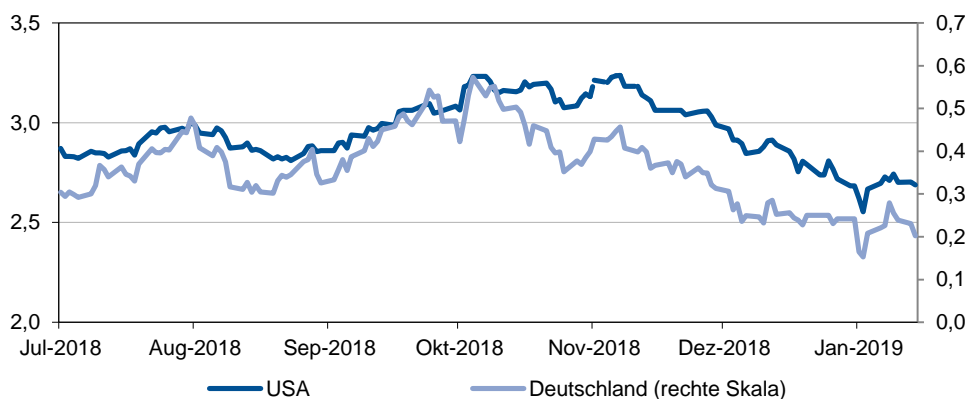


Dr. Klaus Bauknecht  
[klausdieter.bauknecht@ikb.de](mailto:klausdieter.bauknecht@ikb.de)

## Risiken drücken Renditen und stärken Goldpreis

Schon seit geraumer Zeit belastet ein hohes Maß an Unsicherheit die Finanzmärkte. Politische Entwicklungen wie die US-Handels- und -Außenpolitik oder der Brexit sowie die Schuldendynamik wichtiger Wachstumsmärkte mindern das Unternehmer- und Investorenvertrauen. Diese Belastungen haben sich in den letzten Wochen infolge schwacher Konjunkturdaten noch verstärkt. An den Märkten nahm die Risikoaversion deutlich zu, was sich unter anderem in einer Korrektur der Anleihemärkte niederschlug. 10-jährige US-Renditen sind von einem Niveau von 3,15 % Anfang November 2018 auf aktuell 2,7 % gesunken. Auch die deutschen Renditen haben sich von ihrem Höchststand von 0,46 % im November 2018 deutlich verabschiedet. Insgesamt deuten die Anleihemärkte auf eine eher trübe Konjunkturentwicklung hin. Jüngste Aussagen der Fed festigen zudem die Erwartung, dass kurzfristig weitere Zinsanhebungen in den USA nicht unbedingt zu erwarten sind. Auch die EZB deutet an, dass sich die Zinsanhebung hinziehen könnte.

Abb. 1: Renditen 10-jähriger Staatsanleihen; in %



Quelle: Bloomberg

In einem unsicheren Umfeld fokussieren sich Anleger auf Vermögensklassen, die einen „sicheren Hafen“ darstellen; hierzu zählt Gold. Die Motivation liegt im Werterhalt des Vermögens, der bei eskalierender Inflation oder einem realwirtschaftlichen Einbruch gefährdet ist. Deshalb ist der Goldpreis parallel zu den sich aufbauenden konjunkturellen Unsicherheiten sowie dem jüngsten Rückgang der Renditen um rund 100 US-Dollar auf rund 1.300 US-Dollar angestiegen. Noch ist dieser Zuwachs innerhalb der seit 2016 generell gültigen Bandbreite von 1.100 bis 1.350 US-Dollar je Feinunze als nicht außerordentlich hoch einzuschätzen, und er signalisiert eher eine generelle Volatilität als eine Trendwende.

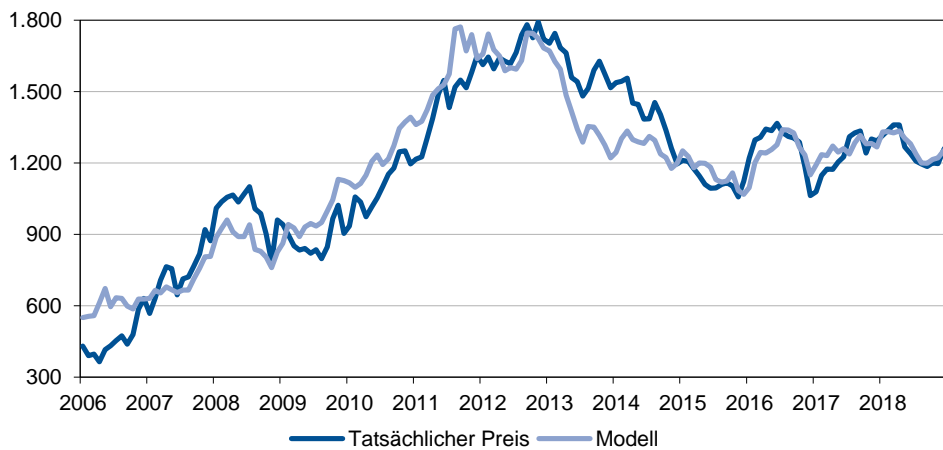
Nach Einbruch der Finanzkrise 2008/09 hatte sich der Goldpreis von rund 800 US-Dollar auf fast 1.800 US-Dollar je Feinunze mehr als verdoppelt. Ursache für den extremen Preisanstieg war damals die starke Verunsicherung, welche die globalen Implikationen von nicht bewertbaren toxischen Assets spiegelte. Das aktuelle Umfeld ist selbst bei einer konjunkturellen Eintrübung ein anderes. Nicht berechenbare Risiken von komplexen strukturierten Finanzprodukten sind für die globale Real- und Finanzwirtschaft aktuell von geringerer Bedeutung. Deshalb sind auch Sorgen über eine bevorstehende Finanzkrise eher unangebracht, vor allem im Vergleich zu 2009.

## Aktuelle und historische Treiber des Goldpreises und Einschätzung

Es sind weniger Inflationsängste, die einen Goldpreisanstieg zur Folge haben, da sie notgedrungen auch zu höheren Renditen führen, die wiederum den Goldpreis unter Druck setzen. Empirische Analysen zeigen, dass vor allem sinkende Renditen und damit Konjunktursorgen dem Goldpreis Auftrieb verleihen. Egal, ob der Zeitraum von 2015 bis Ende 2018 mit einem relativ stabilen Verlauf des Goldpreises oder eine längere Phase (2000 bis 2019) betrachtet wird, die Treiber des Goldpreises erweisen sich als eindeutig: Neben dem Wert des US-Dollar sind es die US-Inflationsrate sowie 10-jährige US-Renditen: Sinkende reale Renditen – nominale Renditen fallen oder die Inflation legt zu – erhöhen die Attraktivität von Gold.

Nachlassende Aktienindizes bzw. sich ausweitende Kreditaufschläge mögen ebenfalls zu einem Anstieg des Goldpreises geführt haben, allerdings nicht mehr in den letzten Jahren. Ob auch eine eskalierende Sorge über den Werterhalt des Vermögens bzw. die Stabilität des Finanzsystems zu einem Anstieg des Goldpreises führen, ist empirisch schwer nachzuweisen. Ähnliches gilt hinsichtlich einer Überreaktion bzw. eines „Herdenverhaltens“ an den Märkten infolge einer sich aufbauenden Panik. Da jedoch aktuell von keiner mit 2008/09 vergleichbaren Finanzkrise auszugehen ist, spielen diese Aspekte aktuell eine untergeordnete Rolle. In Abb. 2 wird deutlich, dass der Goldpreis in jüngster Zeit kaum von der Modellschätzung abweicht.

Abb. 2: Goldpreis in US-Dollar je Unze



Quellen: Bloomberg; IKB-Berechnung

Auf Basis des aktuellen Niveaus von US-Dollar, US-Renditen sowie US-Inflation (Dezember-Wert 2018: 1,95 %) liegt der fundamentale Goldpreis gemäß IKB-Modell derzeit bei rund 1.280 US-Dollar je Feinunze. Haupttreiber des jüngsten Anstiegs ist der Rückgang der US-Renditen, der für eine Erhöhung des Goldpreises um fast 70 US-Dollar je Feinunze verantwortlich ist. Das Sinken der Inflationsrate von 2,5 % im Oktober auf 1,95 % im Dezember würde hingegen für eine Verringerung des Fundamentalwertes des Goldpreises von ca. 10 US-Dollar je Feinunze sprechen.

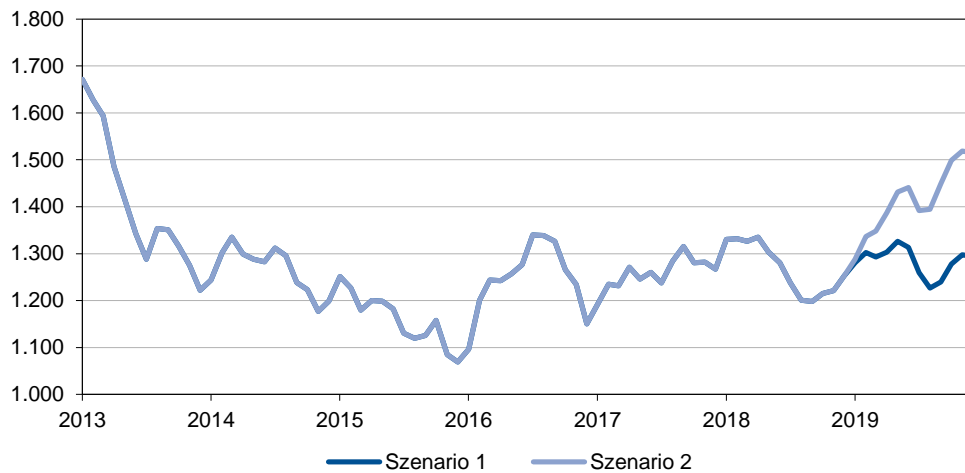
### Ausblick für 2019

Kurzfristig scheint das Konjunkturrisiko eher nach unten gerichtet zu sein, was dem Goldpreis bei erneut und weiter sinkenden US-Renditen kurzfristig weiteren Auftrieb geben könnte. Allerdings sollte die US-Inflation, die 2018 bei 2,4 % lag und die sich 2019 auf 2,1 % reduzieren dürfte, auf den Goldpreis dämpfend wirken. Stabile Lohnstückkosten dürften dafür sorgen, dass sich trotz niedriger Arbeitslosenquote keine Lohn-/Inflationsspirale in der Euro-Zone oder in den USA bildet. Zudem mindert die sich abkühlende globale Konjunktur weltweit den Druck auf Erzeugerpreise. Auch dürften hohe Schuldenquoten und eine sich daraus ergebende schwächere Nachfrage auf Sicht zu keinem bedeutenden Inflationsanstieg führen. Zwei Szenarien zieht die IKB für dieses Jahr in Betracht:

- Szenario 1: Die US-Konjunktur erweist sich als relativ stabil, und die Fed hebt die Zinsen ein weiteres Mal an. US-Renditen steigen im Verlauf von 2019 wieder an und erreichen zum Jahresende ein Niveau von ca. 3 %. Die Inflationsrate beträgt 2,1 % im Jahr 2019, und der US-Dollar erweist sich als relativ stabil.
- Szenario 2: Die US-Konjunktur enttäuscht. Zinssenkungen der Fed sind dann nicht auszuschließen. US-Renditen sinken auf ca. 2 % zum Jahresende 2019. Die Inflationsrate beträgt im Schnitt nur 1,8 %, und der US-Dollar wertet im Verlauf des Jahres um rund 5 % ab.

Der Goldpreis würde nur bei stark fallenden US-Renditen und einem abwertenden US-Dollar deutlich ansteigen. Diese Konstellation ist nicht völlig unplausibel, vor allem, wenn die Fed eine frühe Zinssenkung in Betracht zieht. Das Zinsdifferenzial zur Euro-Zone und anderen Ländern würde sich dann schneller einengen und den US-Dollar unter Druck setzen. Eine Eskalation der Unsicherheit wie in der Finanzkrise 2008/09 wird allerdings selbst im Falle einer konjunkturellen Eintrübung nicht erwartet. Im Szenario 2 könnte der Goldpreis um weitere 200 US-Dollar pro Feinunze ansteigen, während im Szenario 1 das Aufwertungspotenzial weitgehend ausgeschöpft ist.

Abb. 3: Goldpreis in US-Dollar je Unze



Quellen: Bloomberg; IKB-Berechnung

**Fazit:** Aktuell sind es nicht Inflationssorgen, die den Goldpreis nach oben treiben, sondern Konjunkturrisiken, die wiederum die Renditen negativ beeinflussen. Enttäuscht die US-Konjunktur im Jahr 2019 und sieht sich die Fed nicht in der Lage, die Zinsen weiter anzuheben, wird dies den Goldpreis weiter stützen, auch wenn die Inflationsrate eher nach unten überraschen sollte.

Ein eskalierender Anstieg des Goldpreises ist im aktuellen Umfeld eher nicht zu erwarten. Erweist sich die US-Konjunktur zudem als relativ stabil, ist das Aufwertungspotenzial des Goldpreises bereits ausgeschöpft.

Disclaimer:

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG Entscheidungen über ihre Geldanlage und die Inanspruchnahme von Wertpapier(neben)dienstleistungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder eine (i) Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung oder (iii) eine Einladung zur Zeichnung oder (iv) ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Es wird darauf hingewiesen, dass die steuerliche Behandlung einer Transaktion von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängt und künftigen Änderungen unterworfen sein kann. Stellungnahmen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

**Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.**

Bei der Unterlage handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse i.S.d. Art. 36 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 oder Empfehlung i.S.d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 Verordnung (EU) 596/2014.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Werbemitteilung ist untersagt. Die Verwendung oder Weitergabe der Unterlage in jeglicher Art und Weise an Dritte (z.B. Geschäftspartner oder Kunden) für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf  
Wilhelm-Bötzkes-Straße 1  
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research  
Telefon +49 211 8221-4118

18. Januar 2019  
Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG  
Rechtsform: Aktiengesellschaft  
Sitz: Düsseldorf  
Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130  
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick  
Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann  
Vorstand: Claus Momburg, Dr. Jörg Oliveri del Castillo-Schulz, Dirk Volz