

# Gold - Langfristige Kurstreiber und Bewertung

11. Juni 2024

- **Gold ist eine der ältesten Formen von Ersparnis und diente bis 1971 auch als Geld. Seit mehr als 50 Jahren gilt dieser Doppelcharakter nicht mehr, weshalb es eine offene Frage ist, welcher Goldpreis unter welchen Bedingungen angemessen ist.**
- **Wir stellen ein Bewertungs-System vor, mit dessen Hilfe wir die jüngsten Kurs-Entwicklungen betrachten.**

Josh Bouchard, Investment Strategie

Gold ist seit langer Zeit eine der etabliertesten Anlageklassen. Allerdings ist es nicht einfach zu bestimmen, was der «faire» Wert von Gold eigentlich ist. Denn seit dem Anfang des Papiergeld-Zeitalters sind Gold und «Geld» nicht mehr das Gleiche. Sein «fairer» Wert in US-Dollar, Schweizer Franken oder Rohstoffen wie Erdöl ist damit ziemlich umstritten. Aber im Grunde geht es dabei um die Frage, was das gelbe Metall eigentlich ist. Dabei handelt es sich um eine Frage, auf die es keine klare Antwort gibt. Wir präsentieren in dieser Publikation einen Ausgangspunkt für Überlegungen zur Frage, was für eine Anlageklasse Gold eigentlich ist und aus dieser Perspektive heraus einen Blick auf die aktuellen Entwicklungen des Goldpreises.

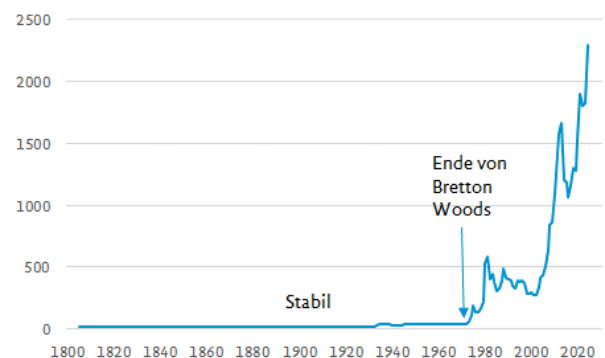
## Gold als Zahlungs- und Wertsicherungsmittel

Sogar schon vor der Römerzeit wurden Gold und andere Metalle als Geld verwendet. Für diesen Zweck eignete es sich gut, u.a. weil es relativ leicht transportiert werden kann und das Angebot aufgrund seiner Seltenheit bzw. Knappheit beschränkt ist. Neben dem Verwendungszweck als Zahlungsmittel hat sich Gold in der Vergangenheit aber auch als gutes Wertaufbewahrungsmittel erwiesen. Denn es gab in der Geschichte etliche Phasen, in denen Staaten mit dem Problem ausufernder Verschuldung konfrontiert waren. Ein oft benutzter Weg aus den Schuldenproblemen war es, einfacher zu schaffende Formen von Geld einzusetzen, die weniger oder gar keinen «realen» Wert hatten - wie zum Beispiel Papiergeld. Die Folge war regelmässig, dass solche Formen von Geld schnell an Wert verloren. Der Wert von Gold hingegen zeigte sich recht konstant. Aus diesem Grund wurde eine Golddeckung bzw. Goldbindung in der Vergangenheit auch oft zur Stabilisierung des Geldwertes eingesetzt, wenn hohe Inflation das Vertrauen in Papiergeld zerstört hatte.

Im Jahr 1971 beendete der damalige US-Präsident Richard Nixon das letzte grosse System einer Geldunterlegung mit Gold, das Bretton Woods / US-Gold-Dollar System. War der Goldpreis in US-Dollar bis zu diesem Zeitpunkt fixiert, gibt

es seither grosse Schwankungen des Goldpreises - egal ob in US-Dollar oder Schweizer Franken ausgedrückt. Diese Schwankungen vermitteln den ersten Eindruck, dass Gold alles andere als eine stabile Wertanlage ist. So müssen sich Anlegende mit mehreren, teilweise vageren Faktoren herumschlagen als z.B. im Falle von Staatsanleihen, deren Wert relativ einfach berechnet werden kann. Wir versuchen, über ein paar wichtigen Fragestellungen Aufschluss zu geben und stellen die Grundlage unseres Ansatzes dar.

## Goldpreis seit dem 19. Jahrhundert (in US-Dollar)



Quelle: Luzerner Kantonalbank, Refinitiv. Letzter Datenpunkt: Mai 2024

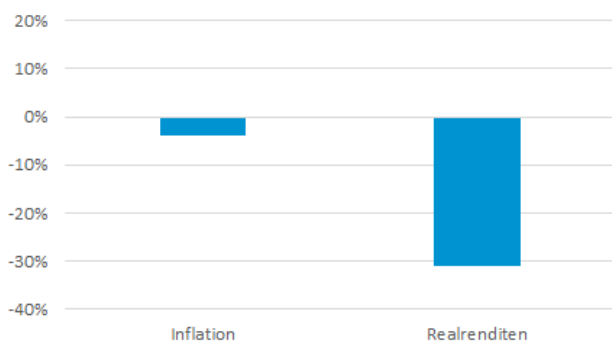
## Eignet sich Gold zur Absicherung gegenüber der Inflation

Warum investiert man in Gold? Einer der am meisten genannten Gründe ist: zum Schutz vor Inflation. Aber kann es diese Funktion wirklich erfüllen? Auf den ersten Blick nicht, zumindest nicht kurzfristig. So stieg der Goldpreis während der Pandemie zunächst in Zeiten fallender Inflation in den Jahren 2020-21, sank dann aber 2022, genau als die Teuerungsraten rasch zu steigen begannen und legte erst im Jahr 2023 wieder zu, als die Inflation wieder unter Kontrolle gebracht war und zu sinken begann. Die Preisentwicklung klingt also genau nach dem Gegenteil von dem, was man von einem Vermögenswert erwarten würde, den man zur Absicherung gegenüber der Inflation einsetzt.

Zu Erklärung dieser Beobachtung wird üblicherweise auf die Veränderungen bei den inflationsbereinigten Renditen,

den sogenannten Realrenditen verwiesen. Denn diese beeinflussen den Goldpreis ebenfalls stark. So ist die Korrelation, d.h. das Ausmass der Gleichbewegung von zwei Werten, zwischen Goldpreis und Realrenditen mit ca. -30% (siehe Abbildung) relativ deutlich negativ. Anders ausgedrückt: wenn die Realrenditen steigen, sinkt der Goldpreis in einer Vielzahl von Fällen - und umgekehrt.

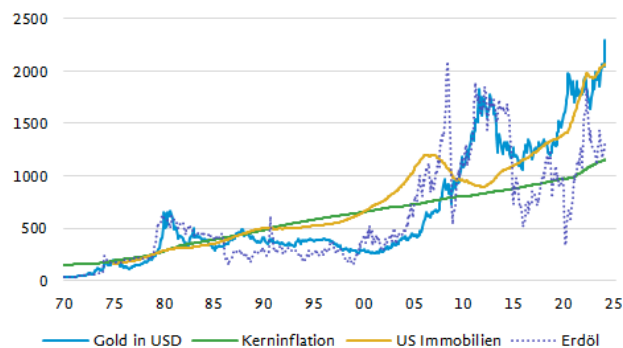
#### Korrelation mit Gold (5 Jahre, langfristiger Durchschnitt)



Quelle: Luzerner Kantonalbank, Refinitiv. Letzter Datenpunkt: Mai 2024

Wenn man den Goldpreis aber über einen längeren Zeitraum betrachtet, zeigt sich, dass es seinen realen Wert, d.h. seine Kaufkraft, langfristig tatsächlich behalten hat (siehe Abbildung unten). Egal ob der Goldpreis mit dem durchschnittlichen Konsumenten-Warenkorb oder wichtigen Bestandteilen wie Öl oder Wohnkosten verglichen wird: langfristig wurde die Kaufkraft gesichert oder sogar erhöht. Diese Erkenntnis ist zudem unabhängig von der Referenzwährung ab, da Inflationsdifferenzen zwischen Währungen langfristig durch Wechselkursveränderungen ausgeglichen werden. Das heisst, aus Schweizer Perspektive hat Gold in Schweizer Franken auch einen guten Schutz vor Schweizer Inflation geboten wie aus US-Perspektive gerechnet in US-Dollar gegenüber der US-Inflation.

#### Goldpreisentwicklung im Vergleich

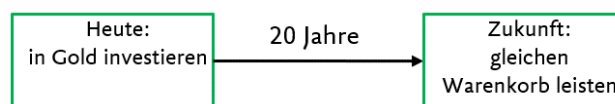


Quelle: Luzerner Kantonalbank, Refinitiv. Letzter Datenpunkt: Mai 2024

#### Ein Weg zur Bewertung von Gold

Gold scheint also langfristig seinen Realwert mindestens zu behalten und weist eine Abhängigkeit von Realrenditen auf. Diese Faktoren beeinflussen also - neben anderen - seinen

Wert. Wie aber lässt sich der Wert des gelben Metalls bewerten? Für die Bestimmung muss man berücksichtigen, aus welchem Grund Gold gekauft wird. So gibt es verschiedene Anwendungsmöglichkeiten von Gold, u.a. in der Elektronik oder in der Schmuckindustrie. Der Grossteil des gekauften Goldes jedoch wird auf die hohe Kante gelegt. Das heisst: Anlegende investieren in Gold, um Geld bzw. Kaufkraft für die (oft ferne) Zukunft zu erhalten.



Nimmt man diese Perspektive ein, bietet sich eine vertraute Bewertungsmethode - mit leichten Anpassungen - an: die Diskontierung künftiger Erträge auf einen Gegenwartswert. Wenn man beispielsweise eine Obligation bewertet, wird berücksichtigt, wie viel Geld man künftig ausgezahlt bekommt und wann. Diese künftigen Beträge werden vergleichbar gemacht, indem sie mit der aktuellen Zinskurve diskontiert werden, die den sogenannten «Time Value of Money» repräsentiert. Je höher die jeweiligen Renditen sind, desto mehr könnte man mit Geld auf dem Konto verdienen und desto weniger wert wäre eine bestimmte Summe, die erst in 10 Jahren ausgezahlt wird.

Auch Gold lässt sich als eine künftige Auszahlung betrachten, allerdings als eine, der Wert langfristig mit der Inflation wächst. Da der Auszahlungs-Zeitpunkt in der Zukunft liegt, muss ebenfalls diskontiert werden, um einen Gegenwartswert zu bestimmen. In diesem Fall sind die Realrenditen nötig, weil Gold einen langfristigen Schutz vor Inflation bietet. Daher stammt die Realzinsempfindlichkeit des Goldpreises. Je höher die Realrenditen sind, desto weniger wird man heute bereit sein für Gold zu bezahlen, weil hohe positive Realrenditen per Definition eine reale Wertsteigerung erlauben, d.h. mehr als die Inflation ausgleichen. Diese Bewertungsmethode wird für inflationsgeschützte Staatsanleihen verwendet, die ein Renditeprofil bieten, das theoretisch nicht so weit entfernt von Gold ist.

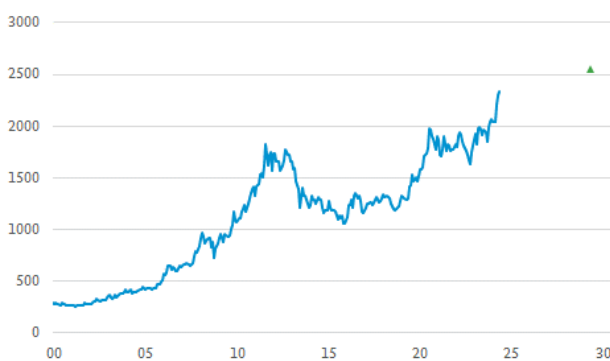
#### Wo stehen wir heute

Aus dieser Perspektive ist die Goldpreis-Rally von 25 % seit dem Jahr 2020 trotz der aktuell hohen Realrenditen zumindest teilweise gut gestützt. Die Inflation hat z.B. in den USA seit Anfang 2020 zu einer Teuerung von fast 25 % geführt. Wenn man die Immobilienpreisentwicklung (+45 %) in die Berechnung einbezieht, liegt die Teuerung sogar noch höher. Zudem haben sich die jährlichen Inflationserwartungen um ca. 1 % erhöht. In der Summe ist damit der Preis eines «zukünftigen Konsumentenwarenkorb», den man in 10 Jahren erhält, um fast 45% gestiegen. Bereinigt um die höheren Renditen ergibt sich damit ein Gegenwartswert des Goldes von ca. USD 2'000-2'050. Ferner rechnen wir und

die Finanzmärkte mit Leitzinssenkungen, was fallende Realrenditen mit sich bringen dürfte. Das würde für einen etwas höheren Goldpreis sprechen (siehe Bild unten).

Die Rally im Gold seit Anfang März dürfte diesen «fairen Wert» somit übertroffen haben. Als Gründe für die jüngste Goldrally werden z.B. Kapitalflucht aus China, Notenbankkäufe, geopolitischen Spannungen etc. genannt. Diese sind nachvollziehbar, aber daneben gibt es wahrscheinlich auch etwas kurzfristige Spekulation im Gold. Deswegen empfehlen wir beim Gold derzeit eine Gewichtung gemäss Anlagestrategie.

### Goldpreis mit langfristiger Prognose



Quelle: Luzerner Kantonalbank, Refinitiv. Letzter Datenpunkt: Mai 2024

### Sollte Gold auch in CHF-Portfolios eine Rolle spielen?

Wie oben erwähnt schützt Gold ziemlich gut vor der Inflation. Das ist vor allem in Währungen wichtig, die hohe Inflationsrisiken aufweisen. Die Schweiz hat Anlegenden über die Jahre u.a. dank einer verantwortungsvollen Geld- und Fiskalpolitik ein stabiles Preisumfeld geboten, was für Anlegende die Notwendigkeit einer Absicherung von Inflationsrisiken reduziert hat. Allerdings hat die Entwicklung des Goldpreises in Franken über die Jahre auch die Inflation in der Schweiz übertroffen. Zudem gibt es keine Garantie dafür, dass die positiven institutionellen Faktoren in der Schweiz auch in den kommenden 50 Jahren so gut funktionieren werden wie in den vergangenen 50 Jahren.

Hinzu treten die diversifizierenden Eigenschaften von Gold im gemischten Anlageportfolio. So könnten andere Anlageklassen in Schweizer Franken Portfolios, wie z.B. Aktien negativ auf Inflationsüberraschungen oder geopolitische Ängste reagieren. In solchen Fällen dürfte Gold ein Teil dieser Verluste abfedern können, da es in Krisensituationen als «sicherer Hafen» gilt und damit eine wichtige diversifizierende Rolle im Portfolio spielt.

### Hat Gold eine USD Exponierung, die strategisch gehedged werden sollte?

Obwohl die Gold-Performance in kürzeren Zeithorizonten stark von der Referenzwährung abhängt, gilt dies längerfristig weniger. Denn Unterschiede in den Inflationsraten werden längerfristig von Wechselkursveränderungen ausgeglichen - Hochinflationwährungen werten langfristig ab gegenüber Niedriginflationwährungen. Das heisst, dass die inflationsbereinigte (reale) Performance ähnlicher ist als die nominale Performance. Trotzdem stellt sich aus einer Schweizer Franken Perspektive die Frage, ob der Goldpreis eine US-Dollar Exponierung hat, die angesichts der Kosten abgesichert werden sollte. Die unzufriedenstellende Antwort lautet «ja und nein».

Einerseits ist Gold, auch wenn es üblicherweise in USD notiert wird, ein global gehandeltes Metall, dessen Käufer/innen den Preis oft in lokaler Währung betrachten. Unter anderem führt das dazu, dass sich der Goldpreis in US-Dollar im Falle grosser Wechselkurs-Schwankungen in die andere Richtung des US-Dollar Wechselkurses bewegt, wodurch der lokale Goldpreis (z.B. in Franken) stabiler bleibt. Dieser Effekt macht eine Währungsabsicherung eigentlich überflüssig.

Andererseits können Wechselkursentwicklungen auf kürzere Sicht deutlich von den Inflationsdifferenzen abweichen und sogar in die entgegengesetzte Richtung laufen. Zudem greift die SNB im Rahmen ihrer Geldpolitik auch beim Wechselkurs ein, was in den letzten 10 Jahren unerwartete Schwankungen des Frankens zur Folge hatte. Beides spricht somit für eine Absicherung.

Zusammengefasst könnte der Goldpreis - wie auch globale Schweizer Unternehmen wie Nestlé - von solchen Wechselkurs-Schocks beeinflusst werden, wodurch sich zumindest eine teilweise Währungsabsicherung von Gold lohnen würde.

Zu berücksichtigen sind ferner die Kosten der Absicherung und die (Währungs-)Ausrichtung des Gesamtportfolios. Denn in der Regel ist das Ziel des strategischen Hedgings, die Volatilität des Portfolios zu reduzieren. Das ist für uns auch der Hauptgrund, warum wir beim Gold im Portfoliokontext die Währung absichern.

Abweichungen von der strategischen Absicherung aus taktischen Überlegungen (z.B. starke Erwartung von US-Dollar-Stärke nach einem Sell-off) lassen sich dabei problemlos implementieren.