

# » *Fisch View*

*Thema im September:  
„Kontrollverlust der Notenbanken?“*



01.09.2025



**Beat Thoma**  
Chief Investment Officer



**Krishna Tewari**  
Investment Strategist

## Kontrollverlust der Notenbanken?

- Das US-Treasury versucht derzeit mit verschiedenen Mitteln den Markt für US-Staatsanleihen zu unterstützen und die Liquidität im Finanzsystem zu erhöhen.
- Gleichzeitig soll der US-Dollar geschwächt werden, um die amerikanischen Exporte anzukurbeln – ein schwächerer US-Dollar erlaubt ausländischen Zentralbanken zudem ihre Geldpolitik zu lockern und damit die globale Liquidität zusätzlich zu erhöhen.
- Aktien- und Kreditmärkte profitieren von höherer Liquidität – wir bleiben vom Risikoexposure her noch leicht übergewichtet positioniert.

## Wirtschaftliche Gesamtsituation

Die globale Konjunktur wird seit einiger Zeit von hohen Staatsausgaben und stark steigender Marktliquidität gestützt. Nachhaltig ist diese Entwicklung nicht: Es drohen Probleme, sobald diese Stimuli reduziert oder ganz entzogen werden. Im Moment zeichnen sich jedoch noch keine unmittelbaren Gefahren ab. Neben den USA hat auch China aktuell einen positiven Einfluss auf die globale Liquidität, da die Geldpolitik gelockert und die Konjunktur stabilisiert wird.

## Aktuelle Entwicklungen: Die globale Liquidität steigt weiter

- Bereits seit geraumer Zeit ist in den USA eine Manipulation der Zinskurve und der Finanzmarktliquidität durch das US-Treasury zu beobachten. Dabei werden die rapide wachsenden Staatsschulden durch die Emission von T-Bills anstelle von länger laufenden Bonds und Notes finanziert. T-Bills sind geldähnlich und führen deshalb zu einer höheren Finanzmarktliquidität. Gleichzeitig entlasten sie das lange Ende der Zinskurve und tragen so zu einer Dämpfung der Renditen langfristiger Staatsanleihen bei.
- Da gleichzeitig auch mehr als 60% der globalen Notenbanken derzeit ihre Geldpolitik lockern, insbesondere auch die People's Bank of China (PBoC), steigt die globale Finanzmarktliquidität. Und dies treibt die Kurse für risikoreiche Anlagen (Aktien, Unternehmensanleihen, aber auch Bitcoin) weltweit nahezu ungebremst weiter nach oben.
- Die zunehmende Liquidität und die hohen Staatsausgaben treiben aber auch die langfristigen Staatsanleihenrenditen, die Inflation und insbesondere die Inflationserwartungen nach oben. Allerdings sind diese Gefahren momentan noch zu klein und werden deshalb an den Aktien- und Anleihenmärkten vorerst noch ignoriert.

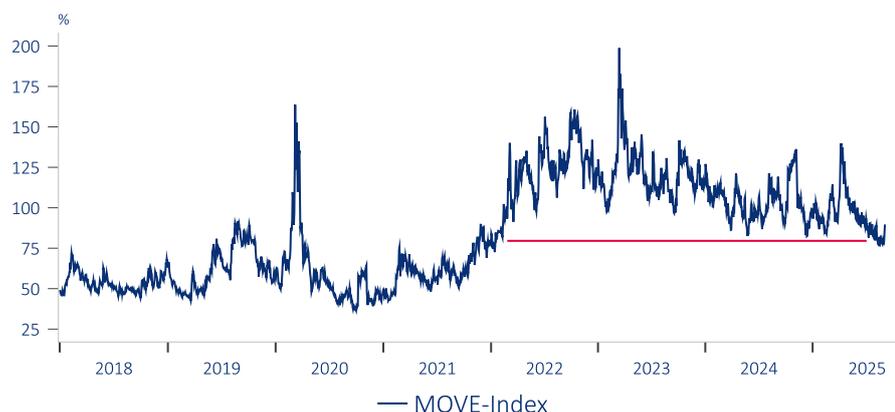
➔ **Auf dem Radar: Zinsmanipulationen verlieren an Wirkung (Seite 6)**

## Einschätzung & Ausblick: Viel Treibstoff für die Finanzmärkte

### » Das US-Treasury und die Fed schonen das lange Ende der Zinskurve.

- Das US-Treasury und die Fed versuchen bereits seit einiger Zeit, die Renditen am langen Ende der Zinskurve nach unten zu drücken. Es wird dazu eine Reihe von Massnahmen ergriffen. Neben der bereits erwähnten verstärkten Emission von T-Bills (die aufgrund ihrer Geldähnlichkeit die Liquidität im Finanzsystem erhöhen) werden Staatsanleihen mit langer Laufzeit am Markt zurückgekauft, was den Preis steigen lässt und damit die Renditen senkt. Zudem wird öffentlich Einfluss auf die Fed und sogar auf das «Bureau of Labor Statistics» (BLS) genommen, mit dem Ziel, die Anleihenmärkte zu beeinflussen.
- Ausserdem dürfte in absehbarer Zeit die «Supplementary Leverage Ratio» (SLR) gelockert werden, um es dem US-Bankensystem zu ermöglichen, noch mehr Staatsanleihen zu kaufen. Auch die Fed versucht parallel zu den Massnahmen des US-Treasury die Volatilität an den Anleihenmärkten (und die Spreads an den Geldmärkten) mit gezielten Liquiditätsspritzen zu dämpfen. Der MOVE-Volatilitätsindex für US-Staatsanleihen ist in den vergangenen Monaten entsprechend gefallen.
- Alle diese Massnahmen dienen nicht nur dem Ziel tieferer Renditen am langen Ende der Zinskurve, sondern erhöhen auch die Liquidität im Finanzsystem und treiben damit die Aktien- und Kreditmärkte bis auf weiteres nach oben. Zudem dürfte dies mittelfristig auch den US-Dollar unter Druck bringen, was aber von der US-Regierung (und damit auch vom US-Treasury) gewünscht und gefördert wird.
- Diese amerikanische Geldmaschinerie wirkt auch auf die globalen Finanzmärkte – verstärkt dadurch, dass viele andere Zentralbanken ihre Geldpolitik ebenfalls lockern. Allein China hat in den vergangenen Monaten umgerechnet mehr als 1'500 Milliarden US-Dollar in sein Finanzsystem gepumpt.
- Neben dem vielen Treibstoff für die Finanzmärkte profitiert auch die globale Konjunktur. GDPNow-Schätzungen deuten auf robustes Wachstum in den USA und eine moderate Erholung in Europa (trotz US-Zöllen). Die dadurch entstehenden Rückkopplungen verstärken den positiven Trend an den Aktien- und Kreditmärkten, führen aber auch zu Aufwärtsdruck bei den langfristigen Staatsanleihenrenditen und der Inflation.

**Chart: Erwartete Volatilität von US-Staatsanleihen fällt**



Quellen: ICE BofAML, Macrobond, 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>– Halbleiter (KI-bezogen)</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>– 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>– Gesundheitswesen, Finanzwerte, Autos</li> <li>– EUR-denominierte Emissionen</li> <li>– BBB-Ratingsegment</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Versorger, Konsumgüter und -dienstleistungen</li> <li>– GBP- und CAD-denominierte Emissionen</li> <li>– A-Ratingsegment</li> </ul>   |
| <b>Global Corporates</b>            | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Gesundheitswesen, Finanzwerte, Autos</li> <li>– BBB &amp; BB-Ratingsegment</li> <li>– Industriestaaten</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Versorger, Transport, Chemie</li> <li>– AA &amp; B-Ratingsegment und tiefer</li> <li>– Emerging Markets</li> </ul>   |
| <b>Global High Yield</b>            | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Investitionsgüter</li> <li>– Gesundheitswesen</li> <li>– Telekommunikation</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Transport</li> <li>– Finanzdienstleistungen</li> <li>– Versicherungen</li> </ul>   |
| <b>Emerging Markets – Defensiv</b>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Lateinamerika (Mexiko, Peru), Osteuropa</li> <li>– Versorger, supranationale Institutionen</li> <li>– Laufzeiten 7-10 Jahre</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Asiatische Länder mit hohem Marktbeta (Indien, Indonesien)</li> <li>– Industrierwerte</li> </ul>   |
| <b>Emerging Markets – Dynamisch</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Lateinamerika (Mexiko, Brasilien, Kolumbien), Osteuropa</li> <li>– BBB &amp; BB-Ratingsegment</li> <li>– Versorger, Metalle &amp; Bergbau (insb. Edelmetalle)</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Asien, Naher Osten</li> <li>– Investment-Grade-Laufzeiten &lt; 3 Jahre</li> <li>– C-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: Zinsmanipulationen verlieren an Wirkung

Seit die Fed und die EZB mit ihren Zinssenkungszyklen begonnen haben, sind die Renditen auf 10-jährige Staatsanleihen deutlich angestiegen. Damit bewegt sich das lange Ende der Zinskurve entgegen der von den Zentralbanken gewünschten Richtung. Diese Entwicklung ist gefährlich und deutet auf einen beginnenden Kontrollverlust der Fed und auch der EZB über die Zinsentwicklung bei langfristigen Staatsanleihen. Die untenstehende Grafik belegt dies deutlich, hier im Fall der EZB.

Die Gründe dafür sind einerseits eine hartnäckige Inflation, insbesondere in den USA. Die Investoren verlangen deshalb eine höhere Risikoprämie auf Investments in Staatsanleihen, um eine drohende Geldentwertung zu kompensieren. Andererseits drückt auch die derzeit stark steigende Staatsverschuldung, ebenfalls vor allem in den USA, das Zinsniveau nach oben.

### » Zinsmanipulationen verlieren an Wirkung.

Und die Zinsen steigen, obwohl das US-Treasury und die Fed derzeit mit allen Mitteln versuchen, das lange Ende der Zinskurve nach unten zu manipulieren. Dazu werden fast ausschließlich T-Bills anstelle von länger laufenden Staatsanleihen emittiert, um das Angebot bei Langläufern zu verknappen. Zudem drückt die Fed durch gezielte Liquiditätsspritzen die Volatilität am US-Staatsanleihenmarkt, was ebenfalls zinsdämpfend wirkt. Und weiterhin wird die Reduktion der „Supplementary Leverage Ratio“ (SLR) diskutiert, was ebenfalls die Nachfrage der Banken nach Staatsanleihen erhöhen würde.

Da alle diese Massnahmen immer weniger Wirkung zeigen, droht tatsächlich ein Kontrollverlust der Notenbanken. Weitere Leitzinssenkungen im September könnten zudem die Situation weiter verschärfen, da in diesem Fall die Inflationsängste zusätzlich angeheizt würden. Ein weiterer Anstieg der Renditen für 30- und 40-jährige japanische Staatsanleihen (JGB) ist ein ergänzender Risikofaktor, der Kapital nach Japan locken und damit zu Zinsaufwärtsdruck bei US-Treasuries und Deutschen Bundesanleihen führen könnte.

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



Quellen: Macrobond, 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. 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