

Der Schweizer Bondmarkt hat zur Wochenmitte keinen klaren Trend gefunden **SEITE 33**

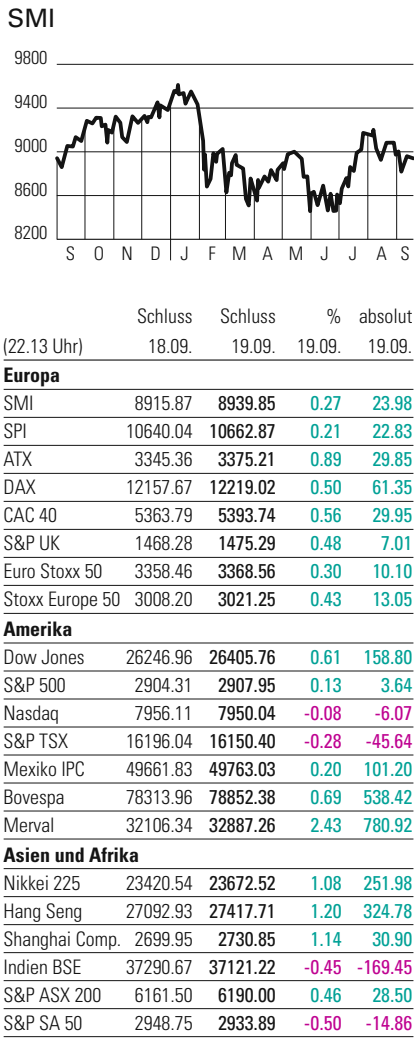
SMI 
8939,85 **0.27%**

Euro/Fr. 
1,1292 **0.36%**

Gold (\$/oz.) 
1208,50 **0.47%**

Erdöl (Brent) 
79,22 **0.41%**

AKTIENMÄRKTE



Die Welt verharrt im Schuldenrausch

Konrad Hummler beobachtet in der EU einen Trend hin zu «Direktoriums-Lösungen»

MICHAEL FERBER

Der weltweite Schuldenberg ist in den vergangenen Jahren weiter gewachsen. Gemäss der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) haben die globalen Gesamtschulden Ende 2017 die Höhe von 177 Bio. \$ erreicht. Dies entspricht 244% des globalen Bruttoinlandprodukts (BIP). Einen wesentlichen Anteil an diesem Berg hat die öffentliche Hand – nämlich 109% des BIP in den Industrieländern und 50% in den Schwellenländern. Bei einem Zinssprung könne der Schuldenanstieg schnell zum Problem werden und die wirtschaftliche und politische Stabilität gefährden, sagte René Hermann, Senior Partner der Beratungsgesellschaft Independent Credit View (I-CV), am diesjährigen Swiss Bond Congress, veranstaltet von I-CV zusammen mit dem Vermögensverwalter Fisch Asset Management.

Steigt die Volatilität?

Bedenklich ist, dass viele Staaten ihre Schulden trotz der positiven Wachstumsdynamik in den vergangenen Jahren nicht reduziert haben. Aufgrund der zögerlichen Fortschritte bleibe der Spielraum der Staaten eingeschränkt, bei Schwächephasen oder Krisen unterstützend einzugreifen, sagte Hermann. Viele Regierungen hätten die Hoffnung, durch eine Kombination aus expansiver Geld- und Haushaltspolitik den Schulden «entwachsen» zu können. Diese sei aber kritisch zu bewerten. Mit ihrer expansiven Geldpolitik ist es den Zentralbanken in

den vergangenen Jahren zwar gelungen, die Märkte zu beruhigen. Nun versuchen sie, angeführt von der US-Zentralbank Federal Reserve, schrittweise aus dieser Politik auszusteigen. Investoren könnten sich die Fundamentaldaten aber wieder bewusster ansehen und zu dem Schluss kommen, dass eine hohe Schuldenquote eine höhere Risikoprämie erfordere, sagte Hermann. Folglich sei zu erwarten, dass die Volatilität an den Märkten wieder zunehmen werde. So stelle sich die Frage, ob die Notenbanken die geplante Normalisierung «schockfrei» herbeiführen könnten.

In Europa ist in letzter Zeit Italien in den Brennpunkt gerückt. Die neue Regierung aus den Euro-kritischen Parteien Cinque Stelle und Lega hat zu einer Ausweitung der Risikoprämien von italienischen Staatsanleihen beigetragen. Die europäische Gemeinschaftswährung Euro sei falsch konstruiert und dürfte vor diesem Hintergrund nicht zu einer Weltwährung werden, sagte der Unternehmer und ehemalige Privatbankier Konrad Hummler in seiner Rede. Laut ihm dürften die USA und der aufkommende zweite «Hegemon» China Weltpolitik und -wirtschaft in den kommenden Jahrzehnten prägen. Europa hingegen sei «stuck in the middle» – in der Mitte gefangen. Dies dürfte den Kontinent in verschiedene Wechselbäder bringen.

Hummler sieht einen Trend hin zu Direktoriums-Lösungen in der EU. Dabei erwähnte er die Stabilitätsfazilitäten ESM und EFSF, aber auch die Europäische Investitionsbank (EIB). Wenige

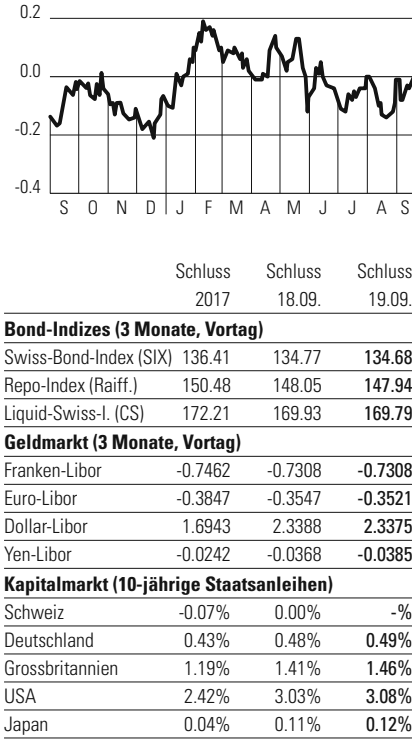
Leute bzw. Direktorien entschieden hier über die Vergabe von Milliarden, seit dem Ausbruch der Finanzkrise habe sich hier – im Guten wie im Schlechten – eine versteckte Transferunion etabliert. Dieses Gebilde arbeite mit wenig Eigen- und viel Fremdkapital sowie Garantien der EU-Mitgliedsstaaten, letztlich hänge es aber an der Europäischen Zentralbank (EZB). Schliesslich fühle er sich dabei an die «special purpose vehicles» (SPV) erinnert, die in den USA in der Zeit vor dem Ausbruch der Finanzkrise eingesetzt worden seien, sagte Hummler. Solche Zweckgesellschaften ermöglichten es damals, Eigenkapitalanforderungen zu umgehen, und spielten eine wichtige Rolle bei der Entwicklung ungesunder Strukturen, die dann in die Finanzkrise führten.

«Enormer Technologieschub»

Was die von den Zentralbanken aufgekauften Wertpapiere angeht, sagte Hummler, man könne sich überlegen, ob diese Papiere überhaupt an die Märkte zurückkehren sollten. Entscheide man sich dafür, die Wertpapiere «in diesem Tresor» zu lassen, sei es indessen höchst problematisch, wenn die politischen Systeme weiterhin auf Schuldenmachen eingestellt seien. Grundsätzlich sieht Hummler die Weltwirtschaft aber in einer guten Verfassung. Zudem Sorge der Technologieschub in sehr vielen Bereichen für Verbesserungen wie etwa die Reduktion von Informations- und Transaktionskosten. Diese enorm positiven Effekte würden oft unterschätzt.

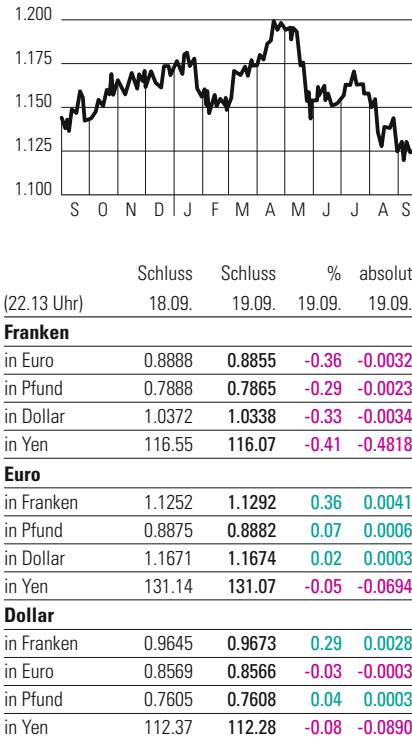
GELD- UND KAPITALMÄRKTE

Schweiz (10-j.)



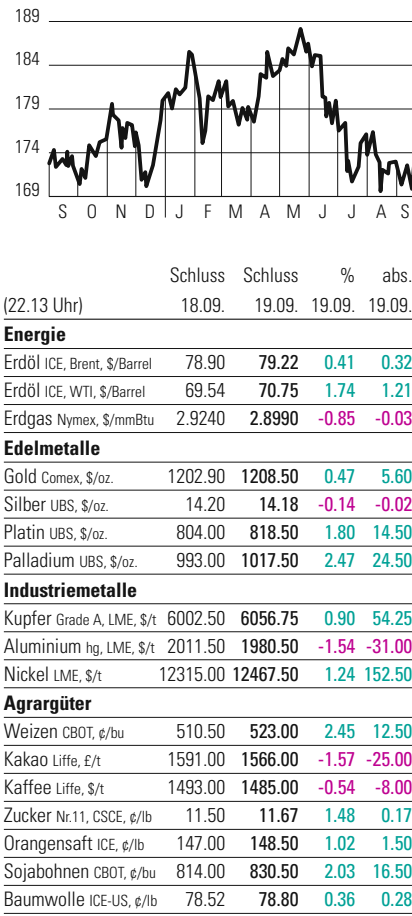
DEVISENMÄRKTE

Euro in Franken



ROHWARENMÄRKTE

Bloomberg Commodity Index



Der Silberpreis auf der Suche nach dem Boden

Etliche Zeichen deuten auf einen Ausverkauf beim Edelmetall hin – die Gefahr eines weiteren Kursrückgangs bleibt aber

MICHAEL SCHÄFER

In an Silber interessierten Anlegerkreisen kursiert gerade eine Grafik, die das sogenannte Gold-Silber-Verhältnis abbildet. Dieser Term war in der Vergangenheit ein recht zuverlässiger Indikator, um Wendepunkte für die relative Entwicklung der beiden Edelmetallkurse vorherzusagen. Als relevante Marke für ein solches Signal gilt ein Gold-Silber-Verhältnis von 80, was bedeutet, dass eine Unze Gold 80-mal so teuer ist wie eine Unze Silber. Und genau dieser Wert wird seit kurzem wieder übertroffen – und zwar relativ klar.

Von Konjunktur abgekoppelt

Zwar hat sich der Preis von Gold in der jüngeren Vergangenheit alles andere als prächtig entwickelt, für jenen von Silber gilt dies aber noch viel stärker. Seit Jahresbeginn hat der Goldpreis um über 8% nachgegeben, der Silberpreis dagegen doppelt so viel. Das gelbe Edelmetall notiert knapp unter 1200 \$ je Feinunze, und Silber kämpft gerade mit der Marke von 14 \$. Dadurch ist das Gold-Silber-Verhältnis auf über 84 angestiegen und damit auf den höchsten Wert seit 25 Jahren.

Blickt man auf die vergangenen Perioden, in denen das Verhältnis auf einen grösseren Wert als 80 angestiegen ist – z. B. Februar 1995, Mai 2003, November 2008 oder Februar 2016 –, signalisierte dies tatsächlich zuverlässig Wendepunkte. Silber verteuerte sich anschliessend im Vergleich zu Gold, und in der Regel setzte diese Bewegung recht bald nach Auftreten des Signals ein.

Allerdings handelt es sich wie gesagt um eine relative Kenngrösse. Selbst wenn sich der Preis von Silber bald wieder besser entwickeln sollte als jener von Gold, muss das nicht bedeuten, dass

er dann auch steigt. Zudem war das Signal nicht immer so zuverlässig wie in den genannten Episoden. Zwischen Mitte 1990 und Mitte 1993 lag das Verhältnis über einen deutlich längeren Zeitraum über 80 und erreichte dabei sogar Werte über 90.

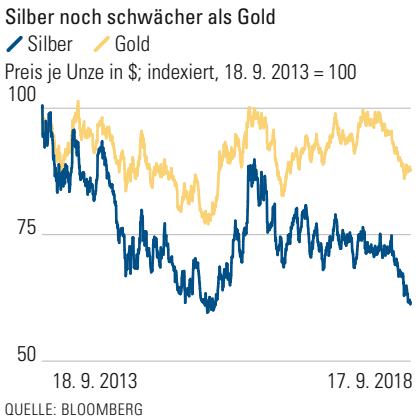
Wie der Rohwarenanalytiker Carsten Menke von Julius Bär schreibt, hat sich auch der Markt für Silber verändert, was ebenfalls die Zuverlässigkeit des Indikators infrage stellt. Anders als Gold wird Silber stärker in der Industrie verwendet und gilt deshalb oft als Zwitter zwischen einem Edel- und einem Industriemetall. Wegen der höheren Abhängigkeit von Konjunkturzyklen ist sein Preis deutlich volatiler als der des gelben Edelmetalls.

Besonders stark ist die Abhängigkeit dabei von der Konjunktur der Schwellenländer. Für manche Beobachter wie die der UBS reflektiert der gesunkene Silberpreis die jüngst gestiegenen Sorgen um ein Nachlassen des Wachstums in diesen Regionen. Der bisher letzte starke Preisanstieg, in dessen Spitze die Unze Silber 2011 fast 50 \$ kostete, führte jedoch auch dazu, dass das «Gold des kleinen Mannes» in Industrieprozessen vermehrt substituiert wurde. Den gegenwärtigen Anstieg des Gold-Silber-Verhältnisses in einer Phase, in der die Konjunktur in weiten Teilen der Welt noch rundläuft, sieht Menke denn auch als Indiz, dass der Einfluss der Verfassung der Wirtschaft auf den Silberpreis insgesamt nachgelassen hat.

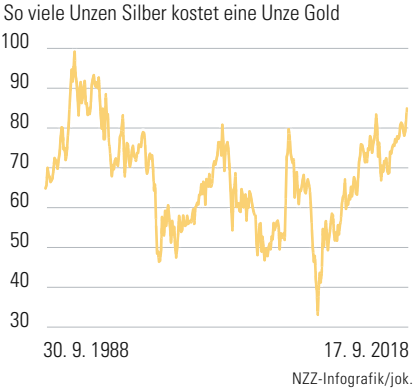
Abhängig von den Investoren

Wie beim Gold sei der Preis des Silbers hauptsächlich von der Nachfrage der Investoren abhängig, folgert Menke. Und hier war das Umfeld in den vergangenen Monaten für die keine Zinsen abwerfenden Metalle wenig förderlich. In

Es riecht nach einem Ausverkauf



Höchster Wert seit 25 Jahren



den USA sind die Renditen zehnjähriger Treasuries wieder auf knapp 3% gestiegen, was für viele Anleger ein attraktives Niveau darstellt. Zudem hat der Dollar im Zug der steigenden US-Zinsen und der Erwartung weiterer Zinsschritte der US-Notenbank Fed merklich zugelegt. Für Anleger ausserhalb des Dollar-Raums verteuert dies die in Dollar gehandelten Edelmetalle und führt so zu einer nachlassenden Nachfrage.

Nicht einmal ihre Funktion als Krisenwährung hat die beiden Edelmetalle vor dem Preisrückgang bewahren können. Weder die Krisen in der Türkei, in Argentinien und Italien noch die eskalierenden Handelsstreitigkeiten haben sich positiv auf die Notierungen ausgewirkt. Mancher Beobachter spricht denn auch davon, dass Gold und Silber ihre Funktion als Krisenwährungen verloren hätten. Sie seien höchstens noch Katastrophenwährungen.

Anleger, die auf eine Wende beim Silberpreis setzen, können dennoch etwas Hoffnung schöpfen, und zwar wegen zweier Faktoren. Erstens deutet viel auf einen Ausverkauf hin, wozu