

## MARKTANSICHTEN

23. AUGUST 2021

# 50 Jahre nach Bretton Woods: Gold, Inflation und Diversifikation



**Jan VIEBIG,**

CIO Private Wealth Management



**Laurent DENIZE,**

CIO Asset Management

Am 15. August 1971, vor genau 50 Jahren, trat der amerikanische Präsident Richard Nixon vor die Presse und beendete die Konvertibilität des US-Dollars in Gold und führte Lohn- und Preiskontrollen ein. Nixon legte damit den Grundstein für das Ende des internationalen Finanzsystems von Bretton Woods aus dem Jahre 1944, nach dessen Umsetzung im Jahr 1958 US-Dollar zum festen Kurs von 35 USD pro Unze in Gold getauscht werden konnten. Nach Milton Friedman wurde mit dem „Nixon Schock“ vor 50 Jahren weltweit der Weg zu ungedeckten Fiat-Währungen<sup>1</sup> beschritten.

Während das Angebot an Fiatgeld aufgrund geldpolitischer Beschlüsse rasch ausgeweitet werden kann, ist das Angebot an Gold wenig flexibel, da Goldvorkommen begrenzt und die Förderung von Gold zeit- und kostenaufwendig ist. Marktbeobachter argumentieren oftmals, dass Gold eine gute Absicherung gegen Inflation sei, da die Kosten der Goldförderung langfristig mit der Inflation steigen sollten. Campbell Harvey und Claude Erb, zwei prominente Forscher zum Thema Gold, weisen darauf hin, dass ein Centurio in Rom pro Jahr 38,6 Unzen Gold pro Jahr verdient habe und dies ungefähr der Lohn eines Hauptmanns in der U.S. Army heutzutage sei. Zudem sei der Preis eines Brotes zu Zeiten des Babylonierkönigs Nebukadnezar im Jahr 562 vor Christus und heute in Gold bewertet fast gleich hoch. Gold könnte demnach über sehr lange Perioden von einigen Jahrhunderten ein recht guter Schutz vor Inflation gewesen sein.

Über kürzere Perioden von einigen Jahren gilt Gold jedoch als eine schlechte Absicherung gegen Inflation. Die nachfolgende Graphik gibt – Harvey und Erb folgend – den realen Goldpreis über die letzten 50 Jahre wieder. Die Graphik 1 zeigt, dass Gold in realen Einheiten gemessen zu volatil ist, um ein verlässlicher Schutz vor

Inflation zu sein. In drei Perioden – 1980/1981 zum Ende der Periode der „großen Inflation“, 2011/2012 angesichts der Unsicherheiten im Zusammenhang mit der Eurokrise und im Sommer 2020 infolge der Niedrigzinspolitik – ist der reale Goldpreis auf extreme Werte von über 7,5x angestiegen. Zweifeln die Menschen an der Wertbeständigkeit der Fiat-Währungen wie 1980/1981 und 2011/2012, dann glänzt Gold. In Zeiten von Panik und Unsicherheit an den Märkten ist Gold oftmals eine attraktive Anlageklasse.



**Graphik 1:** Realer Goldpreis berechnet als Goldpreis geteilt durch den US Consumer Price Index for All Urban Consumers. Der Konsumentenpreisindex wird monatlich vom U.S. Bureau of Labor Statistics veröffentlicht.

<sup>1</sup>Fiat-Währungen: Geld ohne intrinsischen Wert, wie es beispielsweise Warengeld hat.

### ODDO BHF

Wie bei anderen Anlageklassen sind auch beim Gold Übertreibungsphasen feststellbar. Die Graphik 1 verdeutlicht, dass der reale Goldpreis heute hoch ist. Ebenso wie viele andere Anlageklassen ist Gold heute infolge der expansiven Geldpolitik der Zentralbanken nicht mehr billig. Neu ist, dass Gold heute mit Kryptowährungen Konkurrenz bekommen hat. Wer angesichts hoher Staatsschulden und einer beispiellosen monetären Expansion auf einen Verfall von Fiat-Währungen setzen will, kann heute statt in Gold in Kryptowährungen flüchten (was wir nicht empfehlen).

Da Gold keine Zinsen abwirft, können Renditen von Anleihen als Opportunitätskosten des Goldes verstanden werden, auf die man verzichtet, wenn man Gold anstatt Anleihen hält. Steigen die Renditen von Anleihen, dann steigen die Opportunitätskosten des Goldes und der Goldpreis fällt typischerweise. Da wir seit Monaten eine deutliche Konjunkturerholung prognostizieren, nicht zuletzt infolge des American Rescue Plans in den USA und der Öffnung der Volkswirtschaften nach der Covid-Krise, glauben wir, dass Aktien sowie Öl, Kupfer und andere Rohstoffe, die infolge des Wachstums der Wirtschaft verstärkt nachgefragt werden, derzeit attraktiver sind als Gold.

Der US-Dollar ist ein weiterer zentraler Faktor, der den Goldpreis beeinflusst. Gold und USD sind negativ korreliert. Da Gold üblicherweise in USD notiert, führt eine Abwertung des USD dazu, dass Nachfragern außerhalb des Dollar-Raums Gold preiswerter erscheint, sie Gold vermehrt nachfragen und die höhere Nachfrage

den Goldpreis steigen lässt. Die Volatilität an den Devisenmärkten ist momentan gering und der USD hat von 1,2216 zum Jahresende 2020 in diesem Jahr sogar leicht aufgewertet zum Euro. Gold erhält im Jahr 2021 bisher keinen Rückenwind von der Währungsseite.

Nach Einschätzung des World Gold Councils hat sich die hohe Nachfrage nach Gold von Exchange Traded Funds (ETFs) zuletzt deutlich abgekühlt. Die globalen Assets under Management (AUM) von Gold ETFs lagen Ende Juli 2021 um 7% niedriger als im Oktober 2020.

Sprechen all diese Argumente dagegen, in einem diversifizierten, internationalen Portfolio auch Gold zu halten? Wir meinen Keineswegs. Einer der Vorteile von Gold liegt darin, dass Gold und Aktien eine geringe Korrelation aufweisen und Gold daher gut geeignet ist, ein Aktienportfolio zu diversifizieren. Jaffe (1989) empfahl, 10% Gold zu halten, und Draper / Faff / Hillier (2006) kommen auf ein optimales Goldgewicht von 9,5%, um die Diversifikation eines internationalen Aktienportfolios zu verbessern. Gut belegt ist auch, dass Gold besser als Goldminenaktien geeignet ist, die Diversifikation eines Aktienportfolios zu verbessern, da Goldminenaktien typischerweise eine höhere Korrelation als Gold zu Aktienindizes aufweisen. Aufgrund der positiven Konjunkturaussichten, der hohen Bewertung von Gold im historischen Kontext und der sinkenden Nachfrage von Gold ETFs zählt Gold im Jahr 2021 nicht zu den attraktivsten Anlageklassen. Aber gar kein Gold zu halten? Aus unserer Sicht - Nein, die letzten 50 Jahre lehren uns: Die nächste Krise kommt bestimmt.

## Wichtige Hinweise

Dieses Dokument wurde von der ODDO BHF Aktiengesellschaft nur zu Informationszwecken erstellt. Darin enthaltene Äußerungen basieren auf den Markteinschätzungen und Meinungen der Autoren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung. Diese können sich abhängig von den jeweiligen Marktbedingungen ändern. Weder dieses Dokument noch eine in Verbindung damit gemachte Aussage stellt ein Angebot, eine Aufforderung oder eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten dar. Etwaig dargestellte Einzelwerte dienen nur der Illustration. Einzelne Aussagen sind weder dazu geeignet noch dazu bestimmt, eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung durch hierfür qualifizierte Personen zu ersetzen. Bevor in eine Anlageklasse investiert wird, wird dringend empfohlen, sich eingehend über die Risiken zu erkundigen, denen diese Anlageklassen ausgesetzt sind, insbesondere über das Risiko von Kapitalverlusten.

## ODDO BHF

ODDO BHF Aktiengesellschaft · Bockenheimer Landstraße 10 · 60323 Frankfurt am Main ·  
Postanschrift: 60302 Frankfurt am Main · [www.oddo-bhf.com](http://www.oddo-bhf.com) Vorstand: Philippe Oddo (Vorstandsvorsitzender) ·  
Grégoire Charbit · Thomas Fischer · Joachim Häger · Christophe Tadié · Vorsitzender des Aufsichtsrats: Werner Taiber · Sitz: Frankfurt am Main.  
Registergericht und Handelsregister-Nummer: Amtsgericht Frankfurt am Main HRB 73636 USt-IdNr. DE 814 165 346 · BIC/SWIFT BHFDBE3300  
[www.oddo-bhf.com](http://www.oddo-bhf.com)