

Gold ist eine historisch bewährte Versicherung für Anleger gegen monetäre Extremsituationen: Auf der einen Seite ist es gefragt bei Angst vor Deflation, Bankenkrise und Negativzinsen wie zuletzt in diesem Sommer oder auf dem Höhepunkt der Euro-Krise 2011, als der Goldpreis sein Allzeithoch von gut 1900 \$ je Unze erreichte. Auf der anderen Seite steigt der Preis des gelben Edelmetalls aber auch, wenn die Angst vor überbordender Inflation die Investoren antreibt wie etwa während der 1970er Jahre.

Kurzfristig trübe Aussichten

Aus diesem Blickwinkel ist es verständlich, wenn der Preis von Gold als Versicherung gegen extreme Risiken fällt, sobald sich die Dinge in einem normalen Bereich bewegen. Seit der Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten steigen die Wachstums- und Inflationserwartungen wieder. Die Zinsen scheinen ebenfalls aus ihrer Kältestarre erwacht und sind daran, sich zu normalisieren. Wenn die Wirtschaft brummt, es zumindest im US-Dollar wieder anständig Zins gibt und der Aktienmarkt steigt, wer braucht da noch Gold?

Der unmittelbare Ausblick für den Goldpreis ist deshalb nicht gut. Ausserdem gilt es noch, den Berg von spekulativen Long-Positionen an den Terminbörsen abzubauen. So viele Spekulanten wie noch nie hatten im Sommer nach dem Brexit-Schock mit Gold-Terminkontrakten auf eine Verschärfung der monetären Lage bis hin zu einer Einführung von Negativzinsen auf breiter Front gewettet. Auch den Gold-ETF flossen in kürzester Zeit Rekordsummen zu. Diese Mittelflüsse haben sich bereits umgekehrt. Ein Sinken des Goldpreises auf 1000 \$ oder sogar darunter ist möglich.

Als Versicherung gegen monetäre Extreme ist Gold dennoch ein sinnvoller Baustein für jedes Portfolio. Auf mittlere bis längere Sicht dürfte gerade etwas mehr Inflation unter einer Trump-Administration das Gold wieder attraktiv machen. Es ist kein Geheimnis, dass

Der Goldpreis mag keine Normalität

In Zeiten, in denen die Zeichen auf Normalisierung stehen, ist Gold wenig gefragt. Seine Funktion als Absicherung im Portfolio ist jedoch unbestritten. Dieser Nutzen ist derzeit immer günstiger zu haben. Von Peter Frech

die führenden Zentralbanken zur Lösung der Schuldenproblematik lieber etwas mehr Inflation hätten – mehr auch als die offiziell anvisierten 2% Teuerung. Der kommende Treiber einer Goldhausse könnte deshalb eine Phase stetig steigender Inflationserwartungen sein, in der die Zentralbanken immer etwas dem Markt hinterherhinken.

Inflation treibt den Goldpreis

Den genauen Startzeitpunkt für eine solche inflationsgetriebene Goldhausse vorauszusagen, ist aber schwierig bis unmöglich. Schliesslich geht es nicht nur um die Teuerung an sich, sondern auch

um die Vorhersage der Inflationserwartungen des Marktes und die Reaktion der Zentralbanken darauf. Tatsache ist jedoch, dass Gold als Versicherung gegen ein solches Szenario momentan wieder ständig günstiger wird. Löst sich alles in Wohlgefallen auf und das Gold im Portfolio wird nicht gebraucht, dann umso besser.

Während Goldbarren oder entsprechend physisch hinterlegte Gold-ETF in unseren Augen als Versicherung in jedes Depot gehören, sind die Aktien der Goldminen-Produzenten eine Beimischung, bei der Timing und Titelselektion von zentraler Bedeutung sind. Ein kurzer Blick auf die Kursentwicklung

der Minenaktien über die letzten zehn Jahre genügt, um dies zu verdeutlichen. Die allermeisten Titel notieren heute halb so hoch wie Ende 2006, obwohl sich der Goldpreis gegenüber damals gut verdoppelt hat.

Der Goldbergbau ist ein sehr kapitalintensives Geschäft, bei dem sich die meisten Produzenten schwertun, über den Zyklus hinweg einen Mehrwert für die Aktionäre zu schaffen. Aus dieser Optik wäre eine anhaltende Korrektur des Goldpreises durchaus auch positiv, würde sie doch die Konsolidierung der Minenindustrie beschleunigen, welche 2016 durch den kurzen Höhenflug des Goldpreises unterbrochen wurde.

In jedem Fall bleibt bei Goldminen eine kritische Titelselektion Pflicht. Wer einfach passive Instrumente wie einen ETF auf einen Goldminenindex kauft, riskiert auch die nächsten zehn Jahre sehr enttäuschende Renditen. Vor allem gilt es, im zyklischen Minengeschäft auf solide Bilanzen und tiefe Förderkosten zu achten. Nur die Aktien solcher defensiver Produzenten haben die Chance, eine Korrekturphase im Gold ohne grössere Schäden zu überstehen.

Defensive Minentitel bevorzugt

Andererseits bieten hoch gehebelte Firmen natürlich mehr Gewinnpotenzial im Fall eines Goldpreisanstiegs. Aber das exakte Timing dieser Goldpreiszuklen ist bei gehebelten Titeln von viel grösserer Bedeutung als bei defensiven.

«Im Minengeschäft muss man auf solide Bilanzen und tiefe Förderkosten achten.»

Fehlritte können zu katastrophalen Verlusten führen. Als Manager eines der ältesten in der Schweiz domizilierten Goldfonds sind wir zur Überzeugung gelangt, dass ein solches Timing nicht mit der nötigen Exaktheit möglich ist. Gerade bei einem Portfoliobaustein wie Gold, den man primär unter Versicherungsaspekten kauft, ist deshalb eine Kombination von physischem Edelmetall und defensiven Minenaktien auf lange Sicht am sinnvollsten.

Peter Frech ist Fondsmanager bei der Quantex AG in Zürich.

Schwellenländern bläst viel Wind entgegen

Ein abflachendes Wachstum in China und ein erstarkender Dollar sind nur zwei von vielen Faktoren, die die Schwellenländer belasten. Nicht alle Staaten werden damit gut umgehen können. Von John Greenwood

Wer wissen will, wohin die Schwellenmärkte steuern, muss sich erst einmal anschauen, wo sie herkommen. Auf die globale Finanzkrise der Jahre 2008/09 haben mehrere grosse Schwellenländer wie Brasilien, China, die Türkei und Indonesien mit massiven geld- und fiskalpolitischen Stimuli reagiert. Dadurch erholten sich diese Volkswirtschaften sehr schnell, und die Rohstoffnotierungen stiegen wieder. Gleichzeitig wurde aber auch der Nährboden für Preisblasen an den Immobilienmärkten und eine höhere Inflation sowie eine Verschlechterung der Handels- und Leistungsbilanzen geschaffen.

Deutlich sichtbar wurde dies im Zeitraum Mai bis September 2013, als die Währungen, Anleihen und Aktien der Schwellenländer massiv einbrachen, nachdem die US-Notenbank die Rücknahme ihrer ultraexpansiven Geldpolitik angekündigt hatte. Als Nächstes gaben dann auch noch die Rohstoffpreise nach. Seit 2013 sahen sich viele Schwellenländer gezwungen, auf die Ausgabenbremse zu treten. Das Ergebnis waren Rezessionen (z. B. in Brasilien und Russland) oder eine Wachstumsverlangsamung (z. B. in China, Indonesien und Südafrika). Diese Volkswirtschaften werden ihre Währungen zum Dollar

stabilisieren müssen, um eine hohe Inflation mit einer sozial destabilisierenden Wirkung zu vermeiden.

Schuldenabbau belastet

Hinzu kommt, dass mehrere Schwellenländer – allen voran China und Korea – in den vergangenen Jahren hohe Schuldenberge angehäuft haben. In China sind dafür vor allem das starke Wachstum des Schattenbankensystems, die grosszügige Kreditvergabe an Staatsunternehmen in der Schwerindustrie und die Auslandsverschuldung der chinesischen Firmen verantwortlich. Nach der Abschwächung des Renminbi seit August 2015 und angesichts der Überkapazitäten in Schwerindustrien wie Kohle und Stahl sind diese Kredite kaum noch sinnvoll. In einigen Fällen können die Auslandsschulden wohl zurückgezahlt werden, aber wegen der Inlandkredite an Staatsfirmen dürfte sich die Problematik der Kreditausfälle für Chinas Banken weiter verschärfen.

Durch die Globalisierung des Finanzsektors sind inzwischen mehr Länder in der Lage, Schuldtitel in ihrer eigenen Währung zu begeben. Insoweit ist das Risiko von «sudden stops» – plötzlichen Unterbrechungen des Kapitalzuflusses in Schwellenländer und einer dadurch ausgelösten tiefen Krise – etwas geringer geworden. Trotzdem wird die derzeit höhere Verschuldung eine längere Phase des Schuldenabbaus erfordern, die gewöhnlich mit einem langsameren BIP-Wachstum einhergeht.

Hinzu kommt, dass etliche Schwellenländer als Rohstoff- oder Industriegüterproduzenten sehr abhängig sind von der Exportwirtschaft. Für Erstere ist China der bei weitem grösste Absatzmarkt. Angesichts der dortigen Wachstumsverlangsamung ist eine Rückkehr zu einem nachhaltigen Aufwärtstrend an den Rohstoffmärkten bis auf weiteres unwahrscheinlich. Daran ändern auch Trumps Infrastrukturpläne nichts und auch nicht die am 30. November in Wien erzielte Opec-Einigung auf eine Kürzung der Erdölförderung, da die Opec

den Energiemarkt nicht mehr kontrolliert. Die Schwäche der Rohstoffpreise ist der eigentliche Grund, warum das reale BIP-Wachstum so unterschiedlicher Länder wie Chile (1,6%), Peru (4%), Malaysia (4%) und Südafrika (1,0%) 2016 so enttäuscht hat. Daran wird sich auch 2017 nichts ändern.

Für die Industriegüterproduzenten unter den Schwellenländern sind die Industrieländer die wichtigsten Absatzmärkte. Das gilt insbesondere für viele der ostasiatischen Volkswirtschaften – einschliesslich China –, die in die komplexe Lieferkette der Elektronikindustrie integriert sind. Rein mengenmässig scheint der Handel zwischen diesen Ländern enorm zu sein. Er besteht aber

«Die hohe Verschuldung erfordert eine längere Phase des Schuldenabbaus.»

zu einem grossen Teil aus Komponenten oder Zwischenprodukten, die in Asien für den Endverkauf in anderen Ländern in aller Welt montiert werden.

Ohne eine kräftige Erholung in den Industrieländern ist daher auch kaum mit einem höheren Wachstum der Industriegüterexporte der Schwellenländer zu rechnen. Aber nur die amerikanische Wirtschaft scheint sich auf einem nachhaltigen Wachstumspfad zu befinden. Daher werden die exportbasierten Wachstumsmodelle vieler Schwellenländer den Lebensstandard künftig wohl auch nicht mehr so deutlich verbessern wie bisher. Mehr Schwellenländer werden ihre Abhängigkeit von der Exportwirtschaft reduzieren und die inländische Nachfrage zu einem wichtigeren Wachstumstreiber machen müssen. Das aber ist kein einfacher Prozess.

Nachdem die USA wieder ihre Rolle als wichtigster globaler Wachstumsmotor übernommen haben, dürften die Schwellenmärkte die Auswirkungen des Machtwechsels in den USA deutlich zu spüren bekommen. In Erwartung höherer Haushaltsdefizite, Zinsen und Inflationsraten sowie niedrigerer Steuern, wodurch wieder mehr Kapital in die USA zurückfliessen dürfte, hat der Dollar seit Trumps Wahlsieg deutlich zugelegt. In der Vergangenheit hat ein starker Dollar für die Schwellenländer meist nichts Gutes bedeutet, da dies gewöhnlich mit einer Verbilligung der Rohstoffe verbunden ist, die ja hauptsächlich in Dollars gehandelt werden. Gegen China, Mexiko oder andere Staaten gerichtete protektionistische Massnahmen könnten dieses Risiko zusätzlich verstärken.

Kleine Länder – grosse Risiken

Die Einführung hoher Strafzölle auf alle Konsumgüter ist unwahrscheinlich, weil die Trump-Wähler die Ersten wären, die diese teuer zu stehen kämen. Durchaus denkbar sind aber Zölle auf Rohstoffimporte (zum Beispiel chinesischen Stahl). Darüber hinaus könnten die Pläne des designierten Präsidenten für eine stärkere Steuerung der Investitions- und Standortentscheidungen bestimmter Unternehmen zu einer Verschiebung der Investitions- und Handelsströme führen. Im Gegenzug könnten dafür die Nafta- und TPP-Handelspartnerschaften erhalten bleiben.

All dies deutet auf höhere Risiken für kleine Schwellenländer mit einer offenen Wirtschaft hin. Für grosse, abgeschottete Schwellenmärkte wie Indien sind diese Entwicklungen weniger bedrohlich, da diese durch eine Ausweitung der inländischen Nachfrage weiteres Wachstum erzielen dürften. Trotz allem sollte die für 2017 erwartete Wachstumsbeschleunigung in den USA den Schwellenmärkten im kommenden Jahr ebenfalls zugutekommen.

John Greenwood ist Chefökonom von Invesco.