

» *Fisch View*

*Thema im August:
„Kevin Warsh und das Urteil der Märkte“*



4. August 2026



Beat Thoma
Chief Investment Officer



Krishna Tewari
Investment Strategist

Kevin Warsh und das Urteil der Märkte

- Die globale Konjunktur bleibt widerstandsfähig und profitiert weiterhin von der Verlagerung von Liquidität in die Realwirtschaft.
- Die Fed bleibt abwartend; die Aussagen von Kevin Warsh beim Fed-Zinsentscheid im Juli könnten paradoxerweise den Druck auf die US-Notenbank erhöhen, den Leitzins noch in diesem Jahr anzuheben.
- Beim Risikoexposure werden wir schrittweise vorsichtiger; Unternehmensanleihen profitieren weiterhin vom guten konjunkturellen Umfeld, während Wandelanleihen attraktive Asymmetrie bieten.

Wirtschaftliche Gesamtsituation

Die globale Konjunktur profitiert weiterhin von der Verlagerung der Finanzmarktliquidität in die Realwirtschaft, getrieben durch hohe Haushaltsdefizite und den KI-Investitionsboom. Diese robuste Ausgangslage hat dazu beigetragen, dass die Weltwirtschaft den deutlichen Ölpreisschock infolge des Iran-Konflikts bislang gut absorbiert hat. Die jüngsten Entwicklungen im Nahen Osten zeigen jedoch, dass dieser Belastungsfaktor keineswegs ausgestanden ist. Die Kehrseiten dieses Umfelds bleiben allerdings eine hartnäckige Inflation und zunehmend restriktive Notenbanken.

Aktuelle Entwicklungen: Fed bleibt abwartend

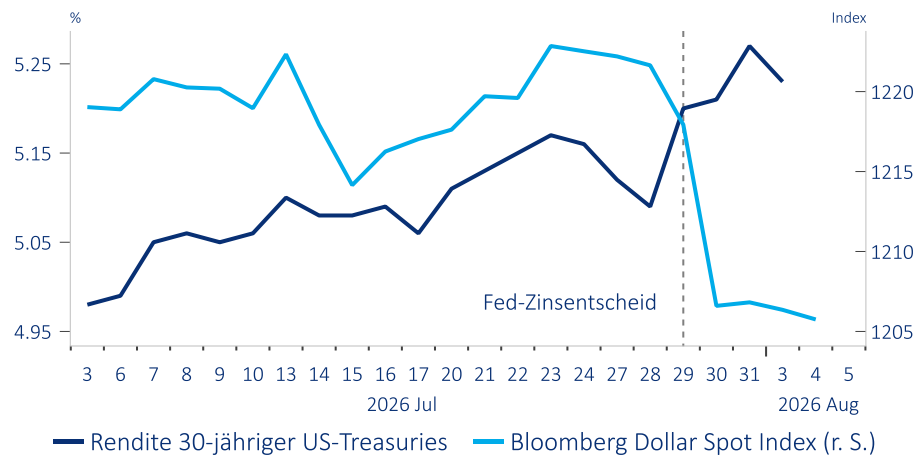
- Die Konjunktur in Europa und den USA zeigt sich trotz volatiler Energiepreise weiterhin widerstandsfähig. Die Eurozone wuchs im zweiten Quartal annualisiert um 1.8%, nach einer Nullrunde im ersten Quartal. Die US-Wirtschaft legte im selben Zeitraum zwar nur um 1.5% zu. Die inländische Endnachfrage, ein guter Gradmesser für die zugrunde liegende Nachfrage in der Wirtschaft, wuchs jedoch dank eines robusten Konsums und steigender Unternehmensinvestitionen um starke 3.9%. Positiv ist zudem, dass sich der Investitionsaufschwung inzwischen über den Technologiesektor hinaus verbreitert hat. Insgesamt zeigen die Daten wirtschaftliche Stärke ohne klare Überhitzung und verschaffen der Fed Zeit. Sie belies den Leitzins im Juli daher unverändert.
- Ungewöhnlich war, dass die Terminmärkte selbst kurz vor der Fed-Sitzung Ende Juli noch eine Wahrscheinlichkeit von über einem Drittel für eine Zinserhöhung einpreisten. Dies ist eine direkte Folge von Fed-Präsident Warshs bewusstem Verzicht auf Forward Guidance: Erhöhte Unsicherheit bis unmittelbar vor den Sitzungen wird damit zur neuen Realität. Der Zinsentscheid selbst fiel erwartungsgemäss aus; die wenigen konkreten Signale Warshs während der Pressekonferenz waren jedoch deutlich weniger restriktiv als erwartet.

Einschätzung & Ausblick: Warsh und die Antwort der Märkte

» **Bondinvestoren verlangen mehr Kompensation.**

- Zwar bestätigte Warsh das Inflationsziel von 2%, gemessen an der PCE-Inflation. Er liess jedoch offen, ob diese Zielgrösse nach Abschluss der geldpolitischen Strategieüberprüfung Anfang 2027 unverändert bestehen bleibt. Grundsätzlich ist es sinnvoll, neben den klassischen Inflationskennzahlen auch ergänzende Indikatoren wie den Trimmed Mean heranzuziehen, um den zugrunde liegenden Inflationstrend besser zu erkennen. Bleibt jedoch unklar, woran sich die Fed ab dem kommenden Jahr konkret orientiert, schafft das unnötige Unsicherheit.
- Zudem deutete Warsh an, dass die Anleihemärkte bereits einen Teil der geldpolitischen Straffung für die Fed übernommen hätten. Wir hatten vermutet, dass die deutlich gestiegenen Realrenditen für Warsh und den Offenmarktausschuss ein Grund sein könnten, mit einer Zinserhöhung vorerst noch abzuwarten. Auf die Frage, ob der Bondmarkt mit dem Renditeanstieg nicht gerade die Notwendigkeit einer Zinserhöhung signalisiere, verwies Warsh auf die robuste Konjunktur als Grund für die höheren nominalen und realen Renditen.
- Der Anstieg der langfristigen Renditen lässt sich jedoch auch durch eine höhere Laufzeitprämie erklären. Der Verzicht auf Forward Guidance und der sich eintrübende US-Fiskalausblick erhöhen die Unsicherheit, weshalb Investoren am langen Ende der Zinskurve mehr Kompensation verlangen. Der Renditeanstieg ist damit nicht nur Ausdruck einer guten Konjunktur, sondern auch einer grösseren Unsicherheit über den geldpolitischen Kurs und die fiskalische Tragfähigkeit.
- Warsh will die Märkte selbst sprechen lassen – und die Märkte haben deutlich geantwortet: Langlaufende US-Staatsanleihen und der US-Dollar gerieten während und nach der Pressekonferenz unter Druck. Die Rendite 30-jähriger Treasuries stieg auf den höchsten Stand seit 2007, begleitet von höheren Inflationserwartungen. Paradoxierteilweise könnten Warshs Aussagen und die anschliessende Marktreaktion den Druck auf die Fed erhöhen, die Zinsen in diesem Jahr doch noch anzuheben, um ihre Glaubwürdigkeit bei der Inflationsbekämpfung zu untermauern.

Chart: Marktreaktion spricht eine klare Sprache



Quellen: Bloomberg, Macrobond, Fisch Asset Management

Positionierung: Qualität sichern, Asymmetrie nutzen

» KI-Bonds bieten Chancen, Selektivität ist jedoch zentral.

- Staatsanleihen bleiben global unter Druck, da eine solide Konjunktur und die steigende Staatsverschuldung strukturellen Aufwärtsdruck auf die Renditen verursachen. In den USA können weder die vermehrte Emission von T-Bills durch das Treasury noch die auf kurze Laufzeiten fokussierten Reserve-Management-Käufe der Fed den Renditeanstieg am langen Ende der Zinskurve verhindern.
- Unternehmensanleihen bleiben gegenüber Staatsanleihen attraktiv. Während hohe Defizite und steigende Zinskosten die Staatsanleihemärkte belasten, bieten Unternehmen weiterhin solide Fundamentaldaten und laufende Erträge. Zusätzliche Chancen entstehen bei KI-Bonds hoch gerateter Hyperscaler: Das starke Neuangebot hat die Renditeaufschläge ausgeweitet, obwohl die Kreditqualität vieler Emittenten hoch bleibt. Selektivität ist jedoch zentral, da nicht alle Unternehmen die stark steigenden Investitionen gleich gut verkraften.
- Nach der jüngsten Konsolidierung bleiben die Aufwärtstrends an den Aktienmärkten intakt; auch unsere Indikatoren stehen weiterhin auf «Risk-on». Eine schrittweise Reduktion des Risikoexposures erscheint dennoch angebracht. Bereits jetzt bietet sich eine Umschichtung direkter Aktienanlagen in asymmetrische Anlageklassen wie Wandelanleihen an. Grössere Risikoreduktionen drängen sich jedoch erst auf, wenn wichtige technische Unterstützungen unterschritten werden.
- Bei Gold bleiben wir kurzfristig neutral, mittelfristig aber konstruktiv. Die chinesische Zentralbank hat ihre Goldkäufe im Juni deutlich beschleunigt und im Juli wieder netto Liquidität bereitgestellt. Sollte dieser Impuls anhalten, dürfte Gold mit Verzögerung profitieren. Strukturell stützt zudem die Umschichtung von Reserven chinesischer und anderer Zentralbanken in Gold, mit der sie ihre Abhängigkeit vom US-Dollar reduzieren.

<i>Renditetreiber</i>	USA	Europa	Japan	Asien ex-Japan	LatAm	CEEMEA	Key:
Aktien	o	o	o	o	+	o	++ Sehr positiver Markt
Staatsanleihen	o	o	o				+ Positiver Markt
Credit IG (<i>Spreads</i>)	o	o		o	+	o	o Neutral
Credit HY (<i>Spreads</i>)	+	+		-	+	o	- Negativer Markt
<i>Gesamtrendite</i>							-- 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	– Finanzdienstleistungen, Banken – BBB- & BB-Ratingsegment – EUR-denominierte Emissionen	– Technologie & Elektronik – A-Ratingsegment
Global Corporates	– Gesundheitswesen, Finanzdienstleistungen – Developed Markets – BBB-Ratingsegment	– Technologie & Elektronik, Transport – 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	– 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: Mehr Wege an Hormus vorbei

Die Ölpreise sind im Juli aufgrund von erneuten Angriffen und Gegenschlägen zwischen den USA und Iran wieder angestiegen. Der Tankerverkehr durch die Strasse von Hormus bleibt entsprechend vernachlässigbar. Zeitgleich ist auch der Öl-Volatilitätsindex OVX wieder gestiegen. Auf dem aktuellen Niveau preist der Optionsmarkt vereinfacht gesagt für den kommenden Monat weiterhin eine Schwankungsbreite von ungefähr plus oder minus 18% ein. Die kurzfristige Unsicherheit bleibt also erheblich, auch wenn die seit Anfang August geführten Vermittlungsgespräche Hoffnungen auf eine Deeskalation geweckt haben.

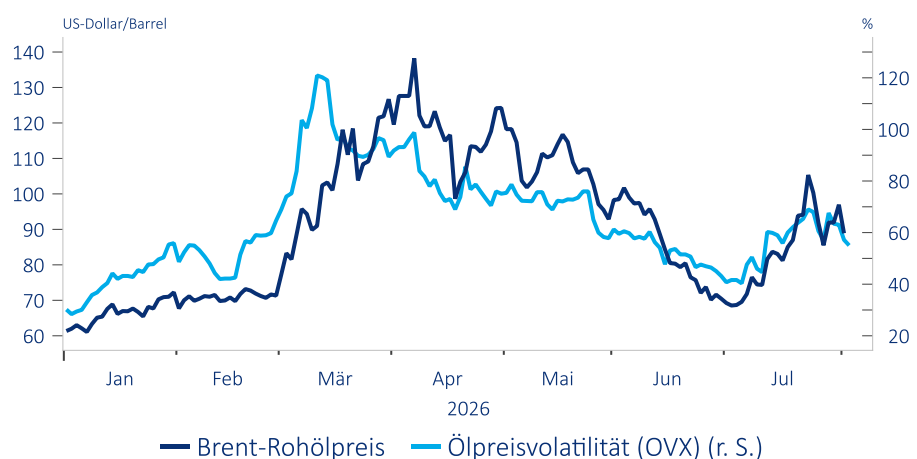
» Pipelines werden zum mittelfristigen Hedge.

Mittelfristig gibt es allerdings einen Hedge, den viele Anleger möglicherweise noch nicht auf dem Radar haben: zusätzliche Pipelines, mit denen Erdöl aus dem Persischen Golf an der Strasse von Hormus vorbeigeführt werden kann.

Goldman Sachs hat in einer jüngst erschienenen Studie¹ sieben mögliche Pipelineprojekte untersucht. Zwei davon befinden sich bereits im Bau, eines in den Vereinigten Arabischen Emiraten und eines im Irak. Im Basisszenario könnten so bis Ende 2027 mehr als 45% und bis Ende 2028 mehr als 60% der bisherigen Exporte der Golfstaaten vor einer möglichen Blockade der Strasse von Hormus geschützt werden. Dass der Bau vergleichsweise schnell erfolgen kann, zeigt der historische Median von rund zweieinhalb Jahren.

Der Ausbau dürfte die Abhängigkeit vom wichtigsten Nadelöhr des globalen Ölhandels deutlich reduzieren und könnte die geopolitische Risikoprämie im Ölpreis langfristig senken. Damit steigt die Chance, dass sich die Ölpreise mittelfristig wieder stärker in Richtung der Vorkriegsniveaus bewegen.

Chart: Die Unsicherheit am Ölmarkt bleibt kurzfristig hoch



Quellen: Macrobond, Fisch Asset Management

¹ Goldman Sachs Global Investment Research, Oil Comment: Gulf Exports: Short-Term Uncertainty, Long-Term Pipeline Hedge, 12. Juli 2026.

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