



## Geldpolitik ist entscheidend, nicht die Inflation



Claudia Windt,  
Goldanalystin  
Tel. 0 69/91 32-25 00

Lange schien Gold das Top-Investment in der Corona-Krise zu werden, zumal nun auch die Inflation mit einem Rekordtempo steigt. In diesem Jahr liegt Gold allerdings in der Verlustzone. Das Edelmetall leidet unter steigenden Nominalzinsen und der Konkurrenz von Dividentiteln. Anhand des realen Goldpreises lässt sich zeigen, dass die mit der Finanzkrise 2008 beginnende Fokussierung der Geldpolitik auf Finanzmarktstabilität den realen Goldpreis in Höhen befördert hat, die auch nach der Covid-19 Pandemie noch Bestand haben sollten.

Von seinem Rekordhoch mit 2.075 US-Dollar je Feinunze (1.749 €/Uz.) vor gut einem Jahr hat sich Gold merklich entfernt. Dabei gehörte das Asset aufgrund seiner Eigenschaft als sicherer Anlagehafen mit zu den Profiteuren der Pandemie. Noch im vergangenen Jahr zählte deshalb Gold mit einem Plus von knapp 25 % zu den Top-Anlagen. Doch mit der Aussicht auf Überwindung von Covid-19 verlor das Edelmetall an Glanz. Die Hoffnung auf eine kräftige Erholung der Weltwirtschaft – dank Impffortschritten und massiver fiskalischer Unterstützung – setzte dem Edelmetall zu, so dass es mit dem Preis stetig bergab ging. Der Start ins Jahr 2021 verhieß nichts Gutes, mit einem Quartalsverlust von 10 % lief es bislang nur 1982 glückloser. Zuletzt konnte sich Gold wieder knapp um die Marke von 1.800 \$/Uz. (1.521 €/Uz.) festigen, jedoch befindet es sich in diesem Jahr mit über -5 % immer noch in der Verlustzone.

### Gold: Seit einem Jahr eher glanzlos

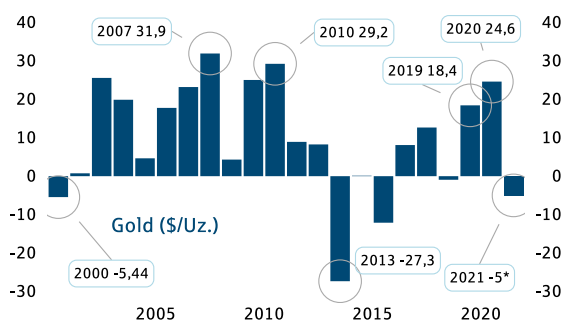
\$ bzw. € je Feinunze



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

### Kann 2021 noch ein positives Goldjahr werden?

Jährliche Kursrendite, %



\* Werte bis einschließlich 07.09.2021

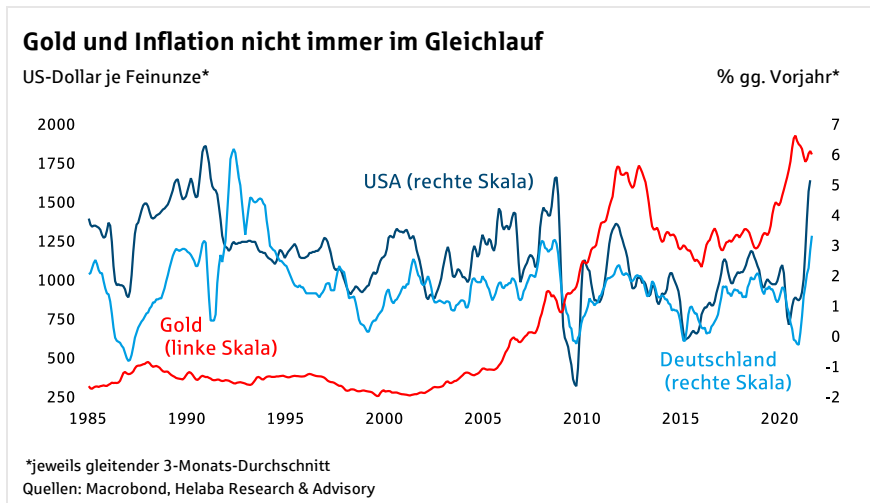
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Hauptbelastungsfaktor ist dabei die US-Geldpolitik. Wird die Fed mit einer baldigen Zinswende dafür sorgen, dass Staatsanleihen wieder in Konkurrenz zum zinslosen Gold treten können, womöglich gefolgt von der EZB? Im Frühjahr dieses Jahres bekam das Edelmetall dies deutlich zu spüren. Starke Wirtschafts- und Inflationsdaten lösten heftige geldpolitische Diskussionen aus, die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen sowohl in den USA als auch in Deutschland markierten mit 1,75 % und -0,1 % auf einem Jahreshoch. Für die 10-jährigen Bunds schien sogar die Nulllinie plötzlich greifbar. Gold sackte deshalb unter die Marke von 1.700 \$/Uz. ab. Doch es ist den Notenban-

ken – Fed sowie EZB – gelungen, die Inflations Sorgen der Anleger zu zerstreuen. Dazu tragen auch die Unsicherheiten um die Ausbreitung der Delta-Variante des Coronavirus bei. Die Pandemie ist noch nicht vorbei und der Beginn der neuen Normalität auf das Frühjahr 2022 verlegt. Deshalb bleiben Fed-Präsident Powell und EZB-Chefin Lagarde vorsichtig hinsichtlich eines baldigen Kursschwenks der Geldpolitik, zumindest bezüglich der Leitzinsen.

## Inflationsschutz ist als alleiniges Kaufargument nicht ausreichend

Die Inflation ist wieder da: Im Juli kletterte die US-Inflation auf 5,4 %. Dabei müssen die Amerikaner schon bis ins Jahr 2008 zurückblicken, um eine solche Teuerungsdynamik auszumachen. Die Ursachen dieses Preisauftriebs sind vielfältig und reichen vom starken Wirtschaftswachstum sowie dem Hochfahren der Produktion nach dem Lockdown, Lieferengpässen, hohen Rohstoffpreisen, Arbeitskräftemangel, einer extrem expansiven Fiskal- und Geldpolitik bis hin zu dem durch die Klimakrise notwendigen Investitionsschub, um die CO<sub>2</sub>-Belastung von Produktion und Konsum zu senken. Deshalb verwundert auch nicht der Sprung der deutschen Inflation auf zuletzt 3,9 %, wobei ein solcher Wert letztmalig vor 30 Jahren gesichtet worden ist. Indes ist damit nicht die Frage beantwortet, ob die Inflation gekommen ist, um zu bleiben. Aufgrund der vielen Faktoren, die auf einmal zusammentreffen, besteht zumindest ein Risiko, dass sich der Preisauftrieb in den kommenden Jahren auf einem erhöhten Niveau einpendelt. Dabei ist ein Wechsel des Inflationsregimes am Kapitalmarkt (noch) nicht eingepreist. Das zeigt sich nicht nur bei Gold, sondern auch bei Aktien und Immobilien.

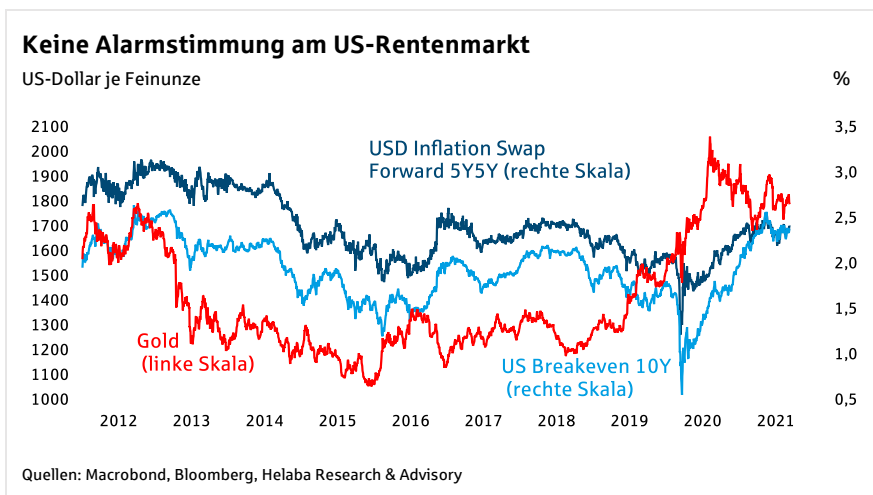


Traditionell gilt Gold als das Asset gegen Inflation, das Argument der Kaufkraftsicherung wiegt dabei meist schwerer als die Absicherung gegen Krisen. In den vergangenen beiden Jahren war es aber eher die Schutzfunktion als sicherer Anlagehafen, die den Goldpreis maßgeblich bestimmte. Das war vor allem dann der Fall, wenn an den Kapitalmärkten Wachstumsunsicherheit herrschte und demzufolge die Sorge vor Disinflation oder gar Deflation überwog. Anders ausgedrückt: In Zeiten hoher Risikoaversion werden Dividentitel gemieden. Dann legt die Volatilität an den Aktienmärkten zu und der Preis für Gold steigt. Diese Phase ließ sich in diesem Jahr kaum und schon gar nicht nachhaltig beobachten. Vielmehr geht es insbesondere für US-Aktien seit acht Monaten ununterbrochen nach oben, der VIX-Volatilitätsindex als Angstbarometer für den US-Aktienmarkt hat das ohnehin niedrige Niveau vor der Pandemie fast wieder erreicht. Der augenblickliche Bullenmarkt für US-Aktien ist für die jüngere Geschichte beispiellos, lediglich nach dem Zweiten Weltkrieg war die Dynamik höher. Kein Wunder, dass Gold in diesen Zeiten weniger nachgefragt wird. Umgekehrt überrascht die Robustheit der Aktienmärkte ebenso, wie dass das Edelmetall nicht stärker auf die jüngsten Inflationsschübe reagiert hat. Denn erstmals in der längeren Geschichte gibt es wieder zyklische und strukturelle Argumente, die ein nachhaltig höheres Inflationsniveau begünstigen. Sogar die EZB geht mittlerweile davon aus, dass die Teuerungsrate mittelfristig erhöht bleibt, auch wenn sie den gegenwärtigen Schub als temporär einstuft.

## Hoher Vertrauensvorschuss für die Geldpolitik am Kapitalmarkt

Die Inflation scheint den Privatanlegern derzeit mehr Sorgen zu bereiten als den Profis an den Finanzmärkten. Das zeigt sich vor allem in der hohen Nachfrage nach physischem Gold sowohl in den USA als auch im Euroraum und vor allem in Deutschland. In den USA wurden im ersten Halbjahr laut World Gold Council mit knapp 62 Tonnen fast doppelt so viele Goldmünzen und Barren gekauft wie im Jahr zuvor. Noch goldaffiner geht es nur in Deutschland zu, wo die Furcht vor einer Geldentwertung quasi einer historisch gewachsenen Grundhaltung entspricht. Mit 90,5 Tonnen Gold in Barren und Münzen im ersten Halbjahr 2021 handelt es sich nicht nur um die größte Nachfrage in einer ersten Jahreshälfte seit 2009. Damit wurde auch der Rekordwert des Vorjahres getoppt. Deutschland ist damit „Europameister“ und hinter China weltweit auf Platz zwei.

Der aktuelle Gegensatz zwischen Aktien und Gold bzw. zwischen Risikoneigung und Risikoaversion (als Ausdruck der hohen physischen Goldnachfrage) unter den Anlegern ist gegebenenfalls ein erstes Indiz, dass der Vertrauensvorsprung in die Geldpolitik noch dem ein oder anderen Belastungstest unterworfen wird. Im Augenblick ist es eher ein Bekenntnis, wie beeindruckend die Kommunikationsstrategie der Notenbanken funktioniert hat bzw. wie dankbar diese an den Finanzmärkten aufgenommen wurde. So ist es allen voran der Fed gelungen, die Rentenanleger von der temporären Natur der Inflation zu überzeugen. Das zeigt sich daran, dass die am Markt gehandelten Inflationserwartungen der Anleger nach einer ersten deutlichen Reaktion im Frühjahr nun wieder zurückgekommen sind, trotz rekordhoher Inflationswerte. Am US-Rentenmarkt werden die Inflationserwartungen der Marktakteure abgebildet und gehandelt. Sie geben ein genaueres Bild über die von Investoren in der Zukunft erwartete Inflation, als es die tatsächliche Teuerungsrate widerspiegelt.



Zwar wird auch an den Kapitalmärkten mit einer höheren Inflation gerechnet. Die Erwartungen liegen aber weit unter der aktuellen Inflation von 5,4 %. Der US-Inflationsswapsatz (5J/5J) betrug zuletzt knapp 2,4 %, nach 2,1 % im Vorjahr. Allerdings war das Niveau 2012 und 2013 mit durchschnittlich 3 % sogar ausgeprägter. Nach dem Einbruch im vergangenen Jahr sprang zog die 10-Jahres-Breakeven-Inflation in den USA zwar auf 2,3 % und erreichte das

höchste Niveau seit 2012. Doch fällt die Reaktion des Goldpreises auf die tatsächliche Inflation ähnlich verhalten aus wie die Erwartungen am Rentenmarkt. Der Sprung des Edelmetalls auf das Rekordhoch 2020 fällt vielmehr mit dem Tief der Inflationserwartungen zum Hochpunkt der Pandemie zusammen. Insgesamt könnte dies ein Indiz dafür sein, dass die Profis am Rentenmarkt ebenso davon ausgehen, dass der Inflationsanstieg nur vorübergehend ist.

Vielleicht liegt das aber auch daran, dass sich der Wechsel in ein anderes Inflationsregime nur sehr langsam vollzieht. Es braucht Zeit, bis sich eine als dauerhaft erachtete Teuerung durch die Preisbildung der Wirtschaftssubjekte arbeitet. Das gilt für Unternehmen und private Haushalte. Was passiert also, wenn sich die Inflation nicht beruhigt oder auf einem erhöhten Niveau etabliert? Schlägt dann die Stunde von Gold, weil es von vielen als Inflationsschutz wahrgenommen wird? Womöglich spielt die Beantwortung dieser Frage weniger eine Rolle, sondern welche Strategie für die Geldpolitik daraus abzuleiten ist. Ist es im Extrem vorstellbar, dass sich die Geschichte wiederholt und ein Notenbankchef mit kräftigen Leitzinsanhebungen die Inflation und die Wirtschaft in die Knie zwingt, so wie es 1980 US-Notenbankchef Paul Volcker tat? Das darf bezweifelt werden.

### Gold im Gefolge des geldpolitischen Inflationsregimes

Für Anleger ist Gold ein schwieriges Asset, da es keinen Ertrag abwirft. Ein Gewinn lässt sich nur erzielen, wenn es in Zukunft zu einem höheren Preis verkauft werden kann, abzüglich der Opportunitätskosten. Zu den Bestimmungsfaktoren des Goldpreises sollte demnach mindestens das allgemeine Preisniveau gehören: Wenn die Teuerung in einer Volkswirtschaft steigt, ist aus fundamentaler Sicht auch ein Preisanstieg von Gold gerechtfertigt. Der Nominalpreis sagt allerdings nichts über die künftigen Preiserwartungen aus. Hier könnte der reale Goldpreis hilfreich sein. Diesen erhält man, indem die Nominalwerte um den Inflationsindex bereinigt werden. Im historischen Kontext könnte dieser als Maß für die künftigen Preiserwartungen bzw. geldpolitischen Erwartungen dienen, quasi als ein „geldpolitischer Inflationsseismograf“.

Seit Anfang der 70er Jahre gab es beim realen Goldpreis drei Spitzen, die auch mit einer erhöhten Inflation einhergingen: 1980, 2012 und 2020. In realer Rechnung, also ausgedrückt in heutigen Preisen, hat der Anleger in allen drei Jahren mit gut 350 US-Dollar je Feinunze annähernd das gleiche gezahlt bzw. erhalten. Der Realpreis von

Gold ist zurzeit immer noch in Reichweite seiner drei Preisspitzen. Was aber diese drei wesentlich voneinander unterscheidet, ist der geldpolitische Umgang mit der erhöhten Inflation. Aus den jüngsten realen Goldpreishochs lässt sich eine Erwartung der Anleger an die geldpolitische Zukunft sowie das künftige Inflationsregime ablesen.

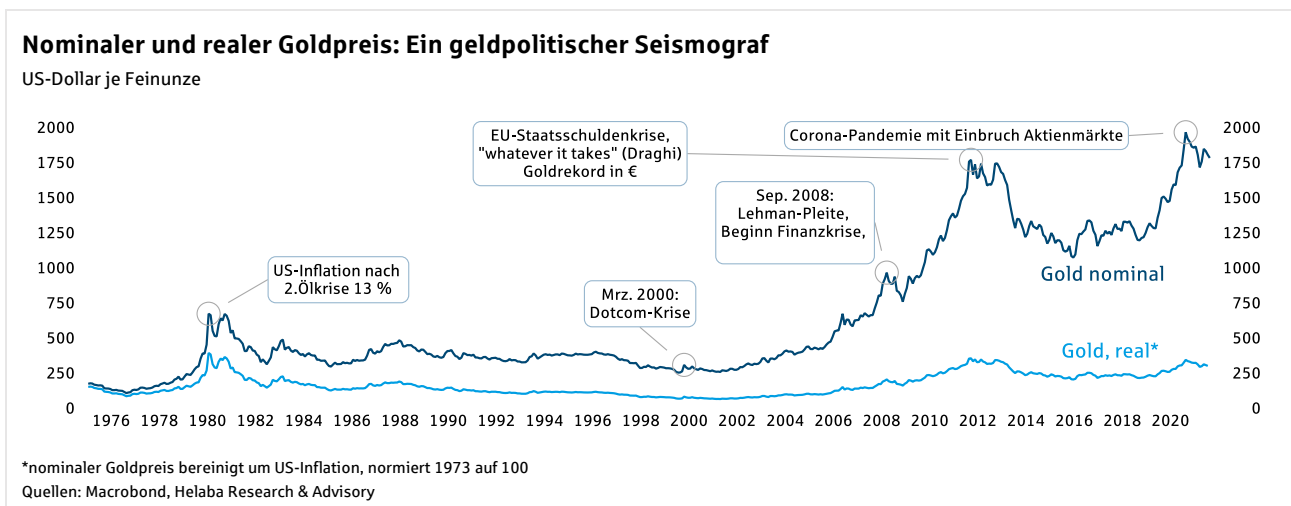
Paul Volcker wurde 1979 zum 12. Präsidenten der US-Zentralnotenbank Fed ernannt. Als Anhänger der klassischen Geldtheorie (sog. Monetarismus) war er davon überzeugt, dass die Notenbank mit der Höhe der Geldmenge auch die Inflation festlegt. Vor 50 Jahren kam es mit dem Wegfall der Goldpreisbindung des US-Dollars sowie der sukzessiven Legalisierung des Golderwerbs für Private zum ersten deutlichen Sprung des Goldpreises. Dieser fiel

*When people begin anticipating inflation, it doesn't do you any good anymore, because any benefit of inflation comes from the fact that you do better than you thought you were going to do.*

Paul Volcker

zusammen mit einer nie dagewesenen Inflation, auch als Folge der zweiten Ölpreiskrise 1979. Sie kletterte in der Spitze bis auf knapp 15 %. Fed-Chef Volcker schaffte es binnen kurzer Zeit, diese bis auf 3 % zu drücken. Dies gelang, indem die Fed die US-Leitzinsen bis auf heute unvorstellbare 20 % anhob und damit eine schwere Rezession in Kauf nahm. Diese „Mutter aller Inflationsschlachten“ ist als „Volcker-Schock“ in die Geschichtsbücher eingegangen.

Gleichzeitig hat Volcker damit die Tür für Gold lange Zeit geschlossen, quasi in den Dornröschenschlaf versetzt. Der Goldpreis brach ein und es sollte 30 Jahre dauern, bis das Edelmetall nominal wieder den Wert von 1980 erreichte, mit 852 US-Dollar je Feinunze. Dazu hat es das Platzen der US-Immobilienblase sowie den Beginn der Finanzkrise bedurft. Der Zeitraum zwischen 1980 und 2008 könnte als das Erbe von Volcker betrachtet werden: Die Notenbanken steuerten die Geldmenge, so dass eine relative Inflationssicherheit verbunden mit einer hohen Reputation das Asset Gold uninteressant machten.



Mit der Finanzkrise 2008 endete diese stabile Phase recht abrupt und das Edelmetall wurde aus seinem „Dornröschenschlaf“ geweckt. Die Notenbanken waren gezwungen sich neu auszurichten – an die Stelle der Bekämpfung von Inflation trat die Abwehr von Deflation. Eine geldpolitische Antwort auf die Finanzkrisen war das Bereitstellen von immenser Liquidität, der Kauf von Staatsanleihen sowie eine Nullzinspolitik. Dieser Regimewechsel leitete die Wende für Gold ein. Er sorgte zunächst unabhängig vom Preisniveau dafür, dass das Edelmetall 2012 und dann 2020 an sein reales Preishoch aus dem Jahr 1980 anknüpfen konnte.

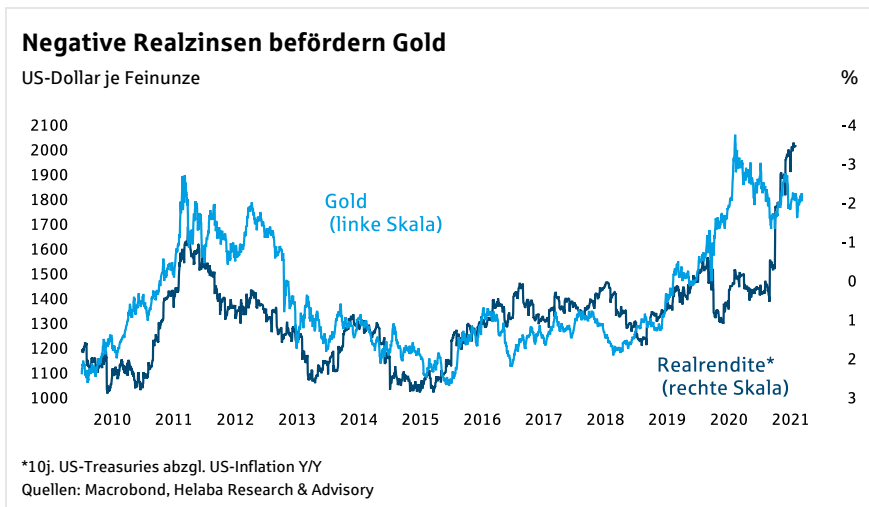
Zwischen den Hochphasen war kein Absacken auf alte Tiefs zu beobachten. Vielmehr scheint der Goldpreis eine Art geldpolitische Prämie erhalten zu haben. Dieser Aufschlag dürfte Bestand haben, denn schon 2012 deutete sich etwas an, was in der laufenden Krise noch mehr Kontur gewonnen hat: Die Geldpolitik findet keinen Exit zur neuen Normalität, von einem strukturellen Kurswechsel zurück zur klassischen Geldpolitik ganz zu schweigen. Die Entwicklung des realen Goldpreises in den letzten Jahren ist das Ergebnis einer Geldpolitik, die sich eher an den Erfordernissen der Finanzmarktstabilität und weniger an der Preisstabilität ausrichtet. Somit dürfte die Geldpolitik auch in den kommenden Jahren tendenziell expansiv in Relation zu Wachstum und Inflation bleiben, unabhängig von der Einleitung der Zinswende. Ein struktureller Einbruch dürfte vermieden werden, d.h. der Goldpreis sollte in

den kommenden Jahren das erhöhte „Finanzmarktkrisenniveau“ halten können, auch wenn es im Umfeld eines Taperings oder gar einer Zinswende holprig werden könnte.

**Gold bleibt ein wertvolles Asset, nicht nur in unsicheren Zeiten**

Für die nächsten Monate aber wird weiterhin das Realzinsniveau für die Richtung des Goldpreises entscheidend

sein, das aufgrund der geldpolitischen Pandemiebekämpfung negativ bleibt. Gold sollte deshalb als Sachwertalternative neben Aktien und Immobilien bestehen können. Die hohe Inflation zusammen mit dem niedrigen Zinsniveau hat den Realzins tief in den negativen Bereich gedrückt, so dass sich der Goldpreis im Seitwärtsband zwischen 1.800 und 2.000 US-Dollar je Feinunze (1.440 und 1.600 Euro je Feinunze) bewegen wird. Ob im Zuge dessen zumindest temporär das Rekordhoch von 2.075 \$/Unze



überwunden werden kann, ist angesichts der bestehenden Risiken nicht unwahrscheinlich. Denn Unsicherheiten wird es in den kommenden Monaten genug geben, die nicht nur von der Inflation herrühren. So besteht mit der Ausbreitung der Delta-Variante das Risiko eines konjunkturellen Rückschlags, was Gold als sicheren Anlagehafen

Preis / Feinunze	aktuell*	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22
Gold in Euro	1.516	1.600	1.600	1.600	1.440
Gold in US-Dollar	1.796	2.000	2.000	2.000	1.800

\* 07.09.2021  
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

ins Spiel brächte. Das wäre auch bei zunehmenden geopolitische Risiken der Fall. Des Weiteren drohen am Kapitalmarkt Rückschläge: Das Bewertungsniveau ist insbesondere bei Aktien sehr

exponiert, so dass es über kurz oder lang zu einer Korrektur kommen müsste. Davon würde Gold deutlicher profitieren können. Auch wenn aus dem Edelmetall niemals eine Ertragskanone wird, so bleibt es auf jeden Fall ein wertvolles Asset, nicht nur für unsichere Zeiten.



Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:

<https://news.helaba.de/research/>

## Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:

Dr. Stefan Mitropoulos

Verantwortlich:

Dr. Gertrud R. Traud

Chefvolkswirtin /

Head of Research & Advisory

Neue Mainzer Str. 52-58

60311 Frankfurt am Main

Tel. 0 69/91 32-20 24

Internet: <http://www.helaba.de>

## Disclaimer

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.