

INTERVIEW MIT BEAT THOMA

«Die Yen-Käufe nützen auch der US-Börse»

Der CIO des Vermögensverwalters Fisch Asset Management verweist auf die Liquiditätsentwicklung als entscheidende Triebfeder für die globalen Finanzmärkte.



BILD: ZVG

Notenbankchef Kevin Warsh baut in den USA die geldpolitische Strategie um, und die langfristigen Zinsen steigen. Für Beat Thoma, Chief Investment Officer von Fisch Asset Management, spiegelt die Entwicklung einen schleichenden geldpolitischen Kontrollverlust der Zentralbanken. Er betrifft aber nicht nur die USA, sondern auch Japan und Europa.

Herr Thoma, wie bewerten Sie den mittelfristigen Inflationsausblick in den USA vor dem Hintergrund der neuen geldpolitischen Akzente, die US-Notenbankchef Kevin Warsh setzt? Der Inflationsausblick ändert sich dadurch erst einmal nicht. Warsh hat eine Arbeitsgruppe eingesetzt. Die wird frühestens im vierten Quartal Vorschläge liefern zu den heiklen Themen wie dem Abbau der Notenbankbilanz oder dem Inflationsziel. Warsh wartet jetzt erst einmal ab.

Was heisst das für Anleihen in den USA? Die US-Anleihenrenditen haben markant angezogen. Das kommt dem Fed-Chef gelegen. Er vertritt die Theorie, dass das lange Ende der Marktzinskurve der Notenbank vorschreibt, wie sie ihre Geldpolitik ausrichten muss. Die Märkte verlangen also eine restriktivere Geldpolitik. Warsh gibt das Schützenhilfe für den Fall, dass er im September die Leitzinsen tatsächlich anheben muss. Für Investoren bedeutet das: Sie müssen beobachten, wie sich die langfristigen Zinsen bewegen.

Gilt das nur für die USA? Nein, es ist ein globales Phänomen. Es spiegelt einen schleichenden geldpolitischen Kontrollverlust, vor allem des US-Fed, aber auch von anderen Notenbanken. Denn die Langfristzinsen dominieren auch das Marktgeschehen in Japan. In Europa flirten deutsche Bundesanleihen mit 3,2% und französische OAT und italienische BTP mit Renditen von 4%.

Wie muss man sich als Anleiheninvestor positionieren? Am langen Ende sollte man vorsichtig sein und sich bei Staatsanleihen, wenn überhaupt, auf zwei- und dreijährige Laufzeiten konzentrieren. Dort sind die Renditen vergleichsweise hoch und das Verlustrisiko ist begrenzt, falls sich der Zinsanstieg am Markt fortsetzt. Als Alternative im festverzinslichen Bereich bieten sich Unternehmensanleihen an.

Wie schätzen Sie den Ausblick für US-Aktien im zweiten Halbjahr ein? Die fundamentalen Faktoren stimmen mich vorsichtig. Die Finanzmarktliquidität schrumpft und fließt in die Realwirtschaft. Hyperscaler und Tech-Giganten beschaffen sich Geld über Emissionen am Bondmarkt und schöpfen damit Liquidität auch am Aktienmarkt ab. Gleichzeitig setzt sich langsam die Erkenntnis durch, dass die riesigen Investitionen im Tech-Sektor, wahrscheinlich nicht den erhofften Ertrag bringen werden. Die aktuelle Kombination aus hoher Bewertung, sehr hohen Erwartungen, fallender

Finanzmarktliquidität, steigender Inflation und steigenden Langfristzinsen ist gefährlich. Trotzdem ist die Gefahr noch nicht akut.

Was stimmt Sie zuversichtlich? Die Unterstützungsniveaus der Börse halten bislang. Der S&P 500 befindet sich seit Monaten in einer Seitwärtsbewegung und hat nie die Unterstützungslinie nach unten durchbrochen. Während bei den Staatsanleihenrenditen die markttechnischen Widerstände nach oben durchbrochen wurden, herrschen am Aktienmarkt hingegen noch potenzielle Risiken, aber die Kurse haben nicht korrigiert. Grössere Risikoreduktionen drängen sich noch nicht auf. Man sollte einfach die Gefahren beobachten. Ausserdem gibt es eine weitere neue positive Entwicklung.

«Die Unterstützungsniveaus der Börse halten bislang.»

Welche? Die Devisenmarktinterventionen der USA zugunsten des Yen wirken sich positiv auf die US-Liquidität aus. Will die japanische Zentralbank den Yen stützen, dann muss sie US-Staatsanleihen im Wert von bis zu 400 Mrd. \$ aus ihrem Portfolio verkaufen und dafür Yen kaufen. Das ist nicht machbar ohne schwere Kursverluste an den US-Finanzmärkten. Deshalb sind das amerikanischen Schatzamt und das Fed eingesprungen. Die US-Notenbank gibt der japanischen Zentralbank einen Kredit, um Yen zu kaufen. Die Japaner müssen also ihre US-Treasury-Bestände nicht antasten. Die Amerikaner drucken Dollar, und mit diesen Dollar kaufen sie Yen. Die Dollar-geldmenge wird erhöht. Das stützt am Ende auch die US-Aktienmärkte, denn es wird vermieden, dass die US-Zinsen nach oben schießen, was bei einer massiven Abwanderung von japanischen Anlagegeldern aus den USA unweigerlich der Fall gewesen wäre.

In Europa bessert sich die Konjunktur. Wie stabil ist die Erholung dort? Es sieht gut aus. Das Bruttoinlandprodukt (BIP) des Euroraums sollte im laufenden Quartal 1 bis 1,25% real wachsen. Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank stützt die Konjunktur. Die Geldmenge M2

steigt, die Leitzinsen wurden bereits angehoben, und die Inflation ist unter Kontrolle. Und nun sinkt auch noch der Erdölpreis, was der Wirtschaft hilft. Interessanterweise hat Europas Konjunktur die hohen Erdölpreise recht gut verkraftet. Europa profitiert indirekt von dem künstlich über gigantische Schulden produzierten Aufschwung in den USA. Das US-Staatsdefizit beläuft sich auf 6 bis 7% des BIP, und die Wirtschaft wächst knapp 6%. Das strahlt auf die ganze Welt aus.

Ist das der Zeitpunkt, um auf europäische Aktien zu setzen? Ja, es ist taktisch richtig, von US-Technologieiteln in europäische konjunktursensitive Werte umzuschichten. Es lohnt sich, Industrietitel anzuschauen, die von einem globalen Aufschwung profitieren, dazu zählen auch einzelne Titel in der Automobilbranche, die stark korrigiert haben.

Sie sind Spezialist für Wandelanleihen. Welchen Mehrwert bringen sie? Wir raten schon seit Langem dazu, Aktien in aggressivere Wandelanleihen zu tauschen. Denn wenn die Aktienkurse weiter steigen, ist man zu 60 bis 80% mit dabei. Aber wenn der Markt korrigiert, verfügt man über einen viel besseren Kapitalschutz als mit direkten Aktieninvestments. Der Wandelanleihenmarkt wird derzeit von zahlreichen Neuemissionen, speziell von Technologieunternehmen, belebt. Solche Papiere bieten eine attraktive Alternative zu direkten, riskanten Engagements in die jeweilige Aktie. Dazu gehören Emittenten, die vom Ausbau der KI-Infrastruktur profitieren, etwa von Datenspeichern, Speicherchips und optischen Netzwerklösungen wie Western Digital, Seagate, SK Hynix und Lumentum sowie der KI-Infrastrukturbetreiber Nebius.

Wie wird sich der Goldpreis entwickeln? Der Goldpreis hängt stark von der chinesischen Liquidität ab. Chinas Zentralbank kauft Gold mit selbst gedrucktem Geld, um die Abhängigkeit der Reserven vom Dollar zu verringern. Wenn sie die Geldmenge erhöht, stimuliert sie die Konjunktur, und das erhöht dann die Goldnachfrage zusätzlich. In der Vergangenheit reduzierte sie die Liquidität, um den Yuan zu stärken. Jetzt dürfte sie zur entgegengesetzten Politik wechseln. Erdöl hat sich verbilligt, die Zentralbank kann die Geldmenge erneut hochfahren, um den Yuan zu schwächen. Das dürfte den Goldpreis steigen lassen.

Das globale Zinsniveau ist für Gold also nicht ausschlaggebend? Langfristig sind die Realzinsen sicher wichtig. Aber sie haben sich gar nicht so sehr verändert. Der Einfluss Chinas ist derzeit grösser. Mittelfristig wiegt auch die Verunsicherung angesichts der hohen Staatsverschuldung in Amerika, Japan und in Europa. Die Hauptfaktoren sprechen daher eher für Gold. Es dürfte jetzt eine Bodenbildung geben, bevor der Goldpreis dann wieder steigt.

INTERVIEW: ANDREAS NEINHAUS

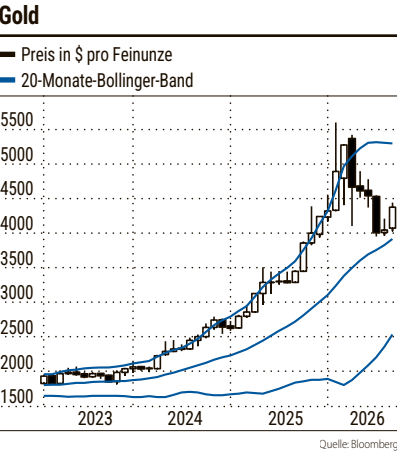
Markttechnik

Gold glänzt wieder

Spekulative Blasen sind meist harmlose Erscheinungen. Das zu betonen ist zu einer Zeit wichtig, in der suggeriert wird, dass alle spekulativen Blasen platzen und eine Finanz- und Konjunkturkrise nach sich ziehen. Das ist falsch. Eine Gesetzmässigkeit dieser Art kann empirisch nicht etabliert werden. Gold war in einer spekulativen Blase. Sie begann im Juni 2025 und endete im Januar 2026 stolze 68,5% höher. Allein im Monat Januar zog der Goldpreis um 29,6% an. Merkmale der Blasenbildung waren das überaus hohe Momentum und die Romantisierung des Goldes.

Bestätigter Aufwärtstrend

Wie der abgebildete Chart zeigt, erfolgte ein Rückschlag des Goldpreises auf ungefähr den 20-Monate-Durchschnitt. Auf diesem Niveau setzte das ein, was Wallstreet-Veteranen mit einem einzigen eleganten Satz in drei Worten beschreiben: «Backing and Filling». Auf Deutsch: Auf Avancen gegen den Trend folgen Rückschläge, nach jeder Erholung mit weniger Momentum, weil die Pranken der Bären ermüden, und jeweils ungefähr auf dem gleichen Preisniveau enden. Im Goldpreis war solches Geschehen seit dem 25. Juni zu beobachten. Auf drei Erholungen, die auf den Hilfspunkt des Abwärtstrends folgten, setzten drei Rückschläge ein. Jede stolperte knapp über 3950 \$. Das entspricht der unteren Linie des 20-Tage-Bollinger-Bandes. Techniker sprechen von Unterstützung.



Meinungen zur Börsenlage

Medtech

Das Anlagethema Langlebigkeit bleibt längerfristig attraktiv. Der Schweizer Aktienmarkt bietet eine breite Auswahl kotierter Unternehmen, darunter Firmen aus den Bereichen Pharma, Auftragsfertiger von Arzneimitteln, stationäre und Online-Apotheken sowie Medizinaltechnik. Innerhalb des Gesundheitssektors weisen Medtech-Aktien eine höhere Volatilität auf als die meisten anderen Teilsegmente. Ähnlich wie die meisten zyklischen Branchen entwickelte sich auch die Medtech-Branche seit dem letzten Höchst 2021/22 unterdurchschnittlich. Im Fall von Medtech waren die wichtigsten Gegenwinde in diesem Zeitraum Kosteninflation, Preisdruck in China, steigende US-Zinssätze, US-Zölle und insbesondere für Schweizer Unternehmen erhebliche Währungsverluste. Viele dieser Belastungsfaktoren lassen inzwischen nach, während die Aktienbewertungen nun deutlich attraktiver sind. Deshalb sind wir der Meinung, dass Investoren Engagements in Medtech-Aktien schrittweise wieder in Erwägung ziehen sollten.

UBS

Roche

Die Aussichten für Roche werden rosiger. Lag der Fokus der Analystengemeinde beim Pharmakonzern aus Basel lange auf den Blockbuster-Medikamenten, die ihren Patentschutz verlieren würden, rücken nun unbekanntere Medikamente in den Fokus. Beispielsweise Giredestrant und Trontinemab. Das sind zwei Medikamente mit enormem Potenzial. Giredestrant ist ein Medikament für Patientinnen, die erstmals Brustkrebs

Die vierte und neuste Erholung hat diesem Muster ein Ende gesetzt. Das ist als Abschluss der Korrektur zu verstehen. Dieser Abschluss fand nicht irgendwo im Preisgefüge statt, sondern 3,2% oberhalb des steigenden 20-Monate-Durchschnitts. Somit hat der sekundäre Abwärtstrend auf dem primären Aufwärtstrend nicht nur geendet, sondern auch gewendet. Nichts ist sicher im Getümmel einer öffentlichen Veranstaltung, die der Goldmarkt darstellt. Die gegebene Konstellation in Gold ist so sicher wie etwas sicher sein kann in einem solchen Komplex. Es dürfte noch eine Weile dauern, bis Zug in den Aufwärtstrend kommt, aber Geduld dürfte sich lohnen.

Goldminen machen mit

Der gleitende Durchschnitt von 200 Tagen findet grosse Beachtung. Er stellt so etwas wie eine sich selbst bestätigende Prophezeiung dar. Anders verhält es sich mit dem 20-Monate-Durchschnitt. Über ihn wird kaum Tinte vergossen. Er ist aber ein hervorragender Repräsentant primärer Trends. Daher überrascht es nicht, dass der viel dynamischere Nyse Arca Gold Bugs Index seine Korrektur seit der Kurs Spitze von März 2026 auf dem steigenden 20-Monate-Durchschnitt beendet hat. Goldminenaktien sind viel volatil als Gold. Auch erfolgen die grossen Bewegungen nicht zeitgleich. So hat der Gold Bugs Index erst Ende März seine Korrekturphase begonnen, während der Goldpreis bereits im Januar seine Kurs Spitze erklommen hatte. Daher auch der Rückgang von 41% seit der Kursspitze, der deutlich heftiger ausgefallen ist als der von Gold von rund 30%. Die Bodenbildung des Bugs Index verlief vom 8. Juli bis zum 4. August in einem Bilderbuchmuster, das als inverse Schulter-Kopf-Schulter-Formation bekannt ist. Somit rechne ich damit, dass der Glanz des Goldes zurückgekehrt ist und in voller Wucht auf die Goldminen abstrahlt.

ALFONS CORTÉS alfons@cortes.li

Die Meinung des Autors muss nicht mit der der Redaktion übereinstimmen.

haben, wobei die Behandlung 30% wirksamer ist als die bisherige Therapie. Am 30. November entscheidet die US-Behörde FDA über die Zulassung. Es winkt ein Milliardenmarkt. Nicht so rasch geht es bei Trontinemab weiter. Das Alzheimer-Medikament ist noch nicht marktreif, aber vielversprechend. Erst nach dem Abschluss der Phase-3-Studie dürfte es 2028 Klarheit geben. Erfüllt das Medikament die Erwartungen, dann winkt auch hier ein Milliardenmarkt – vor allem in Kombination mit dem Alzheimer-Test, der ebenfalls aus dem Hause Roche stammt. **ACREVIS BANK**

Gutes Umfeld

Die Börsen laufen fast zu gut, sodass man die bekannten Probleme schnell ausblendet. Doch die Fundamentaldaten zeigen: So schlecht sieht es nicht aus. Europas Unternehmensgewinne überraschen positiv, die Einkaufsmanagerindizes stabilisieren sich und auch der Ifo-Geschäftsklimaindex hellte sich zuletzt auf. Die Investitionstätigkeit nimmt zu. Das Momentum übertrumpft derzeit viele andere Faktoren. Doch teuer kaufen, um noch teurer zu verkaufen, ist auf Dauer kein guter Rat. Unser Fokus bleibt fundamental und antizyklisch. Höhere reale Renditen stützen Banken und Versicherungen, während wir in Europas Investitionsprogrammen Chancen erkennen. Gleichzeitig hat der Markt die Blase bei hoch bewerteten Tech-Werten ein Stück weit selbst entschärft. Unsere Auswahl fällt auf Unternehmen wie Vinci, BNP Paribas, Axo und Siemens Healthineers. Risikofreudige Anleger können Redcare Pharmacy oder Indra Sistemas in Betracht ziehen. **NÜNLIST INVESTMENT MANAGEMENT**