

GOLD-INVESTMENTS:

STRATEGISCH UND TAKTISCH RELEVANT

ANJA HOCHBERG / CYRILL STAUBLI

Goldinvestitionen verbinden die meisten Investoren mit akuten Krisen und Panikkäufen. Aus Sicht eines Multi-Asset Managers ist das glänzende Metall aber auch langfristig eine lohnende Ergänzung und interessante strategische Beimischung.

Um Gold im Portfolio adäquat einsetzen zu können, ist allerdings eine Demystifizierung des Edelmetalls notwendig. Oft als sicherer

Hafen angepriesen, kann Gold diesem Anspruch in einer ausgeprägten Finanzmarktkrise nicht zu jedem Zeitpunkt standhalten. Dies war zum Beispiel in der Finanzmarktkrise 2007–09 zu spüren, in der Gold von einem Höchststand bei rund 1000 USD pro Unze Mitte März 2008 bis Ende April 2008 auf rund 860 USD/Unze fiel, um nach einer Zwischen-Rally Mitte September 2008 nur noch mit knapp 750 USD/Unze bewertet zu werden. Im krisengeschüttelten Gesamtjahr 2008 hat Gold, bei hohen Schwankun-

gen, auf USD-Basis rund 2% verloren. Der eindruckliche Anstieg des Goldpreises auf die bisherige Höchstmarke von rund 1800 USD/Unze (September 2011) nahm erst zu Jahresbeginn 2009, also kurz vor der Bodenbildung an den Aktienmärkten, seinen Anfang.

Auch in der Corona-Krise war der historisch schnelle Fall der Aktienmärkte zu Beginn mit einem drastischen Rückgang des Goldpreises verbunden. So gab Gold zwi-

schen dem 9. und 16. März 2020 rund 10% nach. Statt «im Auge des Finanzmarktsturmes» diversifizierend zu wirken, hat sowohl 2008 als auch 2020 das grossangelegte Deleveraging von Finanzmarkt-Engagements die Korrelationen zwischen fast allen Anlageklassen temporär steigen lassen. Aus der Notwendigkeit, Liquidität zu schaffen, wurde die Not, jene Wertschriften zu verkaufen, für die es Käufer gab. Bis Mitte Mai konnte der Goldpreis allerdings wieder um über 15% zulegen.

Als strategische Beimischung relevant

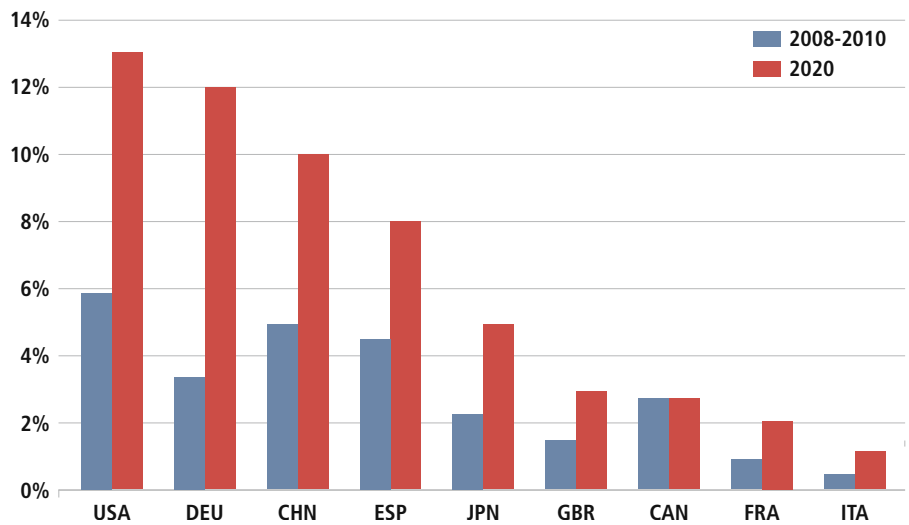
Insbesondere angesichts der aktuell erreichten Kursstände stellt sich daher für jeden Asset Allocator die Frage, wie relevant Gold für das Multi-Asset Portfolio ist. Um Gold als Beimischung im Portfolio abzulehnen, werden mehrheitlich zwei Argumente ins Feld geführt. Erstens diversifiziert Gold, wie beschrieben, im äussersten Krisenfall nicht immer. Zweitens bietet das Halten von Gold keine inhärente Prämie.

Beiden Argumenten stehen wir kritisch gegenüber. Über fünf Jahre wies Gold aus Sicht eines USD-Investors eine Sharpe Ratio von 0.43 auf, aus Sicht eines Schweizer Investors lag sie bei 0.62. Über 15 Jahre gelten für beide Investorengruppen rund 0.52. Über die vergangenen drei Jahre lag die Korrelation von Gold zu Schweizer Aktien (basierend auf rollenden Wochendaten) bei interessanten -0.14. Zum anderen relativiert sich die Frage nach der abschöpfbaren inhärenten Anlageklassen-Prämie, wenn wir auch – oder besonders – in der aktuellen Situation weitere Preistreiber identifizieren können.

Krisenpakete treiben Staatsschulden

Auch in der Corona-Krise setzt man auf die krisenbewährte Mischung von expansiver Geld- und Fiskalpolitik. Während die Notenbanken mit Hilfe eines historisch grosszügig geschneiderten Paketes unkonventioneller Geldpolitik versuchen, sowohl die notwendige Marktliquidität zu schaffen, als auch die finanziellen Rahmenbedingungen locker zu halten, wird mit Hilfe massiver fiskalpolitischer Impulse versucht,

Fiskalpolitische Pakete in Prozent des BIP



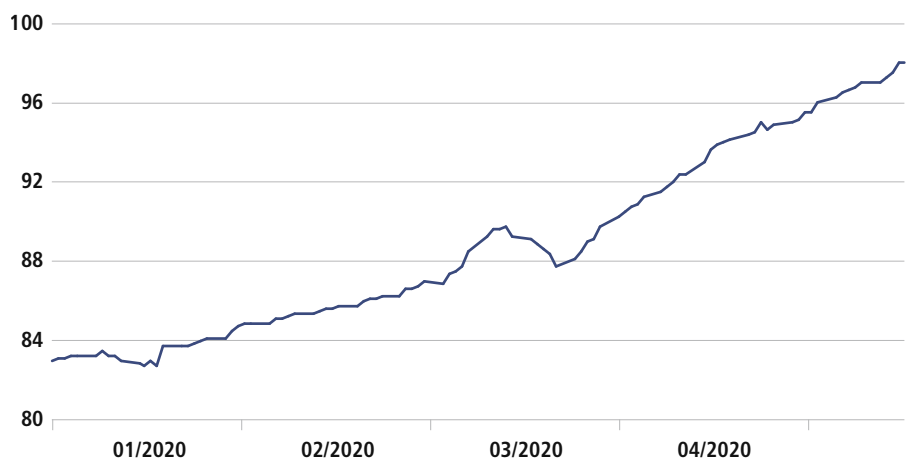
Quelle: IMF und BCA

QE fördert Goldpreisanstieg (in USD)



Quelle: Bloomberg

ETF-Holdings in Mio. Unzen



Quelle: Bloomberg

den Wachstumsmotor wieder anzukurbeln. Auch der Umfang der Fiskalpakete kann als historisch beschrieben werden, übertrifft er doch die bereits massiven Stützungs-massnahmen aus der Finanzmarktkrise um ein Vielfaches (vgl. Grafik Seite 30 oben).

Die Folgen für die öffentlichen Haushalte sind enorm. Basierend auf den aktuell angekündigten Massnahmen könnte so das Haushaltsdefizit der Länder in der Eurozone in diesem Jahr auf rund 10% und die Staatsverschuldung auf rund 115% vom Bruttoinlandsprodukt steigen. Historisch betrachtet haben massiv steigende Staatsschulden einen latent inflationstreibenden Effekt, der dem Goldpreis weiteren Rückenwind verleihen dürfte.

Konjunkturrell bedingt sind die längerfristigen Inflationserwartungen zwar aktuell gesunken und deuten sogar (ähnlich wie 2008) auf eine deflationäre Gefahr hin. Setzt die Konjunkturerholung ein, dürfte dies jedoch mit einem reflationären Effekt einhergehen.

Zinsen bleiben auf absehbare Zeit tief

Unterstützt werden dürfte der Reflationierungstrend durch anhaltend tiefe Zinsen und die kräftige Ausweitung der Geldmenge. Inflationsrelevant wird der grosszügig geschneiderte Geldmantel gleichwohl nur, wenn dies nachfragerrelevant wird. Aber genau dies ist das finale Ziel der Unterstützungsmassnahmen. Zudem besteht kurzfristig die Gefahr, dass nach der Lockerung des Lockdowns die aufgestaute Nachfrage auf ein durch Produktionsstopp und unterbrochene Lieferketten eingeschränktes Angebot trifft und damit tendenziell inflationär wirken kann.

Die Zinsen werden daher auf absehbare Zeit niedrig bleiben. Zudem dürften die internationalen Notenbanken auch ein deutliches Überschiessen der Inflation tolerieren, um latente deflationäre Risiken einzudämmen. Ähnlich wie bei der initialen Einführung des quantitativen Easings (QE; unkonventionelle Geldpolitik) dürfte QE 2020+ den Aufwärtstrend des Goldes wei-

ter stützen (siehe mittlere Grafik Seite 30). Darüber hinaus steigt mit der geldpolitischen Lockerung die Anzahl von nominal negativ rentierenden Anleihen beständig weiter und erhöht so die Attraktivität von Gold als zinslose Alternative.

USD mittelfristig schwächer

Als Krisenwährungen performen sowohl der USD als auch das Gold während Rezessionen gut. Auch in der Corona-Krise konnte Gold trotz eines eher starken Greenbacks an Wert zulegen. Mittelfristig hingegen dürfte der USD aufgrund des Twin-Defizites und des tiefen Zinsniveaus eher schwächer tendieren. Dies stärkt die Nachfrage nach Gold insbesondere ausserhalb des USD-Raums.

Physische Nachfrage zieht mittelfristig an

Aktuell treibt vorrangig die Investitionsnachfrage den Goldpreis. Die physische Nachfrage ist eher verhalten. Zum einen bremst der globale Lockdown die Schmucknachfrage, etwa für Hochzeiten in Indien. Zum anderen hat der Goldkauf bei Konsumenten in den Regionen, die wieder geöffnet sind (beispielsweise China), keine Priorität. Auch im mittleren Osten ist die Nachfrage aufgrund der geschmälernten Kaufkraft durch den Ölpreisfall tief. Auch die internationalen Notenbanken halten sich momentan als Käufer zurück. Sie haben eher USD-Assets verkauft, um in der aktuellen Krise ihre einheimischen Währungen zu stützen. Schwächt sich der USD ab, dürften auch die Notenbanken wieder mit einer stärkeren Nachfrage an den Markt treten.

Investorennachfrage mit weiterem Potenzial

Gold-ETFs verzeichneten in diesem Jahr starke Zuflüsse. Mit der deutlichen Korrektur Mitte März hielten sich jedoch die spekulativen Anleger zurück (vgl. Grafik Seite 30 unten). Mittlerweile beobachten wir wieder einen Aufbau ihrer Long-Positionen. Zudem gewinnt die Diskussion um die strategische Rolle von Gold in Multi-Asset Portfolios zunehmend an Momentum.

Umsetzung im Multi-Asset Portfolio

Der Goldpreis hat jüngst kräftig zugelegt. Wir identifizieren jedoch Faktoren, die weiteren Preisauftrieb signalisieren. Dazu zählt insbesondere die potenzielle Inflationsgefahr aufgrund der ausufernden Staatsverschuldung. Zudem erhöhen tiefe Zinsen und ein mittelfristig wieder schwächerer USD die Attraktivität von Gold. Auf der Nachfrageseite dürften sowohl die physische Nachfrage als auch jene zu Investitionszwecken weiteres Potenzial haben. Vor diesem Hintergrund attestieren wir Gold weiteres taktisches Potenzial und bekräftigen zudem auch unsere strategischen Positionen. In den Multi-Asset Portfolios von Swisscanto Invest setzen wir unsere positive Gold-Einschätzung ausschliesslich mit hauseigenden ETFs und Indexfonds um, die mit physischem Gold hinterlegt sind.

Dr. Anja Hochberg

Leiterin Multi-Asset Lösungen, Swisscanto Invest by Zürcher Kantonalbank, Zürich.



Cyrill Staubli

Multi-Asset Portfolio Manager, Swisscanto Invest by Zürcher Kantonalbank.

