

» *Fisch View*

*Thema im Mai:
„Märkte blenden Risiken aus“*



28. April 2026



Beat Thoma
Chief Investment Officer



Krishna Tewari
Investment Strategist

Märkte blenden Risiken aus

- Staatsschulden und Inflation laufen insbesondere in den USA seit einiger Zeit bedenklich in die falsche Richtung.
- Da es sich hier um langfristige strukturelle Trends handelt, ist auch nach einer allfälligen Beendigung des Irankonflikts keine Besserung in Sicht.
- Allerdings wirken aktuell verschiedene schadensdämpfende Faktoren, welche einem imminents Kontrollverlust entgegenwirken.
- Wir bleiben deshalb trotz zunehmender Gefahren im Risiko- und Zinsexposure in einer neutralen Bandbreite zu den Vergleichsindizes.

Wirtschaftliche Gesamtsituation

Die globale Konjunktur profitiert weiterhin von einer zunehmenden Verlagerung der Finanzmarktliquidität in die Realwirtschaft, hohen Investitionen im Technologiesektor sowie steigenden Staatsausgaben, die vorwiegend über kurzfristige Schuldpapiere finanziert und damit monetisiert werden. Zudem erhöht China seit längerem massiv die Liquidität, welche ebenfalls vorwiegend in reale Investitionen fließt – mit globalen Impulsen. Allerdings ist diese Entwicklung längerfristig nicht nachhaltig und führt potenziell zu Aufwärtsdruck bei der Inflation und den Zinsen.

Aktuelle Entwicklungen: Negative Rückkopplungen drohen

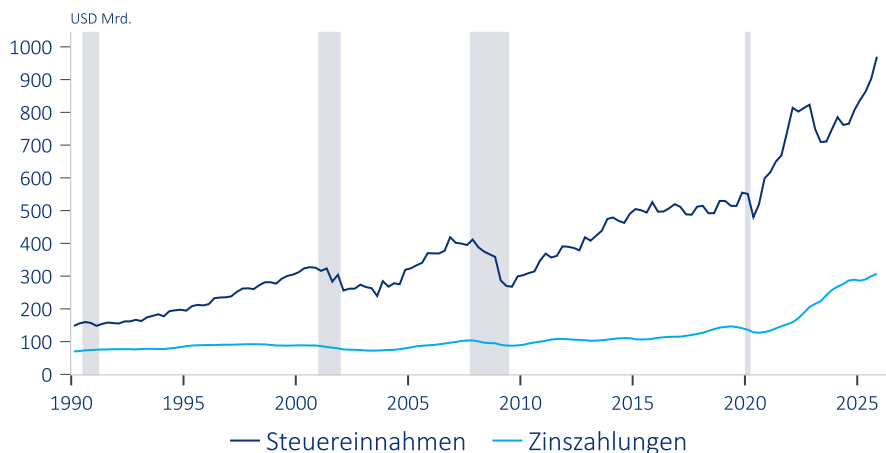
- Inflation und Staatsschulden steigen seit längerem insbesondere in den USA, aber auch global, aufgrund struktureller Faktoren deutlich an. Diese Trends werden kurzfristig durch höhere Energiepreise und steigende Rüstungsausgaben zusätzlich verstärkt.
- Die strukturellen Treiber der steigenden Staatsausgaben sind sowohl kaum umkehrbare Sozialausgaben als auch steigende Zinskosten. Zusätzlich stützen höhere Staatsausgaben die Konjunktur, was wiederum zu höheren Inflationsraten führen kann. Das kann eine gefährliche Rückkopplung auslösen und den Inflationsdruck weiter erhöhen. Diese Entwicklungen werden im Fall eines Endes des Irankrieges nicht nennenswert gebremst, sondern laufen einfach weiter.
- Gleichzeitig nimmt die für die Finanzmärkte wichtige globale Liquidität seit einiger Zeit ab. Gründe hier sind zunehmend restriktive Zentralbanken (mit Ausnahme von China) sowie eine Umlenkung von Finanzmarktliquidität in die Realwirtschaft. Verstärkt wird dieser Trend durch einen hohen Refinanzierungsbedarf an den globalen Anleihenmärkten in den kommenden Monaten.

Einschätzung & Ausblick: Die Lage bleibt unter Kontrolle

- Die aktuell zu beobachtende Kombination aus steigender Staatsverschuldung, zunehmendem Inflationsdruck, steigenden Staatsanleihenrenditen und gleichzeitig rückläufiger Finanzmarktliquidität ist eine gefährliche Kombination für die globalen Aktien- und Staatsanleihenmärkte. Problematisch ist zudem, dass es sich bei den Treibern der Staatsverschuldung und der Inflation um strukturelle Faktoren handelt, die nur schwer umzukehren sind und zudem auch nach einem allfälligen Ende des Irankrieges weiterwirken. Die globale Liquidität fällt ebenfalls strukturell aufgrund eines regelmässigen 7-Jahreszyklus und einer aktuell anziehenden globalen Konjunktur, die Kapital von den Finanzmärkten absaugt. Exemplarisch zu nennen sind hier die riesigen Kapitalinvestitionen der Mag7 in den USA.
- Zudem drohen verschiedene Rückkopplungsschleifen, die zu einem schnellen Aufschaukeln von Problemen führen können. So führt eine solide Konjunktur zu mehr Inflation und höheren Zinsen. Das reduziert die Liquidität, was den Aktienmarkt und nachgelagert auch die Konjunktur dämpft. Das wiederum reduziert die Steuereinnahmen und erhöht somit das Staatsdefizit noch weiter, was abermals zinssteigernd wirkt. Und damit schliesst sich der Kreis.
- Vorerst bleibt die Situation aber unter Kontrolle. Die erwähnten Rückkopplungen wirken noch nicht. Grund dafür sind zwei wichtige positive Faktoren, welche die Inflation und das Staatsdefizit derzeit noch dämpfen: Erstens steigen die für die Inflation zentralen Geldmengen M2 aufgrund restriktiver Notenbanken nur moderat und zu wenig für eine starke Beschleunigung der Inflation. Zweitens dämpfen die derzeit enorm hohen Steuereinnahmen in den USA (wegen guter Konjunktur und steigender Aktienmärkte) das Staatsdefizit und damit die langfristigen Zinsen. Zudem führen Inflationsraten von derzeit knapp 3.5% zu einer zusätzlichen Reduktion der realen Staatsschuldenlast.

» Die Geldmenge M2 wirkt dämpfend auf die Inflation.

Chart: Steigende Steuereinnahmen in den USA dämpfen das Staatsdefizit



Quellen: Macrobond, Fisch Asset Management

Positionierung: Aktien in Wandelanleihen tauschen

» **Kapitalvorschriften für das Bankensystem werden gelockert**

- Da aktuell wichtige Treiber für die Finanzmärkte wie die Inflation und Staatverschuldung global zwar in die falsche Richtung laufen, aber aufgrund der oben erwähnten Faktoren vorerst noch unter Kontrolle sind, bleiben wir bei Risiko- und Zinsexposure in einer neutralen Bandbreite.
- Zudem ist im Fall von grösseren Marktturbulenzen (sowohl an den Aktien- wie auch Kreditmärkten) mit einem schnellen Eingreifen der Notenbanken zu rechnen. In den USA werden bereits jetzt gewisse Kapitalvorschriften für das Bankensystem gelockert, was zu einer beträchtlichen Liquiditätsausweitung und höheren Kreditvergabe führt. Zusammen mit der zunehmenden Finanzierung der US-Staatsverschuldung über kurze T-Bills und Rückkäufen langlaufender Staatsanleihen durch das US-Treasury, was einer heimlichen Monetisierung der Staatsverschuldung entspricht, entsteht ein stark dämpfender Effekt auf das langfristige Zinsniveau in den USA.
- Deshalb werden potenzielle Gefahren an den Finanzmärkten derzeit fast vollständig ignoriert, was kurzfristig entsprechend unterstützend wirkt. Trotzdem sollten die drohenden negativen Rückkopplungen und die aktuelle Divergenz zwischen fallender Finanzmarktliquidität aufgrund restriktiver Zentralbanken und gleichzeitig steigenden Aktienkursen im Auge behalten werden. Zudem besagt die bekannte «Taylor-Rule» indirekt, dass das US-Zinsniveau für 10-jährige Staatsanleihen bei 6% liegen sollte und eben nicht bei den aktuellen knapp 4.40%. Insgesamt sind die Risikoprämien an den Märkten derzeit also unzureichend und die Bewertungen zu hoch.
- Es müssen deshalb eine Reihe wichtiger Indikatoren beobachtet werden, die bei Erreichen gewisser «Trigger-Levels» Signale zur Risikoreduktion liefern. Diese Indikatoren sind: USD/Yen, Staatsanleihenrenditen mit Laufzeiten von 10, 30 und 40 Jahren in den USA sowie Japan, SOFR–Fed Funds Spreads, Bitcoin (als Liquiditätsindikator) und technische Unterstützungszonen an den Aktienmärkten.
- Wir empfehlen zudem, bereits jetzt Aktien in Wandelanleihen zu tauschen, da diese ein interessantes asymmetrisches Chancen-/Risiko-Profil bieten.

Renditetreiber	USA	Europa	Japan	Asien ex-Japan	LatAm	CEEMEA	Key:
Aktien	o ↑	o	o ↑	o	+	o	++ Sehr positiver Markt
Staatsanleihen	-	- ↓	-				+ Positiver Markt
Credit IG (Spreads)	o ↓	o		o	+	o	o Neutral
Credit HY (Spreads)	o	o		o	+	o	- Negativer Markt
Gesamtrendite							-- Sehr negativer Markt
Wandelanleihen	o ↑	o	o ↑	+ ↑			
Credit IG	o ↓	o ↓		o	+	o	
Credit HY	+ ↑	+ ↑		o	+	o	
Rohstoffe							
	Edelmet	Indumet	Energie				
	+	+	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"> – IT (KI-begünstigt) – 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, Freizeit – BBB-Ratingsegment – Laufzeiten 5-10 Jahre 	<ul style="list-style-type: none"> – Technologie, Investitionsgüter, Transport – GBP- und CAD-denominierte Emissionen – Laufzeiten > 15 Jahre
Global Corporates	<ul style="list-style-type: none"> – Gesundheitswesen, Finanzwerte, Energie – BBB & BB-Ratingsegment – Nordamerika 	<ul style="list-style-type: none"> – Grundstoffindustrie, Transport, Versicherungen – A- & B-Ratingsegment – Emerging Markets
Global High Yield	<ul style="list-style-type: none"> – Medien – Grundstoffindustrie – Einzelhandel 	<ul style="list-style-type: none"> – Finanzdienstleistungen – Versorger – Konsumgüter
Emerging Markets – Defensiv	<ul style="list-style-type: none"> – Lateinamerika (Mexiko, Brasilien), Osteuropa, Saudi-Arabien – Versorger, supranationale Institutionen – Laufzeiten 7-10 Jahre 	<ul style="list-style-type: none"> – Asien (Indien, Hongkong) – Industrierwerte
Emerging Markets – Dynamisch	<ul style="list-style-type: none"> – Lateinamerika (Mexiko, Brasilien, Kolumbien), Osteuropa – BB-Ratingsegment – Versorger, supranationale Institutionen, Öl & Gas 	<ul style="list-style-type: none"> – Asien Investment Grade (China, Hongkong) – Investment-Grade-Laufzeiten < 3 Jahre

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: Geldmenge M2 und die Inflation

Die Geldmenge M2 ist einer der zuverlässigsten vorauslaufenden Indikatoren für die Inflationsentwicklung. Die folgende Grafik illustriert diesen Zusammenhang für die USA seit dem Jahr 1960. Steigende Geldmengen führen mit einer Verzögerung von 6 bis 18 Monaten zu steigender Inflation und umgekehrt.

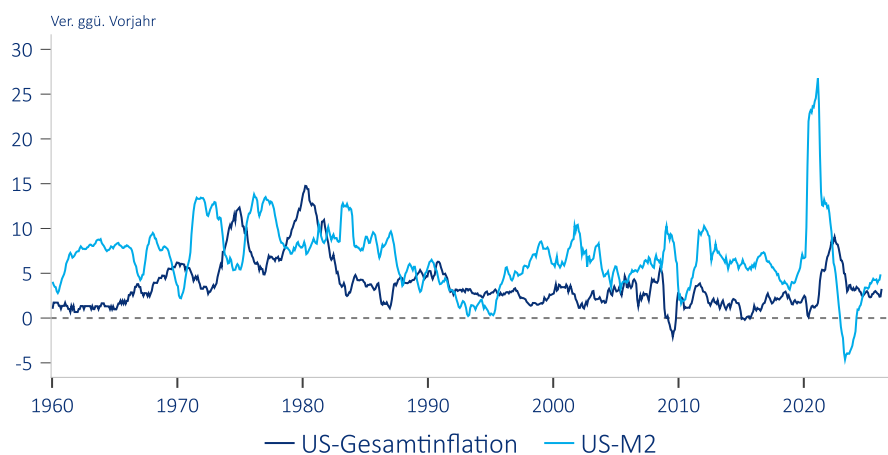
Allerdings wird aus der Grafik ebenfalls deutlich, dass in der Vergangenheit jeweils ein Geldmengenwachstum im Bereich von 8-10% oder mehr nötig war, um einen signifikanten Anstieg der Inflation zu generieren. Das aktuelle Niveau mit 4.9% (auf Jahresbasis) ist damit für eine grosse Teuerungswelle deutlich zu tief.

» **Viele Notenbanken sind aktuell restriktiv**

Wichtige grosse Zentralbanken (EZB, BoJ, BoE und Fed) sind aktuell geldpolitisch restriktiv und reduzieren ihre Bilanzen (d.h. Verkauf von Staatsanleihen und damit Liquiditätsentzug an den Finanzmärkten), um den hartnäckigen Inflationsdruck zu bekämpfen. Dadurch wird auch das M2-Wachstum gedämpft.

Die aktuelle Wachstumsrate ist zudem nicht nur inflationsdämpfend, sondern auch für einen weiteren starken Anstieg der Aktienmärkte stark hinderlich und damit nachgelagert auch konjunkturdämpfend. Deshalb dürfte die Inflation zwar weiter moderat steigen, aber sich eben nicht stark beschleunigen. Und dies könnte vorerst zu einer potenziellen Abflachung der Zinskurven beitragen. Insbesondere wenn wegen dem zu tiefen Geldmengenwachstum in einigen Monaten auch die Aktienmärkte und die Konjunktur an Schwung verlieren. Deshalb bleibt zumindest die Inflationsentwicklung im Moment noch unter Kontrolle, trotz steigender Erdöl- und Benzinpreise. Allerdings ist im Fall von weiter nachlassender Konjunktur und schwachen Aktienmärkten in der Folge mit Unterstützung der Notenbanken und wieder höherem M2-Geldmengenwachstum zu rechnen.

Chart: Die Geldmenge M2 läuft der US-Inflation voraus



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.

© 2026 Fisch Asset Management AG