

# » *Fisch View*

*Thema im Oktober:  
„Machtkampf zwischen Fed und US-Treasury“*



04.10.2025



**Beat Thoma**  
Chief Investment Officer



**Krishna Tewari**  
Investment Strategist

## Machtkampf zwischen Fed und US-Treasury

- Der globale Liquiditätszyklus nähert sich seinem Ende, befindet sich aber im Moment noch in einer Aufwärtsphase. Das treibt weiterhin die Aktien- und Kreditmärkte.
- Die hohe Liquidität befeuert zusammen mit hohen Staatsausgaben das globale konjunkturelle Wachstum und damit die Inflation. Somit besteht auch Aufwärtsdruck bei den langfristigen Zinsen.
- In diesem Umfeld bleiben wir vom Risikoexposure her weiterhin leicht übergewichtet und bei der Duration neutral bis leicht kürzer.

## Wirtschaftliche Gesamtsituation

Trotz einer oberflächlichen Abkühlung des US-Arbeitsmarktes sind in den USA derzeit keine Rezessionssignale auszumachen. Die GDPNow-Schätzung der Atlanta Fed für das dritte Quartal liegt bei 3.8% und der aussagekräftige „Weekly Economic Indicator“ (WEI) signalisiert stabiles Wachstum auf Wochenbasis. Zudem sind die Einzelhandelsumsätze und die Reisetätigkeit nahe an historischen Höchstständen. Die US-Staatsausgaben und die Liquidität steigt. Die jüngste Zinssenkung der Fed war deshalb unnötig. Und auch in Europa ist eine leichte Wachstumsbeschleunigung zu beobachten.

## Aktuelle Entwicklungen: Finanzmärkte ignorieren Risiken

- Der globale Liquiditätszyklus ist mittlerweile weit fortgeschritten und nähert sich seinem Höhepunkt. Allerdings steigt die Liquidität trotz abnehmendem Momentum derzeit noch weiter an und sorgt damit für Rückenwind an den Aktien- und Kreditmärkten.
- Dadurch wird auch die globale Konjunktur gestützt. Allerdings basiert das Wachstum eben fast ausschliesslich auf der erwähnten Liquiditätsausweitung sowie hohen Staatsausgaben und ist damit nicht nachhaltig.
- Weiterhin tobt ein Machtkampf zwischen dem US-Treasury und der Fed. Das US-Treasury übernimmt zunehmend Aufgaben der Fed, darunter die Zinskurvenkontrolle über T-Bill-Emissionen und Käufe langlaufender Staatsanleihen. Eine solche Einmischung ist historisch einmalig und untergräbt das Vertrauen der Märkte in die Institutionen.
- Allerdings werden aktuell die diesbezüglichen Risiken an den Finanzmärkten ignoriert. Ein Dollareinbruch und ein deutlicher Anstieg der langfristigen Zinsen sind noch nicht erfolgt.

## Einschätzung & Ausblick: Noch keine Verkaufssignale

- Der derzeitige Machtkampf zwischen dem US-Treasury und der Fed ist noch lange nicht entschieden, verunsichert aber die Märkte. Es droht ein Vertrauensverlust der Investoren in die Fähigkeit der Fed, die Zinsen und die Inflation zu kontrollieren. Im Rahmen dieses Machtkampfs entzieht die Fed den Märkten über eine Fortführung des „Quantitative Tightenings“ (QT) und anderen Massnahmen Liquidität mit dem Ziel, die expansive Wirkung der jüngsten Zinssenkung und der liquiditätsfördernden T-Bill-Emissionen des US-Treasury zu kompensieren.
- Der Entzug von Fed-Liquidität hat dabei einen direkten Einfluss auf die Aktien- und Geldmärkte, während die neu generierte US-Treasury-Liquidität (über T-Bill Emissionen und höhere Staatsverschuldung) vorwiegend auf die Konjunktur wirkt. Dementsprechend ist in den kommenden Monaten tendenziell mit Stress an den Aktien- und Geldmärkten zu rechnen, dafür aber mit weiterhin guter Unterstützung für die US-Konjunktur.
- In diesem Zusammenhang sind jüngste Aussagen von Finanzminister Scott Bessent und dem neu ernannten Fed-Gouverneur Steven Miran interessant, die sich beide für eine Fortführung des Fed-QT aussprechen. Damit sind sie diesbezüglich nicht im Widerspruch zur Fed. Das macht aber Sinn, da Bessent und Miran in erster Linie an einer guten Konjunktur und nicht an einem starken Aktienmarkt (und inflationären Geldmengen) interessiert sind. Allerdings würde eine bessere Konjunktur die langfristigen Zinsen und die Inflation tendenziell nach oben treiben, was wiederum unerwünscht ist – insbesondere auch von US-Präsident Trump. Insgesamt ergeben sich daraus teilweise widersprüchliche Signale für die Börsen.
- Wichtig ist aber im Moment, dass die globale Liquidität noch steigt. Allerdings nimmt das Momentum ab und die Fed reduziert wie erwähnt die Liquidität (und damit die Bankreserven) in den USA. Für die globalen Märkte würde das aber erst dann gefährlich, wenn die US-Bankreserven von aktuell 2'960 Mia. US-Dollar unter die Marke von 2'800 Mia. fallen. In diesem Fall ist mit stark steigenden Spreads zwischen den Geldmarktzinsen (SOFR) und den Fed Funds-Zinsen zu rechnen. Das wäre dann auch global ein starkes Warnsignal für „Risky Assets“.

» **US-Bankreserven nähern sich der Gefahrenzone.**

**Chart: Globale Liquidität stützt Finanzmärkte und Konjunktur – Beispiel USA**



— Atlanta Fed GDPNow — Reales US-Wirtschaftswachstum (ggü. Vorquartal)

Quellen: Atlanta Fed, BEA, 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, TMT</li> <li>– EUR-denominierte Emissionen</li> <li>– BBB-Ratingsegment</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– US-Versorger, Konsumgüter, Energie</li> <li>– USD-, 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>– US-Versorger, Transport, Konsumgüter</li> <li>– AA &amp; B-Ratingsegment und tiefer</li> <li>– Emerging Markets High Yield</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>– Asien (Indien, Hongkong)</li> <li>– Industrierwerte</li> </ul>
<b>Emerging Markets – Dynamisch</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Lateinamerika (Mexiko, Brasilien, Kolumbien), Osteuropa</li> <li>– BB-Ratingsegment</li> <li>– Versorger, Metalle &amp; Bergbau (insb. Edelmetalle)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Asien, Naher Osten Investment Grade</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: Machtkampf zwischen Fed und US-Treasury

Im Moment tobt ein historisch einmaliger Machtkampf um die Geldpolitik in den USA zwischen der Fed und dem US-Treasury. Dabei emittiert das US-Treasury grosse Mengen an kurz laufenden T-Bills, um die steigenden Staatsschulden zu finanzieren und gleichzeitig das lange Ende der Zinskurve zu schonen. Zusätzlich werden aktiv langlaufende Staatsanleihen gekauft, die mit T-Bills finanziert werden. Diese Massnahmen werden als „Operation Twist“ bezeichnet, sind stark liquiditätssteigernd und liegen eigentlich im Aufgabenbereich der Fed und der Geldpolitik. Gleichzeitig hält die Fed derzeit dagegen und entzieht dem Markt über QT und die Reduktion der US-Bankreserven Liquidität. Die jüngste Zinssenkung der Fed spielt in diesem Zusammenhang keine Rolle, da die direkte Liquiditätssteuerung viel wirksamer ist als Zinssenkungen.

Dieser Machtkampf ist gefährlich, da der Einfluss auf die Finanzmärkte nicht genau abgeschätzt werden und ein Vertrauensverlust in die Behörden resultieren kann. Trotzdem lassen sich gewisse Schlussfolgerungen ziehen: Die durch das US-Treasury generierte Liquidität fliesst in die Wirtschaft und die von der Fed entzogene Liquidität fehlt an den Aktienmärkten. Somit ist die aktuelle Entwicklung kurzfristig riskant für Aktien, aber unterstützend für die US-Konjunktur. Die folgende Grafik zeigt eine Divergenz zwischen fallender Fed-Liquidität, aber immer noch steigenden Aktienmärkten. Gleichzeitig ist das US-GDPNow für das dritte Quartal auf 3.8% angestiegen und bestätigt damit starkes konjunkturelles Momentum.

» Es droht eine technische Korrektur am US-Aktienmarkt.

Es droht daher eine technische Korrektur am US-Aktienmarkt, auch aufgrund sehr hoher Bewertungen. Allerdings wird bei zu viel Volatilität die Fed sofort wieder unterstützend eingreifen und ihren aktuellen Liquiditätsentzug wieder in Liquiditätsspritzen umwandeln.

Chart: Fed-Liquidität nimmt ab



\* Summe der US-Dollar-Bestände in der Reverse-Repo-Fazilität der Fed und im Treasury General Account des US-Treasury.

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