



Gold – wie sieht es aus?

Description

Bloomberg hat fünf als „treffsicher“ bezeichnete Analysten nach ihrer Meinung zur Entwicklung des Goldpreises befragt. Daniel Brebner von der Deutschen Bank, Jochen Hitzfeld von UniCredit, Bart Melek von TD Securities, David Wilson von Citigroup und Jason Schenker von Prestige Economics rechnen im Schnitt in diesem Quartal mit 1.680 Dollar. Im nächsten Quartal werden 1.800 Dollar und zum Jahresende hin 1.900 Dollar je Feinunze vorhergesagt.

Der erwartete Höchstkurs für 2012 läge gut 16% über dem aktuellen Preis (um 1630) oder gut 21% über dem Kurs zu Jahresbeginn. Seit Beginn der Gold-Hausse Anfang 2001 hat sich der Preis mehr als versechsfacht. Der MSCI World Index kann für denselben Zeitraum ein Plus von zwölf Prozent vorweisen, Treasuries haben in dieser Zeit mehr als 80% gewonnen. Treten die Prognosen ein, würde Gold seine Outperformance fortsetzen.

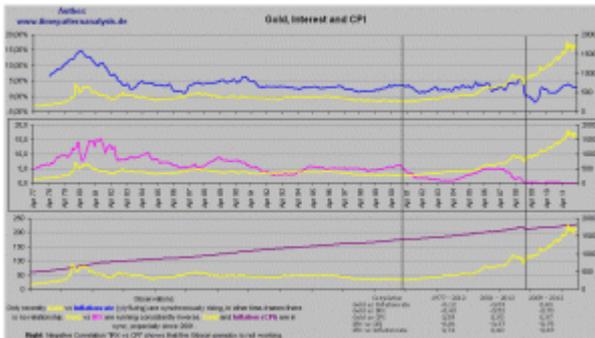
Die Bestände von durch Gold unterlegten, börsengehandelten Produkte sind in 2012 bis jetzt um 1,6% angestiegen. Am größten, durch Gold unterlegten börsengehandelten Fonds, dem SPDR Gold Trust, hält John Paulson, der über seine Gesellschaft Paulson & Co. etwa 24 Mrd. Dollar verwaltet, mit 1,2 Mrd. Dollar den größten Anteil. Andere Akteure haben ihre Ausrichtung auf steigende Goldpreise per US-Terminkontrakte und Optionen seit Ende Februar jedoch deutlich reduziert auf den geringsten Wert seit Januar 2009.

Zentralbanken stockten ihre Bestände in 2011 um 439,7 Tonnen auf, das ist der größte Zuwachs seit knapp fünf Dekaden. Der in London ansässige World Gold Council rechnet damit, dass die Notenbanken in diesem Jahr in ähnlicher Größenordnung kaufen. Die Citigroup erwartet Goldkäufe in Höhe von 400 Tonnen, die Deutsche Bank sogar 500 Tonnen. Eine Übersicht über die Gold-Reserven per Q2/2011 gibt es [hier](#).

Über die den Goldpreis treibenden Kräfte herrscht weitgehend Einigkeit: Die großen Notenbanken dieser Welt werden ihre lockere Geldpolitik nicht aufgeben. Zudem schwächt sich die Konjunktur ab, was eine weitere geldpolitische Lockerung förmlich garantiert. Hinzu kommt, dass das Vertrauen in Regierungen verloren geht und eine weitere Verschärfung der Schuldenkrise im Euroraum befürchtet wird.

Ich möchte mich der Frage, was den Goldpreis beeinflusst, von der statistischen Seite her annähern und betrachte die Korrelationskoeffizienten der Korrelationen zwischen Goldpreis, Inflation (CPI), Inflationsrate und kurzfristigen Zinsen (13 Wochen – IRX) (siehe Chart!). Ein Korrelationsergebnis von eins

zeigt einen perfekten Gleichlauf zweier Zeitreihen an, bei minus eins verlaufen die Zeitreihen ideal invers zu einander.



In allen Zeitbereichen laufen Goldpreis und Inflations-Index (hier der CPI) synchron, insbesondere seit 2001. Demgegenüber ist die Korrelation zwischen Gold und Inflationsrate (Jahresveränderung des CPI) erst in dem kurzen Zeitabschnitt ab 2009 signifikant positiv, ansonsten besteht kein Zusammenhang. Gold und kurzfristige Zinsen (IRX) verlaufen invers zueinander, seit 2009 ist die Signifikanz besonders ausgeprägt.

Ich bezeichne den IRX gerne als „Liquiditätsparkplatz“ der großen Anleger. Ein sinkender IRX indiziert eine steigende Tendenz zur Hortung von "Cash". Das gilt insbesondere unter den Bedingungen einer Liquiditätsfalle, wie sie seit Herbst 2008 vorliegen. Ein nachhaltig sinkender IRX muss immer auch als Krisenindikator verstanden werden. Wenn Gold seinen Ruf als „Krisenmetall“ zu recht hat, dann muss der IRX sinken, wenn Gold steigt. Genau dies geschieht auch im Zeitablauf – immer deutlicher. Gleichzeitig sinkt der IRX mit steigendem Preisniveau und bestätigt so die positive Korrelation zwischen Gold und CPI.

Das Dreieck „Gold – IRX – CPI“ ergibt ein konsistentes Bild: Gold steigt einerseits mit steigenden Preisen, andererseits mit sinkenden kurzfristigen Zinsen. Die Tatsache, dass IRX und CPI gegeneinander laufen, unterstreicht, dass steigende Preise die Tendenz zur Hortung keineswegs konterkarieren. Es scheint so, als nähmen die Akteure besonders in der aktuellen Situation steigende Preise als Indiz für eine sich verschärfende Krise.

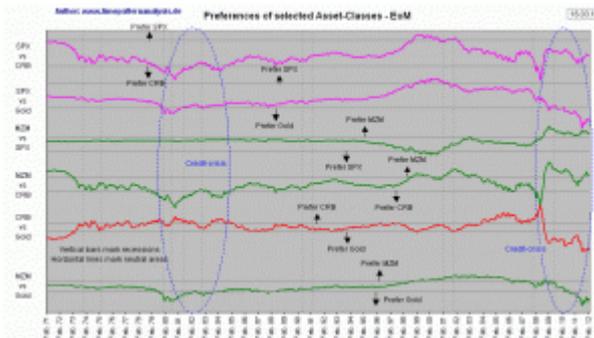
Zusammenfassung:

Die Korrelationsrechnung ist lediglich **ein** statistisches Beobachtungsinstrument, sie reicht für eine **vollständige** Analyse der Beziehungen zwischen Zeitreihen **nicht** aus. Dennoch legen die hier diskutierten Ergebnisse nahe, dass der Goldpreis sowohl mit steigendem Preisniveau als auch mit sinkenden kurzfristigen Zinsen steigt. (Untersucht man statt IRX etwa das Mittel aus IRX, TNX (10yr TNote) und TYX (30yr TBond), so ergibt sich kein grundsätzlich anderes Ergebnis). Entscheidende Motivation für Goldkäufer dürfte spätestens seit 2001 die Sorge vor sich verschlechternden fundamentalen Rahmenbedingungen sein, auch steigende Preise dürften in erster Linie unter diesem Blickwinkel gesehen werden.

Ein Blick auf den Chart: Gold hat bisher den EoD-Pegel 1620 und eine langfristige Aufwärtslinie respektiert und dürfte sich nach oben orientieren. Nächste Hürde ist die kurze Abwärtslinie aus Februar (aktuell ~1670). Die Linie ist nicht unbedeutend – ihre Verlängerung führt bis zum Hoch aus September 2011.



Das Ergebnis einer monatlich aktualisierten Präferenzanalyse ergibt gegenüber Aktien (stellvertretend S&P 500 – SPX), Rohstoffen (stellvertretend CRB) und liquiden Mitteln (stellvertretend Geldmengenaggregat MZM) eine klare Präferenz für Gold.



Exkurs "Gibson Paradox":

Keynes bestätigte in einer Veröffentlichung aus dem Jahre 1930 die Präsenz des sogenannten **Gibson Paradox**, nach dem sinkendes (steigendes) Preisniveau (nicht jedoch die Inflationsrate) mit sinkenden (steigenden) Zinsen einhergeht. 1930 und zuvor – das war zu Zeiten des Goldstandards. Paradox deswegen, weil nach der allgemeinen Theorie etwa eine Ausweitung der Geldmenge steigende Preise erwarten lässt, das Überangebot an Kapital aber die Zinsen drückt. Volkswirte versuchen, den Widerspruch inhaltlich so aufzulösen, dass z.B. eine expansive Geldpolitik zwar kurzfristig zu sinkenden Zinsen führt. In der Folge steigt aber die Nachfrage nach Krediten und damit der Zins nachhaltig an.

1988 haben sich Robert Barsky und Larry Summers mit dem Gibson Paradox beschäftigt. In „[Gibson's Paradox and the Gold Standard](#)“ weisen sie das Paradox bei existierendem Gold-Standard nach, und zwar insbesondere hinsichtlich der realen Zinsen. Ohne Gold-Standard verliert es sich hingegen, schreiben sie. Summers ist übrigens seit 2009 unter Obama Direktor des National Economic Council.

Nach den hier vorgestellten Ergebnissen laufen IRX und CPI außer in der wenig ausgeprägten Phase zwischen 2001 und 2012 sowohl über den langen Zeitraum zwischen 1977 und 2012 als auch zwischen 2009 und 2012 klar gegeneinander. Das Gibson Paradox kann damit seit 1977 nicht nachgewiesen werden (das endgültige [Aus für den Gold-Standard kam 1971](#)). Seine Existenz wäre ein Hinweis auf ein fundamental „gesundes“ Umfeld, zeigt es doch, dass Geldbesitzer zumindest einen Ausgleich inflationsbedingter Einbußen durchsetzen können. Dies deshalb, weil die Kreditnachfrage hoch und elastisch ist, und steigende Preise in einem solchen Umfeld offenbar als Indiz für eine prosperierende Wirtschaft genommen werden.

In normalen Zeiten eines „nicht-Goldstandards“ spielen offenbar die Transmissionsmechanismen der Geldpolitik eine entscheidende Rolle (siehe [hier!](#)): Geldpolitische Lockerungsimpulse der Zentralbanken führen über sinkende Zinsen zu einer Kreditausweitung und steigendem Preisniveau. Das Gibson Paradox wirkt **nicht**, was die starke Stellung der Zentralbanken bei der Steuerung des Zinsniveaus unterstreicht.

Seit Herbst 2008 sind deren Möglichkeiten, das Zinsniveau und damit die wirtschaftlichen Aktivitäten zu steuern, jedoch eingeschränkt. Die Transmissionsmechanismen sind gestört, zusätzliche Liquidität verschwindet in „schwarzen Deleveraging-Löchern“. Das Gibson Paradox bleibt inaktiv...

Nachtrag:

(30.4.12) Der aktualisierte [Chart](#) von Gold zeigt den Preis exakt an einer weiter oben diskutierten wichtigen Linie.



(8.5.12) Mit dem Bruch von 1620 und der Untergrenze des seit 2009 etablierten Aufwärtskanals richtet sich der Blick bei der Preisentwicklung von Gold nach unten.