

Portfolioeigenschaften: Gold als Aktiendiversifikator in Rezessionen

„The situation is worse than it was in 2007. Our macroeconomic ammunition to fight downturns is essentially all used up. It will become obvious in the next recession that many of these debts will never be serviced or repaid, and this will be uncomfortable for a lot of people who think they own assets that are worth something.“

William White

Key Takeaways

- Unsere historische Analyse zeigt: Sowohl Gold als auch US-Staatsanleihen konnten Kursverluste von Aktien deutlich abfedern. Beide Anlageklassen eigneten sich im Rückblick als verlässlicher Aktiendiversifikator.
- Ob Staatsanleihen auch in Zukunft diese Rolle übernehmen können, ist – insbesondere angesichts der explodierenden Staatsschulden – fraglich. In einem derartigen Umfeld weist Gold signifikant bessere Ertragschancen als Anleihen auf.
- Die Detailanalyse von Gold im Umfeld von Rezessionen zeigt, dass Gold in jeder untersuchten Phase eine deutlich positive Rendite erzielte und damit Aktienkursverluste kompensieren konnte.

Rezession voraus!

*„Wer versagt sich vorzubereiten, bereitet sein
Versagen vor.“*

Benjamin Franklin

Im *In Gold We Trust*-Report 2019 haben wir die Performance von Gold in einer Rezession eingehend untersucht und ausgeführt, warum sich Gold als ausgezeichneter Aktiendiversifikator eignet. ¹ Ein wichtiger Grund für die gute Performance von Gold in Rezessionen ist, dass Gold die zur Bekämpfung von Rezessionen typischerweise umgesetzten fiskalischen und geldpolitischen Maßnahmen diskontiert. Angesichts der zum Teil dramatischen Entwicklungen rund um den weltweiten Ausbruch des Coronavirus, ist die Wahrscheinlichkeit einer Rezession merklich gestiegen. Man sollte aber nicht darauf vergessen, dass sich die Konjunkturaussichten bereits vor dem Ausbruch des Coronavirus merklich eingetrübt hatten.

Einen Eindruck davon, was der Weltwirtschaft in den kommenden Monaten möglicherweise bevorsteht, zeigen die Zahlen Chinas. Die drastischen Maßnahmen zur – vermutlich nur vorübergehenden – Eindämmung des Coronavirus haben die Wirtschaft schwer getroffen. So gaben der Flugverkehr und die Immobilienverkäufe jeweils um rund 80% nach, der Kohleverbrauch um 30%.² Die Industrieproduktion brach im Jänner und Februar um 13,5%, der Einzelhandel um 20,5% und die Anlageinvestitionen um 24,5% im Vergleich zum Vorjahreszeitraum ein.³ Im Februar 2020 rasselte der chinesische Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe auf einen Wert von lediglich 35,7, nachdem er im Jänner noch bei exakt 50 gelegen war.⁴ Bei diesem Index kommt dem Wert von 50 eine entscheidende Bedeutung zu. Ein Wert über 50 signalisiert eine positive Erwartungshaltung, ein Wert unter 50 eine negative.

Dass der Optimismus in der Eurozone bereits seit längerer Zeit, genauer seit Anfang 2018 am Zurückweichen ist, zeigt der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe in der Eurozone (EMI) zeigt.

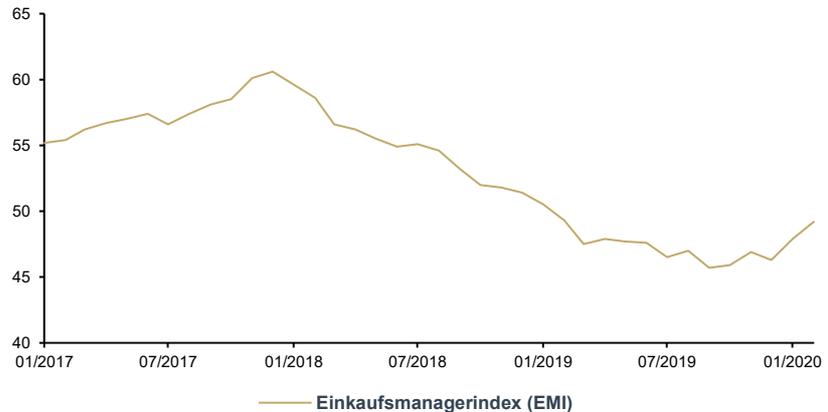
¹ Bei diesem Artikel handelt es sich um eine adaptierte und deutlich gekürzte Fassung des Kapitels „Portfolioeigenschaften: Gold als Aktiendiversifikator in Rezessionen“ aus dem *In Gold We Trust*-Report 2019, den Sie kostenfrei herunterladen können unter <https://ingoldwetrust.report/igwt/>.

² <https://www.capitaleconomics.com/the-economic-effects-of-the-coronavirus>

³ <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/coronavirus-pandemie-laesst-chinas-wirtschaft-einbrechen-16680940.html>

⁴ <https://de.investing.com/economic-calendar/chinese-manufacturing-pmi-594>

Einkaufsmanagerindex (EMI), Eurozone, 01/2017-02/2020

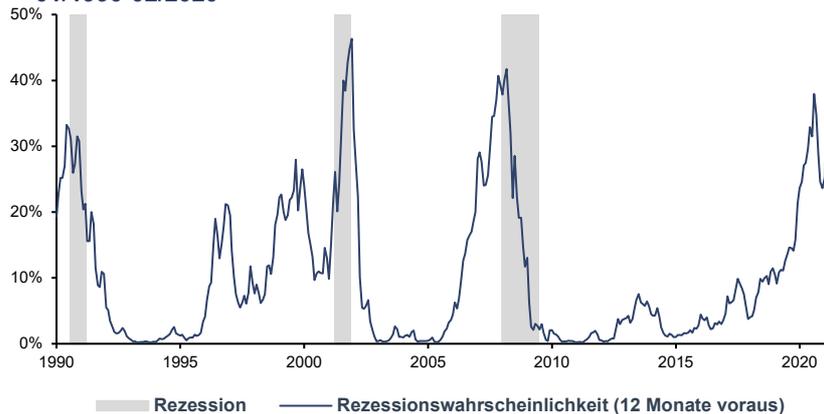


Quelle: Investing.com, Incrementum AG

Seit dem zwischenzeitlichen Höchstwert von 60,6 im Dezember 2017 hat der Einkaufsmanagerindex deutlich nachgegeben, die magische Schwelle von 50 nach unten durchbrochen und liegt im Februar 2020 nach einer leichten Erholung bei 49,2. Die Februardaten berücksichtigen die in den vergangenen Tagen erlassenen Maßnahmen zur Bekämpfung des Coronavirus allerdings noch nicht. Daher ist für den Monat März mit einem deutlichen Nachgeben des EMI zu rechnen.

Und auch in den USA stehen die Zeichen merklich auf Abkühlung, noch bevor das Coronavirus die USA getroffen hat. Die von der Federal Reserve berechnete Rezessionswahrscheinlichkeit, die auf der Zinsdifferenz 10jährige Treasury Note minus 3monatige Treasury Bill basiert, befindet sich seit dem Tiefpunkt um den Jahreswechsel 2014/2015 im Anstieg.⁵

Rezessionswahrscheinlichkeit (12 Monate voraus), USA, in %, 01/1990-02/2020



Quelle: Federal Reserve NY, Incrementum AG

Diese Zinsspanne war in der Vergangenheit ein zuverlässiger US-Rezessionsindikator. Im Schnitt dauerte es 10 Monate, bis nach Auftreten dieses Signals die Rezession tatsächlich einsetzt, die Schwankungsbreite in den vergangenen fünfzig Jahren liegt allerdings zwischen 5 und 16 Monaten. Die

⁵ https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/capital_markets/Prob_Rec.pdf

Federal Reserve nimmt für ihren Prognoseindikator eine Vorlaufzeit von 12 Monaten an.

Und die ersten veröffentlichten Zahlen seitdem das Coronavirus in den USA ausgebrochen sind, sind schlichtweg katastrophal. Der „Empire State Manufacturing Index of General Business Conditions“, den die New Yorker Federal Reserve publiziert, kollabierte von 12,9 im Februar auf -21,5 im März. Dieser Kollaps lässt den Einbruch von 2008 wie einen Sonntagsausflug aussehen.⁶

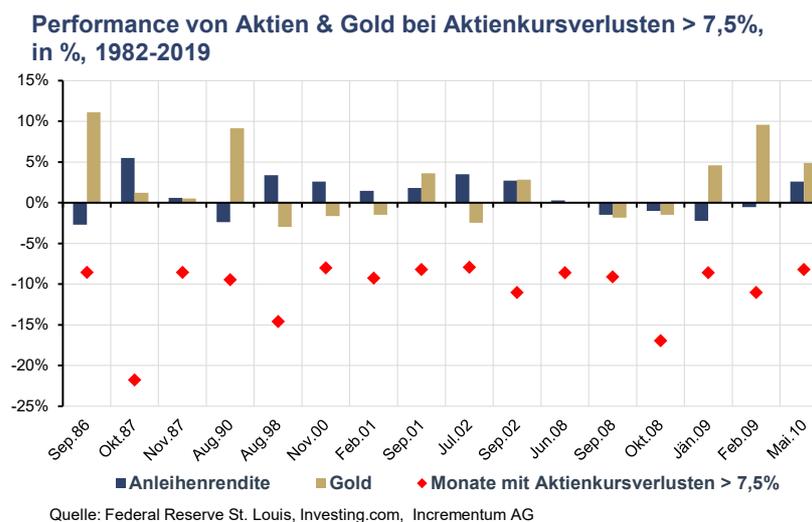
Die Rezession, die wir letztes Jahr vorausgesagt haben, wird weite Teile der Welt mit einer enormen Wucht treffen. Die mehrfachen scharfen Korrekturen an den Aktienmärkten sind ein Vorbote dessen, was sich in der Realwirtschaft in Kürze abspielen wird. Daher wollen wir die wesentlichen Erkenntnisse unserer letztjährigen Analyse „Gold als Aktiendiversifikator in Rezessionen“ zusammenfassen.

Kernaussagen

Die Kernaussagen unserer letztjährigen Analyse sind:

1) Gold und Anleihen sind die klassische Absicherung gegen fallende Aktienkurse

Zunächst ist festzuhalten, dass bislang Gold und 10jährige US-Staatsanleihen im Zusammenspiel die perfekte Absicherung gegen Aktienbärenmärkte waren, wie der folgende Chart zeigt:



Betrachtet man die Performance von Anleihen und Gold bei Aktienverlusten >7,5%, lassen sich folgende Erkenntnisse ableiten:

⁶ https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/survey/empire/empire2020/esms_2020_3_survey.pdf?la=en

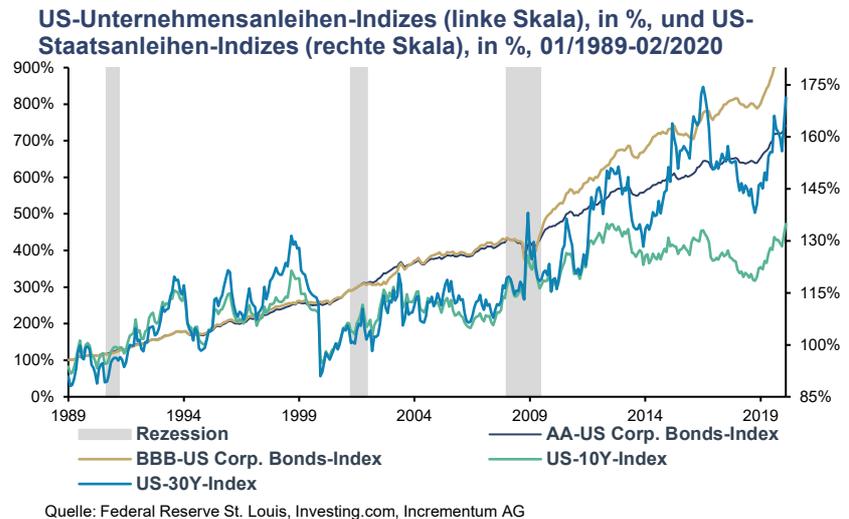
- **Im gesamten Beobachtungszeitraum war die Gold- oder Anleihenperformance während deutlich negativer Aktienmonate niemals schlechter als die Aktienperformance.**
- **Gerade während Aktienbärenmärkten ergänzten sich Gold und US-Staatsanleihen sehr gut als Portfoliobestandteil.** Wie wir bereits feststellten, gab es für Gold wie auch für Anleihen Monate, in denen beide negativ performten. Allerdings wurde die negative Performance der einen Assetklasse meist durch die andere Assetklasse ausgeglichen. Performten Anleihen negativ (z. B. September 1986, August 1990) konnte Gold deutlich haussieren. Gab der Goldpreis nach (z. B. August 1998, Juli 2002) konnten Anleihen deutlich zulegen.
- **Insgesamt lassen sich seit 1984 nur 2 Monate (September und Oktober 2008) finden, in denen sowohl Aktien als auch Anleihen und Gold negativ performten.** Somit konnte in 87,5% der beobachteten Fälle der Goldpreis und/oder die Anleihenkursgewinne Verluste der Aktien zumindest abfedern.

Die historische Analyse beweist demnach eindeutig, dass sich Gold und 10-jährige US-Staatsanleihen in der Vergangenheit im Zusammenspiel als Aktiendiversifikator bewährt haben.

2) Gold wird in Zukunft Aktienverluste besser absichern als Anleihen

So wichtig die historische Analyse für ein Verständnis der Märkte ist, ist sie für den Anleger nur insofern relevant, als sich grundlegende Bedingungen nicht geändert haben oder keine Sonderfaktoren auftreten. **Doch im gegenwärtigen Marktumfeld scheinen Anleihen als klassische Absicherung gegen fallende Aktienkurse nur bedingt brauchbar zu sein.** Aufgrund des niedrigen Zinsumfeldes sind Anleihen weiterhin nahe ihrer Allzeithochs bewertet.

Dies trifft nicht zuletzt auch auf Corporate Bonds und insb. (europäische) Staatsanleihen zu.



In einer derartigen Ausgangssituation sind Anleihen als Absicherung gegen fallende Aktienkurse unserer Meinung nach mit Vorsicht zu genießen. Je niedriger das allgemeine Zinsniveau, desto weniger eignen sich Anleihen als Absicherung gegen fallende Aktienkurse.

Wir hatten bereits festgestellt, dass um das Jahr 2000 ein Korrelationswechsel zwischen 10-jährigen US-Staatsanleihen und dem S&P 500 zu verzeichnen war. Waren sie zuvor positiv korreliert, sind sie seit 2000 negativ korreliert. Für die Zukunft ist ein weiterer Korrelationswechsel hin zu einer positiven Korrelation nicht auszuschließen.⁷ Dies gilt nicht zuletzt aufgrund der hohen globalen Verschuldung und Zombifizierung von Unternehmen. Diese strukturellen Risiken können bei zukünftigen wirtschaftlichen Abkühlungen und Aktienbärenmärkten zu einer Neubewertung der Ausfallrisiken bei Anleihen führen.

Auf der anderen Seite eröffnet ein derartiges Umfeld Perspektiven für Gold, das aus historischer Betrachtung ebenso als Diversifikator gegen fallende Aktienkurse taugt und bei physischer Anlage bekanntermaßen kein Gegenpartierisiko aufweist. Wie wir bereits in den vergangenen Jahren gezeigt haben, ist nicht so sehr das absolute Niveau, sondern die Tendenz der Realzinsen (steigend oder fallend) entscheidend für die Goldperformance. Unsere Analyse hat ferner gezeigt, dass negative und positive Realzinsen (bis +1,0%) ein gutes Umfeld für Gold sind.⁸ Deutlich positive Realzinsen erachten wir aufgrund der oben genannten Faktoren (globale Verschuldung und Zombifizierung von Unternehmen) dauerhaft als unrealistisch.

⁷ Vgl. „Mögliche Krisenauslöser und -katalysatoren“, *In Gold We Trust-Report 2018*

Vor diesem Hintergrund geben wir als künftigem Aktienkorrektiv Gold bessere Chancen als Anleihen. Dabei gilt bei Aktienbaissen folgende Eselsbrücke: Je lockerer die Geldpolitik, desto besser für Gold.

3) Gold schlägt Aktien in 3 von 4 Rezessionsphasen

In diesem Abschnitt wollen wir nun die Gold- und Aktienperformance im Verlauf von Rezessionen⁹ analysieren. Die Analyse von Gold- und Aktienmärkten ist ein regelmäßiger Bestandteil des *In Gold We Trust*-Reports.¹⁰ Leser des *In Gold We Trust*-Reports wissen, dass Gold als „event hedge“ bzw. als sicherer Hafen während Rezessionen zulegen sollte. Sofern man Gold als taktische Spekulation einsetzen möchte, stellt insbesondere die Timingproblematik jeden Spekulanten vor schwierige Entscheidungen. **Zu welchem Zeitpunkt soll man ein- bzw. aussteigen? Dieser Frage wollen wir uns mit Hilfe einer historischen Analyse der einzelnen Rezessionsphasen annähern.**

In der nachfolgenden Analyse betrachten wir alle Rezessionen in den USA seit 1970. Hierzu untergliedern wir die einzelnen Rezessionen in folgende vier Phasen:

1. Phase: Vorlaufphase der Rezession (ein Quartal vor dem Eintreten der Rezession)

2. Phase: Inoffizielle Rezession (Eintritt in die Rezession bis zur amtlichen Bekanntgabe der BIP-Wachstumszahlen durch die Statistikbehörden; Annahme: ein Quartal)

3. Phase: Amtliche Rezessionsphase

4. Phase: Schlussphase der Rezession (letztes Quartal der Rezession)

Die Performance von Gold in USD und EUR sowie des S&P 500 in den einzelnen Phasen der jeweiligen Rezession zeigt die folgende Tabelle.

Gesamtüberblick: Performance des S&P 500 und Gold, in USD und EUR, in %, 1970-2018

	Dauer der Rezession	S&P 500				Gold in USD				Gold in EUR			
		Phase 1	Phase 2	Phase 3	Phase 4	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Phase 4	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Phase 4
1. Rezession	Q1/1970 - Q4/1970	-1,8%	-4,6%	-7,0%	7,0%	-8,9%	-6,6%	0,0%	5,9%	N/A	4,6%	11,1%	3,0%
2. Rezession	Q1/1974 - Q1/1975	-8,0%	0,3%	-15,0%	16,6%	-10,9%	58,5%	89,7%	-1,1%	7,2%	51,8%	51,0%	-6,2%
3. Rezession	Q2/1980 - Q3/1980	7,1%	-2,1%	7,7%	10,0%	70,1%	-22,8%	-5,9%	21,8%	27,5%	0,5%	20,2%	-1,6%
4. Rezession	Q4/1981 - Q4/1982	-7,4%	2,9%	12,8%	15,9%	-14,6%	0,8%	1,2%	14,2%	2,6%	-4,8%	21,0%	10,4%
5. Rezession	Q4/1990 - Q1/1991	-10,7%	-0,1%	13,8%	13,9%	7,1%	-3,3%	-7,9%	-4,7%	4,6%	-9,3%	-12,2%	-3,6%
6. Rezession	Q2/2001 - Q4/2001	-5,7%	1,3%	-8,1%	0,5%	-1,5%	3,8%	5,4%	1,3%	-0,8%	8,3%	5,5%	-4,4%
7. Rezession	Q1/2008 - Q2/2009	0,5%	-10,2%	-50,4%	-18,0%	21,6%	14,3%	16,3%	24,0%	2,2%	12,2%	31,4%	19,8%
	Durchschnitt:	-3,9%	-1,9%	-10,5%	5,9%	6,1%	4,1%	20,2%	8,3%	6,8%	7,6%	22,9%	2,1%

Quelle: Federal Reserve St. Louis, Investing.com, World Gold Council, Incrementum AG

⁹ Datengrundlage sind die Rezessionen für die USA, festgestellt durch das NBER.

¹⁰ Vgl. „Gold im Portfolio Kontext“, *In Gold We Trust-Report 2015*; „Gold als Portfolioversicherung“, *In Gold We Trust-Report 2016*; „Portfolioeigenschaften von Gold“, *In Gold We Trust-Report 2017*

Betrachten wir die Performance über den gesamten Rezessionszyklus, so fällt auf, dass Gold in jeder Phase sowohl in USD als auch in EUR im Durchschnitt deutliche Preiszuwächse verzeichnen konnte. Aktien – gemessen am S&P 500 – konnten hingegen nur in der Schlussphase der Rezession deutlich zulegen. **Damit konnte Gold die Aktienverluste in den Phasen 1, 2 und 3 sehr gut kompensieren.** Darüber hinaus fällt auf, dass Gold im Durchschnitt umso stärker performte, je höher die Kursverluste des S&P 500 waren.

Eine eindrucksvolle Illustration für die hohen Ertragschancen von Gold in einer Rezession im Vergleich zu den Aktienmärkten bildet der nächste Chart ab, der das Gold/S&P 500-Ratio seit 01/2005 nachzeichnet.

S&P 500/Gold-Ratio, 01/2005-03/2020



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Mit einem Rückgang des S&P 500/Gold-Ratio von 34,5% hat die aktuelle Korrektur bislang nicht einmal den halben Wertverlust von 2005 bis 2011 erreicht, als Gold gegenüber dem S&P 500 um fast 80% zulegte.

Insgesamt zeigt sich also, dass Gold sehr gut Aktienkursverluste während Rezessionen ausgleichen konnte. **Daher erwarten wir, dass Gold auch zukünftig bei Aktienbärenmärkten als Korrektiv zulegen sollte, auch in der sich abzeichnenden scharfen Rezession – wir stehen unmittelbar vor dem Eintritt in Phase 3, der amtlichen Feststellung der Rezession – zu deren Bekämpfung bereits jetzt massive monetäre und fiskalische Pakete geschnürt wurden.** Zugegeben, gegenüber Bargeld hat Gold in den vergangenen Tagen nachgegeben. Solche absoluten Rückschläge sind angesichts der im Augenblick historischen Situation nicht zu verhindern. **Relativ zum Aktienmarkt hat sich Gold in den vergangenen Tagen mit einem Plus von fast 11% hingegen ausgezeichnet gehalten, seit Mitte Februar beträgt das Plus fast 25%.**

Über uns

Ronald-Peter Stöferle, CMT



Ronnie ist Partner der Incrementum AG und zuständig für Research und Portfolio Management.

Er studierte Betriebswirtschaftslehre und Finance in den USA und an der Wirtschaftsuniversität Wien und sammelte während des Studiums praktische Erfahrung am Trading-Desk einer Bank. Nach seinem Studienabschluss arbeitete er bei der Erste Group im Research, wo er 2007 zum ersten Mal den *In Gold We Trust*-Report publizierte. Im Laufe der Jahre avancierte der *In Gold We Trust*-Report zu einer Standardpublikation zum Thema Gold, Geld und Inflation.

Seit 2013 ist er Lektor am Scholarium in Wien sowie Vortragender an der Wiener Börse Akademie. 2014 veröffentlichte er „[Österreichische Schule für Anleger](#)“ und 2019 „[Die Nullzinsfalle](#)“. Zudem ist er Advisor für *Tudor Gold*, einem kanadischen Explorationsunternehmen mit Projekten im legendären Golden Triangle (British Columbia), und Mitglied des Advisory Boards des aufstrebenden Junior-Explorer *Affinity Metals* (AFF).

Mark J. Valek, CAIA



Mark ist Partner der Incrementum AG, zuständig für Portfolio Management und Research.

Berufsbegleitend studierte Mark Betriebswirtschaftslehre an der Wirtschaftsuniversität Wien und ist seit 1999 durchgehend in den Bereichen Finanzmärkte und Asset Management tätig. Vor der Gründung der Incrementum AG war er zehn Jahre lang bei Raiffeisen Capital Management tätig, zuletzt als Fondsmanager im Bereich Inflationsschutz und Alternative Investments. Unternehmerische Erfahrung konnte er als Mitbegründer der *philoro Edelmetalle GmbH* sammeln.

Seit 2013 ist er Lektor am Scholarium in Wien sowie Vortragender an der Wiener Börse Akademie. 2014 veröffentlichte er das Buch „[Österreichische Schule für Anleger](#)“.

Incrementum AG



Die Incrementum AG ist ein eigentümergeführtes und FMA-lizenziertes Anlage- und Vermögensverwaltungsunternehmen mit Sitz im Fürstentum Liechtenstein. Unsere Kernkompetenz liegt im Management von Investmentfonds. Wir evaluieren Investitionen nicht nur auf Basis der globalen Wirtschaftslage, sondern sehen diese immer auch im Kontext des gegenwärtigen Weltwährungssystems.

Diese Sichtweise gestattet uns eine holistische Analyse der Lage an den Finanzmärkten. Das Unternehmen agiert völlig bankenunabhängig. Dies gewährleistet, dass die Investitionsstrategien autonom und objektiv umgesetzt werden können.

Unser Boutique-Ansatz kombiniert unkonventionelles Denken mit aktuellem Portfoliomanagement-Know-how. Die Partner der Incrementum AG verfügen über mehr als 140 Jahre kombinierter Erfahrung im Bank- und Vermögensverwaltungsgeschäft.

Kontakt

Incrementum AG

Im alten Riet 102

9494 – Schaan/Liechtenstein

www.incrementum.li

www.ingoldwetrust.li

Email: ingoldwetrust@incrementum.li

Disclaimer

Diese Publikation dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung, eine Anlageanalyse noch eine Aufforderung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Insbesondere dient das Dokument nicht dazu, eine individuelle Anlage- oder sonstige Beratung zu ersetzen. Die in dieser Publikation enthaltenen Angaben basieren auf dem Wissensstand zum Zeitpunkt der Ausarbeitung und können jederzeit ohne weitere Benachrichtigung geändert werden. Die Autoren waren bei der Auswahl der verwendeten Informationsquellen um größtmögliche Sorgfalt bemüht und übernehmen (wie auch die Incrementum AG) keine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der zur Verfügung gestellten Informationen bzw. Informationsquellen bzw. daraus resultierend Haftungen oder Schäden gleich welcher Art (einschließlich Folge- oder indirekte Schäden, entgangenen Gewinn oder das Eintreten von erstellten Prognosen).

Copyright: 2020 Incrementum AG. All rights reserved.

