

Beleggen in goud

Investment Letter

Monetair anker en diversifier

De beleggingscategorie goud staat steeds meer in de belangstelling. Het rendement is de afgelopen jaren hoog geweest en de goudprijs staat op een hoog niveau ondanks de recente terugval. Toch beleggen maar weinig Nederlandse institutionele beleggers in goud.

Tegenstanders van beleggen in het 'gele metaal' vinden het geen echte belegging. Voorstanders zien goud als de ultieme veilige belegging. In deze Investment Letter schetsen we de karakteristieken van beleggen in goud, waarbij de voor- en nadelen in kaart gebracht worden.

Samenvatting

- Door de unieke kenmerken van goud verbetert het risico-rendementsprofiel van de totale beleggingsportefeuille.
- Goud vervult een unieke rol als diversifier en veilige haven binnen de beleggingsportefeuille.
- De lage correlatie met aandelen en obligaties verhoogt de Sharpe ratio van de totale beleggingsportefeuille.
- Goud presteert vooral goed bij lage of negatieve reële rentes en in stressscenario's.
- De meeste trends onderliggend aan het basisscenario Flags & Frictions zijn positief voor goud.
- Goud kent een aantal aandachtspunten en risico's.

“De belangrijkste bijdrage van goud ligt niet in het rendement, maar in diversificatie en bescherming tegen staartrisico's.”

Goud is geen reguliere grondstof

Goud neemt een uitzonderlijke positie in binnen het beleggingsuniversum. In tegenstelling tot andere grondstoffen wordt goud niet “verbruikt”. Vrijwel al het ooit gewonnen goud is nog aanwezig. Daarnaast kent goud een lange geschiedenis als betaalmiddel. De goudprijs wordt ook minder gedreven

AUTEURS



Maurice Geraets,
Senior Investment
Strategist



Coen van de Laar,
Senior Investment
Strategist



door cyclische economische groei dan andere grondstoffen. Waar olie of koper vooral worden gedreven door industriële vraag, wordt de goudprijs primair bepaald door de vraag van beleggers en centrale banken. Daarmee functioneert goud eerder als een monetair anker dan als een klassieke grondstof. Voor beleggers betekent dit dat goud gezien kan worden als een aparte beleggingscategorie met een eigen portefeuillerol. Ondanks dat goud een zeer lange historie kent, is het jaar 1971 een belangrijk kantelpunt.

Fundamentele breuk in het monetaire systeem

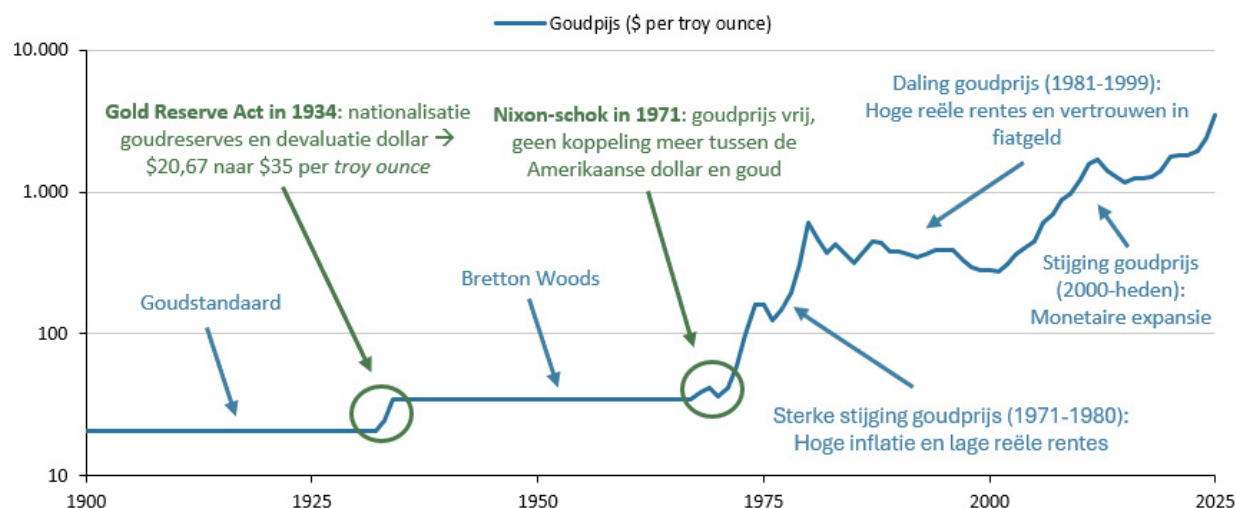
In augustus 1971 kondigde de Amerikaanse president Richard Nixon aan dat de Verenigde Staten de Amerikaanse dollar niet langer tegen een vaste koers in goud zouden inwisselen, de zogeheten Nixon-schok. Tot dat moment gold het Bretton Woods-systeem (1944–1971), waarin de Amerikaanse dollar tegen een vaste prijs van \$35 per troy ounce inwisselbaar was voor goud en andere valuta's aan de dollar waren gekoppeld. De dollar fungeerde daarmee feitelijk als wereldreservemunt binnen een vast wisselkoers-systeem. Nixon beëindigde deze koppeling omdat de Amerikaanse goudreserves onvoldoende waren om de uitstaande dollars te dekken. Met het loslaten van de goudkoppeling ontstond het huidige systeem van zwevende wisselkoersen. Deze breuk wordt gezien als structureel: geld is sindsdien volledig gebaseerd op vertrouwen, zonder intrinsiek anker. Dit maakt fiatgeld gevoelig voor monetaire financiering die het vertrouwen kan ondermijnen.

Rendement en risico: sterk regime-afhankelijk

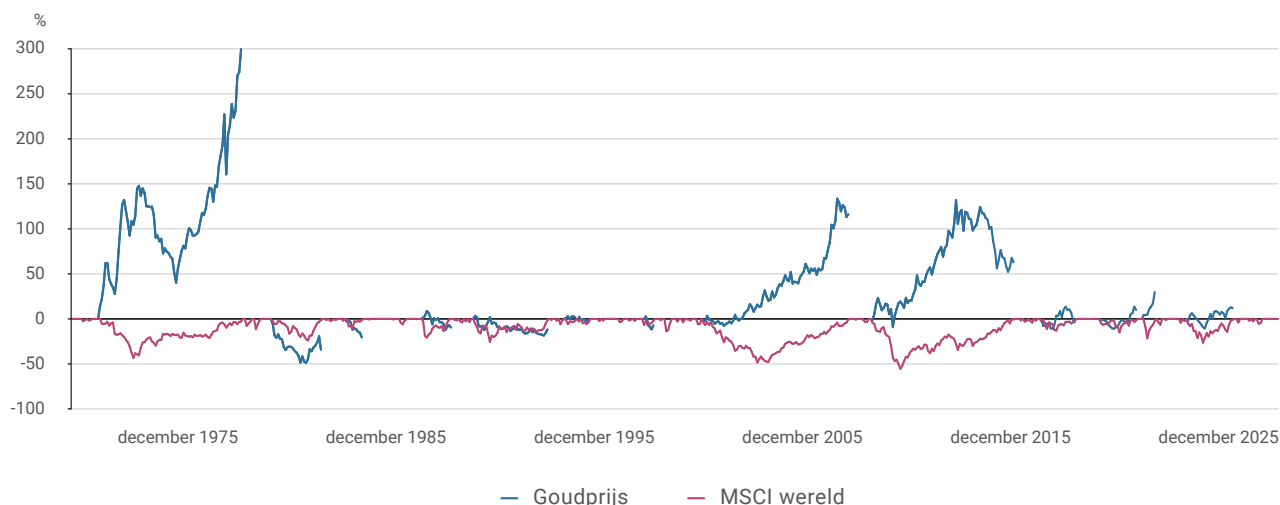
Goud heeft een positief nominaal en reëel rendement gerealiseerd sinds het loslaten van de goudkoppeling in 1971. Het totaalrendement bedroeg bijna 9% per jaar in Amerikaanse dollars. Dit ging gepaard met een volatiliteit die vergelijkbaar was met die van aandelen. Deze lange termijn verhuult echter grote verschillen tussen beleggingsregimes (zie figuur 1). In de jaren zeventig van de vorige eeuw presteerde goud uitzonderlijk goed in een omgeving van hoge inflatie en negatieve reële rentes. In de twee decennia daarna bleef goud langdurig achter en was zowel het nominale als reële rendement negatief. Deze periode kenmerkte zich door economisch liberalisering, desinflatie, hoge reële rentes en vertrouwen in fiatvaluta. Sinds het begin van deze eeuw is goud opnieuw in een gunstiger regime beland. De afgelopen 25 jaar kende goud een aantrekkelijk risico-rendementsprofiel. Het rendement op goud was zelf hoger dan dat op aandelen. Het dominante monetaire en macro-economische regime bepalen de risico-rendementskenmerken van goud. Dit geldt echter ook voor andere beleggingscategorieën.

“Goud functioneert eerder als een monetair anker dan als een klassieke grondstof.”

Figuur 1: Verloop goudprijs sinds 1900



Figuur 2: Goudprijs tijdens aandelen bear markets



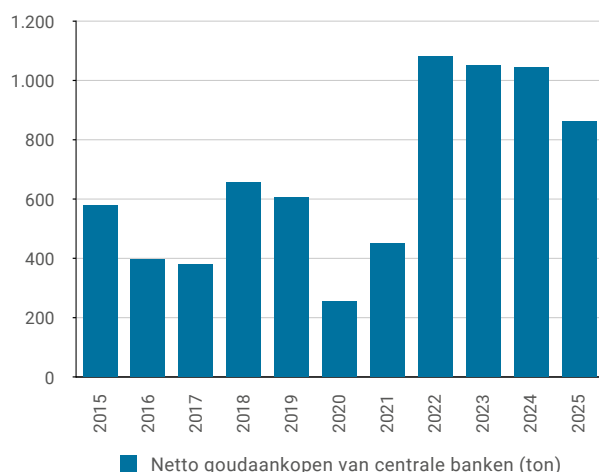
Bron: Bloomberg, Achmea IM

Diversificatie en bescherming tegen staartrisico's

De belangrijkste bijdrage van goud ligt niet in het verwachte rendement, maar in diversificatie en risicoreductie. De correlatie van goud met aandelen en obligaties is gemiddeld genomen laag tot licht negatief. Deze correlatie is echter niet stabiel en varieert door de tijd. Maar juist in periodes van marktstress waarin aandelen onder druk staan, neemt de diversificatiewaarde toe. Dit wordt ook wel de veilige-haven-eigenschap genoemd. Daarnaast biedt goud bescherming tegen staartrisico's. Een goed voorbeeld is de kredietcrisis. Aandelen daalden ruim 55% in de periode oktober 2007 tot en met februari 2009.

De goudprijs steeg gedurende die periode met bijna 20% (zie figuur 2). Deze eigenschap is echter tijd- en regimeafhankelijk. De aard van de crisis en de heersende beleggingsomgeving zijn namelijk bepalend. Tijdens de recente Iran-oorlog leverde goud niet de diversificatie die verwacht had mogen worden (zie '[Is goud een veilige haven?](#)'). Historisch gezien leidde het toevoegen van goud aan een gespreide beleggingsportefeuille tot een hoger rendement en een lager risico. Zowel de volatiliteit als het maximale piek-dal-verlies van de beleggingsportefeuille met goud is lager dan van een portefeuille zonder goud. Daarmee vergroot een goudallocatie de robuustheid van de portefeuille en leidt dit tot een hogere Sharpe ratio. Vooral in periodes waarin traditionele diversificatie tussen aandelen en obligaties minder goed werkt, voegt goud waarde toe.

Figuur 3: Netto goudaankopen van centrale banken



Bron: World Gold Council, Achmea IM

Reële rente is een belangrijke driver achter de goudprijs

Goud beweegt traditioneel tegengesteld aan de reële rente. Bij lage of negatieve reële rentes lopen de opportuniteitskosten van het aanhouden van goud terug en stijgt de aantrekkelijkheid ervan. Met opportuniteitskosten wordt de gemiste opbrengst bedoeld ten opzichte van een belegging die wel rente of dividend oplevert. Bij een hoge reële rente is goud dus minder aantrekkelijk. Opvallend is dat sinds 2022 de klassieke relatie tussen goud en de reële rente is verzwakt. Ondanks stijgende reële rentes steeg de goudprijs verder. De sancties tegen Rusland in dat jaar,

waarbij de Verenigde Staten, de Europese Unie en hun bondgenoten circa \$300 miljard aan Russische valuta-reserves bevroren, waren hiervoor de trigger. Deze sancties maakten duidelijk dat valuta-reserves niet vrij zijn van geopolitiek tegenpartijrisico. Goud kent dat risico echter niet. Voor veel landen fungeert goud daarom steeds meer als sanctiebestendige reserve en strategische diversifier. Sinds 2022 kopen centrale banken meer goud dan voorheen en de verwachting is dat deze vraag de komende jaren groot blijft (zie figuur 3).

“Goud kent geen geopolitiek tegenpartijrisico en fungeert steeds meer als sanctiebestendige reserve.”

Beleggingsregime Flags & Frictions overwegend gunstig voor goud

Zoals genoemd zijn de risico-rendements-karakteristieken van goud sterk regime-afhankelijk. In periodes van economische voorspoed met hoge groei en positieve reële rentes staat goud onder druk. In regimes met geopolitieke onzekerheid en lage of negatieve reële rentes presteert goud juist goed. Het macro-economische basisscenario van Achmea IM is **Flags & Frictions**. ‘Flags’ duidt op geopolitieke spanningen en een multipolaire wereldorde. ‘Frictions’ op toenemende polarisatie en verminderde economische efficiëntie door een grotere rol van de overheid en focus op robuustheid. Achmea IM hanteert Flags & Frictions sinds medio 2022 als basisscenario.

Het in Flags & Frictions beschreven beleggingsregime heeft per saldo kenmerken die positief zijn voor goud. Dit zijn onder andere:

- Multipolaire wereld en hoge geopolitieke risico’s: fragmentatie in machtsblokken, oorlogen, handelsspanningen en verhoogde inflatierisico’s.
- Lage reële rentes: het nadeel van ‘geen yield’ weegt minder zwaar. In Flags & Frictions gaan we uit van een relatief lage reële 10-jaarsrente in de eurozone op de middellange en lange termijn (tussen de 0% en 1,5%).

- Hoge overheidsschulden en aanhoudende begrotingstekorten: verhoogde kans op fiscale dominantie (een situatie waarbij het begrotings-beleid de monetaire keuzes dicteert), ruim monetair beleid, schuldmonetisering en financiële repressie. Dit is een omgeving waarin goud traditioneel goed presteert.

Aandachtspunten bij een goudbelegging

De belangrijkste aandachtspunten bij een goudbelegging zijn:

- Geen kasstromen: goud genereert geen inkomsten in de vorm van rente of dividend. Het totaalrendement is volledig afhankelijk van prijsbewegingen. In tegenstelling tot aandelen en obligaties leidt dit tot opportunitetskosten, met name in een omgeving van hoge rentes.
- Geen objectief waarderingsanker: doordat goud geen kasstromen heeft, is het lastig te waarderen. Bij traditionele beleggingscategorieën vormen verwachte kasstromen doorgaans de basis voor waardering en rendementsverwachtingen.
- Complexere ESG-implementatie: goud zelf heeft geen directe positieve of negatieve ESG-impact, maar de mijnbouwsector kent een aanzienlijke ecologische voetafdruk en sociale risico’s. Het toepassen van ESG-beleid bij fysieke goudbeleggingen leidt potentieel tot een complexer implementatie- en due-diligenceproces.

Naast deze aandachtspunten is er een aantal risico’s die het toekomstig rendement van goud bedreigen.

De belangrijkste zijn:

- een beleggingsregime met structureel hogere reële rentes;
- een sterke daling van het geopolitieke risico;
- een technologische doorbraak die de schaarste van goud opheft;
- regelgevingsrisico.

Vooralsnog lijken deze risico’s relatief beperkt in het huidige verwachte beleggingsregime. Maar een structureel restrictiever monetair beleid van de Amerikaanse centrale bank onder leiding van de nieuwe voorzitter Kevin Warsh wat gepaard gaat met langdurig hogere reële rentes, is het grootste risico voor de goudprijs op dit moment.

Conclusie: een strategische allocatie naar goud is passend

Goud past in de strategische beleggingsallocatie van een institutionele belegger. Uiteindelijk is dit een strategisch assetallocatievraagstuk waarbij het antwoord afhangt van de doelstelling en het risicobudget. Maar de unieke eigenschappen van goud zorgen ervoor dat goud een nuttige diversifier is en veilige-haven-kenmerken heeft. Zeker in het huidige onzekere beleggingsregime met grote geopolitieke risico's, stijgende overheidsschulden, lage reële rentes en centrale banken die willen beleggen in een sanctiebestendige reserve. Dit neemt niet weg dat er een aantal aandachtspunten is. Vooral het ontbreken van kasstromen waardoor het bepalen van een verwacht rendement een uitdaging is. Ook de ecologische voetafdruk en sociale risico's in de waardeketen van goud is een punt van aandacht. Maar al met al heeft goud een waardevolle portefeuillerol en kan daarom een plek krijgen in een goed gediversifieerde (rendements)portefeuille.

Voor meer informatie

Investment Highlights, Investment Letter en whitepapers

Wekelijks publiceert ons Investment Strategy team de Investment Highlights met daarin een analyse van de ontwikkeling op de financiële markten. Met onze Investment Letters blijft u op de hoogte van onze visie en van marktontwikkelingen.

Achmea IM op youtube

Hier vindt u heldere video's met informatie over de implicaties van het pensioenakkoord, impactbeleggen, maatschappelijk verantwoord beleggen, risico management en het selecteren van de bestpassende externe managers.

Achmea IM op LinkedIn

Volg ons LinkedInkanaal voor updates.

www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel

achmeaim@achmea.nl

Contact

Neem contact op met uw contactpersoon bij Achmea Investment Management.

Mark Bakker

Business Development Director

mark.bakker@achmea.nl

+31 6 101 851 94

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ("Achmea IM") heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. Deze informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht ("Wft").

Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing.

De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen. Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie. De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontleen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig.

U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie.

Uitgegeven door: Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") in Amsterdam als een beheerder van beleggingsinstellingen als bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.