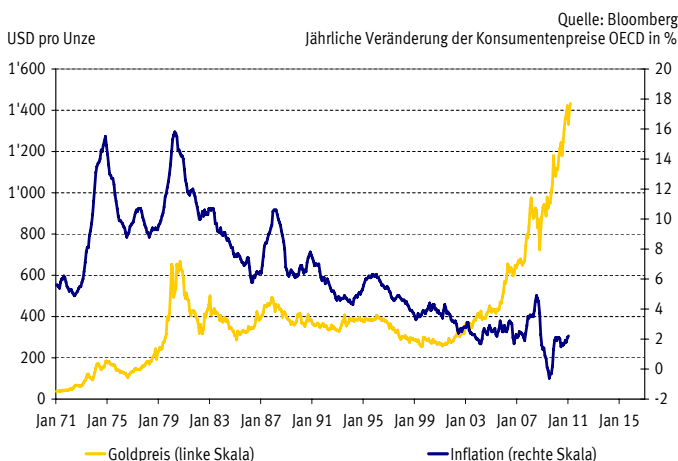




Wie Gold Glanz in Ihr Portfolio bringt

GOLD: KEINE PREISBLASE Der Goldpreis kletterte in den letzten Wochen auf neue Rekordwerte. Manche Investoren meinen eine neue Preisblase erkennen zu können, andere glauben an ein generelles Inflationsphänomen. Seit der Freigabe des Goldpreises im Rahmen des Smithsonian Agreements vom Januar 1971 gilt Gold als Inflationsschutz schlechthin. Im Zuge der Ölschocks von 1973-74 und 1979 beschleunigten sich die Teuerungsraten kräftig. Der Goldpreis legte in diesem Zeitraum deutlich zu und erreichte im Frühjahr 1980 einen Rekordwert, welcher einige Jahre zuvor nur von wenigen Anlegern für möglich gehalten wurde. In den 1980er und 1990er Jahren ging der fallende Inflationstrend mit einem abbröckelnden Goldpreis einher. Seit der Jahrhundertwende ist der Zusammenhang zwischen Inflation und Goldpreis aber zusammengebrochen: Trotz anhaltender Inflationsverlangsamung verteuerte sich Gold laufend und erreichte nach dem Ausbruch der Finanzkrise immer neue Höchststände. In den weiteren Ausführungen werden wir zeigen, dass der Goldpreis noch keine Blase ist.

Grafik 1: Nur lockerer Zusammenhang zwischen Goldpreis und Inflation



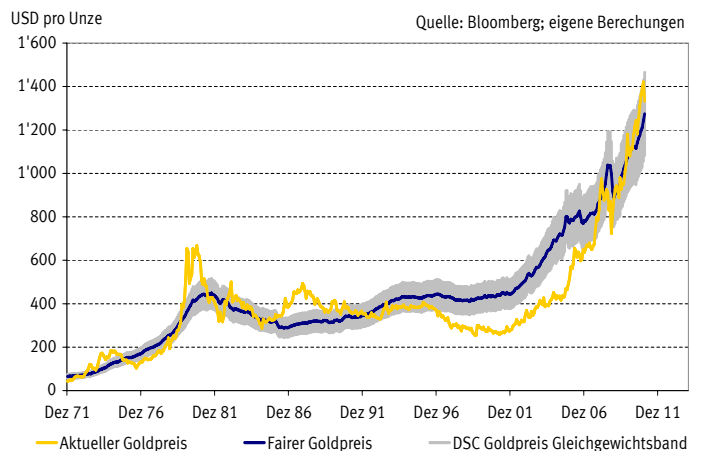
TEURES GOLD TROTZ TIEFER INFLATION Offensichtlich reicht die Inflation alleine zum Verständnis der Goldpreisbewegungen nicht aus. Die Bewertung von Gold entzieht sich im Gegensatz zu Obligationen und Aktien einer klassischen Barwertmethode. Seine Rendite wird nur durch Preisveränderungen bestimmt. Deshalb hat es bei vielen Ökonomen einen schweren Stand. Für viele Analysten ist speziell der jüngste Preisanstieg der schlagende Beweis für einen von irrationalen Beweggründen getriebenen Markt. Unsere Analyse zeigt, dass Goldpreisveränderungen negativ mit den Realzinsen (Nominalzinsen abzüglich Inflation) korreliert sind. Hohe Realzinsen fallen mit einer Verbilligung von Gold zusammen, tiefe Realzinsen mit einer Verteuerung. Gold profitiert nur dann von

hoher Inflation, wenn diese die Zinsen real auf ein unattraktives Niveau drückt. Die ungewöhnlich tiefen Realzinsen der letzten Jahre gehen aber nicht primär auf hohe Inflationsraten, sondern auf tiefe nominale Zinssätze zurück. Nicht wegen der aktuellen Inflation ist Gold so teuer geworden, sondern weil die Realzinsen in den letzten Jahren auf ein historisch tiefes Niveau gefallen sind und sich seit der Finanzkrise sogar in negativem Territorium bewegen.

WICKSELL ALS AUSGANGSPUNKT FÜR BEWERTUNG VON GOLD

Knut Wicksell erklärt in seinen Arbeiten Konjunkturschwankungen generell durch Ungleichgewichte zwischen Marktzins und Kreditzins der Banken. 1898 schrieb er in „Interest and Prices“: „There is a certain rate of interest on loans which is neutral in respect to commodity prices, and tends neither to raise nor to lower them“. Unser Goldpreismodell verwendet dieses Konzept. Der Goldpreis wird durch Abweichungen des US-Realzinses von seinem vermuteten langfristigen Gleichgewichtswert erklärt. In unseren Berechnungen gehen wir von einem neutralen langfristigen realen US-Geldmarktzins von 2% aus. Diesen Wert nimmt auch John Taylor in seinen Arbeiten als Ausgangspunkt zur Festlegung regelgebundener geldpolitischer Zielzinssätze. Unser relativ einfaches Modell kann die Goldpreisentwicklung der letzten 40 Jahre verblüffend gut nachzeichnen.

Grafik 2: Goldpreis: tatsächlicher und modellierter "fairer" Preis

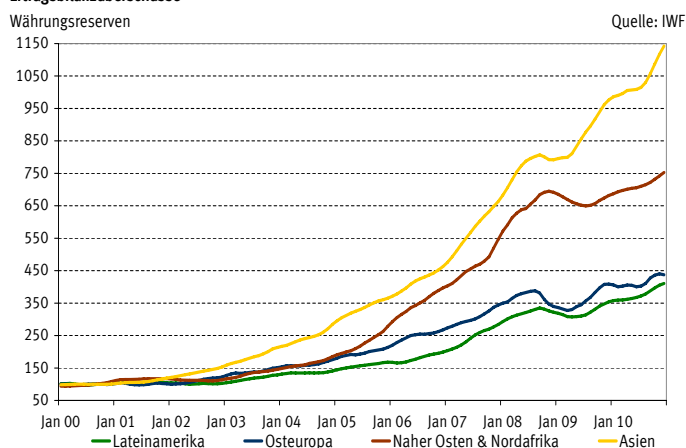


TIEFE US-REALZINSEN: NUR ZUM TEIL DAS RESULTAT HYPER-EXPANSIVER US-GELDPOLITIK Neben der Geldpolitik des Federal Reserve System erscheint noch eine zweite Einflussgröße auf das Realzinsniveau in den USA und in Europa einzuwirken. Es sind die auf die dortigen Geld- und Kapitalmärkte rezyklierten Ertragsbilanzüberschüsse grosser asiatischer sowie ölexportierender Länder, die sich in den rasant steigenden

Währungsreserven der betreffenden Regionen manifestieren. (siehe Grafik 3). Unsere Analyse legt den Schluss nahe, dass der Gegenwind für weitere Goldpreiserhöhungen bei einer graduellen Normalisierung des Realzinsniveaus zwar zunimmt. Eine wirkliche Preiskorrektur ist aber erst bei einem deutlichen Realzinsanstieg zu erwarten. Gold gleicht in diesem Sinn also inflationsgeschützten Anleihen. In welchem Umfeld ist nun aber ein markanter Realzinsanstieg denkbar? Der IWF skizziert in seinem jüngsten Wirtschaftsausblick ein mögliches Risikoszenario. Sollte das Potenzialwachstum der Weltwirtschaft, speziell der US-Wirtschaft, überschätzt werden (etwa bei einer unterschätzten strukturellen US-Arbeitslosigkeit), würde ein beschleunigter Anstieg der Kerninflation drohen. Dies würde wohl einen geldpolitischen Kurswechsel der amerikanischen Zentralbank erzwingen und die Realzinsen in die Höhe treiben.

TIEFE US-REALZINSEN AUCH WEGEN DOLLAR-“RECYCLINGS“
Auch ein abruptes Ende der Nettokapitalexporte der Schwellenländer auf den US-Geld- und Kapitalmarkt hätte wohl einen ähnlichen Effekt.

Grafik 3: Anstieg der Währungsreserven der Schwellenländer durch Recycling ihrer Ertragsbilanzüberschüsse



Im Moment erscheinen uns allerdings beide Szenarien unwahrscheinlich. Wahrscheinlicher erscheint uns ein gradueller Realzinsanstieg infolge eines allmählichen Anziehens der geldpolitischen Zügel in den USA in einem Umfeld intakter positiver konjunktureller Aussichten. Auch der schrittweise Abbau der globalen Handelsungleichgewichte würde in diese Richtung wirken. In einem solchen Szenario könnte der Goldpreis zwar weiter zulegen, allerdings in geringerem Tempo als in den letzten Jahren. Angesichts dieser Renditeaussichten und der moderaten Korrelationen des Goldes mit anderen Anlageklassen bleibt Gold also trotz des beträchtlichen Preisanstiegs seit der Jahrtausendwende ein nützliches Element für die Asset Allocation.

Literaturverweis:

Wicksell, Knut, 1936/1898: "Interst and prices", London: Mcmillan
Taylor, John B., 1993, Discretion versus policy rules in practice, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, S. 195-214
IWF, World Economic Outlook, April 2011

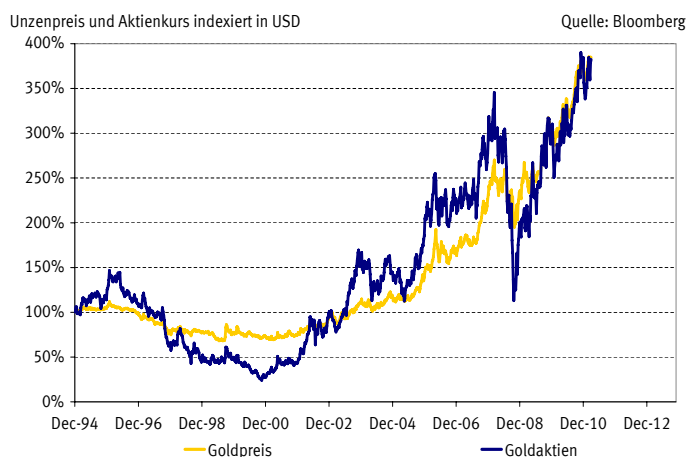
Auszüge aus diesem Artikel erschienen am 18. Mai 2011 in der Finanz und Wirtschaft

Adresse Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers | Aeschenvorstadt 16 | Postfach | 4002 Basel | Schweiz
Telefon +41 61 286 66 66 | Telefax +41 61 272 24 38 | E-Mail contact@dreyfusbank.ch | www.dreyfusbank.ch

Disclaimer Bei den in unserer Analyse verwendeten Kursen handelt es sich um Schlusskurse des jeweiligen Zeitraumes. Die unseren Bewertungsmodellen zu Grunde liegenden Zahlen sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Die Verwendung von Bewertungsmodellen schliesst das Risiko nicht aus, dass faire Bewertungen über einen genannten Anlagezeitraum nicht erreicht werden. Eine unübersehbare Vielzahl von Faktoren hat Einfluss auf die Kursentwicklung. Unvorhersehbare Änderungen können sich zum Beispiel aus technologischen Entwicklungen, aus gesamtkonjunkturellen Aktivitäten, aus Wechselkursschwankungen oder aus Änderungen gesellschaftlicher Wertvorstellungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

GOLD SOLLTE PHYSISCH GEKAUFT WERDEN An Gold interessierte Anleger müssen wählen, ob sie Goldbarren, -plättchen oder -münzen kaufen, oder lieber in Aktien von Goldminengesellschaften investieren wollen. Für den Anlageentscheid sind drei Elemente wichtig: Rendite, Volatilität (Kurschwankungen) sowie die Korrelation mit anderen Anlageklassen. **RENDITE** Seit Mitte der 1990er Jahre warf Gold praktisch denselben Ertrag ab wie die Aktien von Minengesellschaften. **VOLATILITÄT** Die Kursgrafik zeigt, dass Goldminenaktien ungleich volatiler sind als der Goldpreis.

Grafik 4: Gold und Goldminenaktien



KORRELATION Gold korreliert typischerweise weniger mit anderen Finanzmarktanlagen (in der Grafik 5 ist die Korrelation mit globalen Aktien dargestellt) als Goldminenaktien und bietet sich eher zur Portfoliodiversifikation an. Die Kombination dieser Elemente zeigt, dass Gold den Minenaktien überlegen ist.

Grafik 5: Korrelation: Gold und Goldminenaktien

