

Der heimische Obligationenmarkt büsst leicht an Terrain ein Seite 32

Schweizer Börse wird von US-Konjunktur leicht gestützt Seite 33

China belebt den Rohwarenmarkt wieder Seite 36

SMI

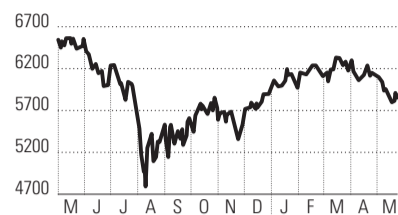
5852.44  
0.59%

Dow Jones

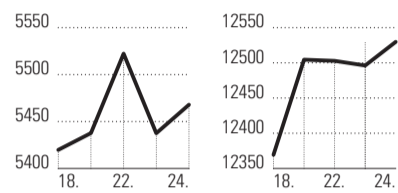
12529.75  
0.27%

## AKTIENMÄRKTE

SMI



SPI



	Schluss (22.23 Uhr)	Schluss 23.05.	Schluss 24.05.	%	absolut
<b>Europa</b>					
SMI	5817.91	5852.44	5852.44	0.59	34.53
SPI	5437.51	5467.89	5467.89	0.56	30.38
DAX	6285.75	6315.89	6315.89	0.48	30.14
CAC 40	3003.27	3038.25	3038.25	1.16	34.98
FTSE 100	5266.41	5350.05	5350.05	1.59	83.64
Euro Stoxx 50	2134.05	2156.52	2156.52	1.05	22.47
Stoxx Europe 50	2251.62	2278.43	2278.43	1.19	26.81
Stoxx gesamt	215.20	217.02	217.02	0.85	1.82
<b>Nordamerika / Asien</b>					
Dow Jones	12496.15	12529.75	12529.75	0.27	33.60
S&P 500	1318.86	1320.68	1320.68	0.14	1.82
Nasdaq Comp.	2850.12	2839.38	2839.38	-0.38	-10.74
Nikkei 225	8556.60	8563.38	8563.38	0.08	6.78
Hang Seng	18786.19	18666.40	18666.40	-0.64	-119.79

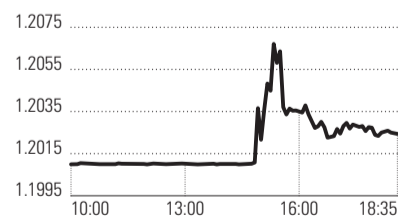
## Kurssprung des Frankens im Blick

Negativzins in Dänemark möglich

cri. · Der Kurs des Frankens kam am Donnerstag kurzzeitig in Bewegung. Etwa um 15 Uhr kletterte er von Fr. 1.2010 auf bis zu knapp Fr. 1.2080 je Euro, bevor er nachgab und sich wieder dem von der Schweizerischen Nationalbank (SNB) Anfang September 2011 eingeführten Mindestkurs von Fr. 1.20 näherte. Die Kursbewegung brachte eine Welle von Mutmassungen in den Markt. Sie reichten von möglichen Interventionen der SNB über den kolportierten Verkauf grosser Hedgefonds bis hin zu charttechnischen Ursachen. Die SNB äussert sich nicht zu Eingriffen in den Markt. Sie sei aber bereit, unbeschränkt Euro für Fr. 1.20 zu erwerben, erklärt sie immer wieder. Der Mindestkurs hielt in den vergangenen Monaten mit einer für irrelevant erklärten Ausnahme.

Befürchtungen, Griechenland werde durch die Aufgabe der Gemeinschaftswährung Europa ins Chaos führen, hatten zuletzt zu ausgeprägten Wetten gegen den Euro an den Devisenmärkten.

### Euro in Franken



ten und zu Kapitalabflüssen aus den Peripheriestaaten geführt. Sie brachten unglaublich tiefe Renditen an den Rentenmärkten der Schweiz, Deutschlands sowie Dänemarks mit sich. Dollars, Franken und nicht zuletzt auch dänische Kronen waren gefragt. Die dänische Zentralbank senkte am Donnerstag den Leitzins auf 0,6%. Sie sei zu weiteren Zinssenkungen und selbst zur Einführung negativer Zinsen bereit, um die Wechselkursbindung an den Euro zu halten, erklärte ein Sprecher. Das stellt eine gewisse Verbindung zur Schweiz und zu möglichen Kursbewegungen her. Sie hat zuletzt vor 40 Jahren Erfahrungen mit diesem Instrument gesammelt.

## Zerrbild Zinsstrukturkurve

Anleger müssen wegen Nullzinspolitik der Notenbanken auf Rezessions-Indikator verzichten

Die Zinsstrukturkurve ist aussagekräftiger bei der Früherkennung von Rezessionen als Analysen von Ökonomen. Durch die extrem expansive Geldpolitik der Notenbanken kann die Kurve aber nicht mehr invertieren. Ihre Funktion ist ausgeschaltet.

Michael Rasch

Anleger an den Finanzmärkten schauen primär in die Zukunft. Sie wollen sich für das positionieren, was da kommen mag. Dabei sind zwei der wichtigsten Fragen, ob sie sich auf ein tendenziell inflationäres oder deflationäres Umfeld einstellen müssen und ob ein wirtschaftlicher Aufschwung oder Abschwung vor der Tür steht. Zur Beantwortung der zweiten Frage liefert seit Jahrzehnten die sogenannte Zinsstrukturkurve wichtige und oft richtige Hinweise. Doch diesen Indikator haben die Notenbanken in den USA, im Euro-Raum, in Grossbritannien und der Schweiz mit ihrer ultraexpansiven Geldpolitik ausgeschaltet. Für Anleger wird das Handeln an den Finanzmärkten dadurch noch mehr zum Blindflug.

### Für die Fed ein Rätsel

Die Zinsstrukturkurve für ein Währungsgebiet setzt sich aus den Renditen der unterschiedlichen (Rest-)Laufzeiten von dort emittierten Staatsanleihen zusammen. Das Laufzeitspektrum bewegt sich dabei in der Regel zwischen ein bzw. drei Monaten und 20 bzw. 30 Jahren. Manche Länder haben allerdings auch schon ultralang laufende

Staatsanleihen von 50 und sogar 100 Jahren herausgegeben.

Grundsätzlich wird unterschieden zwischen normalen, flachen, inversen und buckligen Zinsstrukturkurven (vgl. Grafik 1). Bei der normalen Zinsstrukturkurve steigen die Renditen mit der Restlaufzeit an. In Deutschland war dies beispielsweise zwischen den Jahren 1972 und 2009 in 70% aller Monate der Fall. Eine flache Zinsstrukturkurve spiegelt dagegen ein nach Laufzeiten fast ausgeglichenes Zinsniveau, dies ist in gut 20% aller Monate der Fall gewesen. Bei der inversen Kurve, die in weniger als 10% der Monate vorkam und damit sehr selten ist, sinken die Zinssätze mit zunehmender Laufzeit. In der Praxis bzw. bei den Übergängen gibt es jedoch auch immer wieder Mischformen, dann kommt es zu einer buckligen Zinsstrukturkurve.

Für Anleger ist vor allem wichtig, ob die Kurve steil, flach oder invers ist. Als Faustregel kann man sagen, je steiler die Kurve ist, desto besser läuft die Wirtschaft. Gefährlich wird es, wenn die Zinsstrukturkurve invertiert. Die inverse Struktur entsteht, wenn sinkende Inflationsraten und Zinsen erwartet werden, weil Anleger dann vermehrt in Bonds mit langen Laufzeiten investieren. Die inverse Zinskurve gilt als Vorbote einer Rezession – abgesehen von immer wieder auftretenden ausserordentlichen Ereignissen, wie etwa der deutschen Wiedervereinigung.

Der Signalcharakter der Kurve für drohende Rezessionen ist kein Mythos, sondern empirisch gut belegt. Allein von 1989 bis in die Gegenwart gibt es zahlreiche Studien, die nachweisen, dass das Gefälle der Zinsstrukturkurve, also die Differenz zwischen kurzfristigen

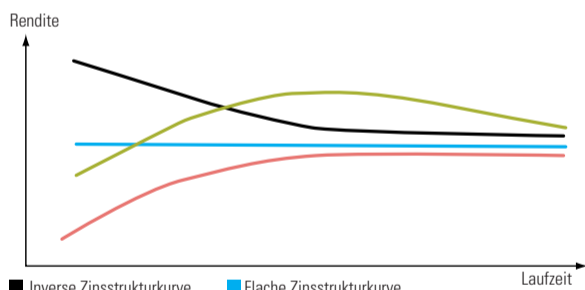
und langfristigen Zinssätzen, hilfreich für die Prognose von Rezessionen und die Entwicklung des realen Bruttoinlandsprodukts ist.

Die US-Notenbank kommt in einer Studie vom Juli 2008 sogar zu dem Ergebnis, dass professionelle Prognostiker bei der Vorhersage von Rezessionen in den folgenden Quartalen durchschnittlich klar schlechter abschnitten als ein simples Echtzeit-Prognosemodell, das auf der Zinsstrukturkurve beruht. Die Ökonomen der Federal Reserve bezeichneten dies als Rätsel, da die Profis ja die Aussagekraft der Zinskurve kennen. Oft meinten die Ökonomen dann aber, das Können der Zinskurve gelte aus irgendwelchen Gründen für die derzeitige Situation nicht. Das erinnert an eine häufig gehörte Aussage an den Märkten, wenn man ein unerwünschtes Geschehen nicht wahrhaben will: «Diesmal ist alles anders.»

### Das kurze Ende klebt bei null

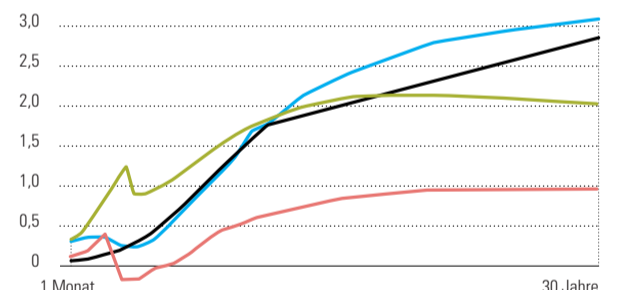
Durch die extreme Nullzinspolitik der Zentralbanken in den Industrieländern ist es seit geraumer Zeit jedoch unmöglich, dass die Zinskurve invers wird, da das kurze Ende immer nahe null liegt. Entsprechend sind die Kurven derzeit mehr oder weniger steil (vgl. Grafik 2). Das gilt sogar für ein Land wie Grossbritannien, das jüngst wieder in die Rezession zurückgefallen ist. Auch für die USA erwarten einige Ökonomen, darunter jene des renommierten New Yorker Economic Cycle Research Institute (ECRI), für die nähere Zukunft einen Rückfall in die Rezession. Dieser mag kommen oder nicht – die Zinsstrukturkurve kann nach herkömmlicher Lesart derzeit wenig zur Erhellung beitragen.

### Stilisierte Zinsstrukturkurven



■ Inverse Zinsstrukturkurve ■ Flache Zinsstrukturkurve  
■ Bucklige Zinsstrukturkurve ■ Normale Zinsstrukturkurve  
QUELLE: BLOOMBERG

### Aktuelle Zinsstrukturkurven



■ USA ■ Grossbritannien ■ Schweiz ■ Euro-Raum  
NZZ-INFOGRAFIK/cla.

## Negative Impulse belasten die Rohwarenpreise

Energieagentur optimistisch für die Lösung geopolitischer Risiken in Bezug auf Iran

Die Rohwarenpreise sind seit Monatsbeginn spürbar gefallen. Unsicherheiten in Europa und in Bezug auf Chinas künftige Wachstumsraten stellen die massgeblichen Einflüsse dar.

Karl Felder, Vancouver

Die internationalen Rohwarenmärkte standen seit Jahresbeginn auf unsicheren Beinen. In den letzten Tagen haben die einschlägigen Preisindizes verstärkt Terrain verloren. So fiel etwa der Dow-Jones-UBS-Index vom 1. Mai bis Mittwoch um 6% zurück. Der Grund für diese Entwicklung liegt im Urteil vieler Beobachter im vertieften Pessimismus über den Verbleib Griechenlands in der Europäischen Union. Die Unsicherheit über die sich daraus ergebenden Konsequenzen lasten auf den Märkten. Zudem wird gefragt, ob Chinas Wirtschaft künftig langsamer als bisher wachsen wird. Das würde sich auch auf die Rohwarenmärkte auswirken. Zudem sind auch Sonderbewegungen zu beobachten. So hat sich im Energiebereich in den letzten Tagen eine Entwicklung an-

gebahnt, die – sofern erfolgreich – vielerorts die Erwartung nährt, die Iranbedingte geopolitische «Preisprämie» auf Erdöl werde demnächst hinfällig. In der Folge sind die Erdölpreise seit Monatsbeginn um gut 15% gefallen. Umgekehrt sind im Agrarbereich auch Preissteigerungen zu beobachten, welche dem allgemeinen Trend zuwiderlaufen. Das trifft insbesondere auf Weizen zu, dessen Preis in Chicago zu Wochenbeginn vorübergehend auf \$ 720 je Scheffel geklettert ist. Das ent-

spricht gegenüber der Vorwoche einem Plus von 20%. Der Weizenpreis hatte zeitweise den höchsten Stand seit neun Monate erreicht, bevor er sich wieder etwas abgeschwächt hat. Die Verteuerung geht auf Sorgen zurück, Trockenphasen in den USA, in Russland und in Australien könnten die Ernte beeinträchtigen. Ein ähnliches Ereignis hatte Russland vor einem Jahr dazu veranlasst, ein Weizen-Exportverbot zu verfügen, was die Preise hochgetrieben hatte. Die heutigen Notizen sind vom Höchststand des Vorjahrs von fast 10 \$ je Scheffel noch weit entfernt. Verteuert auf fast 2200 \$ je Tonne hat sich in London der Robusta-Kaffee. Das wird mit nachlassenden Exporten aus Vietnam bei gleichzeitig steigender Nachfrage in Zusammenhang gebracht. Im übrigen Agrarbereich liegen die Preise fast durchwegs tiefer. Zucker ist erstmals seit fast zwei Jahren wieder unter \$ 0.20 je Pfund gefallen. Russland, Thailand und China erwarten hohe Ernten und werden weniger brasilianischen Zucker importieren. Brasilien gilt mit 25% des Angebotes und 45% des Handels als weltgrösster Produzent und gibt über weite Strecken auch preismässig den Ton an.

### Entwicklung der Rohwarenmärkte

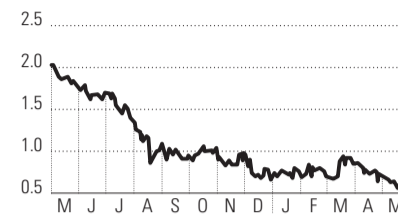
Beste und schlechteste Terminkontrakte seit Jahresanfang

In % (auf Frankenbasis)	
34,83	Sojamehl
18,89	Sojabohnen
16,99	Bauholz
15,94	Raps
8,72	Weizen
-9,23	Zucker
-14,24	Baumwolle
-19,63	Erdgas
-24,49	Kaffee
-36,54	Orangensaft

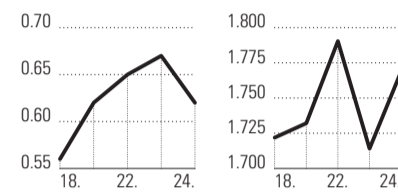
QUELLE: BLOOMBERG NZZ-INFOGRAFIK/Inf.

## GELD- UND KAPITALMÄRKTE

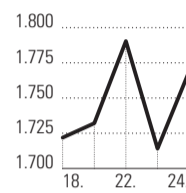
Schweiz (10-j.)



Schweiz (10-j.)



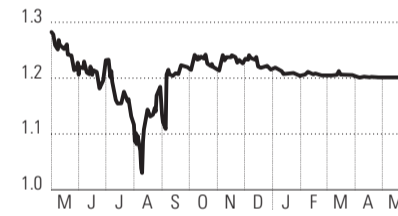
USA (10-j.)



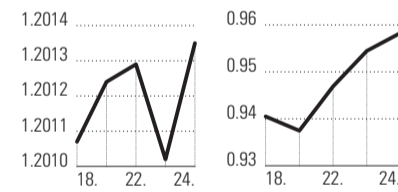
	Schluss 2011	Schluss 23.05.	Schluss 24.05.
<b>Geldmarkt (3 Monate)</b>			
Franken-Libor	0.0517	0.1133	0.1133
Euribor	1.3560	0.6800	0.6770
Dollar-Libor	0.5810	0.4669	0.4669
Yen-Libor	0.1957	0.1957	0.1957
<b>Kapitalmarkt (10-jährige Staatsanleihen)</b>			
Schweiz	0.66%	0.67%	0.62%
Deutschland	1.84%	1.38%	1.39%
Grossbritannien	1.97%	1.77%	1.76%
USA	1.88%	1.71%	1.77%
Japan	0.99%	0.87%	0.87%

## DEISENMÄRKTE

Euro in Franken



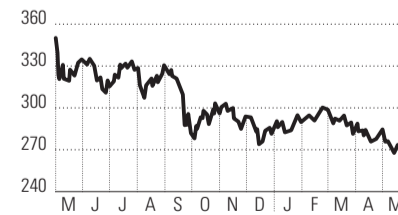
€ in Fr.



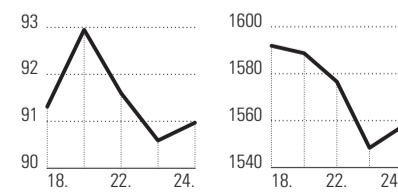
	Schluss (22.23 Uhr)	Schluss 23.05.	Schluss 24.05.	%	absolut
<b>Euro</b>					
in Franken	1.2010	1.2014	1.2014	0.03	0.0004
in Dollar	1.2587	1.2536	1.2536	-0.40	-0.0050
in Yen	100.04	99.74	99.74	-0.29	-0.2921
<b>Dollar</b>					
in Franken	0.9543	0.9584	0.9584	0.43	0.0042
in Pfund	0.6372	0.6381	0.6381	0.14	0.0009
in Yen	79.46	79.56	79.56	0.13	0.1070

## ROHWARENMÄRKTE

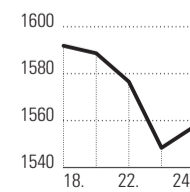
DJ-UBS-Commodity-Index TR



Erdöl (WTI)



Gold



	Schluss (22.23 Uhr)	Schluss 23.05.	Schluss 24.05.	%	absolut
<b>Erdöl (WTI)</b>					
Erdöl (WTI)	90.59	91.00	91.00	0.45	0.41
Gold (\$/oz.)	1548.40	1560.40	1560.40	0.77	12.00
Silber (\$/oz.)	27.57	28.29	28.29	2.63	0.73
Kupfer (\$/t)	7630.25	7660.00	7660.00	0.39	29.75