

Gold in der taktischen Anlageallokation

Gold ist ein attraktiver Bestandteil eines Portfolios – trotz seiner hohen Volatilität und des fehlenden laufenden Ertrags. Es diversifiziert und bietet Inflations- und Krisenschutz. Lassen sich mit taktischen Positionierungen zusätzliche Gewinne erreichen? Dies wird durch den weniger eindeutigen Zusammenhang zwischen Gold und Inflation in der kurzen Frist erschwert. Ein taktisches Signal basierend auf der Diversifikationsfähigkeit von Gold kann sich aber lohnen. // **Katja I. M. Gisler**

Gold als Inflationsschutz

Die Rolle von Gold als Inflationsschutz wird häufig zitiert. Verwiesen wird dafür oft auf die 1970er Jahren. In der Periode 1970-1982 verzeichnete Gold eine Rendite von jährlich über 20 Prozent, während die Inflation auf über 14 Prozent kletterte. Kann dieser Zusammenhang verallgemeinert werden? Dazu untersuchten wir zunächst mittels eines Markov-Switching-Regime-Modelles, ob sich Gold zu unterschiedlichen Zeitpunkten fundamental anders verhält, d.h. in Regimes von hoher, respektive tiefer Inflation einteilen lässt. Unser Modell zeigt, dass dies tatsächlich der Fall ist, es aber nur zwei Regimes gibt: die erwähnte Periode 1970-1982 sowie die Zeit seit 1982 bis heute. Seit 1982 ist der Zusammenhang loser und substanziell kleiner. Das deutet darauf hin, dass Gold in extremen Inflationszeiten einen Inflationsschutz bietet. Dieser Zusammenhang verliert sich aber in Zeiten mit «normalen» Inflationsraten, wie wir sie in den letzten 40 Jahren gesehen haben. In extremen Zeiten gilt somit das Argument des Inflationsschutzes. Dieser Inflationsschutz ist damit ein wichtiges Argument für eine strategische Goldquote in einem Portfolio. Da in normalen Zeiten der Zusammenhang zwischen Gold und Inflation nicht eindeutig ist, ist es deutlich schwieriger, Inflationsraten als Basis für taktische Entscheidung zu benutzen.¹

¹ Theoretisch wären Inflationserwartungen nützlicher, die mangelnde Verfügbarkeit an für diesen Zweck dienlichen Daten verunmöglichen aber klare empirische Aussagen.

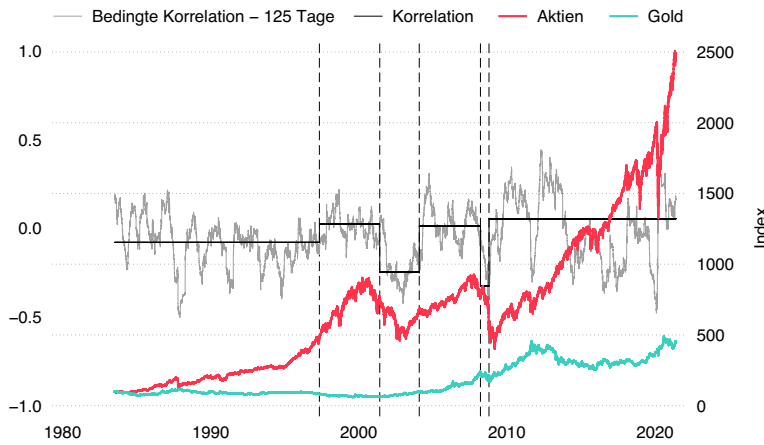
Gold als Krisenschutz

Gold wird neben dem Inflationsschutz auch häufig die Eigenschaft eines Krisenschutzes zugeordnet. Auf anekdotischer Basis lassen sich dafür viele Evidenzen finden. Jüngstes Beispiel stellt die Corona-Krise dar. Im Jahr 2020 erzielte Gold eine Performance von gut 25 Prozent und wurde damit seinem Ruf als Krisenschutz gerecht. Aber lässt sich der Zusammenhang auch empirisch stichhaltig nachweisen?

Eine Anlage wird als ein sicherer Hafen erachtet, wenn die Anlage bei unruhigen Finanzmärkten gut läuft. Wenn risikobehaftete Anlagen Verluste verbuchen, rentieren sichere Häfen. Aus statistischer Sicht bedeutet das, dass eine solche Anlage in Krisenzeiten eine negative Korrelation mit risikoreichen Anlagen aufweisen sollte. Ein Blick auf die Korrelation zwischen US-Aktien zeigt in der Tat, dass Gold gegenüber den risikobehafteten US-Aktien die Bedingungen für einen sicheren Hafen erfüllt.

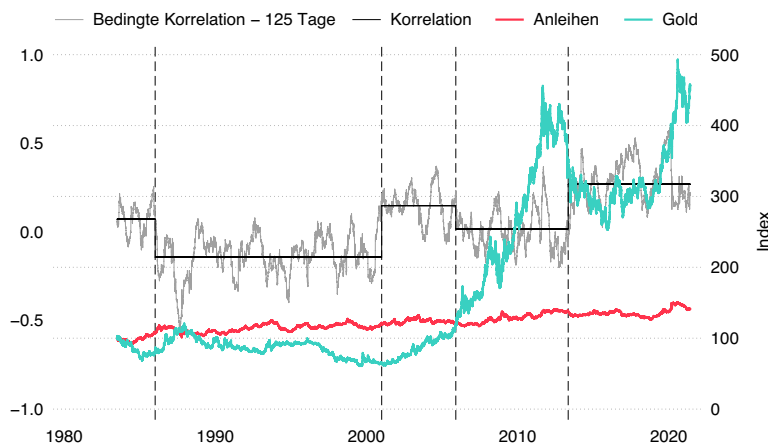
Ob eine Korrelation tatsächlich zu gewissen Krisenzeiten eine negativere Korrelation aufweist und damit einen sicheren Hafen darstellt, testen wir mit einem sogenannten strukturellen Bruchtest (structural break test), wie ihn Wied et. al. (2012) und Galeano & Wied (2014) vorschlagen. Dieser Test zeigt an, wann eine Korrelation sich fundamental verändert. Damit Gold einen sicheren Hafen darstellt, sollte dieser Test im Idealfall zeitgleich mit Krisen Korrelationsbrüche mit negativer Korrelation anzeigen.

Abb. 1: Korrelation mit Aktien



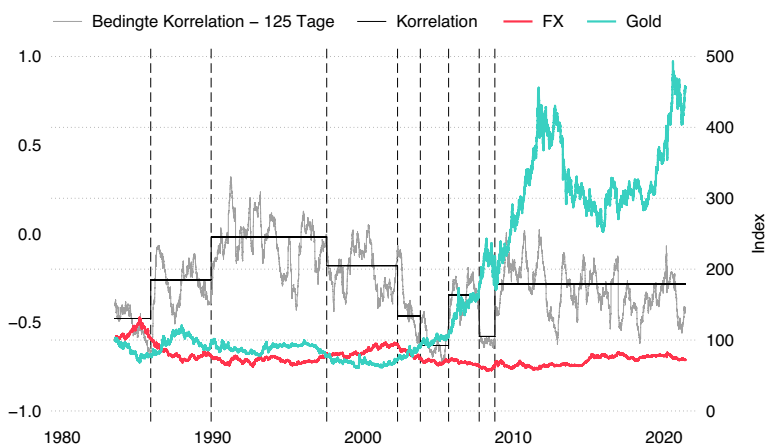
Die Korrelation zwischen Gold und Aktien weist verschiedene Brüche auf. In Krisenzeiten wie der Dot-com-Krise sowie der Finanzkrise ist die Korrelation substantiell negativer, während in den anderen Perioden die Korrelation nahe bei null zu liegen kommt. Gold erweist sich insbesondere in Bezug auf Aktien als sicherer Hafen - in Krisenzeiten schützt Gold besonders, während Gold in normalen Zeiten diversifiziert.

Abb. 2: Korrelation mit Anleihen



Die Brüche in der Korrelation zwischen Gold und Anleihen fallen mit dem Big Bang, der Dotcom-Krise sowie dem Taper Tantrum in 2013 zusammen. Bis auf eine Periode ist die Korrelation dabei positiv, insbesondere während der Dotcom-Krise sowie seit dem Taper Tantrum. Anleihen weisen damit zu einem gewissen Grad ähnliche Eigenschaften wie Gold auf.

Abb. 3: Korrelation mit US-Dollar



Die Korrelation zwischen Gold und FX weist viele Brüche auf, ist aber über alle Perioden hinweg negativ. Dabei ist die Korrelation in der Dot-com- und der Finanzkrise besonders negativ. Das Argument, dass ein fallender Dollar positiv für Gold gemessen in Dollar ist, erweist sich gemäss dieser Analyse als berechtigt.

Quelle: WPuls, Refinitiv

Im Gegensatz zu US-Anleihen und dem US-Dollar weist die Korrelation mit US-Aktien in der Tat dahingehend Brüche auf, dass die Korrelation zu Krisenzeiten stark negativer ausfällt, während die Korrelation ansonsten nahe bei null zu liegen kommt (vgl. Abbildungen 1 - 3). Konkret fällt die Korrelation während der Dotcom- sowie der Finanzkrise negativer aus. In den anderen Zeiträumen ist die Korrelation leicht positiv. Gold diversifiziert also in einem Portfolio und erweist sich vor allem im Hinblick auf Aktien als sicherer Hafen.

Diversifikation als taktisches Signal

Diese Diversifikationsfähigkeit von Gold in Bezug auf risikobehaftete Anlagen wie Aktien lässt sich für ein taktisches Signal nutzen. Die Korrelation verändert sich über die Zeit und weist insbesondere in Krisenzeiten eine deutlich andere Struktur auf. Wir nutzen das Korrelationsmomentum, um eine solche erhöhte Diversifikationsfähigkeit von Gold zu ermitteln. Ein negatives Korrelationsmomentum widerspiegelt, ob die Diversifikationsfähigkeit von Gold zugenommen hat.

Dieses Kriterium allein würde jedoch auch in einem ungünstigen Fall ein Übergewicht in Gold signalisieren. Laufen beispielsweise die Aktien-

märkte sehr gut, während Gold dagegen eine ständige Underperformance aufweist, nimmt die Diversifikationsfähigkeit von Gold im Sinne einer negativeren Korrelation zu. Das Signal würde somit ein Übergewicht angeben, obwohl Gold schlecht rentiert. Aus diesem Grund betrachten wir zusätzlich das Preismomentum. Nur wenn Gold diversifiziert und gleichzeitig eine Outperformance aufweist, signalisiert unser Signal ein Übergewicht. Im umgekehrten Fall, wenn Gold schlecht rentiert und kaum diversifiziert, schlägt das Signal ein Untergewicht vor. In den übrigen Fällen bleiben wir bei der neutralen Quote. Diese Überlegungen sind in der Entscheidungsmatrix in Abbildung 4 zusammengefasst.

Fazit: Gute Outperformance bei ähnlicher Volatilität

Seit 1970 gibt unser Signal in einem Drittel aller Monate ein Über- oder Untergewicht an (vgl. Abbildung 5). Ein Wechselsignal, d.h. von einem Übergewicht zu neutral bzw. zu einem Untergewicht oder umgekehrt wird durchschnittlich einmal pro Jahr angezeigt. Über diesen Zeitraum liefert ein Portfolio, das Gold je nach Signal um

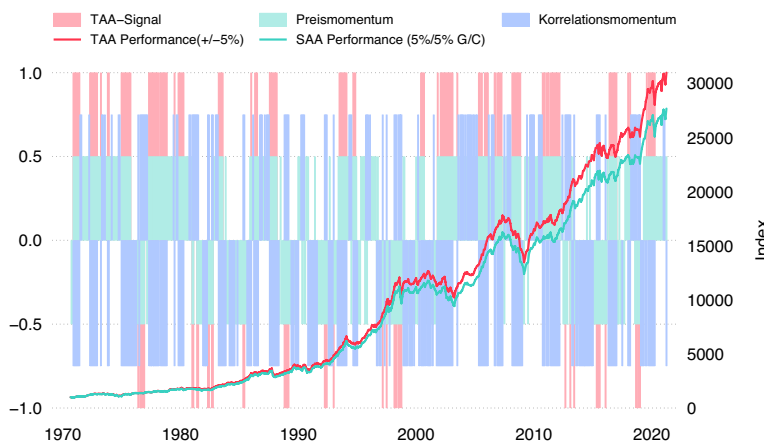
Abb. 4: Diversifikation als taktisches Signal: Korrelations- und Preismomentum

		Korrelationsmomentum	
		-	+
Preismomentum	+	Übergewicht Gold Positives Renditemomentum und Diversifikationsvorteil. Daher wird Gold Übergewichtet.	Neutral Reduzierter Diversifizierungsgewinn, aber immer noch positive Rendite. Neutrale Position.
	-	Neutral Diversifikationsgewinn, der etwas kostet. Neutrale Position.	Untergewicht Gold Renditemomentum ist negativ sowie Verlust der Diversifikation. Daher wird Gold untergewichtet.

5 Prozent über- bzw. untergewichtet, eine Out-performance von jährlich 23 Basispunkten bei ähnlicher Volatilität wie ein Portfolio ohne diese taktischen Positionierungen. Seit Januar 2020 beläuft sich die Outperformance sogar auf 44 Basispunkte. Trotz der Tatsache, dass das Signal mehrheitlich ein Übergewicht in Gold zulasten einer deutlich weniger volatilen Anlageklasse Aktien empfiehlt, erhöht sich die Volatilität nicht. Dieses Resultat ist beachtlich, unser Diversifika-

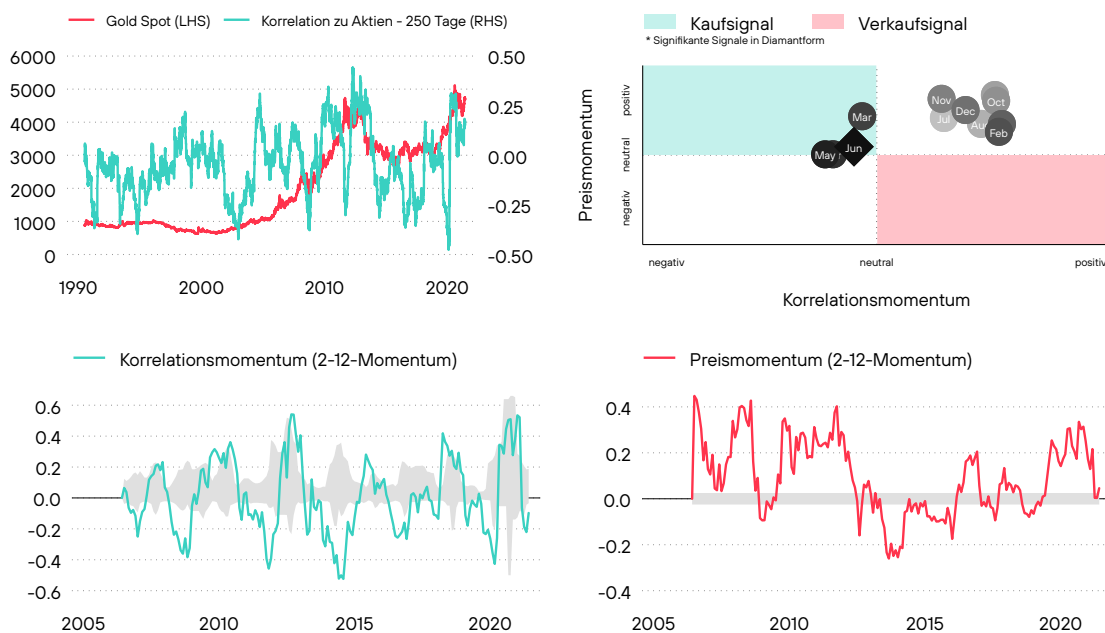
tionsmomentum scheint zu funktionieren. Trotz höherer Rendite und volatilerer Anlageklasse wird - dank dem Ausnutzen des angezeigten Diversifikationspotenzial - ein ähnliches Risikoprofil erzielt.

Abb. 5: Historische Performance



Das Signal auf 1 empfiehlt ein Übergewicht in Gold. Zeigt das Signal auf minus 1, dann wird ein Untergewicht signalisiert. Die türkisenen und blauen Balken widerspiegeln die darunterliegenden Momenta: das Preis- sowie das Korrelationsmomentum. Die rote Linie entspricht der Performance des Testportfolios mit taktischem Signal, während die türkisene Linie die Performance ohne taktisches Signal wiedergibt.

Abb. 6: Aktuelles Signal



Aktuell empfiehlt das Signal ein Übergewicht in Gold. Das Korrelationsmoment befindet sich ausserhalb unseres Bandes und das Preismomentum ist ebenfalls positiv.

Quelle: WPuls, Refinitiv

Rechtliche Hinweise

Diese Publikation wurde durch WPuls AG zusammengestellt und veröffentlicht. Sie dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offertenstellung, zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Die hierin enthaltenen Analysen basieren auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen könnten zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Einige Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten und/oder von allen Investoren erworben werden. Alle in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuften Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab. Alle Informationen und Meinungen sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Bei Illiquidität des Wertpapiermarkts kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort realisieren lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen Sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. Der Termin- und Optionenhandel ist mit Risiken behaftet. Die Wertentwicklung einer Anlage in der Vergangenheit stellt keine Gewähr für künftige Ergebnisse dar. Manche Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein. Bei einer Liquidation Ihrer Anlagewerte kann es vorkommen, dass Sie weniger zurückerhalten als Sie investiert haben, oder dass man Sie zu einer Zusatzzahlung verpflichtet. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder den Ertrag einer Anlage auswirken. Wir können nicht auf Ihre persönlichen Anlageziele, finanzielle Situation und Bedürfnisse im Rahmen dieser Publikation eingehen und empfehlen Ihnen deshalb, vor einer Investition in eines der in dieser Publikation erwähnten Produkte Ihren Finanz- und/oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuertechnischer – Auswirkungen zu konsultieren. Dieses Dokument darf ohne vorherige Einwilligung von WPuls AG weder reproduziert noch vervielfältigt werden. WPuls AG untersagt ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieser Publikation an Dritte. WPuls AG ist nicht haftbar für jegliche Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieser Publikation resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden.

Impressum

Herausgegeben von: WPuls AG, Zürich
Autorin: Katja I. M. Gisler, katja.gisler@wpuls.ch
Konzeption: WPuls AG, Zürich
Gestaltung: HEUSSERBISCHOFF, Zürich.

Redaktionsschluss: 14. Juni 2021