

# Gold glänzt auch im Portfolio



*Von Marius Baumann, CFA  
Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers*

Seit der Freigabe des Goldpreises im Rahmen des Smithsonian Agreements vom Januar 1971 gilt Gold als Inflationsschutz schlechthin. Im Zuge der Ölschocks in den 1970er Jahren beschleunigten sich die Teuerungsraten kräftig. Der Goldpreis legte in diesem Zeitraum deutlich zu und erreichte im Frühjahr 1980 einen Rekordwert. In den 1980er und 1990er Jahren ging der fallende Inflationstrend mit einem sinkenden Goldpreis einher. Seit der Jahrtausendwende ist der Zusammenhang zwischen Inflation und Goldpreis jedoch zusammengebrochen. Trotz anhaltender Inflationsverlangsamung verteuerte sich Gold laufend und erreichte nach der globalen Finanzkrise immer neue Höchststände, ehe es nach einer heftigen Korrektur 2013 in eine Konsolidierungsphase trat. Seit einem Jahr steigt der Preis des Metalls wieder bei noch immer ausbleibender Inflation.

## **Realzinsen als Goldpreistreiber**

Offensichtlich reicht die Inflation zur Erklärung der Goldpreisentwicklung



*und Timo R. A. Mayr  
Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers*

nicht aus. Im Gegensatz zu Obligationen und Aktien entzieht sich die Bewertung von Gold einer Barwertmethode. Um die Preistreiber zu verstehen, muss das Konzept der Opportunitätskosten beigezogen werden: Ein Goldinvestor gibt Zinszahlungen auf, welche er für Bargeld oder Anleihen erhalten könnte. Je höher diese Zahlungen sind, desto höher sind die Opportunitätskosten von Gold und desto niedriger dessen Preis. Nur wenige Investoren werden das Metall halten wollen, wenn dies einen grossen Einkommensverlust mit sich bringt. Mit sinkenden Zinsen fallen jedoch die Opportunitätskosten, so dass Gold attraktiver wird.

Die Inflation hält aber auch in diesem Konzept Einzug. Eine Investition in Anleihen lohnt sich erst, wenn die Rendite über der Inflationsrate liegt. Entsprechend müssen die Realzinsen (Nominalzinsen abzüglich der Inflation) betrachtet werden. Diese sind in den USA seit der Jahrtausendwende um 400 Basispunkte gefallen (siehe Grafik). Diese Entwicklung ist weitgehend vor

dem Hintergrund einer niedrigen und stabilen Inflation mit wenig Anzeichen einer Nachfrageüberhitzung eingetreten. Dies deutet darauf hin, dass der anhaltende Abwärtstrend der langfristigen Realzinsen symptomatisch ist für einen Rückgang des globalen neutralen oder natürlichen Zinssatzes, häufig als  $r^*$  bezeichnet. Der reale Zinssatz ist dann neutral, wenn er die Leistung einer Volkswirtschaft in Einklang mit ihrem Potenzial bringt, und so das sogenannte Output Gap schliesst und die Inflation stabilisiert. Da  $r^*$  vom Angebot und der Nachfrage nach Kapital abhängt, kann dessen Rückgang über ein Spar- und Investitionsmodell hergeleitet werden. Eine Erhöhung der Sparneigung führt zu höherem Kapitalangebot und ceteris paribus zu tieferen Zinsen. Eine höhere Investitionsneigung führt zu einer grösseren Nachfrage nach Kapital und zu höheren Zinsen.

## **Druck auf Realzinsen hält an**

Die Sparneigung der Bevölkerung nahm in den letzten 15 Jahren stetig zu. Einerseits sind in mehreren westlichen Ländern die Einkommen der reichsten Bevölkerungsschicht deutlich stärker gestiegen als die der Mittelschicht. Die obersten Schichten sparen erwiesenermassen einen grösseren Teil ihres Einkommens, weshalb die wachsende Ungleichheit automatisch zu mehr Ersparnissen geführt hat. Andererseits ist die gestiegene Sparneigung eine direkte Folge der gestiegenen Lebenserwartung. Menschen im erwerbsfähigen Alter müssen einen grösseren Teil ihres Einkommens sparen, um einen länger andauernden Ruhestand finanzieren zu können. Aus demselben Grund ist auch die Zahl der freiwillig Erwerbstätigen im Rentenalter stetig angestiegen. Wenn sich dieser Trend fortsetzt, könnte das effektive Rentenalter der OECD bis 2030 rund 67 Jahre erreichen. Den gegentei-

ligen Effekt auf das Sparverhalten hat die Verschiebung der Alterspyramide, da Arbeitnehmer nach der Pensionierung von Sparern zu Entsparen werden. Bisher dominierte die Notwendigkeit mehr zu sparen. In Zukunft dürfte die steigende Zahl an Rentnern zu einer Stabilisierung der Sparneigung auf hohem Niveau führen.

Die Pensionierung der Babyboomer-Generation bedeutet aber auch, dass der Anteil der Bevölkerung im erwerbstätigen Alter sinkt. Das Wachstum des Arbeitsangebots erreichte seinen Höchststand in den 1980er Jahren als die letzten Babyboomer ins Erwerbsleben eintraten. Seither hat sich das Wachstum des Arbeitsangebots bereits um einen Drittel abgeschwächt. Zur Verrichtung ihrer Arbeit müssen die Arbeitnehmer mit Kapital ausgestattet werden. Heute sind entsprechend weniger Investitionen erforderlich, um das notwendige Verhältnis von Kapital zu Arbeit aufrecht zu erhalten. Hinzu kommt, dass dem Dienstleistungssektor heute gegenüber dem kapitalintensiven Industriesektor eine höhere Bedeutung zukommt. Erst wenn sich die Verknappung des Arbeitsangebots in höheren Löhnen niederschlägt, dürfte sich die Investitionsnachfrage stabilisieren.

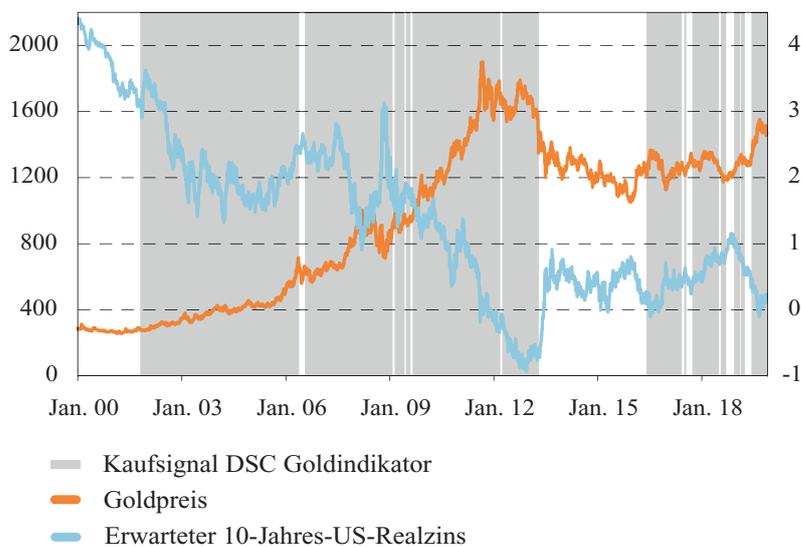
Demographische Veränderungen dämpfen überdies den prominentesten Einflussfaktor auf das Gleichgewicht von Sparen und Investieren: das Potenzialwachstum einer Volkswirtschaft. Abnehmendes Wirtschaftswachstum ist gleichbedeutend mit abnehmendem Konsumwachstum. Investitionen werden weniger attraktiv, weil die Rendite auf das investierte Kapital sinkt. Andererseits muss die Bevölkerung mehr sparen, um bei langsamerem Einkommenswachstum in Zukunft gleich viel konsumieren zu können. Beide Faktoren wirken negativ auf  $r^*$ . In den Industrieländern ist das Trendwachstum des realen Bruttoinlandsprodukts seit Jahren rückläufig, hauptsächlich als Folge des sich verlangsamenden Wachstums der Erwerbsbevölkerung.

In jüngerer Vergangenheit ist ein zweiter Gegenwind dazugekommen: die Abschwächung der Globalisierung. In den zwei Jahrzehnten vor der globalen Finanzkrise betrug das durchschnittliche Wachstum des Welthandelsvolu-

## Der Goldindikator

Goldpreis in US\$ pro Feinunze

Realzins in Prozent p.a.



Unser Goldindikator kombiniert Realzinserwartungen und Risikoindikatoren mit Trendsignalen zum Goldpreis. Er signalisiert ein glänzendes Umfeld für das Edelmetall.

men etwa 7%; dieses verlangsamte sich aber seit 2012 auf unter 3%. Das schwache Exportwachstum begrenzt die Skalenvorteile von Spezialisierung und den Erwerb von Wissen, welche mit einer engeren Interaktion mit den internationalen Märkten verbunden sind. Dies senkt die Produktivität und somit das Potenzialwachstum.

### Gold überstrahlt Anleihen

Dank stabilen Inflationsraten sind die nominalen Zinsen im Gleichtakt mit den realen gesunken. Viele der Faktoren, die  $r^*$  negativ beeinflussen, haben auch dafür gesorgt, dass die offenen Geldschleusen der Zentralbanken nur die Vermögenspreise (Aktien, Obligationen, Immobilien), nicht aber die Konsumenten- und Produzentenpreise geflutet haben. Der jüngst abnehmende Welthandel hingegen dürfte sich über die Verteuerung des Faktors Arbeit früher oder später in den westlichen Volkswirtschaften in höheren Inflationsraten niederschlagen. Deren Zentralbanken sind zudem zunehmend bereit, das Gebot der Preisstabilität dem Wirtschaftswachstum unterzuordnen. Das gilt speziell für die USA, wo die Unabhängigkeit der Federal Reserve unter Präsident Trump ernsthaft in Frage gestellt wer-

den muss. Insgesamt gehen wir zwar nicht von einem Grassieren der Inflation aus, sehen aber für die nominalen Zinsen mehr Aufwärtsrisiken als für die realen.

Die tiefen Zinsen erschweren das Ziel des Kapitalerhalts in der Vermögensverwaltung. In einem ausgewogenen Portfolio aus Obligationen und Aktien entfällt nicht nur der Renditebeitrag von erstklassigen Schuldpapieren, auch ist deren Funktion als Risikopuffer in Krisenzeiten nur noch bedingt gewährleistet. In den USA hält für die Zinsen nach wie vor die Nulluntergrenze, und auch in der Schweiz scheinen die im Sommer von den 10-jährigen Eidgenossen getesteten  $-1,2\%$  die Grenzen des Möglichen ausgelotet zu haben. Das Aufwertungspotenzial der sicheren festverzinslichen Häfen in Krisenzeiten ist also begrenzt, weshalb Gold eine zentrale Bedeutung für die Risikodiversifikation zukommt. Hinzu kommt, dass physisch gehaltenes Gold im Gegensatz zu Obligationen kein Ausfallrisiko aufweist. Dies ist angesichts rekordhoher Staatsschulden eine nicht zu vernachlässigende Eigenschaft.

*marius.baumann@dreyfusbank.ch*  
*timo.mayr@dreyfusbank.ch*  
[www.dreyfusbank.ch](http://www.dreyfusbank.ch)