



Autor: Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Editor: Patrick von der Ehe
patrick.ehe@ikb.de

Fazit: Der jüngste Anstieg des Goldpreises ist vor allem auf die Erwartung von erneut sinkenden US-Renditen zurückzuführen. Eine weitere Erhöhung setzt also ein Szenario voraus, bei dem die Fed angesichts einer unsicheren Konjunkturentwicklung noch länger stillhält bzw. US-Renditen wieder deutlich sinken lässt, während die Inflation auch aufgrund von fiskalischer Stimulierung weiter ansteigt.

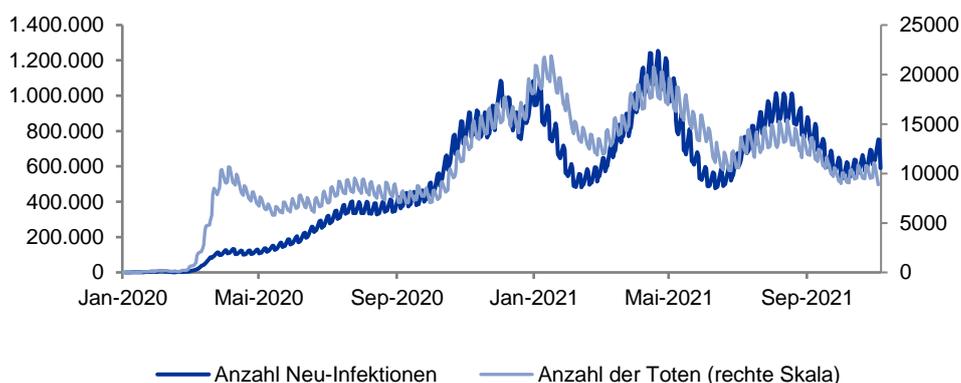
Dieses Szenario ist jedoch nur bei einem weitreichenden US-Lockdown vorstellbar. Auch wenn das nicht völlig ausgeschlossen werden kann, sehen wir insgesamt eher Abwärts- als Aufwärtsrisiken für den Goldpreis. Aktuell liegt er deutlich über der aktuellen Fair-Value-Schätzung der IKB.

Steigende Unsicherheit lässt Goldpreis ansteigen, ...

Der Inflationsdruck nimmt weltweit weiter zu, und die Prognosen für 2022 werden fast monatlich angepasst. Zwar erwarten die meisten Experten nach wie vor, der Preisanstieg sei vorübergehend bzw. nicht nachhaltig, da die Rohstoffpreiserhöhungen und Lieferengpässe temporär seien und keine anhaltenden Preisschübe mit sich bringen würden. Die Sorge vor Zweitrundeneffekte steigt jedoch angesichts einer weiterhin außerordentlich expansiven Geldpolitik auf beiden Seiten des Atlantiks.

In Anbetracht steigender Infektionszahlen kommen weitere Sorgen hinzu. Wird die sich abzeichnende aktuelle Corona-Welle zu zusätzlichen Preisschüben führen? Denn die Fiskalpolitik in den USA und der Euro-Zone sollte auch im Jahr 2022 eher expansiv ausgerichtet bleiben, die Wachstumsdynamik dürfte weiterhin unter anhaltender Unsicherheit und Lieferproblemen leiden. Reduziert sich das Potenzialwachstum infolge der Pandemie, was bei gleicher Nachfrage für ein voraussichtlich höheres neutrales Zinsniveau sorgen würde? Und was werden all die Euros bewirken, die die EZB über ihre Geldmenge M3 in Umlauf brachte?

Abb. 1: Welt: tägliche Corona-Neu-Infektionen und Anzahl der Corona-Toten*



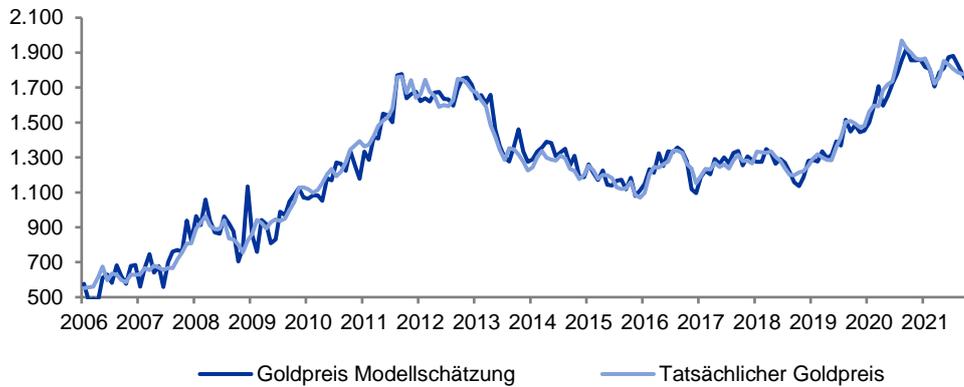
Quelle: Bloomberg; *gleitender 7-Tagedurchschnitt

Selten war der Inflationsausblick bzw. die zu erwartende Geldpolitik so unsicher wie aktuell – trotz definierter, wenn auch oftmals angepasster Inflationsziele aller bedeutenden Notenbanken. Dies spiegelt sich auch in der jüngsten Entwicklung des Goldpreises: Lag er Anfang November 2021 bei rd. 1.780 US-Dollar pro Unze, so ist er inzwischen um rund 5 % auf 1.860 US-Dollar angestiegen. Ist dies der Anfang einer deutlichen Korrektur nach oben?

Die Antwort liefert der zu erwartende Verlauf von US-Inflation, US-Dollar-Wechselkurs und vor allem der 10-jährigen US-Renditen. Inflationserwartungen zeigen eine hohe Korrelation mit der tatsächlichen Inflation. Eine steigende Inflation sorgt deshalb für zunehmende Inflations Sorgen und damit für Auftrieb beim Goldpreis. Erhöhen sich jedoch infolge des Inflationsanstiegs bzw. einer reagierenden Fed auch die US-Renditen, wirkt sich dies negativ auf den Goldpreis aus. Der Anstieg der US-Renditen seit ihrem

Tiefpunkt Mitte 2020 hat somit die Verteuerung von Gold ebenso gedämpft wie der aufwertende US-Dollar-Wechselkurs. Die IKB nutzt ein Modell für den monatlichen USD-Goldpreis, das auf den beschriebenen Treibern basiert. Abb. 2 zeigt den Goldpreis sowie die Modellschätzung bis November 2021.

Abb. 2: Goldpreis in US-Dollar je Unze, tatsächlicher und geschätzter



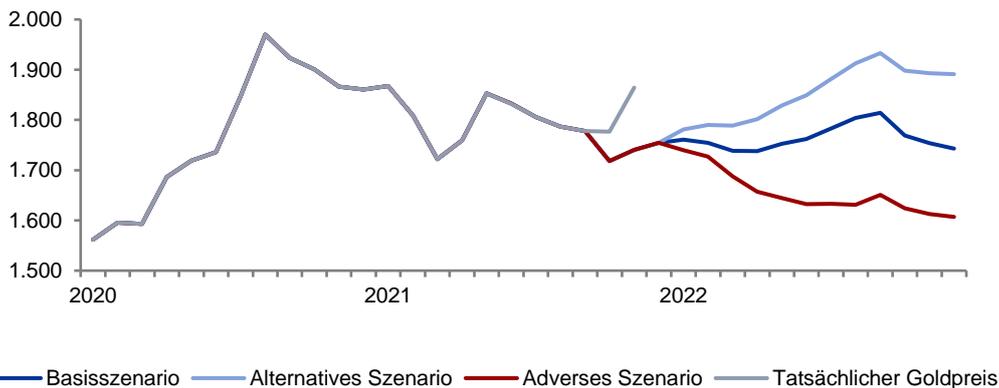
Quelle: Bloomberg; IKB-Modellschätzung

... doch wie plausibel sind die aktuellen Erwartungen des Goldmarkts?

Das IKB-Goldpreismodell zeigt, der aktuelle Goldpreis von 1.860 USD per Unze liegt über dem Fair-Value für November 2021 (USD 1.740) liegt. Was erwartet der Goldmarkt, und wieviel weiteren Raum gibt es nach oben? Wird der Fair-Value bei einer zögerlichen US-Notenbanken weiter ansteigen, oder ist es eher der Goldpreis, der korrigieren wird? Hierzu hat die KB mehrere Szenarien simuliert.

Im **Basisszenario** sinkt die US-Inflation im Verlauf von 2022, was allgemein erwartet wird. Die durchschnittliche Inflationsrate liegt in diesem Jahr bei 4,5 % und bei 3,6 % im Jahr 2022. Zum Jahresende 2022 läge sie im Basisszenario bei ca. 2 %. Die US-Renditen steigen in diesem Szenario Ende kommenden Jahres auf 1,8 % an, weil Ende 2022/Anfang 2023 eine Zinsanhebung der Fed erwartet wird bzw. eine Normalisierung der Geldpolitik. Bedeutende Zinsanstiege werden aufgrund der Konjunkturrisiken jedoch nicht erwartet, sodass der Renditeanstieg überschaubar ist. In diesem Szenario erhält der Goldpreis kaum Auftrieb. Der unter diesen Annahmen für das Jahr 2022 prognostizierte Goldpreis würde unter dem aktuellen Niveau liegen. Selbst eine nur moderate Anhebung der US-Renditen und ein sich stabilisierendes Konjunkturbild würden demnach ausreichen, den Goldpreis unter Druck zu setzen. Dies gilt selbst dann, wenn die Inflationsrate nach oben überrascht, vorausgesetzt, die Renditen reagieren darauf.

Abb. 3: Szenarien: Goldpreis in US-Dollar je Unze



Quelle: Bloomberg; IKB-Szenarien

Alternatives Szenario: In diesem Szenario steigen die Konjunkturrisiken erneut an. Eskalierende Infektionsraten und Gegenmaßnahmen belasten die Stimmung und verhindern eine sich grundsätzlich aufhellende Stimmung – auch wenn die reale Wirtschaft bei weitem nicht so in Mitleidenschaft gezogen wird wie im Jahr 2020. In diesem Fall sinken die US-Renditen erneut auf 1,3 % am Ende des Jahres 2022. Die geldpolitische Wende zieht sich somit hinaus. Die Inflationsrate verläuft kurzfristig höher und weitere

Überraschungen sind nicht auszuschließen. Der grundsätzliche Inflationsverlauf ist jedoch ähnlich wie beim Basisszenario. In einem Szenario erneut sinkender Renditen steigt der Fair-Value des Goldpreises deutlich an und erreicht oder überschreitet das aktuelle Niveau. Der derzeit steigende Goldpreis spiegelt die Erwartung von anhaltenden oder erneut sinkenden Renditen bzw. eine sich hinziehende geldpolitische Wende. Wird die USA infolge von Konjunkturrisiken zunehmend als „safe-haven“ gesehen und der US-Dollar-Devisenkurs wertet auf, würde dies jedoch den Goldpreis unter Abwärtsdruck setzen – zumindest den US-Dollar-Goldpreis.

Was ist, wenn die Inflationsrate nach oben überrascht und US-Renditen deutlicher reagieren? Steigt die Inflationsrate Ende des Jahre 2022 über 2,5 % und damit auf durchschnittlich über 4 % im Jahr 2022, wird sich der Druck auf die US-Renditen bzw. auf die Fed deutlich erhöhen. Der höhere Inflationsdruck im Jahr 2022 wäre dann zunehmend die Folge von Sekundäreffekten – etwa einer Lohn-Preis-Spirale –, die eine baldige Fed-Reaktion erwarten lassen würden. 10-jährige US-Renditen legen in diesem Szenario auf rund 2,5 % bis Ende 2022 zu. In diesem Szenario würde der Fair-Value des Goldpreises infolge klarer Schritte der Notenbank sowie steigender Renditen im Jahr 2022 deutlich sinken, siehe adverses Szenario in Abbildung 3.

Einschätzung der Goldpreisentwicklung

Ist die Fed-Politik weiterhin glaubwürdig, dann deutet der aktuelle Goldpreis auf eine Übertreibung hin. Nur eine anhaltend hohe Inflationsrate bzw. negative Konjunkturüberraschungen und damit ein Abwärtsdruck auf US-Renditen würden dem Goldpreis weiterhin Auftrieb geben. Es braucht also ein Stagflationsszenario, bei dem die Notenbank jeglichen Zinsanstieg auch am langen Ende verhindert, um die Konjunktur zu stützen, gleichzeitig aber die höhere Inflation selbst mittelfristig toleriert. Angesichts des Fokus der Fed auf die durchschnittliche Inflation ist eine solche Entwicklung nicht völlig von der Hand zu weisen. Ein nachhaltiges Stagflationsszenario benötigt allerdings anhaltendes Nachfragewachstum, was bei einer konventionellen Geldpolitik zu Zinsanhebungen führen sollte. So gehen wir davon aus, dass die Fed an der Zinsschraube drehen wird sobald sich die Inflationsrisiken als nachhaltig erweisen würden – unabhängig von der Entwicklung auf der Angebotsseite. Angesichts des niedrigeren Niveaus der US-Renditen ist in diesem Falle mit weiter steigenden US-Renditen zu rechnen – und somit mit Druck auf den Goldpreis. Es ist vor allem die Entwicklung der US-Renditen und weniger die Inflation, die für die Goldpreisentwicklung entscheidend ist.

Auch wenn kurzfristig der Goldpreis infolge von Inflationsschüben und einer noch zögerlichen Fed Auftrieb erfahren könnte, so sehen wir im Verlauf des Jahres 2022 kaum bedeutendes Anstiegspotenzial, sondern vor allem Abwärtsrisiken. Die Erwartung erneut deutlich sinkender US-Renditen ist erforderlich, um beim aktuellen Goldpreis noch signifikantes Anstiegspotenzial zu sehen. Wir sehen hierfür eine geringe Eintrittswahrscheinlichkeit – auch wenn die aktuelle Corona-Welle den US-Konjunkturausblick etwas dämpfen könnte. Die erwartete fiskalische Stimulierung im Jahr 2022 unterstützt diese Einschätzung.

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 auszugswise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

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

Dr. Klaus Bauknecht
Volkswirtschaft
Telefon +49 211 8221-4118

29. November 2021

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. Ralph Müller, Dr. Patrick Trutwein