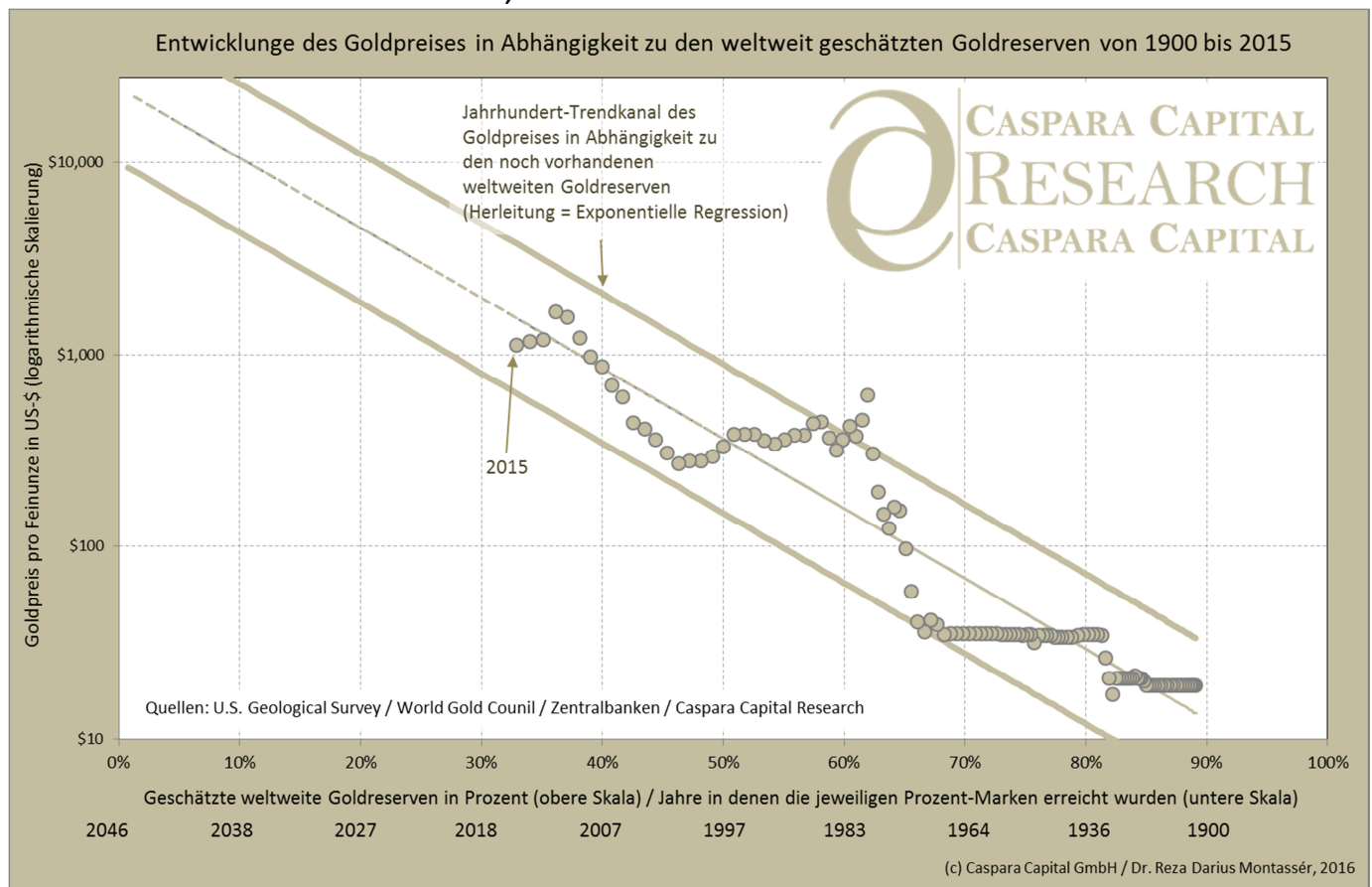




Gold, der neue sichere Hafen?



Als Vermögensverwalter ist die Entscheidung über eine Anlage in Gold keine eindeutige Sache. Denn immer, wenn man in Erwägung zieht, ob man in einen bestimmten Finanztitel oder auch in eine bestimmte Sache investieren möchte, sollte man eine Idee darüber haben, in welchem Bereich der erwartete Preis dieses angedachten Objekts liegen sollte. Dieser Preis setzt sich, vereinfacht gesagt, aus dem Ertrags- und Substanzwert zusammen. Sollte der aktuelle Preis unter dem geschätzten Wert liegen, wäre dies schon mal ein guter Grund sich das Objekt näher anzusehen.

Bei Gold gestaltet sich die Bewertung aber eher schwierig. Zwar hat Gold einen Substanzwert, doch beim Ertragswert wird es schon schwieriger. Doch zunächst zum Substanzwert: Da Gold ein knappes Gut ist, leitet sich dieser, grob gesagt, daraus ab, wie hoch die weltweiten Goldreserven noch geschätzt

werden und wieviel Gold es noch weltweit im Umlauf gibt. Setzt man nun diese Angebotsseite zur potenziellen geschätzten Nachfrage nach Gold, ist es möglich, über die historische Entwicklung des Goldpreises im Vergleich zu den Goldreserven und dem angebotenen Gold, über ökonometrische Näherungsverfahren Algorithmen zu entwickeln, welche eine Schätzung darüber abgeben, wie sich der Goldpreis in den nächsten Jahren entwickeln wird.

Die oben dargestellte Grafik veranschaulicht das Ergebnis unserer ökonometrischen Analysen. Wie an der Grafik zu erkennen ist, befindet sich der Goldpreis seit dem Jahr 1900, im Vergleich zu den geschätzten weltweiten Goldreserven, in einem stetigen Aufwärtstrendkanal.

Unsere Analysen basieren auf den Daten des U.S. Geological Survey und die des World Gold Council. Hieraus haben wir auf Basis unserer Algorithmen errechnet, dass nach heutigem Kenntnisstand, in Bezug auf das Goldvorkommen in der Erdkruste und die zu erwarteten Abbaugeschwindigkeit, die weltweiten Gold-Ressourcen noch etwa dreißig Jahre ausreichen sollten.

Auf Grundlage unserer, aus den benannten Quellen, abgeleiteten Berechnungen, hat die Menschheit seit der Antike bis dato etwa 182.000 Tonnen abgebaut. Die weltweiten abbaubaren Goldvorkommen sollen sich nach dem U.S. Geological Survey noch im Bereich 89.000 Tonnen bewegen. Basierend hierauf, hat die Menschheit unserer Schätzung nach bis ins Jahr 1997 bereits die Hälfte der weltweiten Goldressourcen abgebaut und somit mittlerweile das sogenannte „Peak-Gold“ hinter sich gelassen.

Wobei man hierzu aber ganz klar festhalten muss, dass mit weiter vorankommendem technischem Fortschritt sehr wahrscheinlich weitere abbaubare Lagerstätten gefunden werden. Zudem werden womöglich in den nächsten Jahrzehnten Abbautechniken entwickelt werden, die es ermöglichen Goldlagerstätten auszubeuten, die heute nicht oder nur unter extremen Kapitaleinsatz abbaubar sind. Dies bedeutet, dass der – in der oberen Grafik dargestellte – Goldvorkommen-Nullpunkt im Jahre 2046 sich durchaus auch um einige Jahrzehnte in die Zukunft verschieben könnte.

Um den Substanzwert des Goldes herzuleiten, ist natürlich auch die Analyse der Nachfrageseite von entscheidender Bedeutung. Hierzu muss festgestellt werden, dass die größte und zuverlässigste Nachfragekomponente der Bereich der Schmuckherstellung ist. Diese Branche fragt seit Jahrzehnten einen relativ konstanten Anteil der Weltproduktion von mittlerweile fünfzig bis sechzig Prozent nach. Wir gehen davon aus, dass diese Nachfrageseite in den nächsten Jahren stabil mit leicht steigender

Tendenz sein wird. Vor allem der Süd-Ost-Asiatische Raum und Russland werden unserer Erwartung nach, parallel mit der Stabilisierung ihrer Wirtschaft, ihre Nachfrage erhöhen.

Eine weitere wichtige Nachfragekomponente ist die der Goldanleger. Diese Gruppe fragt in etwa zwanzig bis dreißig Prozent der jährlichen Weltproduktion nach. Auch hier ist nach der Durstrecke der letzten Quartale – die Nachfrage war nach einer zehnjährigen Boom-Phase, die bis ins Jahr 2011 andauerte, um bis zu 40 Prozent eingebrochen – wieder mit steigendem Interesse zu rechnen. Diese zu erwartende höhere Nachfrage der Anleger führen wir hauptsächlich auf die Negativzinspolitik der Notenbanken zurück.

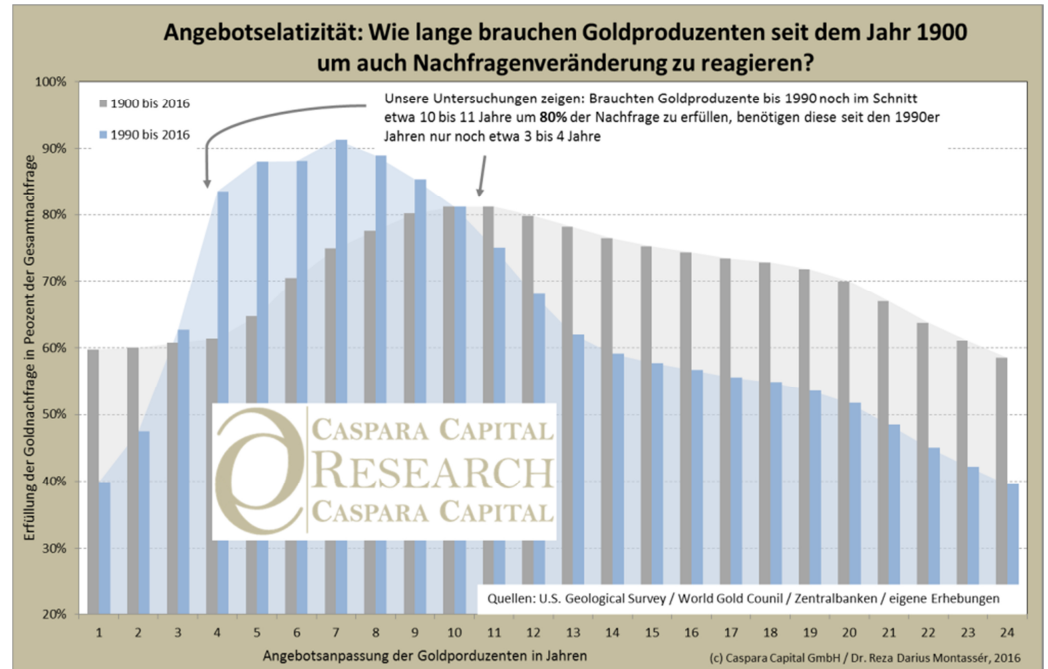
Denn die Tatsache, dass schätzungsweise mittlerweile weltweit mehr als siebzig Prozent der als sicher geltenden ausstehenden Staatsanleihen (Investment Grade) eine negative Rendite aufweisen, wird aus unserer Sicht zu einer, zumindest vorübergehenden, Neubewertung des Goldes führen. So ist das größte Problem eines Investments in Gold aus der Perspektive eines Vermögensverwalters das Faktum, dass Gold keinen Ertragswert hat. So wird ein Anleger, der Gold hält, weder mit einem Zins noch mit einer Dividende für das zugrundeliegende Kursrisiko des Edelmetalls entschädigt. Deswegen war Gold im direkten Vergleich mit Anleihen oder Aktien bisher als eher uninteressant einzustufen.

Dies galt umso mehr gegenüber Anleihen, welche in einem diversifizierten Aktienportfolio eher die Rolle der Absicherung gegen Kursrückgänge übernehmen (da Anleihekurse sich langfristig teilweise entgegengesetzt zu Aktienkursen entwickeln). Kein Wunder, dass Gold ein Schattendasein führte, weil es eben keinen Zinsbeitrag für das Gesamtportfolio erbrachte. Nun aber, da dieser Vorteil der sicheren Anleihen durch die Negativzinsen quasi nicht mehr vorhanden ist, erglänzt das Gold als *neuer sicherer Hafen* in einem neuen Licht. Denn im Gegensatz zu Staatsanleihen, die theoretisch in unendlicher Höhe und Volumen emittiert werden können, ist wie oben dargestellt die Goldproduktion endlich. Bedenkt man dann auch noch die Tatsache, dass aufgrund der negativen geopolitischen Entwicklungen der letzten Jahren und den hieraus entstandenen wirtschaftlichen Risiken, die Wahrscheinlichkeit negativer Staatshaushalte stetig steigt, dann spricht auch dies dafür, das Thema Gold als Investment ernsthaft in Erwägung zu ziehen. Zudem zeigt die Vergangenheit, dass Gold in Stresszeiten eine gute Absicherung des Depots darstellt, da Anleger dazu tendieren in unsicheren Zeiten in „sichere“ Anlagen, wie es teilweise auch Gold ist, zu fliehen.

Doch zurück zu den weiteren wichtigen Nachfragern im Goldmarkt. Diese sind zum einen die verarbeitende Industrie und zum anderen einige Zentralbanken. Beide Bereiche fragen jeweils rund

zehn Prozent der jährlichen Weltproduktion nach. Von beiden Seiten erwarten wir keinen besonderen Nachfrageschub, aber eben auch keinen Einbruch der Nachfrage. Deswegen sehen wir diesen Nachfragebereich als preisneutral an.

Es gibt also gute Gründe sich ernsthaft Gedanken über eine Hinzunahme von Gold als Portfoliobeimischung eines risikoorientierten Depots zu machen. Und die Feststellung „risikoorientiert“ ist hier wichtig: Denn Gold, als Anlageform,

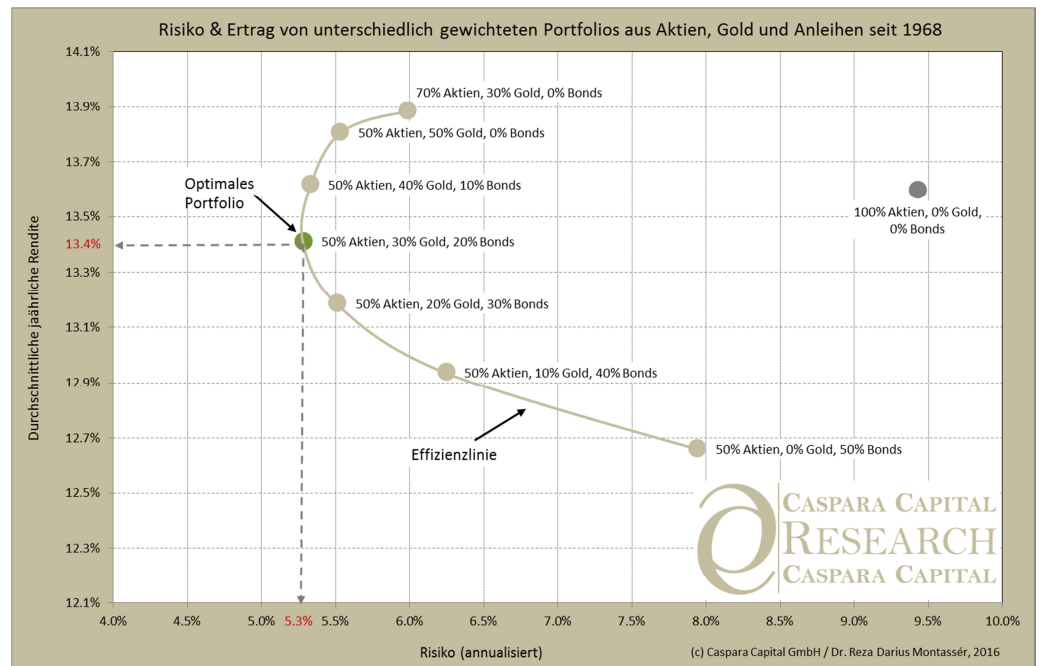


ist mit einer langfristigen durchschnittlichen jährlichen Volatilität von 8,4 Prozent (zum Vergleich: die langfristige mittlere jährliche Volatilität der Aktienindizes liegt bei 10,8 Prozent) nichts für konservative und sicherheitsorientierte Anleger. Allerdings gehen wir aber auch davon aus, dass die Volatilität des Goldpreises in den nächsten Jahren eher abnimmt. Denn unsere Berechnungen zeigen, dass während in den Jahren 1900 bis 1990 die Goldproduzenten noch etwa 11 Jahre brauchten um auf Preisänderungen marktwirksam zu reagieren, liegt diese Anpassungsphase seit den 1990er bei rund 3,5 Jahre. Durch diese schnellere Anpassung sollten sich die Preisvolatilitäten insgesamt reduzieren (vgl. obere Grafik).

Doch wie hoch sollte die ideale Beimischungsquote von Gold in einem Portfolio sein? Um diese Frage zu beantworten, haben wir mit Hilfe von der Monte-Carlo-Simulation Risiko und Ertrag unterschiedlichster Portfolios errechnet und hieraus die sogenannte Effizienzlinie abgeleitet (vgl. folgende Grafik). Diese Linie zeigt die effizientesten, also die erstrebenswertesten, Portfolios aus der Risiko- und Ertragssicht. Alle Portfolios auf dieser Linie sind somit in Abhängigkeit zur Risikobereitschaft des Anlegers Portfolios, welche die beste Mischung aus Risiko und Ertrag bieten.

Wir haben beispielhaft einige Portfolios in der Grafik heraus gestellt und zudem das Portfolio mit dem geringsten annualisierten Risiko als „optimales Portfolio“ gekennzeichnet (vgl. Grafik). Aufgrund unserer Berechnungen, würde ein ideales Portfolio wie dargestellt dreißig Prozent Gold beinhalten. Aber diesen

relativ hohen Portfolioanteil sollte man mit Vorsicht genießen. Denn der Untersuchungszeitraum seit 1968 ist sehr lange und dadurch das Ergebnis geglättet. In dieser langen Betrachtungszeit gab es auch oftmals sehr lange Phasen, in denen Gold



einen spürbar negativen Renditebeitrag zur Gesamtpformance des Depots geliefert hatte. Aus diesem Grund sind die dreißig Prozent Goldanteil nur aus der sehr langen Anlageperspektive von etwa fünfzig Jahren zu sehen. Ein normaler Anlagehorizont liegt aber im Bereich fünf bis zehn Jahren. Hier sollte der Goldbestand nicht mehr als sieben bis zehn Prozent des Gesamtportfolios ausmachen.

Zu guter Letzt lohnt sich noch ein Blick auf die markttechnische Lage des Goldpreises. Wir analysieren diesen auf US-\$-Basis, da wir währungsbedingte Verzerrungen durch die Umrechnung in die Heimatwährung (z.B. Euro) ausschließen wollen. Wie der folgende Chart verdeutlicht, befindet sich der Goldpreis nach wie vor in einer sekundären Konsolidierungsphase, welche den im Jahre 2001 bei rund 260 US-\$ pro Feinunze begonnen rasanten Anstieg ausgleicht. Denn immerhin ist der Goldpreis bis zu seinem Hoch im Jahre 2011 bei 1920 US-\$ um mehr als 630 Prozent angestiegen. So gesehen sind die fünfzig Prozent Kursverluste seit der Preisspitze womöglich nur eine Anekdote im längerfristigen Aufwärtstrend. Hierfür sprechen nicht nur die oben ausgeführten Fakten. Auch mittelfristige, zyklische Indikatoren deuten darauf hin, dass die seit Ende 2013 vorherrschende Bodenbildungsphase der Beginn einer neuen jahrelangen Anstiegsphase sein könnte. Doch hierzu muss zunächst der mittelfristige Abwärtstrend bei 1450 US-\$ spürbar überwunden werden. Erst dann ist aus der markttechnischen Perspektive der Weg für neue Hochs frei. Aufgrund der Gesamtbewertung der markttechnischen Lage scheint dieser Ausbruch zwar nur noch eine Frage der Zeit zu sein. Allerdings ist kurzfristig der Goldpreis, wie am Stochastik-Oszillator abzulesen ist, auch als überhitzt anzusehen, so dass ein Test der Unterstützungszone im Bereich 1150 US-\$ nicht auszuschließen ist. Spätestens danach sollte allerdings ein neuer Aufwärtstrend einsetzen, welcher letztendlich zu einem Bruch des wichtigen sekundären

Widerstands bei 1450 US-\$ führen sollte. Insgesamt ist die mittelfristige markttechnische Lage daher als vielversprechend einzustufen.



Fazit: Wir gehen davon aus, dass die Nachfrage nach Gold weltweit wieder ansteigen wird und erwarten, dass handfeste fundamentale Faktoren dafür sorgen werden, dass diese Nachfrage über eine relativ lange Zeit höher sein wird, als das verfügbare Angebot am Markt. Zudem erwarten wir, dass der Goldpreis nach dem Kursrückgang um fünfundvierzig Prozent seit den Spitzennotierungen im Sommer 2011 die aktuelle Bodenbildungsphase erfolgreich beenden und sich in Richtung der alten Höchststände bewegen wird. Kurzfristig scheint der Goldpreis allerdings überhitzt zu sein, so dass ein vorübergehender Test der Unterstützungszone um 1150 US-\$ nicht auszuschließen ist. Unabhängig davon, spricht mittel- bis langfristig aber vieles für Gold als Portfoliobeimischung und zeitweise auch als sicherer Hafen.

Ihr Dr. Reza Darius Montassér

Haftungsausschluss und Disclaimer: Die bereitgestellten Informationen beruhen auf Quellen, die wir für verlässlich halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität dieser Informationen. Diese Veröffentlichung dient ausschließlich der allgemeinen Information und ersetzt auf keinen Fall die anleger- und produktbezogene Beratung. Jede – auch auszugsweise – Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urhebergesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung der Caspara Capital GmbH. Dies gilt insbesondere für die Vervielfältigung, Verbreitung, Bearbeitung, Übersetzung, (Mikro-)Verfilmung und die Einspeicherung in elektronische Geräte oder Systeme. Wir haben uns bemüht, alle Angaben sorgfältig zu recherchieren und zu erarbeiten. Dabei wurde zum Teil auf Informationen Dritter zurückgegriffen. Einzelne Angaben können sich insbesondere durch Zeitablauf oder infolge von gesetzlichen Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben kann daher keine Gewähr übernommen werden. Das gesamte Research stellt lediglich unsere Meinung dar, die ohne unsere Vorankündigungen wieder geändert werden könnte. Sofern Aussagen über Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt wir keine Haftung übernehmen. Dieses Research fordert weder zum Kauf noch zum Verkauf irgendwelcher Finanzinstrumente oder Wertpapiere auf. Soweit steuerliche oder rechtliche Belange berührt werden, sollten diese vom Adressaten mit seinem Steuerberater bzw. Rechtsanwalt erörtert werden. Herausgeber: Caspara Capital GmbH, Maximiliansplatz 19, 80333 München. Verantwortlich im Sinne des Presserechts: Dr. Reza Darius Montassér.