

Das goldene Zeitalter hält an

Nach Golde drängt, am Golde hängt doch alles – angesichts eines Plus von über 20% in Euro gerechnet scheint sich dieses Goethe-Zitat wieder zu bewahrheiten. Das Edelmetall ist eine der besten Anlagen seit Jahresbeginn. Bei der hohen wirtschaftlichen Unsicherheiten bedingt durch das Coronavirus ist dies wenig verwunderlich. Ein Blick unter die Oberfläche verrät allerdings, dass es neben dem Einbruch der globalen Konjunktur noch mehr Gründe für diese starke Entwicklung geben muss. Denn obwohl die Aktienmärkte sich seit Mitte März rasant erholten, konnte Gold auch in diesem Umfeld weiter hinzugewinnen – sogar neue Allzeithochs markieren. War es das nun, oder hat Gold weiter Potenzial? Lohnt es sich noch, Gold dem eigenen Portfolio beizumischen?

Sicherer Hafen ohne sicheren Verlust

Dank des rund um den Globus unerschütterlichen Vertrauens in Gold als universelles Tauschmittel profitiert es insbesondere in Krisenzeiten und gilt gemeinhin als sicherer Hafen. Zudem wird es als „langfristig wertstabil“ verstanden und somit von Anlegern häufig als Absicherung gegen Inflation genutzt. Diese erklärt jedoch nur unzureichend die langfristige Wertentwicklung. Betrachtet man die Inflationsentwicklung, wäre eine 1970 gekaufte Goldunze heute 240 USD wert. Startet man nur zehn Jahre später, beträgt dieser Wert schon über 1700 USD. Anhand der Inflation den fairen Wert von Gold zu bestimmen ist somit sehr abhängig vom Betrachtungszeitraum und resultiert in einer extrem großen Spannweite, wengleich wir uns aktuell am oberen Rand dieser befinden (siehe Abb. 1).

Entscheidend für den Goldpreis ist denn auch noch ein anderer Faktor: die erwartete Wertentwicklung anderer, nominaler sicherer Häfen wie deutscher oder US-Staatsanleihen. Während Gold als reale Anlage vor Inflation schützt, jedoch keine laufenden Erträge erwirtschaftet, zahlen sichere Staatsanleihen Kupons, erfahren aber als nominale Anlagen auf realer Basis Wertminderung. Entscheidend für die Wahl zwischen Gold oder sicheren Staatsanleihen ist somit ihre Umlaufrendite abzüglich der Inflation – die Realzinsen. Hierbei gilt: je höher die Realzinsen, desto höher die Opportunitätskosten für Gold. Denn während die zukünftige Wertent-

Im **Fokus** kommentieren wir außergewöhnliche Marktereignisse und analysieren kapitalmarktbezogene Sonderthemen.

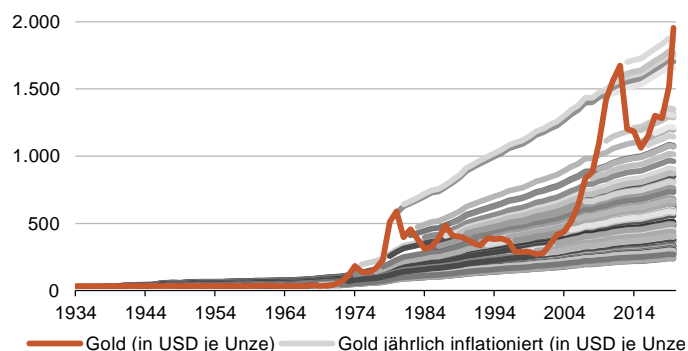
Auch im Umfeld steigender Aktienmärkte konnte Gold weiter hinzugewinnen

Die Inflation erklärt nur unzureichend die Wertentwicklung von Gold

Die Opportunitätskosten gegenüber anderen, nominalen sicheren Häfen sind entscheidend für den Goldpreis

Abb. 1: Die Inflationsentwicklung allein erklärt nicht den Goldpreis

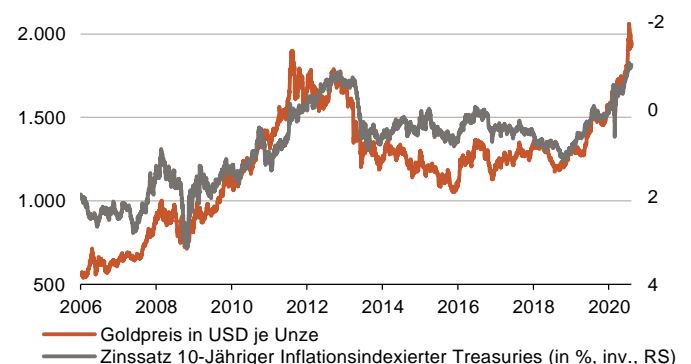
Tatsächliche Goldpreisentwicklung gegenüber historischen Goldpreisen zuzüglich der Inflationsentwicklung in den USA startend in jedem Jahr von 1934 bis heute



Zeitraum: 01.01.1934-26.08.2020, jährliche Daten
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Abb. 2: Mit fallenden Realzinsen (Opportunitätskosten) steigt Gold

Zinssatz 10-jähriger inflationsindexierter US-Staatsanleihen gegenüber Goldpreisentwicklung



Zeitraum: 01.01.2006-26.08.2020
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



wicklung einer Goldinvestition ungewiss ist, entgehen dem Anleger „sichere“ Kuponzahlungen.

Dabei ergeben sich zunächst zwei Szenarien, in denen Gold an relativer Attraktivität gewinnt: (1) In einem Umfeld finanzieller Repression, wo Zentralbanken bewusst das Zinsniveau durch Senkung der Leitzinsen und Anleihekaufprogramme unterhalb die Inflationserwartungen setzen. (2) In einem Umfeld hoher und steigender Inflationserwartungen, wo Zentralbanken nicht restriktiv genug agieren, um diese einzudämmen. In beiden Fällen vereinnahmen Anleger in sicheren Staatsanleihen plötzlich einen negativen Realzins und damit einen Wertverlust. Gleichzeitig profitiert Gold auch von dem zunehmenden Vertrauensverlust einiger Anleger. Im ersten Fall werfen sie Zentralbanken Staatsfinanzierung vor und stellen ihre Unabhängigkeit in Frage. Im zweiten Fall verlieren sie aufgrund der schwindenden Kaufkraft das Vertrauen in die Währung selbst. Ein drittes Szenario, in dem das Edelmetall an Beliebtheit gewinnt, ist ein Umfeld nicht tragfähiger Staatsverschuldung und damit steigender Ausfallrisiken vermeintlich „sicherer“ Staatsanleihen. Hierbei verlieren Anleger das Vertrauen in den Staat als Schuldner und suchen stattdessen Sicherheit in Gold.

Profiteur der global expansiven Zentralbankpolitik

Aktuell befinden wir uns im ersten Szenario. Ein großer Teil der Antwort der Zentralbanken auf die Coronakrise besteht aus Anleihekaufprogrammen und Leitzinsen nahe der 0%-Marke, um die Finanzierungsbedingungen für die massiven Konjunkturprogramme, aber auch für Unternehmen möglichst gering zu halten. So kauft die EZB bis Mitte 2021 Anleihen im Wert von 1,35 Billionen EUR. Die Fed räumt sich sogar die Möglichkeit eines unbegrenzten Kaufprogrammes ein. In der Folge brach die Rendite 10-jähriger US-Treasuries von noch 1,9% p.a. Anfang des Jahres auf zuletzt 0,7% ein. Abzüglich der Inflationserwartungen von knapp 2% liegt die Realverzinsung schließlich deutlich im negativen Bereich (siehe Abb. 2). Bundesanleihen sind sogar nominal schon seit Anfang 2019 negativ verzinst. Folglich muss ein Anleger für die Sicherheit deutscher Staatsanleihen bei einer Haltedauer bis zur Endfälligkeit unabhängig der Inflation einen garantierten Wertverlust in Kauf nehmen. Auch bei einer Goldinvestition fallen Kosten in Form von beispielsweise ETF- oder Schließfachgebühren an. Handelsübliche ETFs gibt es allerdings schon ab 0,15% p.a. Die Gebühren liegen also in der Regel weit unter dem aktuell negativen Niveau der Realzinsen. Somit sind die Opportunitätskosten für Gold derzeit de facto nicht existent.

Eine Abkehr der aktuellen Niedrigzinspolitik dürfte in naher Zukunft nur erfolgen, wenn Szenario 2 eintritt und wir signifikante Inflationsraten verzeichnen. Sicherlich dürfte Gold bei steigenden nominalen Zinsen kurzfristig immer wieder unter Druck geraten, aber auch in diesem Fall bleibt es mittelfristig unterstützt. Denn um die Tragfähigkeit der im Kampf gegen die Coronakrise stark gestiegenen Schuldenberge vieler Staaten nicht zu gefährden und somit Szenario 3 aller Möglichkeit nach zu vermeiden, dürften die Realzinsen auch weiterhin negativ bleiben.

Diversifikator mit Wertsteigerungspotenzial

Da Gold weder eine Dividende noch einen Kupon zahlt und auch in den Wertschöpfungsketten der Wirtschaft von geringer Bedeutung ist, wurde es über die Jahre immer wieder von einigen Anlegern, einschließlich dem Star-Investor Warren Buffett, als „nutzlos“ beschrieben. Tatsächlich erweist sich Gold im Portfolio-Kontext allerdings sehr wohl als nützlich, denn durch seine andersartigen Eigenschaften weist das Edelmetall gegenüber den üblichen Anlageklassen eine sehr geringe Korrelation auf. Zwischen Aktien und Gold liegt die Korrelation der letzten

Negative Realzinsen und der Vertrauensverlust einiger Anleger in ihr Währungssystem treiben den Goldpreis

In der Coronakrise hat Gold dank expansiver Zentralbanken an relativer Attraktivität gewonnen

Negative Realzinsen dürften uns auch mittelfristig erhalten bleiben und Gold somit unterstützen

Eine Goldbeimischung steigert langfristig die risikoadjustierte Rendite von Multi-Asset-Portfolios

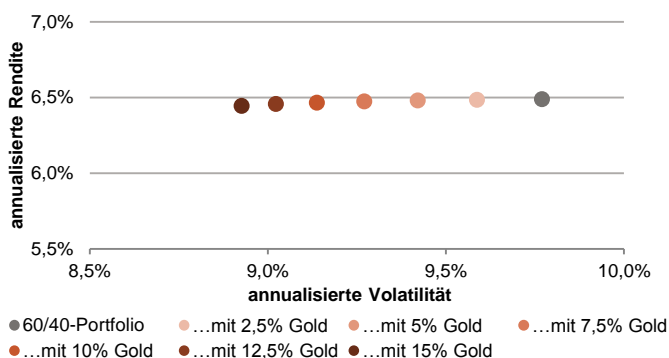
30 Jahre bei gerade einmal 0,07. Zwischen Anleihen und Gold bei 0,39. Durch die Beimischung von Gold im Portfolio lässt sich deshalb eine Verbesserung des Risiko-Rendite-Verhältnisses erzielen (siehe Abb. 3). Ein globales Portfolio bestehend aus 60% Aktien und 40% Anleihen konnte seit 1990 eine Durchschnittsrendite von 6,5% p.a. erzielen, bei einer Volatilität von 9,8% p.a. Daraus ergibt sich ein Risiko-Rendite-Verhältnis von 0,66. Mischt man diesem 60/40-Portfolio nun anteilig 10% Gold bei, so bleibt die Rendite gleich, die Volatilität fällt jedoch auf 9,1% und das Risiko-Rendite-Verhältnis steigt schließlich auf 0,71 an. Gleichzeitig sinkt der maximale Verlust von 35,9% auf 31,6%. Vor allem in Phasen höherer Volatilität bringt Gold nicht nur mehr Stabilität ins Portfolio, sondern verbessert auch die absolute Rendite (siehe Abb. 4 Pfeil A). In ruhigeren Marktphasen reduziert es weiterhin die Volatilität und kostet den Anleger dabei nur sehr geringfügig Performance (siehe Abb. 4 Pfeil B). Zwar unterscheidet sich rückblickend die optimale Allokation von Gold je nach Betrachtungszeitraum und Portfoliozusammensetzung, allerdings ist langfristig eine Gewichtung von wenigstens 5% sinnvoll, um mehr Stabilität ins Portfolio zu bringen (siehe Abb. 3).

Angesichts der starken Rallye seit Jahresbeginn, neuen Allzeithochs und Rekord-ETF-Beständen könnte man meinen, Gold wäre mittlerweile ein „crowded trade“, sodass das Potenzial für weitere Investmentnachfrage begrenzt sein dürfte. Tatsächlich sind Anleger jedoch im Durchschnitt immer noch unterinvestiert in Gold. Die gesamte Kapitalisierung globaler Aktienmärkte beträgt ca. 91 Billionen USD. Der globale Anleihemarkt kommt auf ein Volumen von ca. 64 Billionen USD. Goldbestände von Investoren in Form von Barren, Münzen und ETFs belaufen sich hingegen auf nur 3 Billionen USD. Setzt man diese Bestände in Relation zur Gesamtkapitalisierung von Aktien- und Anleihemärkten, beträgt der Anteil von Gold in globalen Portfolios nur 1,9%, wobei sich das Volumen von Gold-ETFs auf gerade einmal 0,1% beläuft. Würden Investoren rund um den Globus also wenigstens 5% Gold halten wollen, um ihre Portfolios robuster aufzustellen, dann müsste sich ihre aktuelle Allokation fast verdreifachen. Zudem würden bei einem Volumen von derzeit 14 Billionen USD nominal negativ verzinsten Anleihen auch zum aktuellen Goldpreis nicht einmal sämtliche globalen Goldbestände (inkl. Schmuck, Zentralbankgold etc.) ausreichen, damit alle Investoren dieser Papiere durch eine Umschichtung einen garantierten Wertverlust umgehen könnten. Kurzfristig ist Gold weit gelaufen, teuer ist es relativ zu anderen Anlageklassen jedoch nicht.

Das Gros der globalen Anlegerschaft ist weiterhin nicht genügend positioniert um von einer Goldbeimischung spürbar zu profitieren

Abb. 3: Gold steigert langfristig die risikoadjustierte Rendite

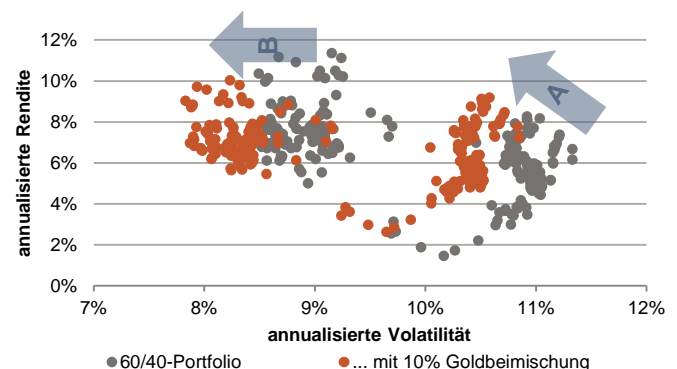
Rendite und Volatilität eines Portfolios bestehend aus 60% globalen Aktien und 40% globalen Anleihen (60/40-Portfolio) unter steigender anteiliger Goldbeimischung



Zeitraum: 01.01.1990-30.06.2020, monatliche Daten
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Abb. 4: In volatilen Zeiten steigert Gold auch die absolute Rendite

Rollierende Rendite und Volatilität über 10 Jahre eines Portfolios bestehend aus 60% globalen Aktien und 40% globalen Anleihen (60/40-Portfolio) sowie mit anteiliger 10% Goldbeimischung



Zeitraum: 01.01.1990-30.06.2020, monatliche Daten
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen



Nicht jedes Edelmetall ist ein sicherer Hafen

Neben Gold profitieren auch andere Edelmetalle wie Silber, Platin und Palladium von dem derzeitigen Umfeld. Zum einen haben sie mit dem hohen und stark gestiegenen Goldpreis an relativer Attraktivität gewonnen. Zum anderen finden diese Edelmetalle deutlich stärker Verwendung in der Industrie, sodass sie im Zuge der aktuellen Konjunkturerholung dort von einer steigenden Nachfrage profitieren.

Dank stärkerer Verwendung in der Industrie profitieren Silber, Platin und Palladium von der Konjunkturerholung

Während bei Gold die Nachfrage aus der Industrie bei unter 10% liegt, sind es bei Silber rund 50%. Dabei kommt Silber auch verstärkt bei Photovoltaik-Anlagen zum Einsatz und profitiert so zusätzlich vom strukturellen Trend hin zu emissionsfreier Energiegewinnung. Dank des Nachfragewachstums aus der Industrie, einem geringen absoluten Preis und einer Gold/Silber-Ratio auf Allzeithoch rückte Silber in den vergangenen Monaten besonders stark in den Fokus vieler Anleger und konnte sich so seit seinem Tiefpunkt im März bereits mehr als verdoppeln, sodass seine relative Attraktivität zu Gold weitgehend verschwunden ist.

Bei Platin wird die Nachfrage zu über 60% aus der Industrie bestimmt. Bei Palladium sind es nahezu 100%, wobei die Investmentnachfrage die vergangenen Jahre sogar negativ war. Beide Edelmetalle weisen eine besonders hohe Abhängigkeit zum Automobilsektor auf, da sie vor allem in Diesel- bzw. Benzinkatalysatoren zum Einsatz kommen. Sie profitieren deshalb von der fortschreitenden Konjunkturerholung, wobei Platin außerdem dank des Einsatzes in Wasserstoff-Brennstoffzellen langfristig wie auch Silber am Nachhaltigkeitstrend partizipieren könnte.

Da es sich bei den anderen Edelmetallen nicht um sichere Häfen handelt, ist eine Beimischung nur taktisch sinnvoll

Umgekehrt sollten Anleger sich bei Investments in diese Edelmetalle nicht in falscher Sicherheit wiegen. Denn um sichere Häfen, wie Gold einer ist, handelt es sich nicht. Im Gegenteil, aufgrund der hohen Abhängigkeit zur Industrie, leiden diese Metalle gerade in Krisenzeiten und Abschwüngen. So verloren alle drei in der Coronakrise über 35% und reichten sich damit in die Verluste an den Aktienmärkten ein. Eine Beimischung macht deshalb vor allem taktisch in Phasen steigender Goldpreise bei konjunkturellem Aufschwung und hoher relativer Attraktivität Sinn.

Kein Multi-Asset-Portfolio ohne Gold

Mit über 1.900 US-Dollar je Unze ist Gold gewiss nicht günstig. Trotzdem gibt es gute Gründe für dieses Preisniveau. Neben der fortwährenden Unsicherheit um das Coronavirus, dem Handelsstreit zwischen den USA und China und den US-Präsidentenwahlen profitiert das Edelmetall vor allem von der global expansiven Geldpolitik und der damit hohen relativen Attraktivität gegenüber Anleihen.

Zudem erweist sich Gold insbesondere im Portfoliokontext als nützlich. Dank seiner geringen Korrelation zu anderen Anlageklassen kann der sichere Hafen in Stressphasen wie in Bullenmärkten mehr Stabilität ins Portfolio bringen und so langfristig das Risiko-Rendite-Verhältnis verbessern. Trotzdem ist das Gros der globalen Anlegerschaft noch immer signifikant unterinvestiert in Gold, um sich seine positiven Eigenschaften zunutze machen zu können. Ein „crowded trade“ ist das Edelmetall trotz jüngster Beliebtheit somit noch nicht. Im Gegenteil, Gold sollte fester Bestandteil eines jeden Multi-Asset-Portfolios sein.



IMPRESSUM

HERAUSGEBER

Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefstrategie Wealth and Asset Management

AUTOR



Ludwig Kemper, Analyst Multi Asset Strategy & Research
Analysiert Finanzmärkte, unterstützt den Multi-Asset-Investmentprozess und wirkt bei Kapitalmarktpublikationen mit
+49 69 91 30 90-224 | ludwig.kemper@berenberg.de

Zur Reihe Berenberg Märkte gehören folgende Publikationen:

- Monitor
- Fokus
- Investment Committee
- Protokoll

www.berenberg.de/publikationen

WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung.

Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt.

Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft.

Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern.

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 1. September 2020

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900
www.berenberg.de
MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de