

## Investieren in Gold

# Gold als Ergänzung zur Diversifikation

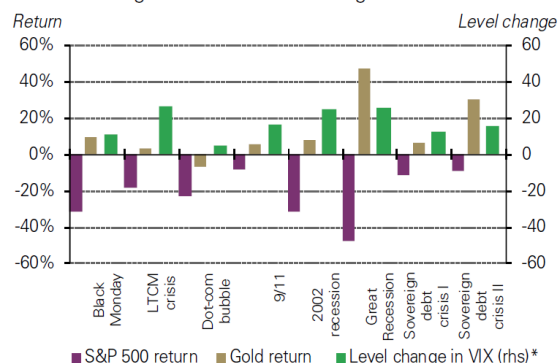
von Kuno Rohner<sup>1</sup>

### Polarisierend und diversifizierend

Gold ist eine Anlageklasse, welche polarisiert. Es gibt Investoren, für welche Gold ein fester Bestandteil eines Portfolios sein muss. Für die sogenannten «Gold Bugs», also Investoren mit einer besonderen Affinität zum gelben Edelmetall, muss die Gold-Allokation eines Portfolios sogar substanzuell sein. Quoten von bis zu 40 bis 50% sind dann keine Seltenheit. Auf der anderen Seite gibt es viele – auch prominente – Investoren, welche Edelmetallen ohne wirtschaftliche Verwendung nichts abgewinnen können. Ihr Argument: Gold ist ein «totes» Asset, das keine direkten Erträge abwirft und deshalb ein reines Spekulationsobjekt ist.

Wie die Grafik 1 zeigt, hat Gold historisch in Zeiten von Unsicherheit an den Märkten meist eine positive Preisentwicklung gezeigt und somit als diversifizierendes Element gewirkt.

S&P 500 and gold return versus change in VIX level\*



\*The VIX is available only after January 1990. For events occurring prior to that date, annualised 30-day S&P 500 volatility is used as a proxy. Dates used: Black Monday: 9/1987–11/1987; LTCM: 8/1998; Dot-com: 3/2000–3/2001; September 11: 9/2001; 2002 recession: 3/2002–7/2002; Great Recession: 10/2007–2/2009; Sovereign debt crisis I: 1/2010–6/2010; Sovereign debt crisis II: 2/2011–10/2011.

Grafik 1: Das Verhalten des Goldpreises bei erhöhter Marktvolatilität

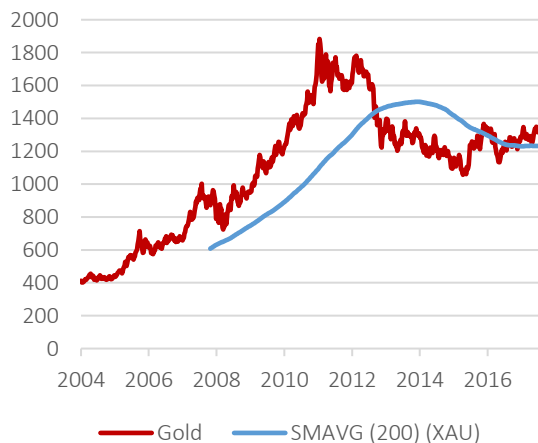
Quelle: World Gold Council, Bloomberg

Wer dem Gold gegenüber eine eher agnostische Haltung hat und also weder ein besonderer Anhänger, noch ein deziderter Gegner des unter dem lateinischen Namen «Aurum» bekannten Edelmetalls ist, hat klassischerweise eine Allokation zwischen 3 bis 10% im Depot lagernd.

### Immer wieder Haussen

Blickt man in der Geschichte zurück, gab es immer Phasen von ausgesprochenen Gold-Haussen, welche durch realwirtschaftliche Ereignisse getragen, ja man kann sogar sagen «getrieben» waren. Meist waren es kriegerische Auseinandersetzungen, starke Inflationsschübe oder starke wirtschaftliche Verwerfungen, welche der Nachfrage nach Gold Schub verliehen haben. Die letzte Hausse-Phase ist noch nicht allzu lange her. Angetrieben durch die Globalisierung und dem damit verbundenen Wohlstandswachstum in den aufstrebenden Ländern hat Gold ab dem Jahr 2003 eine Rally gezeigt, welche den Preis einer Unze durch die Ängste der Finanzkrise von 2008/2009 und den damit verbundenen Nachwehen in der Europäischen Union von rund USD 300 bis auf über USD 1900 hat steigen lassen. Massgeblicher Katalysator für diese teilweise fast exzessive Entwicklung war zweifelsohne auch die Verfügbarkeit von leicht handelbaren Instrumenten auf den Goldpreis, allen voran Gold-ETFs.

Goldpreis (Unze in USD)



Graphik 2: Die Entwicklung des Gold-Unzen-Preises (rot) und der 200-Tage-Durchschnitt (blau);

Quelle: Swiss Rock Asset Management, Bloomberg

### In einer Seitwärtsbewegung

Seit der blasenartigen Preisbewegung auf USD 1920 im August 2011 hat sich der Preis in eine Abwärtsbewegung gegeben, welche Ende 2015 bei rund USD 1060

gestoppt wurde. Seither bewegt sich die Unzen-Preis in einem Band zwischen USD 1150 und 1350. Trotz zunehmenden weltpolitischen Unsicherheiten hat der Goldpreis im laufenden Jahr jedoch die technisch viel beachtete Marke von USD 1350 im ersten Quartal nur jeweils einmal im Januar und Februar kurz übertroffen. Die zunehmenden weltpolitischen Spannungen und auch die Konsolidierung an den Aktienmärkten konnten an dieser Bewegung bis heute somit nur wenig ändern. Sowohl die indizierten Zinserhöhungsschritte in den USA, als auch die global nachhaltig guten Wachstumszahlen und die damit steigenden Inflationserwartungen haben dem Goldpreis bislang noch keine zusätzlichen Inputs verliehen. Eine kurzfristige Lösung der politischen Unstimmigkeiten ist nicht in Sicht und die historische «Save Haven»-Funktion von Gold wird somit weiterhin latent bleiben.

### **Goldminen als Alternative**

Das Engagement in Goldminen-Aktien ist eine interessante Möglichkeit, Exposure zum Goldmarkt aufzubauen. Die Volatilität dieser Titel ist zwar historisch noch höher, als der sonst schon relativ schwankungsstarke Preis des Goldes. Wer jedoch in solid finanzierte Titel investiert kann dies als Chance auf Kursgewinne bei steigenden Goldnotierungen nutzen. Goldminen-Aktien bringen es mit sich, dass sie als Aktien natürlich stark mit dem Aktienmarkt korreliert sind und ihre Abhängigkeit vom Goldmarkt nur selektiv wahrgenommen wird. So ist es auch zu erklären, dass die Goldminengesellschaften während den jüngsten Turbulenzen an den Aktienmärkten ebenfalls relativ stark in Mitleidenschaft gezogen wurden. Sie konnten sich somit trotz stabiler Bilanzen nicht von den traditionellen Märkten abkoppeln. Diese Preisentwicklung hat dazu geführt, dass die Goldminen deutlich tiefere Bewertungen in Verhältnis zu ihren Reserven oder Produktion ausweisen, als noch vor Jahresfrist. Obwohl dies an und für sich eine attraktive Ausgangslage wäre, sind wir der Meinung, dass höhere Kurse trotz erfreulichen Quartalszahlen nur mit einem höheren Goldpreis möglich sind. Es wird wohl einen Ausbruch des Goldpreises über USD 1365 brauchen, um die Investoren wieder auf den Geschmack zu bringen. Dann allerdings sollte sich ein Engagement überproportional lohnen.

### **Wie geht die Entwicklung weiter?**

Aufgrund der fehlenden Cash Flows, ist es gemäss gängiger Lehre nicht möglich, einen objektiv anerkannten Preis zu bestimmen. Gold wird deshalb durch die spekulativen Erwartungen der Marktteilnehmer und dem pro-

fanen Mechanismus von Angebot und Nachfrage getrieben, welcher wiederum von makroökonomischen Entwicklungen beeinflusst wird.

### **Angebot und Nachfrage**

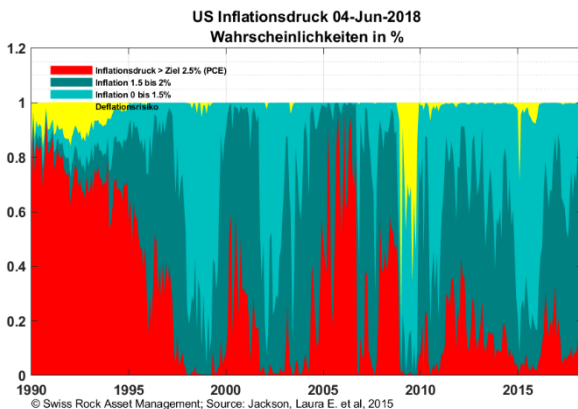
Betrachten wir als Erstes das Angebot und die Nachfrage. Ein Rückblick auf das letzte Jahr zeigt, dass sich die Goldnachfrage rund 6% über derjenigen des Vorjahres befand. Dabei sind sowohl Notenbanken wie auch Privatanleger in den Schwellenländern, insbesondere aus China und Indien netto nach wie vor Käufer von Gold. Die Nachfrage nach Gold erfolgt dabei natürlich auch als Absicherung gegen negative Währungsverschiebungen und der USD-Kurs bleibt stets ein wesentlicher Faktor für die zukünftige Goldpreisentwicklung. Das 4. Quartal 2017 zeigte jedoch leicht nachgebende Tendenzen. Speziell die Gold ETF-Käufe gingen im Vergleich zur 1. Jahreshälfte deutlich zurück. Auch die Zentralbanken sind weiterhin bedeutende Käufer des gelben Metalls und bauten ihre Reserven um weitere 371 Tonnen aus. Die russischen Goldbestände betragen nun bereits stolze 18% der Fremdwährungsreserven. Auch wenn sich nun im ersten Quartal die Bestände der Gold-ETFs insgesamt leicht reduzierten, erhöhten sich die Bestände asiatischer Fonds als einzige Region.

Auf der Angebotsseite können die Kapazitäten zurzeit nicht ausgebaut werden und die Produktion wird auch für die nächsten Jahre eher leicht rückläufig erwartet. Die Herausforderung der Produzenten bleibt das Ersetzen der geförderten Mengen. Die Goldreserven der Fördergesellschaften sind seit 2011 um 40% gefallen. Gründe dieses Rückgangs sind die deutlich tieferen Investitionen in Mineninfrastruktur und die geringere Exploration der Branche seit 2012.

Die US-Investmentbank Goldman Sachs geht gemäss einem kürzlich veröffentlichten Bericht davon aus, dass die zurzeit bekannten Goldreserven eine konstante Nachfrage nur noch für rund 20 Jahre wird befriedigen können. Diese Einschätzung deckt sich mit derjenigen der kanadischen Minengesellschaft Goldcorp, welche in einem Bericht voraussagt, dass wir 2015 den sogenannten «Gold Peak» gesehen haben und die globale Goldproduktion ihren Höhepunkt bereits überschritten hat. Weitere Auguren wie der Gold-Analyst Peter Grant gehen ebenfalls von einem sinkenden Angebot aus. Er meint, dass der Output der Minen für die kommenden Jahre nur noch knapp gehalten werden kann, die Entdeckung neuer Vorkommen aber bereits äussert stark am Fallen ist. Betrachtet man also das Goldangebot, stehen die Zeichen generell auf «Verknappung».

## Konjunktur

Aus unserer Sicht wird der Goldpreis in nächster Zeit weniger durch das knapper werdende Angebot, als nachfrageseitig durch makroökonomische und politische Entwicklungen beeinflusst werden. Das global relativ starke Wachstum verbunden mit der in weiten Teilen der Welt nach wie vor sehr expansiven Geldpolitik sollte über kurz oder lang ein Ansteigen der Inflation bewirken. In Antizipation dessen sind die US-Zinsen bereits gestiegen und haben so den Dollar gestützt. Sollten sich die inflationären Tendenzen generell manifestieren, kann mit einem anziehenden Goldpreis gerechnet werden, da dessen wahrgenommene Funktion als Inflationsschutz gefragt sein wird. Wie Graphik 3 exemplarisch für die USA zeigt, ist der Inflationsdruck aktuell im von der Notenbank anvisierten 1.5 bis 2% (dunkelgrüne Fläche) und somit unter Kontrolle.

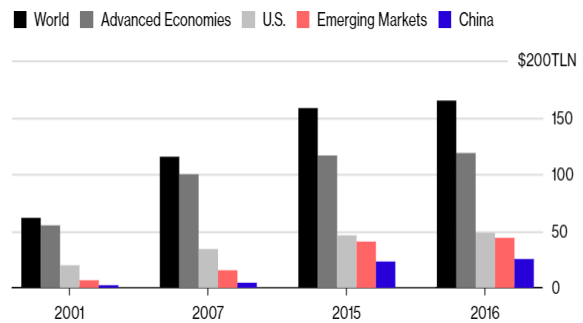


Graphik 3: Inflationsdruck in den USA

Quelle: Swiss Rock Asset Management, Jackson, Laura et. al., 2015

## Schulden

Bleibt schliesslich ein weiterer preisstützender Faktor für Gold: Schulden. Die Schulden haben in sämtlichen Regionen der Welt einen neuen Rekordstand erklommen und das Potenzial für zukünftige Turbulenzen an den Märkten hat sich zumindest nicht verringert. Es ist davon auszugehen, dass das Thema «Schulden» die Märkte früher oder später wieder beschäftigten und den Goldpreis positiv beeinflussen wird.



Graphik 4: Die globalen Schulden der Welt und in verschiedenen Regionen über die Zeit

Quelle: Global Debt Database, IMF, Bloomberg

## Gold im Portfolio

Es spricht also einiges dafür, dass sich der Goldpreis in Zukunft stabil halten und positiv entwickeln wird. Gold bleibt unter diesen Umständen ein attraktives Mittel, sich gegen Marktunsicherheiten zu schützen, und es kann weiterhin zwecks optimaler Diversifikation der Vermögensanlagen eingesetzt werden. Neben den oben erwähnten, fast euphorischen Phasen hat es beim Gold immer auch wieder Zeiten gegeben, in welchen das Interesse an diesem Edelmetall fast verfliegen schien. Es hat sich aber oftmals gezeigt, dass es sich lohnt, genau dann entgegen der breiten Meinung ein Interesse zu entwickeln und eine Allokation im Depot in Betracht zu ziehen. Aus der Assekuranz und der Optionstheorie ist bekannt, dass die Prämien in Zeiten der relativen Ruhe attraktiv sind.

## Overlay-Strategie als Ertragsquelle

Wir gehen aufgrund der makroökonomischen Entwicklungen davon aus, dass sich der Goldpreis weiterhin in seinen «Trading-Range» von USD 1200 bis 1350 bewegen wird. In dieser Marktentwicklung bleibt eine rollende Overlay-Strategie mit den geschriebenen und gedeckten Call- und Put-Optionen weiterhin äusserst interessant. Die realisierten Prämien erträge durch den taktischen Einsatz dieser Optionen können zur Verbesserung der Rendite eingesetzt werden.

<sup>i</sup> Kuno Rohner, Senior Portfolio Manager Gold; Mitarbeit: Arno Grüter, Senior Relationship Manager