

TEIL 1 VON 2

# Gold als Investment – Fakten und Fantasie

Teil 1: Wie hoch war die historische Goldrendite wirklich?

Text: Gerd Kommer



*Gold steht derzeit wieder im Fokus.*

Es gibt wenig, das nicht zu Gold als Vermögensanlage publiziert wurde. Über Gold wird mehr geschrieben als über alle anderen Basis- und Edelmetalle zusammen. Trotzdem scheinen die Irrtümer zu Gold, seinen Investmentrenditen und seinem -risiko nicht weniger zu werden. In diesem zweiteiligen Artikel befasse ich mich mit den wichtigsten Argumenten zu diesem „ewigen Thema“ und bewerte sie anhand empirischer Daten oder ökonomischer Logik.

Es sei vorausgeschickt, dass Gold – anders als Aktien oder Anleihen – für manche Anleger partiell oder ganz ein „weltanschauliches“ Investment ist. Ich meine die „Gold Bugs“ (Goldkäfer). Sie investieren in Gold nicht nur, weil physisches Gold – neben Aktien, Anleihen, Rohstoffen und Immobilien – eine erwägenswerte Assetklasse ist, sondern aus einem tiefen Misstrauen gegenüber „Fiat Money“ heraus, also modernen „Papierwährungen“. Oft geht bei ihnen damit eine fundamentale Sorge über die von vielen Zentralbanken seit 2009 betriebene interventionistische Geldpolitik einher (Quantitative Easing).

Wie groß der Anteil der Gold Bugs unter Goldanlegern ist, lässt sich nicht sagen. Doch erklärt sich aus ihrer Existenz, warum bei Gold die Diskussion häufig ins Emotionale und gelegentlich ins Hysterische schwappt. Ein Beispiel sind die Verschwörungstheorien von Dirk Müller („Mr. Dax“) und anderen, denen zufolge der Goldpreis von der geheimen „Finanz- und Machthydra“ (Müller) manipuliert wird. Eine teils sarkastische, teils unterhaltsame und durchweg interessante Zusammenfassung der **12 wichtigsten Gold-Bug-Glaubenssätze** hat der amerikanische Fondsmanager Barry Ritholtz 2013 veröffentlicht.

### Welche Daten verwenden?

Am Anfang jeden Nachdenkens über Rendite und Risiko einer Assetklasse sollte die Betrachtung der historischen Rendite und des historischen Risikos stehen. Bei Gold reichen Renditedaten einer Mindestqualität weiter zurück als bei jeder anderen Assetklasse – über 200 Jahre. Wie weit zurück in die Historie sollte eine vergleichende Analyse historischer Renditen bei Gold gehen?

Generell gilt die Regel: So weit zurück, wie es Datenqualität und Datenverfügbarkeit zulassen. Doch Gold ist eine Ausnahme. Renditedaten vor 1971 sollten nämlich ignoriert werden. Vor 1971 war Gold in den USA, Großbritannien und – mit Einschränkungen – auch in vielen anderen Ländern fast zwei Jahrhunderte lang die De-facto-Währungseinheit selbst. Will heißen, die nationalen Währungen besaßen eine gesetzlich vorgeschriebene, feste Austauschrelation zu

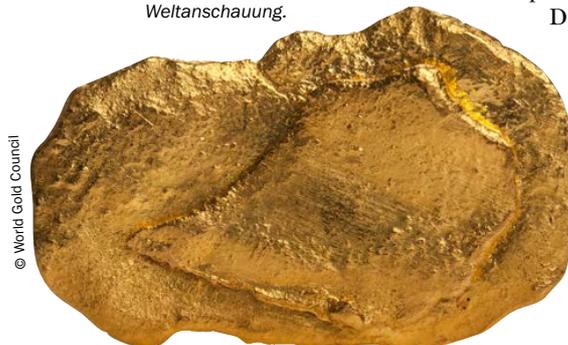
### Datenquellen

Ab 1791 sind jährliche Goldpreisdaten in US-Dollar in der Public Domain verfügbar: [www.measuringworth.com](http://www.measuringworth.com). Die Goldpreisrenditen beginnen ab 1792. Monatliche Goldpreise in verschiedenen Währungen gibt es auf [www.gold.org](http://www.gold.org) ab 1920.

Gold – der sogenannte Goldstandard. Dass diese Austauschrelation alle paar Jahrzehnte kurzzeitig aufgeweicht und geändert wurde – oft im Zusammenhang mit Geldnöten des Staates wegen Kriegsfinanzierung – ändert nichts am grundsätzlichen Goldstandard.

Die Goldpreisbindung des US-Dollars wurde im August 1971 von der amerikanischen Regierung abgeschafft – das Ende des Bretton-Woods-Währungssystems. Weil die meisten westlichen Währungen – darunter auch die D-Mark und der Schweizer Franken – bis dahin einen weitgehend unveränderlichen Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar besaßen, waren indirekt auch der Goldwert dieser Währungen und ihre Wechselkurse zu anderen Währungen bis August 1971 fest fixiert.

Gold ist für viele Anleger auch eine Weltanschauung.



© World Gold Council

### Neue Spielregeln ab 1971

Nach der Beerdigung des Goldstandards im August 1971 änderten sich die Spielregeln für Gold grundlegend. Nun schwankte der Goldpreis auf dem Weltmarkt frei und bewegte sich nur noch nach den Gesetzen von Angebot und Nachfrage. Für Gold als Vermögensanlage markierte der August 1971 damit das, was Statistiker einen Strukturbruch nennen. Wer diese Argumentation akzeptiert, für den beginnen die aus heutiger Sicht relevanten Daten von Gold frühestens im September 1971. Vor diesem Datum waren die realen Goldrenditen weitaus niedriger. Von 1792 bis August 1971 (180 Jahre) sank der reale US-Dollar-Goldpreis um durchschnittlich –0,4 Prozent p.a. (ein kumulativer Preisrückgang über 50 Prozent). Ab September 1971 zogen die Goldrenditen im Vergleich zu den vorhergehenden 180 Jahren dramatisch an, wie aus der Tabelle hervorgeht.

Allerdings ist vielleicht auch der September 1971 kein einwandfreies Startdatum für ein historisches Benchmarking gegen andere Assetklassen. Und zwar deswegen nicht, weil die US-Regierung erst Ende 1974 privaten Goldbesitz von US-Bürgern wieder zuließ. Zwischen 1934 und dem 31. Dezember 1974 hatte in den USA ein vierzigjähriges „Goldverbot“ für Privathaushalte bestanden, auf dessen Umgehung Gefängnisstrafen bis zu zehn Jahren standen. Mehrjährige oder jahrzehntelange Verbote privaten Goldbesitzes gab es im 20. Jahrhundert in fast allen westlichen Ländern einschließlich natürlich Deutschland und allen kommunistischen Staaten. Die strafrechtlichen Konsequenzen einer Verletzung dieser Verbote waren zum Teil drakonisch. In Deutschland konnte privater Goldbesitz während des Dritten Reichs mit dem Tod bestraft werden. Ähnliche Grausamkeiten gab es in Russland und anderen sozialistischen Staaten.

### „Reale“ Verhältnisse erst ab 1974

In den 3,3 Jahren, die zwischen der Beendigung des Quasi-Goldstandards

(Bretton-Woods-System) im August 1971 und der Legalisierung von Privatbesitz an Gold in den USA ab Ende 1974 lagen, stieg der reale Goldpreis in US-Dollar um 238 Prozent oder 44,2 Prozent p.a. Man kann daher schlussfolgern, dass in dieser Phase strukturell „unnormale“ Sonderbedingungen herrschten. Zwar schwankte der Weltmarktgoldpreis ab September 1971 frei, aber die US-Bevölkerung konnte vor Ende 1974 nicht legal kaufen. Nach 40 Jahren Goldverbot hatte sich bei diesem wichtigen Käufersegment eine Rückstau nachfrage gebildet. Deren schon absehbare Freisetzung trug maßgeblich zur Verzweieinhalfachung des

In der Tabelle habe ich sowohl die langfristigen Goldrenditen ab September 1971 als auch die ab Januar 1975 dargestellt. Die Zahlen zeigen, dass selbst über einen mehr als vierzigjährigen Zeitraum bis Juni 2016 die Berücksichtigung der besagten 3,3 „Sonderjahre“ einen beträchtlichen Renditeunterschied bewirkt. Bezieht man die Sonderjahre mit ein, dann ist für die Zeit bis Juni 2016 die durchschnittliche Realrendite von Gold – je nach Währung – zwei- bis dreimal so hoch wie ohne die Sonderjahre. Die Sonderjahre beeinflussen auch das Benchmarking mit Aktien. Zwar liegen Aktien renditemäßig ohnehin deutlich vor Gold, doch ist ihr Vorsprung



Dr. Gerd Kommer ist Finanzanalyst und Buchautor. Er lebte von 2000 bis 2004 in Johannesburg, Südafrika, und war dort für eine deutsche Bank im Geschäftssegment Mining Finance mit Schwerpunkt Goldminen tätig.

### Große Renditeunterschiede: Es hängt vom Starttermin ab

(Inflationsbereinigte Rendite- und Risikokennzahlen für Gold und Aktien in US-Dollar und Euro ohne Steuern und Kosten)

Währung	USD	USD	DM/EUR	DM/EUR	DM/EUR	DM/EUR
Assetklasse	Gold	Gold	Gold	Gold	Aktien <sup>1)</sup>	Aktien <sup>1)</sup>
Zeitraum	09-1971 bis 06-2016	01-1975 bis 06-2016	09-1971 bis 06-2016	01-1975 bis 06-2016	09-1971 bis 06-2016	01-1975 bis 06-2016
Anzahl Jahre	44,9	41,6	44,9	41,6	44,9	41,6
Geometrische Rendite	3,8% p.a.	1,1% p.a.	3,6% p.a.	1,7% p.a.	5,0% p.a.	7,2% p.a.
Vereinfachte Sharpe-Ratio <sup>2)</sup>	0,08	0,04	0,08	0,05	0,11	0,15
Standardabw. annualisiert	19,9%	19,1%	19,2%	18,7%	15,7%	15,6%
Maximaler Drawdown <sup>3)</sup>		-83% (März 2001)		-76% (Juli 1999)		-57% (Feb. 2009)
Längste Nullrenditeperiode <sup>5)</sup>		36,3 Jahre (02-1980 bis 06-2016)		30,8 Jahre (02-1980 bis 06-2011)		13,7 Jahre (09-2000 bis 05-2014)
Korrelation mit Inflation <sup>4)</sup>		+0,11		-0,02		-0,01
Geom. Rendite jüngere Zeit						
07-2006 bis 06-2016		6,2% pa		8,0% pa		5,1% pa
07-2011 bis 06-2016		-3,7% pa <sup>1)</sup>		1,8% pa		10,7% pa

Von 1970 bis Mai 1994 MSCI World, ab Juni 1994 MSCI ACWI IMI (All Country World Index Investable Market Index).<sup>2)</sup> Vereinfachte Sharpe-Ratio: arithmetische durchschnittliche Monatsrendite ÷ Standardabweichung der Monatsrenditen. Die Sharpe-Ratio ist eine risikogewichtete Renditevergleichskennzahl (je höher, desto besser).<sup>3)</sup> Maximaler kumulativer Verlust. <sup>4)</sup> Korrelation zwischen den jeweiligen Monatsrenditen und der monatlichen nationalen Inflationsrate (Verbraucherpreise). <sup>5)</sup> Die längste Periode im Betrachtungszeitraum, in der die Rendite am Ende null war.

Quellen: Bloomberg, www.gold.org, MSCI, Deutsche Bundesbank.

realen Goldpreises in den drei Jahren bis Ende 1974 bei. Deshalb sollte eine historische Goldrenditeanalyse, soweit man Erkenntnisse für die Zukunft ableiten will, nur die Zeit nach 1974 berücksichtigen, denn erst ab 1975 hatten sich die Verhältnisse normalisiert. In den meisten westlichen Ländern waren die Verbote privaten Goldbesitzes früher aufgehoben worden. In Australien bestand ein Goldverbot bis Januar 1976, in den sozialistischen Staaten bis in die neunziger Jahre.

geringer, wenn man die Sonderjahre miteinschließt. Bleibt zu ergänzen, dass der historische Renditevorsprung von Aktien nicht auf höheres Risiko zurückgeht. Aktien waren in beiden Zeiträumen deutlich risikoärmer als Gold. Das zeigen die drei Risikomesszahlen Standardabweichung, maximaler Drawdown und längste Nullrenditeperiode.

Der zweite Teil erscheint in der nächsten Ausgabe des E-Magazins und geht auf zehn weitere Goldargumente ein.