

» *Fisch View*

*Thema im September:
„Dunkle Wolken am Finanzmarkthimmel“*



27. August 2026



Beat Thoma
Chief Investment Officer



Krishna Tewari
Investment Strategist

Dunkle Wolken am Finanzmarkthimmel

- Verschiedene Indikatoren belegen aktuell noch sehr gute «Finanzmarkt-Konditionen» im US-Finanzsystem. Die Geld- und Kreditmärkte funktionieren damit reibungslos und ermöglichen starke Geldschöpfung.
- Darum erhalten auch die Aktienmärkte vorerst noch viel Rückenwind. Trotzdem zeigen sich im globalen Finanzsystem erste Risse in Form steigender Renditen für Staatsanleihen und bröckelndem US-Dollar
- Das ist ein ernstes Warnsignal. Weiter steigende Staatsanleihen Renditen würden über kurz oder lang das Finanzmarktumfeld massiv beschädigen.

Wirtschaftliche Gesamtsituation

Die globale Konjunktur entwickelt sich dank hohen Staatsausgaben, KI-Investitionen und monetären Stimuli sehr robust. Insbesondere in den USA beträgt das nominelle Wirtschaftswachstum aktuell rund 6 bis 7 Prozent. Dies führt zu Aufwärtsdruck am langen Ende der Zinskurve, was durch gleichzeitig weiter steigende Staatsdefizite und hartnäckige Inflation verstärkt wird. Dieser Trend in den USA überträgt sich zunehmend auch auf Europa. Allerdings zeigen sich in den USA erste leichte Abkühlungssignale in Form von gedämpften Konsumentenvertrauen und tieferem Einzelhandelswachstum.

Aktuelle Entwicklung: Finanzmarktkonditionen aktuell noch gut

- Der Bloomberg Financial Conditions Index sowie auch der National Financial Conditions Index der Fed Chicago notieren derzeit auf Mehrjahreshöchst. Diese Indices messen die Verfassung des Finanzsystems anhand von mehr als 100 Einflussgrössen (Geldmarktzinsen, Kreditspreads, Volatilitäten, Repo Märkte u.v.m.). Aktuell notieren diese Indices auf Mehrjahreshöchst und signalisieren damit reibungslose Geldflüsse sowie starke Unterstützung der Anleihen- und Aktienmärkte.
- Allerdings muss diese Entwicklung als gefährliches Warnsignal interpretiert werden, da die „Financial Conditions“ seit längerem durch die Fed und das US-Schatzamt mit verschiedenen Massnahmen (Lockerung der Kapitalvorschriften, Liquiditätsspritzen an den Geldmärkten, T-Bill Emissionen, Lockerung von Kapitalvorschriften Staatsanleihenrückkäufe u.v.m.) künstlich verbessert werden.
- Bei derzeit ohnehin sehr starken Aktienmärkten, einer gut laufenden Konjunktur und hartnäckiger Inflation ist eine derartige Einflussnahme nicht nötig und ungesund. Das Finanzsystem wird übermässig aufgebläht, was zu zunehmendem Leverage und Spekulation führt (Wertpapierkäufe auf Kredit, Basis-Trades u.a.).

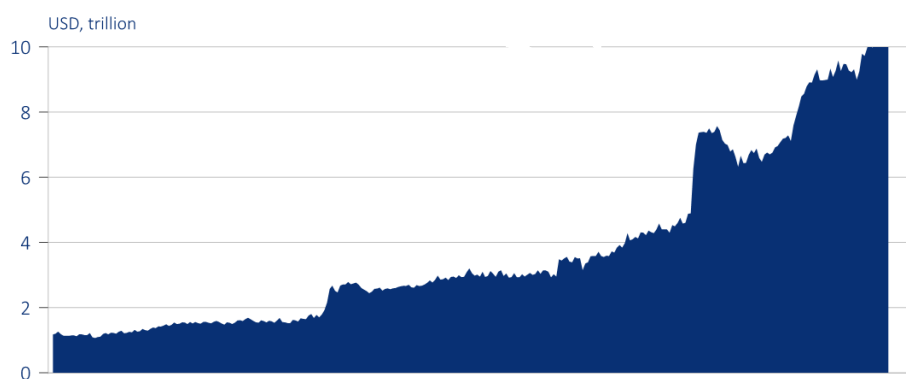
Einschätzung & Ausblick: USA monetisieren Staatsschulden

» **Zunehmender Kontrollverlust der Zentralbanken droht**

- Die aktuell sehr guten «Financial Conditions» in den USA sind, wie zuvor erwähnt, das Resultat von Manipulationen der Fed sowie des US-Treasuries und signalisieren grosse Risiken in Form von stark erhöhtem Risikoappetit der Investoren und hohem Leverage im System.
- Die Manipulation und Eingriffe umfassen eine breite Palette von Massnahmen. Ein wichtiger Faktor ist die aktuell fast ausschliessliche Finanzierung des US-Staatsdefizits über T-Bills anstelle von T-Bonds und Notes. Dies erhöht die Liquidität im System. T-Bills sind geldähnlich und können zudem von den Banken als Collateral bei der Fed in Cash umgetauscht werden. Damit werden die Staatsschulden «monetisiert», was kurzfristig eine Entlastung am Staatsanleihemarkt ergibt und gleichzeitig auch die Geldmärkte komfortabel mit Liquidität versorgt sowie die Konjunktur beschleunigt. Aber die Refinanzierungsrisiken sind enorm sobald die Fed Funds Zinsen und die Inflation zu steigen beginnen.
- Weitere Massnahmen sind die Lockerung von Kapitalvorschriften (SLR). Dies ermöglicht dem US-Bankensystem nahezu unlimitierte Käufe von US-Staatsanleihen. Zudem erfolgen Rückkäufe am Markt von langlaufenden Staatsanleihen (finanziert über T-Bills), was das lange Ende der Zinskurve dämpft und die Volatilität (MOVE) senkt. Und die jüngste Stützungsaktion des japanischen Yen mit Hilfe eines Kredites der US-Treasuries an die Bank of Japan erhöht zudem die Dollarliquidität und schont damit den US-Staatsanleihemarkt. Diese Hilfeleistung war von den Finanzmärkten erzwungen und sieht stark nach einer Panikreaktion von US-Finanzminister Scott Bessent aus.
- Trotz all dieser Eingriffe steigen die Renditen für langlaufende Staatsanleihen in den USA, aber auch in Europa seit kurzem deutlich an. Das bedeutet einen zunehmenden Kontrollverlust der Zentralbanken über das lange Ende der Zinskurven. Die künstlichen Beatmungsversuche verlieren offenbar an Wirkung, und das Manipulationspulver scheint mehrheitlich verschossen.

Chart: Der US-Refinanzierungsbedarf innerhalb eines Jahres explodiert

■ US Gov. Debt Outstanding (Within 1 Year)



Quellen: Macrobond, Fisch Asset Management

Positionierung: Wandelanleihen mit Asymmetrie

» Eine gute Konjunktur erleichtert die Unternehmensfinanzierung

- Aufgrund der massiv steigenden Staatsverschuldung, insbesondere in den USA, aber auch global kommt es an den Kapitalmärkten zu einem zunehmenden Verteilungskampf um Kapital. Die US-Staatsschulden haben mittlerweile die 40'000 Milliarden Grenze überschritten, und es kommen jedes Jahr weitere 2'000 bis 3'000 Milliarden dazu (siehe Radar). Gleichzeitig saugen auch die extremen Investitionen der KI-Branche riesige Summen an Kapital aus den Finanzierungsmärkten. Parallel dazu besteht weiterhin ein riesiger Refinanzierungsbedarf auch bei Nicht-KI-Unternehmen. Zudem ist die durch hohe Staatsausgaben getriebene Konjunktur ein weiterer Grund für grossen Kapitalbedarf, mit globalen Auswirkungen.
- Damit steht nun aber immer weniger Kapital für die Finanzierung der Staatsverschuldung zur Verfügung, was die Renditen am langen Ende der Zinskurve nach oben treibt. Deshalb sollte die Zinsduration im Portfolio verkürzt werden. Bei Unternehmensanleihen ist die Lage dagegen noch nicht so kritisch. Da die gute Konjunktur die Unternehmensfinanzierung erleichtert.
- Man beachte aber, dass aktuell die Fed vorderhand noch stützend am US-Staatsanleihenmarkt eingreift (siehe Radar), indem sie T-Bills im Besitz der Geschäftsbanken als Collateral akzeptiert und den Banken dagegen Cash ausleiht. Diese Liquiditätsspritzen stützen den Geldmarkt und indirekt auch langlaufende Staatsanleihen. Es handelt sich hier um ein «heimliches QE».
- Mittel- bis langfristig wird dies die Probleme aber nicht lösen können. Insbesondere kommt bereits jetzt der US-Dollar unter Druck, was zu Kapitalflucht aus den USA führen könnte und damit zu steigenden Zinsen und letztlich fallenden Aktienmärkten sowie einer Rezession.
- Sobald deshalb die Aktienmärkte ihre Unterstützungslevels (rund fünf Prozent tiefer als heute) nach unten durchbrechen, sollte der Aktienanteil im Portfolio reduziert werden. Bereits jetzt empfehlen wir die Umschichtung in Wandelanleihen, die ein interessantes asymmetrisches Risikoprofil bieten. Gold und Bitcoin profitieren aufgrund der Unsicherheiten am Staatsanleihen- und Dollarmarkt.

Renditetreiber	USA	Europa	Japan	Asien ex-Japan	LatAm	CEEMEA	Key:
Aktien	o	o	o	+ ↑	+	o	++ Sehr positiver Markt
Staatsanleihen	- ↓	- ↓	- ↓				+ Positiver Markt
Credit IG (Spreads)	o	o		o	o	o	o Neutral
Credit HY (Spreads)	o ↓	o ↓		-	+	+ ↑	- Negativer Markt
Gesamtrendite							— Sehr negativer Markt
Wandelanleihen	o	o	o ↑	o ↓			
Credit IG	- ↓	- ↓		+	+	+	
Credit HY	o ↓	o ↓		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.

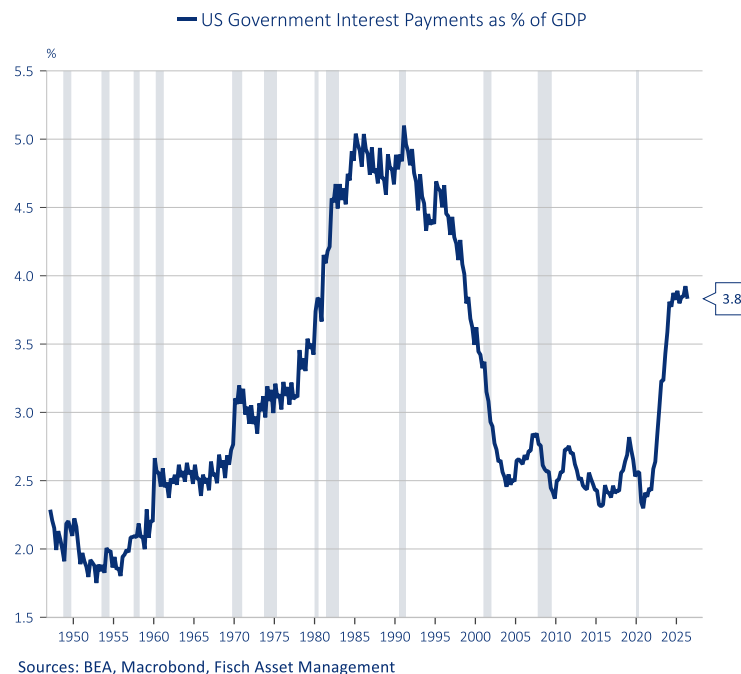
Auf dem Radar: Fed und US-Treasury dämpfen Zinsanstieg

Die Massnahmen von US-Finanzminister Scott Bessent das lange Ende der Zinskurve nach unten zu drücken, zeigen immer weniger Wirkung. Die Emission von kurzlaufenden T-Bills statt langlaufender Anleihen und direkte Anleihenrückkäufe am langen Ende vermindern zwar das Angebot von 10-, 20- und 30-jährigen US-Staatsanleihen, was einen Zinsanstieg dämpft. Aber das ändert eben nichts an den eigentlichen, strukturellen Gründen für den massiven Zinsaufwärtsdruck.

Die Auswirkungen eines rasant steigenden US-Staatsdefizits, die zunehmenden Verkäufe ausländischer Zentralbanken ihrer Bestände an US-Treasury Anleihen und eine anhaltend hartnäckige Geldentwertung zusammen mit riesigem Kapital- und Refinanzierungsbedarf («Debt Maturity Wall») in der Privatwirtschaft können nicht mit kosmetischen Interventionen oder einer simplen Umlagerung der Schuldenfinanzierung über T-Bills beseitigt werden.

Chart: Die Zinslast der US-Regierung steigt rasant

» Eine Monetisierung der Staatsschulden ist inflationär



Die zunehmende Finanzierung der Verschuldung über T-Bills wird über kurz oder lang zu Problemen an den Geldmärkten führen. Sobald die SOFR-Geldmarktzinsen deutlich über die Fed Funds Sätze ansteigen, wird es gefährlich. Die Fed versorgt hier den Markt zwar mit viel Liquidität. Das ist aber eine Monetisierung der Staatsschulden und damit inflationär. Und es bringt den US-Dollar unter Druck bringt. Auch die US-Dollarkreditlinie an die Bank of Japan (BoJ) mit dem Zweck, Verkäufe von US-Treasury Bonds durch die japanische Zentralbank zu verhindern, schwächen den Dollar zusätzlich.

Somit droht in absehbarer Zeit eine gefährliche Rückkoppelungsschleife: Ein fallender US-Dollar führt zu Kapitalflucht aus den USA und damit steigenden Zinsen. Und dies

wiederum bringt den Basis-Trade und den Yen-Carry-Trade unter Druck, was zu massiven Verkäufen von US-Staatsanleihen führt und damit den Dollar weiter schwächt und die Zinsen nochmals nach oben treibt. Und alle diese Entwicklungen verstärken sich gegenseitig. Bei den erwähnten beiden Trades handelt es sich um riesige Spekulationen in US-Staatsanleihen (mit teilweise 100-fachem Hebel), die sehr empfindlich auf weiter steigende Zinsen, einen tieferen Dollar und steigende Anleihenmarktvolatilität reagieren.

Eine weitere Rückkoppelungsschleife könnte dann zusätzlich noch ausgelöst werden, wenn die steigenden Zinsen zu einer Rezession in den USA führen, damit die Steuereinnahmen fallen und das Staatsdefizit noch weiter ansteigt und deshalb die Zinsen nochmals weiter nach oben getrieben werden. Und dann käme auch der extrem hoch bewertete Aktienmarkt (ebenfalls mit aktuell historisch einmaligen kreditfinanzierten Investorenpositionen) unter Druck.

Aus alldem folgt, dass das US-Finanzsystem auf einem extrem brüchigen Fundament steht. Alles basiert auf Pump, Leverage, hohen Bewertungen, hohen Erwartungen und gegenseitigen Abhängigkeiten. Das macht es für die Fed und andere Notenbanken schwierig, die Lawine zu stoppen, sobald sie erst einmal in Bewegung geraten ist.

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