

Goud als een strategische asset

Nog niet zoveel institutionele beleggers beleggen in goud. Toch wijst een aantal casestudies uit dat een allocatie van tussen de 4% en 15% naar goud de risico-rendementsverhouding van een portefeuille verbetert. Goud zou ook enige inflatiecompensatie kunnen bieden.

Door Harry Geels

Beleggingsportefeuilles met een combinatie van aandelen en obligaties hebben lange tijd goed gewerkt voor beleggers. Een groot deel van de goede rendementen van specifiek de afgelopen vijftien jaar is het gevolg van de maatregelen van centrale banken, zoals de ultralage rentetarieven en de kwantitatieve versoepeling. Maar nu de geopolitieke en inflatierisico's toenemen, de economische achtergrond zo onzeker is en de obligatierendementen laag zijn, is het logisch dat



beleggers hun traditionele denkwijze heroverwegen. De vraag is of goud, als veronderstelde 'veilige haven', nu een goede aanvulling is, in plaats van bijvoorbeeld staatsleningen.

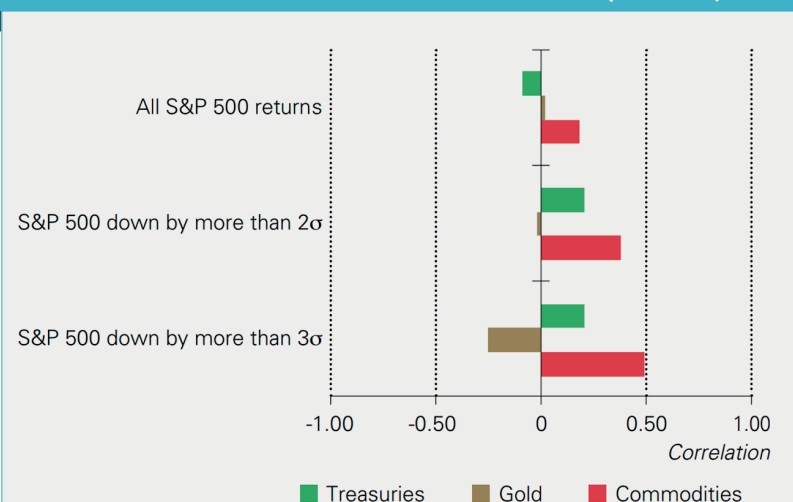
Staatsobligaties als diversificatiemiddel

Traditioneel boden vooral staatsobligaties de rol van buffer in onzekere tijden. Dit jaar is dat anders. Door de sterk opgelopen inflatie, de verwachtingen van de markt dat de centrale banken moeten verkrappen en de oorlog in Oekraïne hebben staatsleningen een van de grootste 'drawdowns' uit de geschiedenis laten zien. De combinatie van een instabieler inflatieklimaat en minder monetaire ondersteuning maakt het waarschijnlijk dat staatsleningen niet bij iedere nieuwe crisis weer voor demping gaan zorgen.

Uit onderzoek blijkt dat inflatie de aantrekkingskracht van obligaties als diversificatiemiddel verzwakt. Bij inflatieniveaus van lager dan 2% is de correlatie tussen wereldwijde aandelen en wereldwijde schatkistcertificaten negatief, waardoor diversificatie mogelijk is. Maar bij niveaus van meer dan 2% is deze negatieve correlatie veel minder significant.

De les die we hieruit kunnen trekken, is tweeledig. Ten eerste dat de neerwaartse druk op de obligatiekoersen nu potentieel veel groter is dan de opwaartse druk.

FIGUUR 1: CORRELATIE STAATSLENINGEN, GOUD EN GRONDSTOFFEN MET AANDELEN IN DRIE RENDEMENTSOMGEVINGEN (1973-2021)



Bronnen: Bloomberg, ICE Benchmark Administration, World Gold Council; Noot: berekeningen op basis van wekelijkse rendementen. Commodities betreft de Bloomberg Commodity Index. Bron: World Economic Council/ The relevance of gold as a strategic asset 2022

Ten tweede dat er geen garantie is dat obligaties en aandelen negatief met elkaar gecorreleerd zullen blijven, vooral gezien de inflatievooruitzichten.

Diversificatiekracht goud

De vraag is of goud in het huidige inflatoire klimaat een strategische aanvulling kan zijn. In Figuur 1 is de correlatie tussen obligaties, goud en grondstoffen met aandelen afgebeeld in drie rendementsomgevingen van aandelen. Op de lange termijn (hier sinds 1973) is er een licht positieve correlatie tussen aandelen, goud en grondstoffen, maar deze is vrij laag en voor goud bijna nul. Er is op de lange termijn een negatieve correlatie tussen staatsleningen en aandelen, namelijk -0,12. In omgevingen waarin aandelen het slecht doen (dalingen die respectievelijk buiten twee- of driemaal de standaarddeviatie vallen), wordt de correlatie met goud negatief, met de algemene stelregel: hoe slechter de aandelenmarkten, hoe negatiever de correlatie.

Er zijn nog twee opvallende conclusies. Ten eerste raken grondstoffen meer (positief) gecorreleerd met aandelen naarmate aandelen slechter presteren. Goud beweegt zich dus contrair ten opzichte van de brede grondstoffenmarkt. Ten tweede is de correlatie in slechte aandelenmarkten en met staatsleningen positief, al geldt hier niet de stelregel dat naarmate aandelen slechter presteren, de correlatie met staatsleningen positiever wordt.

Een alternatieve manier om de diversificatiekracht van goud te beoordelen, is door te kijken hoe goud het gedaan heeft in verschillende crises. Zie Figuur 2, waarin de elf grootste drawdowns in aandelen en de prestaties van aandelen, US Treasuries, VIX en goud getoond worden. In tien van de elf crises heeft goud een positief rendement opgetekend. Alleen tijdens het barsten van de 'dotcom bubble' kende goud een terugval van 7% (in dollars), wat overigens nog altijd veel minder was dan de teruggang van aandelen.

Het is ook interessant om te zien hoe goud het historisch doet als de markten van de bodems weer herstellen. Ook dan vallen de prestaties van goud niet tegen. In de bovengenoemde crises ging goud maar één keer hard onderuit in de peri-

'In tien van de elf crises heeft goud een positief rendement opgetekend. Alleen tijdens het barsten van de 'dotcom bubble' kende goud een terugval van 7% (in dollars).'

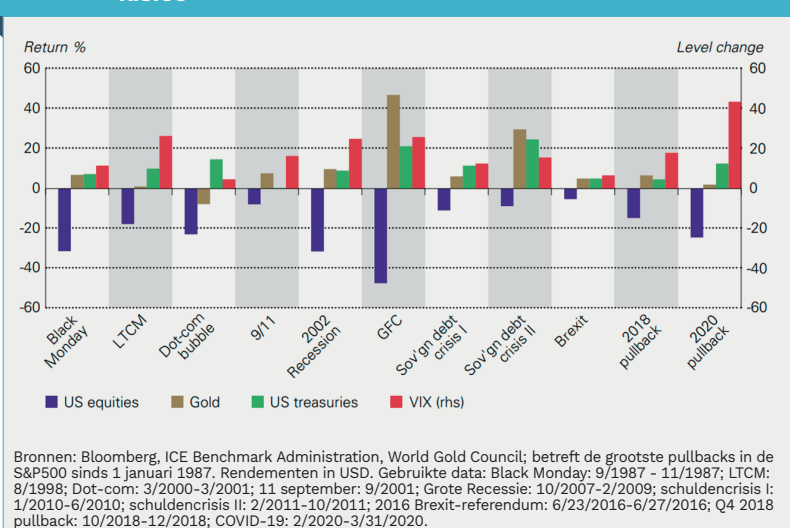
ode vanaf de bodem tot het 'breakeven point', oftewel het niveau waarop de grote daling volgde.

In de 'Post Black Monday period' ging goud ongeveer 20% onderuit. Daar staat tegenover dat goud ook tweemaal een enorme goede periode kende tijdens het herstel van een crisis. Zo ging goud in dollars 169% omhoog in de periode na de dotcom bubble en 70% in de periode na de Grote Financiële Crisis. In de andere gevallen deed goud niet zoveel.

Goud en inflatie

Nu de inflatie de afgelopen periode een hoge vlucht heeft genomen, maken mensen zich wellicht de meeste zorgen over de stijging van de kosten van hun levensonderhoud, die waarschijnlijk sneller zullen stijgen dan hun salaris. Mensen die aan het begin van hun 'beleggingscarrière' staan, zullen zich waarschijnlijk blijven richten op zakelijke waarden. Maar naarmate de pensioengerechtigde leeftijd nadert, zullen steeds meer men- ➤

FIGUUR 2: GOUD BEPERKT DE 'DRAWDOWNS'; AANDELEN, US TREASURIES EN GOUDRENDEMENTEN TIJDENS PERIODEN VAN SYSTEMATISCH RISICO



sen zich afvragen wat een hogere inflatie betekent voor hun pensioenpotjes en hoe hun beleggingsstrategie de reële waarde van hun vermogen kan beschermen.

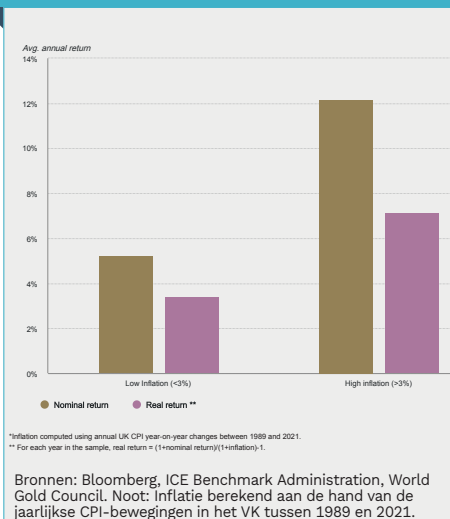
Figuur 3 laat zien wat het gemiddelde jaarrendement (nominaal en reëel) van goud is in periodes van lage (<3%) en hoge inflatie (>3%). In de getoonde periodes heeft goud het in tijden van hoge inflatie bijna driemaal zo goed gedaan als in tijden van lage inflatie.

Het is verder interessant dat de goudprijs bijna gelijke tred heeft gehouden met de groei van de geldhoeveelheid die de basis van inflatie vormt en bovendien meer neigde te stijgen naarmate de geldhoeveelheid sneller groeide. Toch is goud niet dé perfecte inflatiehedge. Ondanks dat goud het in periodes van hoge inflatie goed neigt te doen, zijn de betere prestaties instabiel. Sinds 1971 kan slechts 16% van de veranderingen in goudprijzen worden verklaard door veranderingen in de Amerikaanse CPI-inflatie.

Casestudies - De impact van strategische allocatie naar goud

Als we op basis van historische correlaties, scenariotesten en stresstesten concluderen dat goud als strategische allocatie in de portefeuille interessant kan zijn, kunnen we bijvoorbeeld op basis van een Markowitz-optimalisatie of een Monte Carlo-analyse bestuderen wat een ideale weging van goud is.

FIGUUR 3: GOUD PRESTEERT HISTORISCH GEZIEN GOED IN PERIODES VAN HOGE INFLATIE



‘Ondanks dat goud het in perioden van hoge inflatie goed neigt te doen, zijn de betere prestaties instabiel. Sinds 1971 kan slechts 16% van de veranderingen in goudprijzen worden verklaard door veranderingen in de Amerikaanse CPI-inflatie.’

Op basis van historische resultaten blijkt uit een Markowitz-optimalisatie van de World Gold Council van respectievelijk de afgelopen 2, 5, 10 en 20 jaar dat bij een 5%-allocatie naar goud in een portefeuille die verder bestaat uit 48% aandelen, 28% obligaties en 24% alternatieven (REITs, hedgefondsen, Private Equity en grondstoffen) dat over de verschillende perioden de gemiddelde jaarrendementen ongeveer gelijk blijven en dat de jaarvolatiliteiten gemiddeld met 0,5 procentpunt afnemen. Ergo: we zien iets hogere Sharpe-ratio's. Een iets grotere winst ontstaat bij de maximale drawdown, die over de verschillende historische periodes met 1 tot 2,4 procentpunt terugloopt.

De World Gold Council heeft ook een Monte Carlo-analyse (met 5.000 mogelijke portefeuilles) uitgevoerd op basis van het volgende scenario: een pensioendeelnemer met op 21-jarige leeftijd een startsalaris van 30.000, een jaarlijkse salarisverhoging van 2% en een pensioenbijdrage van 10%, rekening houdend met een pensioenleeftijd van 65 jaar, heeft tijdens de opbouwfase een traditionele aandelen/obligatieportefeuille en tijdens de uitkeringsfase een allocatie naar goud van 5%.

De distributie van de twee keer 5.000 portefeuilles (dus mét en zonder de allocatie naar goud) levert de conclusie op dat een 5% allocatie naar goud op de korte termijn tot iets lagere risico's leidt en op de lange termijn tot iets hogere rendementen, waarschijnlijk door minder 'volatility drain'.

Goud zorgt voor damping, wat zeker in de uitkeringsfase belangrijk is, omdat er bij een eventuele grote marktdaling weinig tijd over is voor herstel. ■

IN HET KORT

De diversificatiekracht van goud zit vooral in de negatieve correlaties met aandelen, met name in slechte aandelenklimaten.

In de tien laatste grote crises heeft goud positieve rendementen opgeleverd.

Goud heeft in het verleden in periodes van hoge inflatie (duidelijk) beter gepresteerd dan in tijden van lage inflatie, al kunnen veranderingen in de goudprijs maar voor 16% worden verklaard door veranderingen in de inflatie.

Uit een Markowitz-optimalisatie en Monte Carlo-analyses blijkt een 5% strategische toevoeging van goud het risico-rendementsprofiel van een portefeuille te verbeteren.