



**CBP** LUXEMBOURG  
COMPAGNIE DE BANQUE PRIVÉE

## Entwicklung der Gold-, Anleihen und Aktienmärkte

Zwei Schritt vor und einer zurück. Seit Jahresanfang führen die Finanzmärkte seltsame Kapriolen auf, die die Anleger schwindlig machen. Schlimmer noch, die verschiedenen Märkte scheinen wenig kohärente Signale auszusenden, wenn nicht sogar gegensätzliche. Daher sollte man die Anleger dazu anhalten diszipliniert zu sein und ihre Handlungen im Vorfeld zu bedenken.

Mit Erreichen des Höchststandes von 1.256,80\$ je Unze mit Schlusskurs am vergangenen 18. Juni, ist Gold so ziemlich die einzige Anlage, die dieses Jahr an Wert gewonnen hat. Gold ist ein Zufluchtsort und schützt die Anleger gegen die Mehrzahl der möglichen Risiken der exzessiven Verschuldung der öffentlichen Hand.

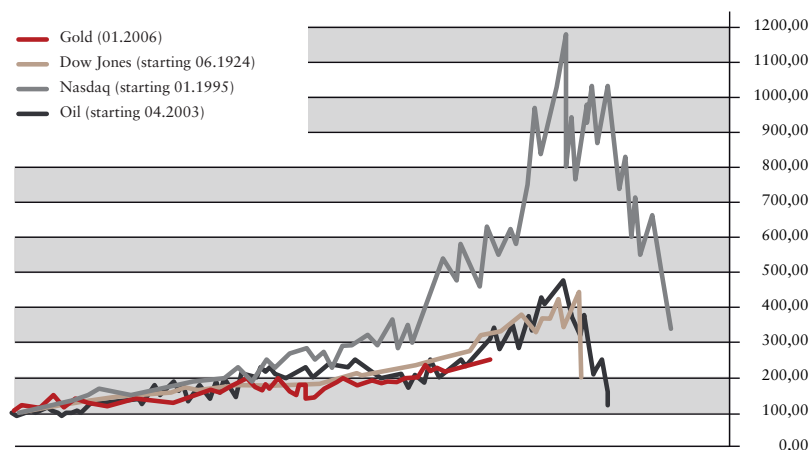
Gold kann aber auch zu Kaufkraftverlusten führen, falls es zu einem starken Anstieg der Inflation kommen sollte. Im Rahmen des Euro-Rettungspakets hat die EZB eingewilligt, Staatsanleihen der Länder der Eurozone aufzukaufen und finanziert damit de facto die öffentlichen Defizite. Wenn dieser Anstieg der Geldmenge nicht neutralisiert wird, könnte dieser Verlust der Unabhängigkeit der Zentralbank in Zukunft zu Inflation führen. Gold schützt ebenfalls gegen einen Vertrauensverlust in nationale Währungen, ein Vertrauensverlust, der häufig aus einer exzessiven Verschuldung der öffentlichen Hand herrührt, die nur mit Hilfe von ausländischem Kapital finanziert werden kann.

Bis jetzt ist der Goldpreis immer dann gestiegen, wenn Anleger einen Schutz gegen einen schwachen Dollar suchten. Heutzutage jedoch steigen

Gold und Dollar gleichzeitig. Sollte man sich daher nicht die Frage stellen, trotz der vorher angeführten Argumente, ob sich nicht das Risiko einer klassischen Spekulationsblase beim Goldpreis abzeichnet? Analysiert man die jüngste Preisentwicklung, so erinnert der Kursverlauf an den spektakulären Kursverfall des Dow Jones im Jahr 1929 (siehe Grafik auf Seite 2). Seit Anfang 2006 hat der Kursanstieg des Goldes eine beunruhigende Ähnlichkeit mit dem Höhenflug des Dow im Jahr 1928. Ein Anstieg der ebenfalls an die Preisexplosion des Rohöls im Jahr 2008 erinnert. Nur die Technologieblase um die Jahrhundertwende war noch eindrucksvoller.

### Der Goldpreis: ein zukünftige Blase?

Aufgrund des Charts und unter der Annahme, dass der Goldpreis den gleichen Weg nimmt wie der Dow Jones im Jahr 1928 oder der Ölpreis in 2008, muss die Hausse des Goldpreises nicht unbedingt vorbei sein. Der Dow Jones hat sich erst vervierfacht, bevor er die Hälfte seines Wertes einbüßte.



Die Tatsache, dass Gold nicht eindeutig durch wirtschaftliche Fundamentaldaten bewertet werden kann, begünstigt sicherlich die Spekulation. Im Gegensatz zu Industriemetallen, hat Gold nur wenige praktische Einsatzgebiete. Da die Industrienachfrage sehr begrenzt ist, korreliert Gold nicht mit dem Wirtschaftszyklus. Ein Segen also für die Diversifikationsstrategie in einem Portfolio. Obwohl Gold im Vergleich zu Aktien und Anleihen keine Rendite bietet, haben Anleger, die Gold in dieser Zeit extrem niedriger Zinsen kaufen, auch keine Opportunitätskosten.

Bei der Einschätzung der zukünftigen Preisentwicklung von Gold, ist heute wie auch in der Vergangenheit die Diskussion über die Inflation ausschlaggebend. Die Finanzmärkte senden widersprüchliche Signale. Der Höhenflug des Goldes zeugt von der Befürchtung einer galoppierenden Inflation, wogegen der Rückgang der Renditen von Staatsanleihen von Zufluchtsstaaten wie Deutschland oder den USA, die umgekehrte Befürchtung ausdrückt, nämlich dass es zu einer Deflation kommt, verursacht von einem neuen starken Wirtschaftsabschwung in den kommenden Quartalen.

Die einzige Möglichkeit diese beiden widersprüchlichen Signale zu deuten, liegt in einer genaueren regionalen und zeitlichen Analyse. In der Mehrzahl der angesprochenen Industriestaaten, ist eine Deflation heutzutage kurzfristig das Hauptrisiko. Die Risiken einer steigenden Inflation beunruhigt in erster Linie die Schwellenländer. Sie könnte sich aber langfristig auch zu einer Gefahr für die Industrienationen entwickeln. Wenn sich eine Deflation langfristig einnistet, ist sie

wesentlich gefährlicher als die meisten Formen der Inflation. Da die Preise sinken, verschiebt der Verbraucher seine Käufe in Erwartung weiterer Preisnachlässe, was wiederum die Wirtschaft dazu verdammt, den Teufelskreis steigender Kosten und kontinuierlich fallender Preise zu betreten. In den schon hoch verschuldeten Wirtschaften erhöht der Preisverfall den tatsächlichen Wert der privaten und öffentlichen Verschuldung. Obgleich die Staatsinterventionen das einzige Mittel zur Lösung der Krise 2008 schienen, haben sie letztendlich die Haushaltssituation der Staaten noch verschlimmert. Solange das Wirtschaftswachstum schwach bleibt, ist nicht nur das Ausmaß der öffentlichen Defizite beunruhigend, sondern auch die Unfähigkeit, aus dieser Spirale der öffentlichen Verschuldung wieder herauszukommen. Die aktuellen Aufkaufprogramme für Anleihen durch die Zentralbanken sollte man nicht als inflationistische Bedrohung verstehen, sondern als eine Strategie, die Refinanzierungskosten der Staaten auf historisch niedrigem Niveau zu halten. Es besteht sogar eine große Wahrscheinlichkeit, dass die EZB ihre Aufkäufe von Anleihen in den nächsten Monaten beschleunigen und verstärken muss, ganz egal ob Sie dies will oder nicht!

In einer Zeit der großen öffentlichen Defizite, einer wachsenden Staatsverschuldung und einer quasi Nullzinspolitik in den Industrienationen, suchen die Anleger nach einem sicheren Hafen. Es ist daher keine Überraschung, dass sich europäische Anleger einerseits auf Gold und andererseits auf deutsche Staatsanleihen gestürzt haben. Eine grundlegende Veränderung hat auf den europäischen Rentenmärkten stattgefunden: die Konvergenz der Renditen der Länder der Eurozone mit denen

deutscher Anleihen ist zu Ende gegangen und hat sich sogar ins Gegenteil gekehrt. Diese Konvergenz, die ein Jahrzehnt andauerte, war Ausdruck der Überzeugung, dass die Renditen der Anleihen der Eurozone sich angleichen würden, da Anleger kein Wechselkursrisiko mehr auf diese Anleihen hätten. Heutzutage jedoch unterscheiden die Anleger sehr stark zwischen den europäischen Ländern und beurteilen die einzelnen Länder der Eurozone anhand ihres Kreditrisikos sehr differenziert. Zukünftig werden sie auch weiterhin zwischen den verschiedenen souveränen Risiken innerhalb einer Zone mit einer Gemeinschaftswährung unterscheiden.

Ein weiteres widersprüchliches Phänomen kann ebenfalls an den Märkten beobachtet werden. Die Rentenmärkte haben den letzten Anstieg der Aktienmärkte nicht bestätigt und die Anleger haben ihren sicheren Hafen nicht verlassen. Dies belegt letztendlich deutlich die Deflationsbefürchtungen. Auch hier ist die Botschaft der Rentenmärkte sehr unterschiedlich zu der Entwicklung des Goldpreises.

Im April haben die amerikanischen Börsen gemessen am S&P500, das Niveau vor der Lehmann Pleite überschritten. Die Optimisten sehen darin eine Verbesserung der Situation. Auch wenn das weltweite Bankensystem sich noch nicht völlig stabilisiert hat, so scheint es doch weniger anfällig zu sein. Darüber hinaus ist die Weltwirtschaft am Wachsen, die Zentralbanken haben die Notwendigkeit erkannt, dass die Rentenmärkte mit Liquidität versorgt werden müssen und die Politiker haben endlich die Tragweite der Krise erkannt. Da exzessive Ängste die Rezession deutlich verschlimmert haben, kann umgekehrt exzessiver Optimismus zu einer stärkeren Erholung als erwartet führen. Schließlich sind die amerikanischen Firmen überwiegend sehr liquide und halten 1.714 Mill. Dollar an Barmitteln und anderen liquiden Aktiva. Dies ist im Prinzip eine gute Nachricht, vorausgesetzt, dass diese Liquidität auch eingesetzt wird. An erster Stelle sollte dies in der Wirtschaft sein. Sobald die Firmen anfangen zu investieren und einzustellen, wird dies dazu beitragen, die Wirtschaft am Laufen zu halten. Weiterhin sollte diese Liquidität zum Rückkauf von Aktien verwendet werden. Die Unternehmen haben bereits Aktienrückkaufpläne in einer Größenordnung verabschiedet,

dass über das Niveau des Gesamtjahrs 2009 hinausgeht. Darüberhinaus zeigt der M&A Markt einige Lebenszeichen.

Bevor jedoch zu viel Optimismus aufkommt, befürchte ich, dass noch eine große Gefahr über den Aktienmärkten schwebt: es könnten sich reelle Gefahren für die Börsenbewertungen ergeben, da die Zinssätze kaum noch weiter fallen dürften und ein neuer Plan zur Wirtschaftsstimulierung außer Frage scheint. In einem Umfeld in dem die Regierungen wahrscheinlich ihr gesamtes Pulver verschossen haben, könnte die von den Anlegern verlangte Risikoprämie steigen und den Anstieg der Aktienmärkte begrenzen. Ich glaube kaum, dass nach der Erholung 2009 die Börsen schnell neue Höchststände erreichen können. Wie schon Voltaire sagte: „Zwar ist der Zweifel kein angenehmer Zustand, aber Gewissheit in der Sache ist absurd“. Es lebe die zukünftige Volatilität!

#### **Marc Flammang**

Direktions- und Gründungsmitglied der CBP  
*Chief Investment Officer*



**CBP** LUXEMBOURG  
COMPAGNIE DE BANQUE PRIVÉE