



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

5. September 2019

Gold: Krisenwährung in unsicheren Zeiten

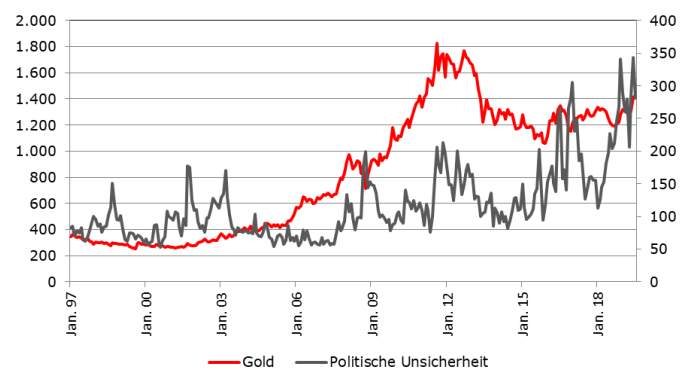
Gold nimmt einen besonderen Platz in der Wahrnehmung von Anlegern ein. Zum einen steht es für Wertstabilität und repräsentiert einen sicheren Hafen in Zeiten großer Unsicherheit und zum anderen ist es eine alternative Anlage, abseits üblicher Assetklassen wie Aktien und Anleihen. Und es adressiert eine der tief sitzenden deutschen Ängste: die der Inflation, wenn nicht gar der Hyperinflation. Neben diesen emotionalen Aspekten gibt es ebenso sehr rationale Gründe, die dafür sprechen, ein Goldinvestment genauer unter die Lupe zu nehmen.

„This time is different“ ist ein Slogan der in der Vergangenheit zu zweifelhafter Prominenz gelangt ist. Dabei wird zynisch auf die Gelassenheit von Fachleuten verwiesen, die im Vorfeld großer Verwerfungen der Wirtschaft und des Kapitalmarktes den Glauben an weitere Kurssteigerungen vor die sich abzeichnenden Risiken gestellt haben. Die nicht glaubten, dass auf eine Phase des expansiven Wachstums und der Prosperität eine Phase der Abkühlung folgt. Dieser Slogan steht wie kein Zweiter für die Naivität von Marktteilnehmern, die mit fester Überzeugung an die fundamental gerechtfertigte Bewertung des Marktes glaubten. Was ist diesmal „different“ und vermag Gold einen möglichen Rückschlag an den Finanzmärkten zu mildern?

Ob Europa oder die USA, kaum ein Aktienindex hat nicht in jüngerer Vergangenheit ein neues Allzeithoch oder einen neuen Jahreshöchststand markiert. Dasselbe Bild vermittelt der Anleihenmarkt, an dem die Kurse auf Rekordhöhen gestiegen und die Renditen auf immer

neue Tiefstände gesunken sind. Auch die Immobilienmärkte haben dies- und jenseits des Atlantiks zum Teil verblüffende Wertentwicklungen verzeichnet. Und selbst alternative Anlageklassen wie Kunst, Oldtimer oder gar Rennpferde befinden sich auf sehr hohen, wenn nicht auf ihren höchsten Bewertungsniveaus. Dies ist ein Alptraum für jeden Value-Investor, der verzweifelt nach attraktiv bewerteten Anlagemöglichkeiten sucht.

Index der politischen Unsicherheiten und Volatilität am Aktienmarkt



Quelle: Factset, Thomson Reuters Datastream und eigene Kalkulationen

Doch viel relevanter ist die Frage, ob diese hohen Bewertungen gerechtfertigt sind und wie sie mit der sich abkühlenden Konjunktur oder den aufkommenden Rezessionsängsten zusammenpassen. Nach unserer Beobachtung verhalten sich drei Dinge grundlegend anders als in vergangenen konjunkturellen Zyklen:

1. Eine globalisierte Welt: Verflochten wie nie zuvor, so lässt sich der globale Handel dieser Tage charakterisieren. Seit der Aufnahme Chinas in die WTO im Jahr 2001 hat der Welthandel dem Weltwirtschaftswachstum

ordentlich Rückenwind verliehen. Umso fragiler zeigt sich der Markt nun gegenüber jüngsten Spannungen in der Handelspolitik der größten Volkswirtschaften. Aufgrund der hochgradigen Verflochtenheit der heimischen Konjunktur mit dem internationalen Geschehen führen außenpolitische Spannungen zu einer größeren Unsicherheit am Kapitalmarkt.

2. Keine Inflation: Das vielleicht größte Mysterium der zehn Jahre andauernden Wachstumsphase. „Wir steuern auf japanische Verhältnisse zu“ ist mittlerweile von einigen Ökonomen zu hören. Aber wohin geht all die verfügbare Liquidität? Offenbar nicht in die Warenkörbe, die Volkswirten zur Messung des allgemeinen Preisniveaus dienen.

3. Zentralbanken: „Lender of last resort“; um die schlimmsten Folgen vergangener Krisen abzumildern, nehmen Notenbanken heute eine deutlich pro-aktiveren Rolle in der Wirtschaftspolitik ein; nicht abwartend sondern impulssetzend. So wie Keynes nie verstanden werden wollte, erlebt der Keynesianismus seine Auferstehung in der Modern Monetary Theory (MMT), die eine solche Rolle für Zentralbanken vorsieht. Denn diese springt bei Bedarf immer als Finanzierer des Staates ein, da Regierungen unbegrenzt Schulden machen dürfen.



Diese drei skizzierten Zusammenhänge betreffen Gold als Anlageinstrument maßgeblich und seine spezielle Rolle, die es für Anleger einnimmt. Fundamentale Einflussfaktoren lassen sich nur schwer greifen, stattdessen ist die Entwicklung des Goldpreises in einem ausgeprägten Maße stimmungsgesteuert. Das liegt vor allem an der Verwendung von Gold. Lediglich zehn Prozent des gefördertem Edelmetalls finden industrielle Verwendung und unterliegen somit einem realwirtschaftlichem Einfluss. Etwa 50 Prozent entfallen auf die Schmuckproduktion. Der Rest wird von Anlegern und Notenbanken nachgefragt. Ob sich die Förderung lohnt oder

nicht, wird vom Spotmarkt determiniert. Hier liegt sowohl die Stärke als auch die Schwäche von Gold. Sein Preis ist nicht verankert als der Beitrag, den es innerhalb einer ökonomischen Wertschöpfungskette leistet, so wie es sich bei anderen Rohstoffen verhält. Der Preis richtet sich nach der Nachfrage, und die Nachfrage hängt von einer wesentlichen Eigenschaft ab: Gold ist selten und somit vermeintlich wertstabil. Aber Vorsicht, es besitzt nur den Wert, den die aggregierte Nachfrage von Investoren dem Edelmetall zuweist. Genau hier liegt der Vorteil des Goldes. In Zeiten ökonomischer Spannungen suchen Anleger nach Alternativen zu einem breiten Markt-Exposure; sie wollen Absicherung und Wertstabilität. Dieses kollektive Fluchtverhalten und die fehlende realwirtschaftliche Bedeutung entkoppeln die Wertentwicklung des Goldes von den realwirtschaftlich getriebenen Märkten. Zudem zeigt Gold eine gleichgerichtete Bewegung zur Inflation und stabilisiert somit die Kaufkraft seiner Investoren. Gold ist von daher ein ideales Diversifikationsinstrument.

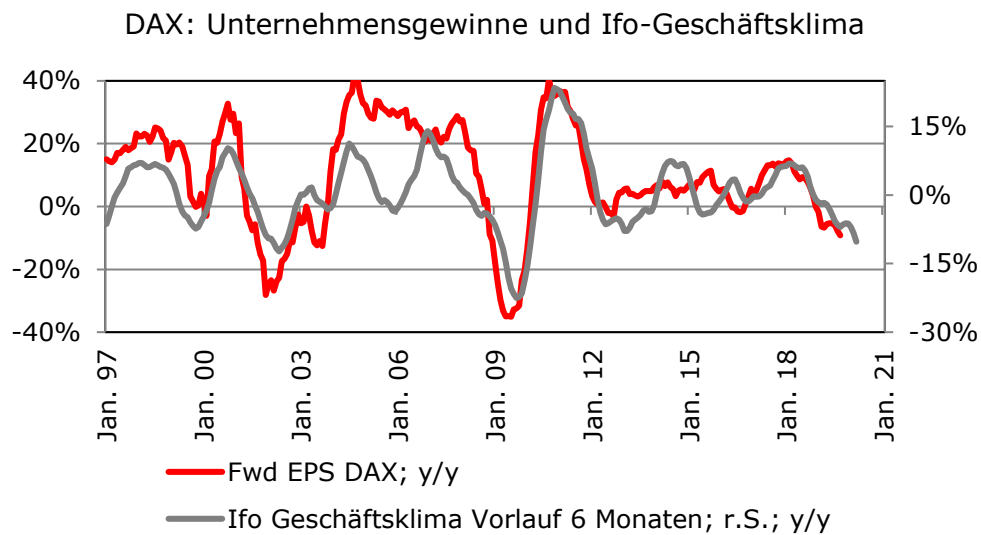
Seit Beginn des Jahres ist der Goldpreis um mehr als 20 Prozent angestiegen. Dies stellt ein neues Siebenjahreshoch dar und zieht eine wesentliche Folge nach sich: Marktakteure reden wieder über Gold und das parallel zu lauter werdenden Bedenken, was die konjunkturelle Zukunft für uns bereit hält. Der Goldpreis wird eben genau von solchen Dynamiken beflügelt: allgemeine Stimmung, wahrgenommene Unsicherheit, Ratlosigkeit bei der Selektion der Anlageinstrumente. Letzteres gilt übrigens auch für Zentralbanken. Das Schaffen neuen Geldes finden nämlich nicht, wie so oft illustriert, über das Heißlaufen der Druckerpresse statt, sondern jedem neuen Euro oder Dollar muss eine entsprechende Anlage in ein Wertpapier oder auch Gold in der Bilanz gegengebucht werden. Mit zunehmender Zentralbanknachfrage am Kapitalmarkt geht auch eine Nachfrage nach Gold einher. Auch wenn die relative Größe von Zentralbankgold rückläufig ist, so ist die absolute Zunahme innerhalb der Bilanz ein weiterer treibender Faktor der zunehmenden Goldnachfrage. Sollten nun Anleger all ihr Kapital in Gold investieren? Nein! Aber als Beimischung ist es aufgrund seiner niedrigen Korrelation zu konventionellen Anlageklassen als Versicherung gegen „Unfälle“ am Kapitalmarkt und aufgrund der zunehmenden Eintrübung der Konjunktur ein Diversifikations-Instrument, das in der Vermögensallokation nicht fehlen sollte. *Wir bedanken uns bei unserem Kollegen Michel Hoffmann aus dem Advisory Office für die freundliche Unterstützung.*

Wochenausblick für die Zeit vom 9. bis 13. September 2019

| | Mrz | Apr | Mai | Jun | Jul | Aug | Veröffentlichung |
|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------------|
| D: Exporte, m/m | 1,5% | -3,2% | 1,3% | -0,1% | -0,5% | | 9. September |
| D: Exporte, y/y | 2,9% | -0,2% | -0,5% | -0,5% | -0,4% | | 9. September |
| D: Importe, m/m | 0,5% | -1,0% | -0,3% | 0,7% | -0,7% | | 9. September |
| D: Importe, y/y | 5,75 | 2,5% | 1,5% | 1,2% | -2,1% | | 9. September |
| D: Handelsbilanzsaldo, in Mrd € | 19,7 | 17,0 | 18,7 | 17,9 | 18,0 | | 9. September |
| D: Konsumentenpreise, m/m | 0,4% | 1,0% | 0,2% | 0,3% | 0,5% | -0,2% | 12. September |
| D: Konsumentenpreise, y/y | 1,3% | 2,0% | 1,4% | 1,6% | 1,7% | 1,4% | 12. September |
| E-19: Industrieproduktion, m/m | -0,2% | -0,5% | 0,8% | -1,6% | 0,8% | | 12. September |
| E-19: Industrieproduktion, m/m | -0,6% | -0,6% | -0,8% | -2,4% | -0,6% | | 12. September |

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: DAX-Prognose: Zu früh kapituliert?



In der vergangenen Woche haben wir unser Jahresendziel für den DAX von 12.600 auf 11.000 Punkte reduziert. Und was passiert? Der deutsche Aktienmarkt legt kräftig zu und überwindet fast mühelos die Marke von 12.000 Punkten. Haben wir also einen Denkfehler begangen? Ausschlaggebend für unsere Prognoseanpassung war das konjunkturelle Umfeld, das sich in diesem Jahr nach unserer Einschätzung kontinuierlich verschlechtert hat. Lange Zeit bestand die Hoffnung, dass sich die belastenden Faktoren auflösen würden und sich die Wirtschaft im Laufe des zweiten Halbjahres wieder erholen würde. Doch davon ist bislang nichts zu erkennen. Zwar haben auch die Unternehmensanalysten ihre 2019er Gewinnprognosen für den DAX deutlich nach unten revidiert – von einem Plus von zehn Prozent zu Jahresbeginn auf ein leichtes Minus – doch für 2020 ist der erwartete Gewinnzuwachs zuletzt immer größer geworden. Wurde zu Beginn des Jahres eine Steige-

rungrate von 10 Prozent prognostiziert, so sind es mittlerweile plus 15 Prozent. Da wir diese Erwartung für 2020 für zu optimistisch halten und nur eine Steigerung von fünf Prozent unterstellen, haben wir die DAX-Prognose angepasst. Der Kursanstieg der vergangenen Tage ist weniger auf bessere Wirtschaftsdaten, sondern vor allem auf politische Nachrichten zurückzuführen. Ein harter Brexit ist nach dem Scheitern von Boris Johnson im britischen Parlament wieder unwahrscheinlicher geworden, und die USA und China haben neue Handelsgespräche verabredet. Geht man davon aus, dass ein No-Deal-Brexit vermieden und der Handelskrieg beigelegt wird, könnten sich die wirtschaftlichen Perspektiven für 2020 in der Tat aufhellen. Doch im Moment sind diese beiden Erwartungen, wie schon das ganze Jahr über, nicht mehr als Hoffnungen. Und allein darauf sollte keine Prognose basieren.

Überblick über Marktdaten

| | Stand | Veränderung zum | | | | |
|--------------------------------|------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|
| | 05.09.2019 | 29.08.2019 | 02.08.2019 | 04.06.2019 | 04.09.2018 | 31.12.2018 |
| Aktienmärkte | 13:42 | -1 Woche | -1 Monat | -3 Monate | -12 Monate | YTD |
| Dow Jones | 26355 | 0,0% | -0,5% | 4,0% | 1,6% | 13,0% |
| S&P 500 | 2938 | 0,5% | 0,2% | 4,8% | 1,4% | 17,2% |
| Nasdaq | 7977 | 0,0% | -0,3% | 6,0% | -1,4% | 20,2% |
| DAX | 12113 | 2,3% | 2,0% | 1,2% | -0,8% | 14,7% |
| MDAX | 25839 | 1,8% | 0,8% | 3,2% | -2,7% | 19,7% |
| TecDAX | 2832 | 2,6% | -0,9% | 3,2% | -5,2% | 15,6% |
| EuroStoxx 50 | 3480 | 2,0% | 3,1% | 4,4% | 3,6% | 15,9% |
| Stoxx 50 | 3179 | 1,9% | 2,1% | 3,3% | 5,1% | 15,2% |
| SMI (Swiss Market Index) | 9955 | 1,2% | 1,5% | 3,7% | 11,2% | 18,1% |
| FTSE 100 | 7265 | 1,1% | -1,9% | 0,7% | -2,6% | 8,0% |
| Nikkei 225 | 21086 | 3,1% | 0,0% | 3,3% | -7,1% | 5,4% |
| Brasilien BOVESPA | 101201 | 0,7% | -1,4% | 3,9% | 35,5% | 15,1% |
| Russland RTS | 1341 | 4,3% | 3,7% | 2,5% | 23,9% | 25,7% |
| Indien BSE 30 | 36644 | -1,1% | -1,3% | -8,6% | -4,0% | 1,6% |
| China Shanghai Composite | 2986 | 3,3% | 4,1% | 4,3% | 8,6% | 19,7% |
| MSCI Welt (in €) | 2150 | 0,9% | 0,4% | 5,2% | 3,9% | 18,1% |
| MSCI Emerging Markets (in €) | 991 | 2,2% | -0,9% | 0,2% | -0,5% | 6,2% |
| Zinsen und Rentenmärkte | | | | | | |
| Bund-Future | 178,52 | -42 | 270 | 1006 | 1565 | 1498 |
| Bobl-Future | 135,79 | -35 | 72 | 193 | 370 | 327 |
| Schatz-Future | 112,47 | -9 | 14 | 42 | 51 | 53 |
| 3 Monats Euribor | -0,44 | -2 | -6 | -12 | -12 | -13 |
| 3M Euribor Future, Dez 2019 | -0,56 | 0 | -3 | -19 | -43 | 0 |
| 3 Monats \$ Libor | 2,13 | -1 | -11 | -35 | -20 | -68 |
| Fed Funds Future, Dez 2019 | 1,57 | -5 | -10 | -22 | -111 | -1 |
| 10-jährige US Treasuries | 1,51 | -1 | -33 | -61 | -139 | -117 |
| 10-jährige Bunds | -0,61 | 8 | -12 | -40 | -97 | -86 |
| 10-jährige Staatsanl. Japan | -0,27 | 3 | -10 | -16 | -38 | -27 |
| 10-jährige Staatsanl. Schweiz | -0,91 | 10 | -7 | -44 | -83 | -74 |
| US Treas 10Y Performance | 659,26 | 0,5% | 3,6% | 6,9% | 16,9% | 13,5% |
| Bund 10Y Performance | 691,82 | -0,1% | 1,9% | 5,0% | 11,6% | 10,3% |
| REX Performance Index | 504,56 | -0,2% | 0,6% | 1,7% | 4,0% | 3,5% |
| IBOXX AA, € | -0,01 | 5 | -7 | -46 | -78 | -89 |
| IBOXX BBB, € | 0,68 | 4 | -9 | -69 | -101 | -138 |
| ML US High Yield | 6,39 | 6 | -8 | -48 | -16 | -162 |
| JPM EMBI+, Index | 870 | 0,9% | -1,5% | 2,5% | 13,3% | 10,0% |
| Wandelanleihen Exane 25 | 7620 | 0,0% | 1,9% | 5,2% | 2,8% | 10,5% |
| Rohstoffmärkte | | | | | | |
| CRB Spot Index | 387,40 | -0,2% | -3,2% | -6,7% | -5,8% | -5,3% |
| MG Base Metal Index | 293,44 | 0,8% | 0,7% | 1,7% | -3,4% | -0,4% |
| Rohöl Brent | 60,71 | 0,0% | -2,2% | -1,9% | -22,6% | 14,3% |
| Gold | 1542,48 | 0,4% | 6,7% | 16,7% | 29,3% | 20,4% |
| Silber | 19,40 | 5,0% | 18,9% | 31,3% | 37,4% | 25,1% |
| Aluminium | 1746,25 | 1,3% | 0,3% | -0,8% | -14,0% | -6,3% |
| Kupfer | 5724,25 | 0,2% | 0,4% | -2,2% | -1,2% | -3,8% |
| Eisenerz | 91,57 | 0,4% | -14,0% | -6,9% | 37,4% | 32,3% |
| Frachtraten Baltic Dry Index | 2518 | 10,6% | 40,8% | 124,4% | 66,4% | 98,1% |
| Devisenmärkte | | | | | | |
| EUR/ USD | 1,1061 | -0,1% | -0,4% | -1,6% | -4,3% | -3,4% |
| EUR/ GBP | 0,8963 | -1,2% | -2,2% | 1,1% | -0,5% | -0,1% |
| EUR/ JPY | 118,01 | 0,3% | -0,5% | -3,0% | -8,2% | -6,2% |
| EUR/ CHF | 1,0869 | -0,1% | -0,6% | -2,8% | -3,5% | -3,5% |
| USD/ CNY | 7,1429 | 0,0% | 2,9% | 3,4% | 4,4% | 3,9% |
| USD/ JPY | 106,40 | -0,1% | -0,2% | -1,6% | -4,5% | -2,9% |
| USD/ GBP | 0,8105 | -1,1% | -1,8% | 2,7% | 4,0% | 3,2% |

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Bente Lorenzen
+49 40 3282-2409
blorenzen@mmwarburg.com

Julius Böttger
+49 40 3282-2229
jboettger@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den herein bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.