ist eine zusätzliche Bestätigung einer soliden, liquiditätsgestützten markttechnischen Verfassung der Märkte.
- Allerdings wirken im Hintergrund Kräfte, die mittelfristig gefährlich werden könnten und die momentan rein liquiditätsgetriebenen Aufwinde massiv dämpfen dürften. Dazu gehören die ausufernde Staatsverschuldung der USA, hohe Inflationserwartungen und eine sich abschwächende globale Konjunktur infolge grosser Unsicherheiten bei den internationalen Handelsbeziehungen und Kapitalflüssen. Zudem droht ab dem dritten Quartal hoher Refinanzierungsbedarf bei staatlichen und privaten Schulden («Debt Maturity Wall»).

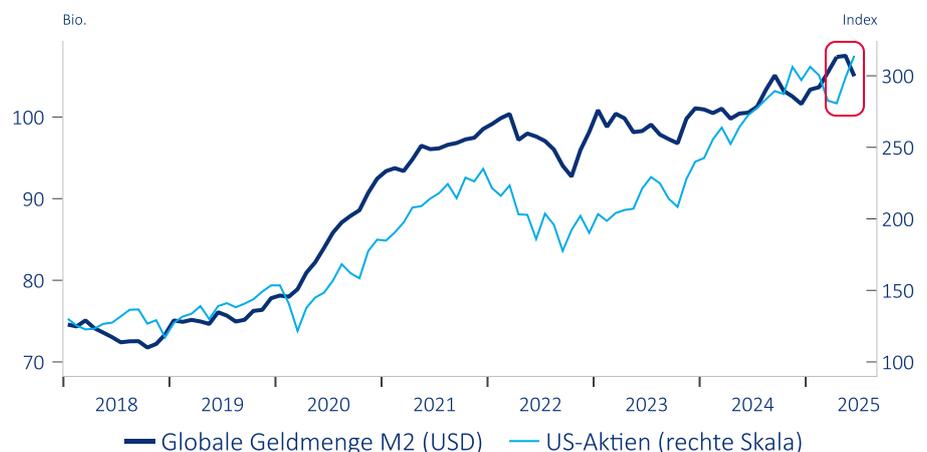
➔ **Auf dem Radar: Globale Liquidität stützt die Finanzmärkte – Unternehmens- und Wandelanleihen als Profiteure** (Seite 6)

Einschätzung & Ausblick: Störfaktoren noch nicht wirksam

» Die «Debt Maturity Wall» rückt näher

- Obwohl die hohe globale Liquidität die Finanzmärkte und auch das globale Wirtschaftswachstum derzeit noch stark positiv beeinflussen, müssen die erwähnten potenziellen Störfaktoren (US-Staatsverschuldung, «Debt Maturity Wall», steigende Inflationserwartungen, globaler Handelskrieg) genau beobachtet werden. Historisch waren rein liquiditätsgetriebene Börsenaufschwünge (so wie der aktuelle) nie nachhaltig genug, um die Konjunktur längerfristig zu stützen. Es kann jederzeit zu «Money Trap»-Situationen kommen, wo die Konsumenten trotz guter Geldversorgung plötzlich weniger konsumieren und dafür mehr sparen.
- Es zeichnet sich bereits jetzt ab, dass der Einfluss der Störfaktoren zunimmt und das Liquiditätsmomentum gleichzeitig abnimmt. Indikatoren dafür sind der schwächelnde US-Dollar und die Entkopplung von den langfristigen US-Staatsanleihenrenditen. Diese Kombination deutet auf einen tendenziellen Kapitalabfluss aus den USA hin, was mittelfristig eine sich selbstverstärkende Kettenreaktion auslösen könnte. Das würde die US-Zinsen weiter nach oben treiben und die US-Inflation wieder anziehen lassen, was dann auch global zu Marktturbulenzen führen könnte. Damit dürfte US-Präsident Trump den von ihm gewünschten schwachen Dollar bekommen, allerdings zu einem sehr hohen Preis.
- Gleichzeitig mehren sich die Anzeichen einer konjunkturellen Abkühlung in den USA. Insbesondere scheint jetzt auch der bisher sehr starke Konsumsektor unter Druck zu geraten. Einzelhandelsumsätze und Konsumentenausgaben schwächen sich ab. Zudem ist das verarbeitende Gewerbe weiterhin schwach und reagiert damit offenbar nicht auf die schützenden Zoll-Barrieren aus Washington. Auch der GDPNow-Indikator für die Eurozone wird schwächer. Eine Rezession ist aber in beiden Regionen noch nicht in Sicht.
- Die «Debt Maturity Wall» rückt näher. Das US-Treasury muss in den kommenden zwölf Monaten ca. 10'000 Milliarden US-Dollar refinanzieren. Und auch private Unternehmen haben global hohen Refinanzierungsbedarf. Das kann zu Stress an den Märkten führen.

Chart: Globale Liquidität noch steigend, aber abnehmende Dynamik



Quellen: Macrobond, Fisch Asset Management

Positionierung: Risikoexposure neutral bis leicht höher

» **Potenzielle Stressindikatoren genau beobachten**

- Die oben erwähnten potenziellen Störfaktoren sind im Moment noch keine Gefahr für die Finanzmärkte. Insbesondere wird die abnehmende Fed-Liquidität aufgrund der Fortsetzung des «Quantitative Tightenings» (QT) der Fed derzeit durch eine erhöhte Emission von T-Bills durch das US-Treasury kompensiert. T-Bills sind «geldähnlich» und erhöhen damit die Liquidität im Finanzsystem. So gesehen übernimmt das US-Treasury Aufgaben der Fed und erschwert damit die Umsetzung der Geldpolitik durch die Notenbank. Zudem ist die Geldpolitik der Bank of Japan (BoJ) im Moment noch nicht restriktiv genug, um die globalen Geldmengen negativ zu beeinflussen.
- Wir bleiben deshalb sowohl beim Risikoexposure (Aktiensensitivität bei Wandelanleihen und Kreditexposure bei Unternehmensanleihen) wie auch bei der Duration im Moment noch neutral bis leicht Übergewichtet positioniert.
- Allerdings müssen allfällige Warnsignale und Stressindikatoren genau beobachtet werden. Sehr wichtig ist hier die Entwicklung des US-Dollars. Eine weitere Schwäche gegen den japanischen Yen wäre ein ernstes Warnsignal. Sobald die Marke von 140 Yen vs. Dollar nach unten durchbrochen wird, droht ein massiver Kapitalabfluss aus den USA in Richtung Japan. Weitere wichtige Frühindikatoren sind die Zinsen für 30- und 40-jährige japanische Staatsanleihen sowie die US-Geldmarktspreads (SOFR vs. Fed Funds-Zinsen).
- Sobald einer oder mehrere dieser Stressindikatoren ein Warnsignal liefern, werden wir das Risikoexposure graduell reduzieren. Allerdings muss in diesem Fall das Verhalten der Fed und anderer Notenbanken (insbesondere der BoJ und PBoC) beobachtet werden. Es ist im Stressfall mit einem schnellen und beherzten Eingreifen zu rechnen (d.h. Zinssenkungen, «Quantitative Easing» und direkte Liquiditätsspritzen), was die Märkte kurzfristig stabilisieren dürfte.

<i>Renditetreiber</i>	USA	Europa	Japan	Asien ex-Japan	LatAm	CEEMEA	
Aktien	o	+	o	o	o	o	Key: ++ Sehr positiver Markt + Positiver Markt o Neutral - Negativer Markt -- Sehr negativer Markt
Staatsanleihen	o ↑	o	-				
Credit IG (Spreads)	o	o		o	+ ↑	+ ↑	
Credit HY (Spreads)	o	o		o	+ ↑	o	
Gesamtrendite							
Wandelanleihen	o	o ↓	-	+			
Credit IG	+ ↑	+ ↑		+ ↑	+ ↑	+ ↑	
Credit HY	+ ↑	+ ↑		+ ↑	+ ↑	+ ↑	
Rohstoffe	PrecMet InduMet Energy + o 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
Wandelanleihen	<ul style="list-style-type: none"> – Software (Cybersecurity) – Halbleiter (KI-bezogen) – Healthcare – CBs mit hoher Konvexität – Anleihenähnliche CBs mit guter Kreditqualität und attraktiven Renditen – Ausgewogene chinesische Investment-Grade-Bluechip-CBs mit hoher Konvexität 	<ul style="list-style-type: none"> – Zyklische Konsumgüter – Unprofitable, teuer bewertete, in der Frühphase befindliche IT und Biotech – Titel mit schwacher Kreditqualität und/oder Liquidität – Kryptowährungsbezogene Titel
Global IG Corporates	<ul style="list-style-type: none"> – Gesundheitswesen, Finanzwerte, TMT-Sektor – USD- und EUR-denominierte Emissionen – BBB-Ratingsegment 	<ul style="list-style-type: none"> – Versorger, Immobilien, Transport – GBP- und CAD-denominierte Emissionen – AA/A-Ratingsegment
Global Corporates	<ul style="list-style-type: none"> – Gesundheitswesen, Finanzwerte, Konsumgüter, Autos – Investment Grade – Industriestaaten 	<ul style="list-style-type: none"> – Transport, Energie, Chemie, Versorger – High Yield – Emerging Markets
Global High Yield	<ul style="list-style-type: none"> – Investitionsgüter – Gesundheitswesen – Telekommunikation 	<ul style="list-style-type: none"> – Transport – Finanzdienstleistungen – Versicherungen
Emerging Markets – Defensiv	<ul style="list-style-type: none"> – Lateinamerika (Chile, Peru), Osteuropa, Afrika – Defensive Sektoren, Öl & Gas – Laufzeiten 7-10 Jahre 	<ul style="list-style-type: none"> – Asiatische Länder mit hohem Marktbeta (Indien, Indonesien) – Industriewerte
Emerging Markets – Dynamisch / Opportunistisch	<ul style="list-style-type: none"> – Lateinamerika (Brasilien, Kolumbien), Osteuropa – BBB & BB-Ratingsegment – Defensive Sektoren, Öl & Gas 	<ul style="list-style-type: none"> – Asien, Naher Osten – Investment-Grade-Laufzeiten < 3 Jahre – C-Ratingsegment

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 stützt die Finanzmärkte – Unternehmens- und Wandelanleihen als Profiteure

Unternehmen solide aufgestellt wie lange nicht

Während die Staatsverschuldung und die Zinslast immer weiter steigen, zeigen sich die Unternehmen so solide aufgestellt wie schon lang nicht mehr. Denn die Kreditqualität hat sich in den vergangenen Jahren signifikant verbessert. Dies gilt insbesondere für Papiere mit Investment-Grade-Rating.

Laut Global Fund Manager Survey der Bank of America bewerten Investoren die Unternehmensbilanzen so gut wie seit 2016 nicht mehr. Wir sehen nämlich eine Kombination aus steigenden Umsätzen und Gewinnen, während sich das Schuldenwachstum und die Ausschüttungen an die Aktionäre verlangsamen. Daraus ergibt sich ein günstiges Umfeld für Kreditinvestoren.

» Anteil des schwächsten IG-Ratingsegments auf Rekordtief

Die verbesserten Fundamentaldaten spiegeln sich auch in den Ratings wider – und zwar sowohl im Investment-Grade- als auch im High-Yield-Bereich. Bei bonitätsstarken US-Dollar-Papieren ist der Anteil von Anleihen mit dem Rating BBB seit dem Höchststand im Jahr 2018 zurückgegangen, während der Anteil mit dem schwächsten Investment-Grade-Rating BBB- mit 8.6% ein Rekordtief erreicht hat.

Wandelanleihen vor dem Comeback

Auch Wandelanleihen dürften in den kommenden Monaten wieder stärker in den Fokus der Investoren rücken. Denn Unternehmen, die Wandelanleihen ausgeben, zeichnen sich oft durch ein starkes Gewinnwachstum aus. So erwarten die Emittenten von Wandelanleihen im Durchschnitt ein Gewinnwachstum von 18.6% über die nächsten Jahre – fast 70% mehr als der breite Aktienmarkt.

Ein weiterer positiver Aspekt ist die steigende Emissionstätigkeit und Vielfalt der Wandelanleihe-Emittenten. Die Papiere werden zunehmend von Unternehmen sämtlicher Grössen und Branchen ausgegeben, was die Diversifikationsmöglichkeiten deutlich erweitert.

Auch die attraktiven Bewertungen stellen ein Argument für Wandelanleihen dar: Sie bieten das Gewinnwachstum zu einem wesentlich günstigeren Preis und haben einen Abschlag von mehr als 20% beim Kurs/Gewinn-Verhältnis relativ zum erwarteten Gewinnwachstum (PEG) im Vergleich zum breiten Aktienmarkt. Investoren können damit Wachstum zu einem günstigeren Preis einkaufen. In der Vergangenheit haben sich Wandelanleihen bei einem solchen Bewertungsvorteil in der Folge häufig stärker entwickelt als die Aktienmärkte – eine Entwicklung, die wir auch in diesem Jahr sehen könnten.

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. Die zukünftige Wertentwicklung unterliegt der individuellen Besteuerung, die von der persönlichen Situation des jeweiligen Anlegers abhängig ist und sich in der Zukunft ändern kann. 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