



Was treibt Gold (x)?

Description

Im Rahmen eines größeren Kundenauftrags ging es auch darum, zu untersuchen, durch welche Faktoren der Goldpreis an den Finanzmärkten getrieben wird. Freundlicherweise dürfen wir einige Ergebnisse der Untersuchung hier vorstellen. Mit einzelnen Aspekten dieses Themas hatten wir uns hier schon häufiger beschäftigt.

Landläufig wird angenommen, dass Gold von Inflation, besser von Inflationserwartungen getrieben wird. Zudem gilt es generell als sicherer Hafen, womit es in Krisenzeiten relative Stärke zeigen sollte. Als dritter Grund wird Schwäche des Dollar(-Index) angegeben – der Kauf von Gold soll gegen den Werteverfall von in Dollar nominierten Assets absichern. Da der Dollar ebenfalls als sicherer Hafen gilt, ergibt sich, dass der Goldpreis aus Sicht eines Anlegers außerhalb des Dollar-Raums in "Krisenzeiten" besonders stark zulegt.

Inflationserwartungen bestehen aus zwei Komponenten, dem Ist-Stand und v.a. den zukünftigen Erwartungen. Eine hohe Ist-Inflation begünstigt zunächst die Haltung, die besagt, "das geht so weiter". Umgekehrt kompensiert eine niedrige Ist-Inflation bis zu einem gewissen Grade Erwartungen künftiger starker Preissteigerungen. Die aktuellen Inflationsraten liegen für die USA klar unter zwei Prozent, einer für die [bisherige Geldpolitik](#) kritischen Schwelle. Die enorme Geldflut der zurückliegenden Jahre blieb dennoch nicht wirkungslos – da sie weitgehend im Finanzsystem verweilt, hat sie hier die Preise getrieben. Die [Inflationserwartungen werden üblicherweise als Differenz zwischen einem nominalen und einem um die gegenwärtige Inflationsrate bereinigten Zinssatz](#) dargestellt. Meistens nimmt man für die USA die Rendite der zehnjährigen Treasuries.

Der reale Zinssatz ist seit etwa November 2011 negativ. Eine solche Situation wird auch als [finanzielle Repression](#) bezeichnet. Bond-Halter (Sparer) werden "bestraft", Schuldner "belohnt". Indem Sparen (= Kapitalakkumulation) bestraft wird, wird cet. par. auch das Investieren bestraft.

Gold wirft keine Zinsen ab, es schafft auch sonst keine Werte, wenn man es hält. Ein ertragsorientierter Anleger profitiert durch Wertsteigerungen, wie das etwa seit 2001 der Fall war. Für einen sicherheitsorientierten Anleger mag der Ertragsaspekt weniger wichtig sein. Wenn aber das Ereignis, gegen das man sich mit dem Halten von Gold versichert, vom Versicherungsnehmer als immer weniger wahrscheinlich angesehen wird, wird der Sinn einer solchen Versicherung zunehmend hinterfragt. Wenn ich mein Auto abmelde, möchte ich ja auch keine Kfz-Versicherung mehr zahlen. Dann gewinnt auch hier die Frage zunehmende Bedeutung, welchen Ertrag das Halten von Gold erwarten lässt.

Die Preisbildung an den Finanzmärkten wird grundsätzlich von zwei Komponenten geprägt – von fundamentalen Gegebenheiten als Basis und massenpsychologischen Übertreibungen kollektiver Bewegungen ([Herdentrieb – Keynes!](#)). In der Regel stossen fundamentale Faktoren die Bildung eines neuen Marktgleichgewichts an, auf dem Weg dahin kommt es zu mehr oder weniger starken, durch Übertreibung verursachten Oszillationen.

Der Goldpreis läuft seit Spätjahr 2011 in einer Seitwärtsspanne zwischen 1550 und 1800. Es scheint so, als wären bullische Übertreibungen weitgehend abgebaut. Die Vermutung ist, dass sich in der Gegend zwischen 1550 und 1675 ein Marktgleichgewicht befindet. Würde der Pegel bei 1550 nachhaltig unterboten, stellt sich die Frage neu: Sehen wir dann eine Übertreibung nach unten oder hat sich der fundamentale Datenkranz so verändert, dass ein neues Marktgleichgewicht tiefer zu suchen ist.



Gold steht nicht alleine im Raum – die Entwicklung seines Preises wird auch von anderen Assets beeinflusst, die Anleger als Alternative zum Kauf und Halten von Gold ansehen. Hier kommen insbesondere in Frage: Silber, andere Rohstoffe und Aktien. Je stärker der Versicherungsaspekt wiegt, je eher wird man Silber und andere Dinglichkeiten (Rohstoffe) in den Fokus nehmen. Bei den Rohstoffen spielt neben Silber Rohöl eine bedeutende Rolle – Rohöl insgesamt repräsentiert wertmäßig die Hälfte des Rohstoffhandels-Volumens weltweit. Spielt der Versicherungsaspekt eine geringere/abnehmende Rolle, schiebt sich der Ertragsaspekt nach vorne und hier dürfte dann die Anlage z.B. in Aktien als Alternative, bzw. als Bewertungskriterium gelten.

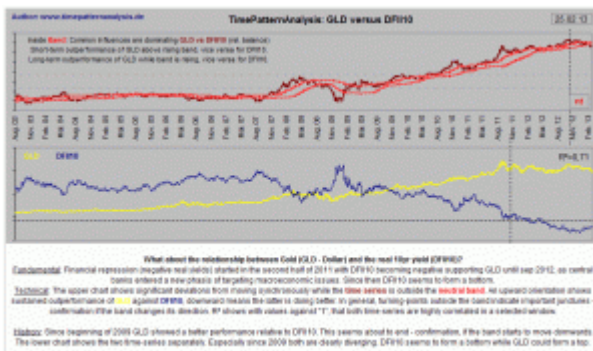
Welche Faktoren beeinflussen nun den Goldpreis? Untersucht wurden u.a. die Beziehungen des Goldpreises zur inflationsindexierten, zehnjährigen US-Rendite, zu den Inflationserwartungen, zu Silber (SIL), Öl Brent (OBT), zu Euro/Dollar, zu S&P 500 (SPX) und zum Amex Gold Bugs Index (dem "Goldminenindex" HUI). Untersucht wurde der Zeitraum zwischen Mitte 2003 und "heute".

Zunächst wurde mittels statistischem Bestimmtheitsmaß ermittelt, wie eng der Zusammenhang zwischen Gold und dem jeweiligen Gegenpart in einem bestimmten Zeitfenster ist. Die Mitte gewählten relevanten Zeitfenster liegt jeweils deutlich nach 2008 (Ausnahme: Inflationserwartung). Dabei ergaben sich signifikante Werte bei HUI, OBT, SIL und der realen Verzinsung. Der schwächste Zusammenhang ergab sich zu Euro/Dollar, den wir hier als Ersatz für den Dollar-Index nehmen (starker Euro/Dollar – schwacher Dollar-Index). Eine leichte Verkopplung ergibt sich in Bezug auf den S&P 500, hinsichtlich der Inflationserwartungen ist der Zusammenhang kaum signifikant.

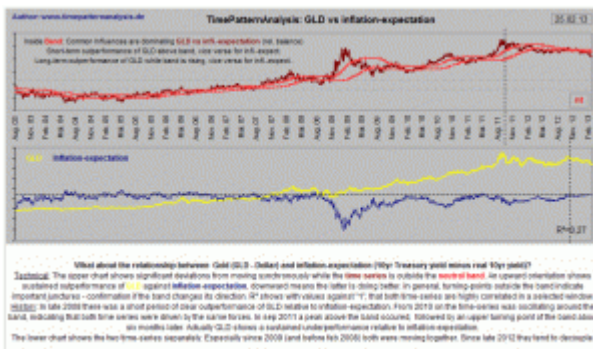
Zur Interpretation der Charts: Der untere Chart zeigt die jeweiligen beiden originalen Zeitreihen. Der obere Chart präsentiert ein Band, innerhalb dessen sich die beteiligten Werte im Gleichgewicht befinden. Liegt die dargestellte Zeitreihe oberhalb des Bandes, weist das auf eine kurzfristig bessere Entwicklung von Gold hin. Steigt das Band an, wird damit auch längerfristige Outperformance von Gold angezeigt. Umgekehrt für "unterhalb des Bandes" und "sinkende Orientierung des Bandes".

Der langfristige Zusammenhang zwischen Gold und US-Realzinsen ist signifikant. Seit Anfang 2009 zeigt Gold eine relative Outperformance. Diese Phase hält gegenwärtig noch an, aber eine Toppbildung sollte in

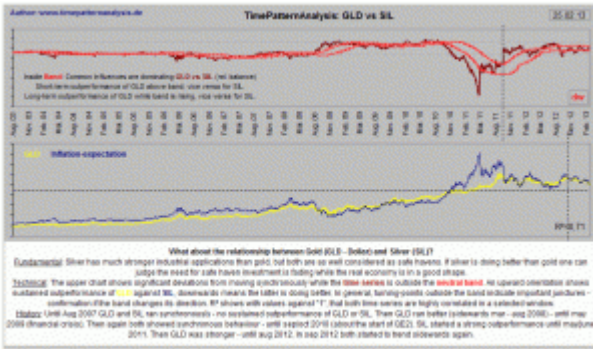
Betracht gezogen werden. Die Realzinsen scheinen aktuell im negativen Bereich einen Boden auszubilden, der Goldpreis ein Topp. Definitive Umkehrsignale gibt es bisher nicht.



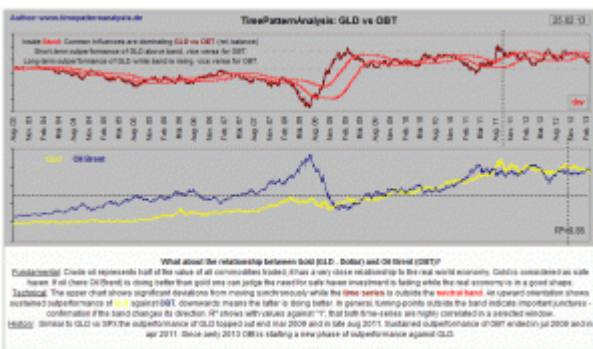
Der langfristige Zusammenhang zwischen Gold und den Inflations-Erwartungen ist recht schwach ausgeprägt. Die Aussage bezieht sich auf ein Zeitfenster, dessen Mitte auf Anfang 2007 liegt. Mit einem nach 2008 liegenden Zeitfenster ist das Bestimmtheitsmaß noch geringer. Daraus kann nicht geschlossen werden, die Entwicklung des Goldpreises sei von Inflationseinflüssen losgelöst. Denn die Realzinsen beinhalten diese Komponente ja ebenfalls. Aber die entsprechend definierten Inflationserwartungen spielen offenbar kaum eine Rolle. Aus kurzfristiger Sicht gilt für die Beziehung zu Gold: Die Inflationserwartungen schieben sich gegenwärtig mit geringer Dynamik nach oben, während der Goldpreis abwärts läuft, auch hierbei als Entkopplungstendenz.



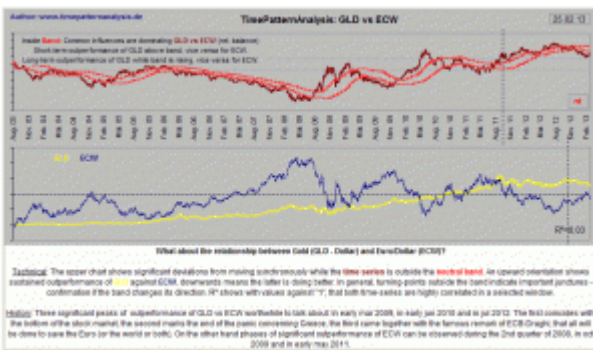
Der langfristige Zusammenhang zwischen Gold und Silber ist deutlich. Silber hat eine klare Doppelfunktion – es ist einerseits "Versicherung" wie Gold, andererseits ist es ein Industriemetall. Relative Outperformance von Silber zeigt an, dass offenbar die Realwirtschaft per Nachfrage nach Silber seinen Preis stützt/treibt. Im Umfeld von QE2 im Spätjahr 2010 und nach Abebben der ersten Griechenland-Krise zeigte Silber bis Anfang Mai 2011 eine starke Outperformance. Damals vertrauten zahlreiche Akteure an den Finanzmärkten offenbar darauf, dass QE2 den "Nachbrenner" für den Crack-up-Boom nach der Finanzkrise zündete. Aktuell bewegen sich Gold und Silber im "perfekten" Gleichgewicht innerhalb eines leicht abwärts gerichteten Bandes. Eine ähnliche Situation wie im Spätjahr 2010 zeichnet sich bisher nicht ab.



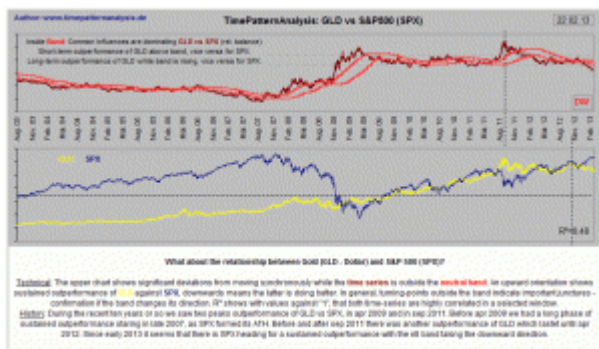
Der langfristige Zusammenhang zwischen Gold und OBT ist eng. Auch hier spiegelte sich 2010/2011 wie bei Gold vs Silber die Erwartung eines konjunkturellen "Nachbrenners" wider. Aktuell zeigt OBT kurzfristig eine bessere Performance als Gold, dies dürfte auch nachhaltig sein.



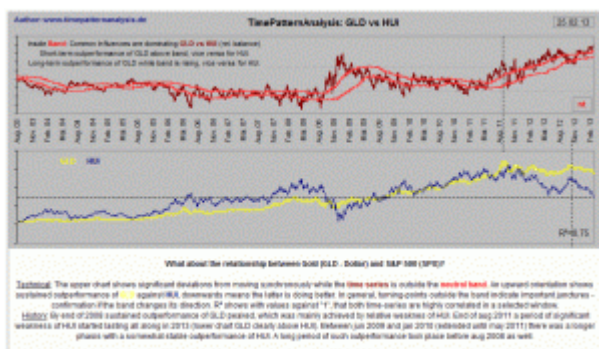
Zwischen Gold und Euro/Dollar (als Stellvertreter für den Dollar-Index) besteht kein langfristiger Zusammenhang. Die Annahme, eine Dollar-Abwertung motiviere zur Werteabsicherung per Gold trifft zumindest für die Zeit nach 2008 nicht zu. Kurzfristig zeigt das Währungspaar eine Outperformance – übersetzt in den Dollar-Index ist das eine Outperformance von Gold.



Der langfristige Zusammenhang zwischen Gold und SPX ist mäßig, wenn man die zurückliegenden drei Jahre fokussiert. Seit Jahresende 2012 entwickeln sich Aktien klar besser als der Goldpreis. Hochpunkte der Outperformance von Gold gegen SPX waren Anfang April 2009, als Aktien ihren Boden fanden und im September 2011 nach Ende der akuten Phase der Staatsschuldenkrise in den USA.



Der langfristige Zusammenhang zwischen GLD und HUI ist recht eng, Gold wird dabei relativ gesehen bevorzugt. Dies dürfte auch noch weiter anhalten.



Zusammenfassung:

Langfristig bedeutsame Einflüsse für den Goldpreis kommen von der realen zehnjährigen US-Rendite, von Silber, Öl Brent, HUI und abgeschwächt von SPX. Wesentlich stützende Kräfte ergeben sich hieraus gegenwärtig nicht – eher im Gegenteil, Gold zeigt in diesen Beziehungen leichte bis mäßige Underperformance. Die relative Stärke von Gold in Bezug auf den HUI beruht auf dessen besonderer Schwäche.

Nachdem der Goldpreis zum Jahresende 2012 hin den Pegel ~1675 gebrochen hat, ist aus Anlegersicht der Pegel 1550 Dollar von zentraler Bedeutung. Darunter gibt es bis ~1000 wenig wirklich belastbaren Support. Sollte die Untergrenze der korrektiven Seitwärtsspanne hingegen halten, würde sich das Bild aufhellen.

In den Intermarketbeziehungen von Gold spiegelt sich die aktuelle Einstellung der bedeutenden Anleger wider, auf Aktien und andere dingliche Assets zu setzen und strategische Absicherungen wie Gold unterzugewichten.