

» *Fisch View*

*Thema im Juli:
„Die Fed stösst an ihre Grenzen“*



6. Juli 2026



Beat Thoma
Chief Investment Officer



Krishna Tewari
Investment Strategist

Die Fed stösst an ihre Grenzen

- Die globale Konjunktur bleibt widerstandsfähig und profitiert weiterhin von der Verlagerung von Liquidität in die Realwirtschaft.
- Die Fed unter Kevin Warsh zeigt sich überraschend falkenhaft, da ein solider Arbeitsmarkt und eine zunehmend angebotsgetriebene Inflation den Druck auf eine restriktive Geldpolitik erhöhen.
- Beim Risikoexposure bleiben wir neutral bis leicht positiv; Unternehmensanleihen profitieren vom robusten konjunkturellen Umfeld, Wandelanleihen bieten attraktive Asymmetrie.

Wirtschaftliche Gesamtsituation

Die globale Konjunktur bleibt widerstandsfähig und profitiert weiterhin von einer Verlagerung der Finanzmarktliquidität in die Realwirtschaft, getrieben durch den KI-Investitionsboom und hohe Haushaltsdefizite. Die jüngsten Konjunkturdaten fielen entsprechend besser aus als erwartet, und auch den Energiepreisschock hat die Weltwirtschaft bislang gut absorbiert. Entlastend wirkt dabei die vorläufige Einigung zwischen den USA und Iran, in deren Folge der Ölpreis wieder auf das Vorkriegsniveau zurückgefallen ist. Die Kehrseite dieses Umfelds bleibt eine hartnäckige Inflation und zunehmend restriktive Notenbanken.

Aktuelle Entwicklungen: Falkenhafte Fed, knappe Liquidität

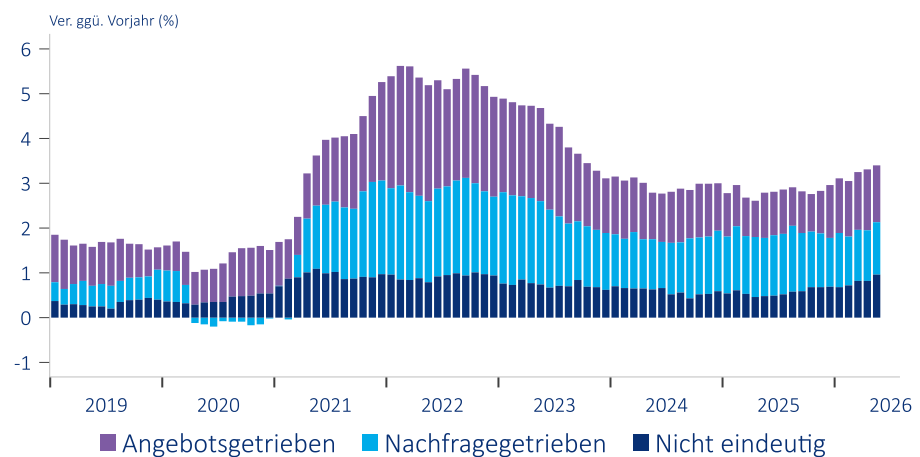
- Die Federal Reserve unter dem neuen Fed-Präsidenten Kevin Warsh zeigte sich überraschend falkenhaft. Rund die Hälfte der Fed-Spitze rechnet bis Ende Jahr mit ein bis zwei weiteren Zinserhöhungen und bestätigt damit die Signale des Bondmarkts, wo die 2-jährige US-Treasury-Rendite bereits zuvor höhere Leitzinsen vorweggenommen hatte. Hintergrund sind eine besser als erwartete Entwicklung am US-Arbeitsmarkt im ersten Halbjahr und eine hartnäckige Inflation. Zudem deutet Warsh einen geldpolitischen Kurs mit weniger Forward Guidance an, wodurch die Märkte unabhängiger auf Konjunkturdaten reagieren sollen.
- Gleichzeitig hat der globale Liquiditätszyklus gedreht und befindet sich nun in einer kritischen Zone. Die Verlagerung von Liquidität aus den Finanzmärkten in die Realwirtschaft führt zu zunehmendem Sauerstoffmangel an den Börsen. Getrieben wird diese Entwicklung von mehreren grossen Trends: hohen Budgetdefiziten, steigenden Verteidigungsausgaben, der Diversifizierung globaler Lieferketten und dem KI-Infrastrukturboom. Sinnbildlich dafür stehen die Mag7, die seit Ende 2025 erstmals netto mehr Kapital über Bond- und Aktienemissionen aufnehmen, als sie über Aktienrückkäufe und Dividenden an die Kapitalmärkte zurückführen.

Einschätzung & Ausblick: Die Fed stösst an ihre Grenzen

» Die Fed kann angebotsgetriebene Inflation nur begrenzt bremsen

- Selbst wenn die Fed den Leitzins in diesem Jahr noch einmal erhöhen sollte wie von den Terminmärkten eingepreist, dürfte dies kaum ausreichen, um die robuste US-Konjunktur zu bremsen. Die Taylor-Rule, welche den angemessenen Leitzins aus Inflation, neutralem Realzins und konjunktureller Auslastung ableitet, würde derzeit sogar ein deutlich höheres Leitzinsniveau nahelegen. Wahrscheinlich ist deshalb ein «Run-it-hot»-Szenario, in dem die Konjunktur spätzyklisch weiter von der Verlagerung von Liquidität in die Realwirtschaft profitiert, die Inflation dadurch aber hartnäckig bleibt.
- Hinzu kommt, dass die Inflation zunehmend angebotsgetrieben ist. Der KI-Investitionsboom in Rechenzentren, Speicherchips, Stromnetze und Kraftwerke stützt zwar die Konjunktur, trifft aber auf knappe Ressourcen und begrenzte Kapazitäten. Auch die Neuverlegung globaler Lieferketten wirkt inflationär. Genau diesen Teil der Inflation kann die Fed aber nur begrenzt kontrollieren. Daraus folgt, dass die Inflationsbekämpfung nicht allein über moderate Zinserhöhungen erfolgen kann; andere Faktoren wie Angebotskapazitäten oder Fiskalpolitik spielen eine weitaus wichtigere Rolle.
- Gleichzeitig bleibt auch die US-Nachfrage dank der «K-shaped Economy» widerstandsfähig: Die oberen Einkommensschichten profitieren überproportional von steigenden Aktienmärkten und tragen so über positive Vermögenseffekte einen grossen Teil der privaten Ausgaben. Dies manifestiert sich insbesondere in einer hartnäckigen Dienstleistungsinflation. Solange die Aktienmärkte auf hohem Niveau bleiben und der KI-getriebene Investitionszyklus anhält, wird eine nachhaltige Disinflation also schwierig zu erreichen sein.
- Vom US-Arbeitsmarkt geht dagegen noch kein ausgeprägter Inflationsdruck aus. Trotz des jüngsten Aufschwungs ist er nicht so angespannt, dass die Löhne stark nach oben getrieben würden; von einer Lohn-Preis-Spirale sind wir weit entfernt. Das Lohnwachstum hat sich normalisiert und liegt bei rund 3.5%, real bleibt damit für den durchschnittlichen US-Konsumenten wenig übrig. Ein wichtiger Frühindikator bleibt die Kündigungsquote: Ein erneuter Anstieg würde auf stärkere Arbeitskräftenachfrage und potenziell höheren Lohndruck hindeuten.

Chart: Die US-Kerninflation (PCE) ist zunehmend angebotsgetrieben



Quellen: Macrobond, Fisch Asset Management

Positionierung: Unternehmensanleihen im Vorteil

» Unternehmensanleihen bleiben fundamental attraktiv

- Die Aufwärtstrends an den Aktienmärkten sind weiterhin intakt. Grössere Risikoreduktionen drängen sich daher erst auf, wenn zentrale technische Unterstützungen unterschritten werden. Gleichzeitig bietet sich bereits heute eine Umschichtung von direkten Aktienanlagen in Wandelanleihen an, da diese ein attraktives asymmetrisches Chancen-/Risikoprofil bieten.
- Bei Staatsanleihen ist Vorsicht angebracht. Die Zinskurve flacht ab, weil robuste Konjunkturdaten, hartnäckige Kerninflation und eine falkenhaftere Fed vor allem die kurzen Renditen nach oben treiben. Gleichzeitig signalisiert die rückläufige Laufzeitprämie für länger laufende Staatsanleihen eine defensivere Positionierung der Investoren: Denn sinkende Liquidität belastet die Aktienmärkte, während langlaufende Staatsanleihen in diesem Umfeld stärker nachgefragt werden.
- Unternehmensanleihen bleiben insgesamt attraktiver als Staatsanleihen. Im High-Yield-Segment stützen solide Fundamentaldaten, hohe laufende Erträge und kurze Duration den Investment Case. Gleichzeitig profitieren Schwellenländeranleihen von der widerstandsfähigen Realwirtschaft und vom Rohstoffzyklus: Rohstoffexportierende Länder erzielen bei höheren Preisen mehr Exporteinnahmen, was ihre Handelsbilanzen und Staatsfinanzen stärkt. Zudem erhöht der globale Investitionsbedarf in Energie, Infrastruktur, Minen und Agrarproduktion den Finanzierungsbedarf in diesen Bereichen und schafft damit zusätzliche Anlagechancen für Anleiheinvestoren.
- Bei Gold bleiben wir taktisch neutral, langfristig aber konstruktiv. Kurzfristig belasten höhere Realzinsen, ein fester Dollar und der gestiegene Liquiditätsbedarf, der zuletzt die Nachfrage in wichtigen Käuferregionen wie dem Nahen Osten und Indien gedämpft hat. Strukturell bleibt das Umfeld jedoch unterstützend: China baut seine Goldreserven weiter aus, um das Vertrauen in den Yuan zu stärken, während viele Schwellenländer-Zentralbanken ihre Abhängigkeit vom US-Dollar reduzieren wollen. Entscheidend ist nun, ob die Liquidität der PBoC wieder zunimmt – dies könnte ein wichtiges Signal für eine neue Aufwärtsbewegung beim Goldpreis sein.

	USA	Europa	Japan	Asien ex-Japan	LatAm	CEEMEA	
Renditetreiber							Key:
Aktien	o	o	o	o	+	o	++ Sehr positiver Markt
Staatsanleihen	o ↑	o ↑	o ↑				+ Positiver Markt
Credit IG (Spreads)	o	o		o	+	o	o Neutral
Credit HY (Spreads)	+	+		-	+	o	- Negativer Markt
Gesamtrendite							-- Sehr negativer Markt
Wandelanleihen	o	o	- ↓	+			
Credit IG	o	o		+	+	+	
Credit HY	+	+		o	+	+	
	Edelmet	Indumet	Energie				
Rohstoffe	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	– 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	– Zyklische Konsumgüter – Unprofitable, teuer bewertete, in der Frühphase befindliche IT und Biotech – Titel mit schwacher Kreditqualität und/oder Liquidität – Kryptowährungsbezogene Titel
Global IG Corporates	– Gesundheitswesen, Finanzdienstleistungen und Banken – BBB-Ratingsegment – EUR-denominierte Emissionen	– Technologie & Elektronik, Medien, Grundstoffindustrie – A-Ratingsegment
Global Corporates	– Gesundheitswesen, Finanzdienstleistungen, Konsumgüter – Developed Markets – BBB- & BB-Ratingsegment	– Technologie & Elektronik, Transport, Grundstoffindustrie – Emerging Markets – A-, B- & CCC-Ratingsegment
Global High Yield	– Telekommunikation – Grundstoffindustrie – Einzelhandel	– Finanzdienstleistungen – Versorger – Versicherungen
Emerging Markets – Defensiv	– Lateinamerika (Mexiko, Brasilien), Osteuropa, Saudi-Arabien – Versorger, Energie – Laufzeiten 7-10 Jahre	– Asien (Hongkong) – Industriewerte
Emerging Markets – Dynamisch	– Lateinamerika (Mexiko, Brasilien, Kolumbien), Osteuropa – High-Yield-Anleihen – Versorger, Konsumgüter	– Asien Investment Grade (China, Hongkong) – A-Ratingsegment – Laufzeiten > 15 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: Kevin Warsh und Greenspans Vermächtnis

Alan Greenspan ist kürzlich im stolzen Alter von 100 Jahren verstorben. Kaum ein Notenbanker prägte die moderne Geldpolitik so stark wie er: Unter seiner Führung gelang es der Fed, die unter Paul Volcker erzielten Fortschritte im Kampf gegen die Inflation zu festigen und das 2%-Inflationsziel als zentralen Anker der Geldpolitik zu etablieren. Sein Vermächtnis war dabei die Überzeugung, dass maximale Beschäftigung langfristig nur über stabile Preise erreichbar ist.

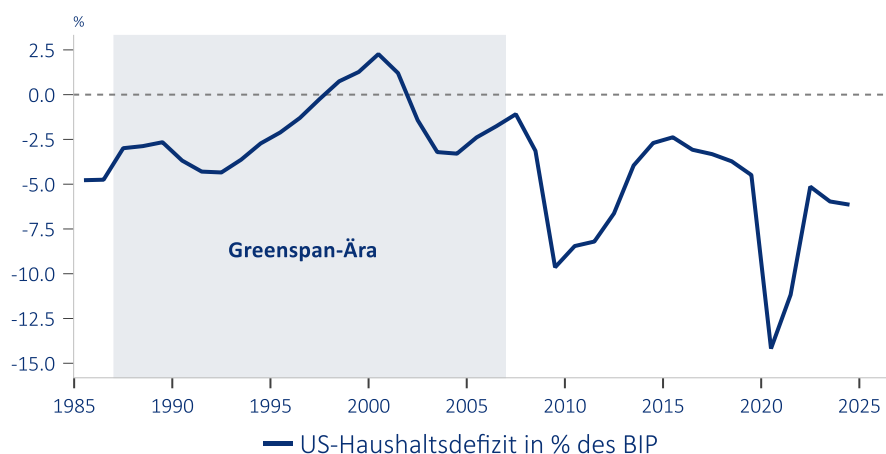
Kevin Warsh knüpft in zentralen Punkten an Greenspans Verständnis von Geldpolitik an. Wie Greenspan sieht auch Warsh Forward Guidance kritisch. Greenspan war bekannt für seine bewusst zurückhaltende Kommunikation; Warsh geht nun in eine ähnliche Richtung. Bereits das schriftliche Statement nach der Juni-Sitzung wurde deutlich gekürzt und um vorausschauende Einschätzungen zur wirtschaftlichen Entwicklung und zum geldpolitischen Kurs reduziert. Ziel ist es, den Märkten weniger Anhaltspunkte zu geben, um ihre Erwartungen an die Fed laufend zu justieren. Stattdessen sollen die Finanzmärkte wieder stärker selbst auf Konjunktur- und Inflationsdaten reagieren, während die Fed ihrerseits aus den Marktreaktionen zusätzliche Informationen gewinnt.

» **Weniger Forward Guidance kann die Zinsvolatilität erhöhen**

Damit sinkt zwar das Risiko, dass die Fed durch falsche Signale an Glaubwürdigkeit verliert. Die Kehrseite ist jedoch eine potenziell höhere Volatilität, da Zinserwartungen zwischen den Sitzungen weniger stark verankert sind und Zinsentscheide der Fed wieder marktbewegender werden könnten.

Auch wirtschaftlich gibt es Parallelen: Wie zu Beginn der Greenspan-Ära liegt die Kerninflation heute auf einem erhöhten Niveau, und erneut befinden wir uns in einer Phase tiefgreifender technologischer Veränderung. Greenspan lag in den 1990er-Jahren richtig damit, dass Produktivitätsfortschritte disinflationär wirken können. Ob KI diesmal einen ähnlichen Effekt entfaltet, bleibt offen. Der grosse Unterschied liegt im fiskalischen Umfeld: Heute sind Staatsverschuldung und Fed-Bilanz deutlich höher, was den geldpolitischen Spielraum stärker einschränkt als zu Greenspans Zeiten. Warshs grösste Herausforderung wird darin bestehen, die Geldpolitik durch ein Umfeld zu navigieren, das zugleich von den Chancen und Risiken der KI-Revolution und von hohen strukturellen Haushaltsdefiziten geprägt ist.

Chart: Hohe US-Haushaltsdefizite erschweren die Aufgabe der Fed



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