

TEIL 2 VON 2

Gold als Investment – Fakten und Fantasie

Teil 2: Faktencheck – Was ist dran an gängigen Ideen zu Gold?

Text: Gerd Kommer





Indischer Goldschmied bei der Arbeit. Schmuck dient in Indien auch der Geldanlage.

Über Gold als Investment wird mehr geschrieben als über alle anderen Basis- und Edelmetalle zusammen. Trotzdem scheinen die Missverständnisse und Irrtümer zu Gold nicht weniger zu werden. In diesem zweiteiligen Artikel befasse ich mich mit den wichtigsten Argumenten für und gegen Gold als Investment. In der **ersten Folge** (in der Ausgabe 03/2016) ging es um die Messung der relevanten historischen Goldrendite. Diese ist nicht so eindeutig, wie mancher glaubt. Nun werde ich elf weitere populäre Aussagen und Ansichten zu Gold einer Prüfung unterziehen.

1. Der historische Höchstpreis

Am 21. Januar 1980 betrug der Goldpreis pro Unze 850 US-Dollar. Aufinflationiert in gegenwärtiges Geld sind das etwa 2.600 Dollar. Am 29. November 2016 stand der Goldpreis bei 1.187 Dollar, also real 54 Prozent unter dem Gipfelpunkt vor 36 Jahren. (Die Renditen in der Tabelle im **ersten Teil** und der indexierte Goldpreis in der Grafik auf **Seite 18** zeigen dies nicht, da die Tabelle auf Monatsendpreisen und die Grafik auf Jahresdurchschnittspreisen beruht.)

2. Der wahre Wert von Gold

Der historische Durchschnittspreis einer Unze Gold zwischen Januar 1975

und Juni 2016, ausgedrückt in heutigem Geld, betrug etwa 832 US-Dollar. Am 29. November 2016, als dieser Absatz geschrieben wurde, war der Goldpreis 1.187 US-Dollar und lag so real 43 Prozent über seinem historischen Durchschnitt. In gewisser Weise könnte man daraus ableiten, dass Gold im November 2016 um 43 Prozent überbewertet war.

Was andererseits der langjährige, inflationsbereinigte Durchschnittspreis für die Zukunft bedeutet, ist angesichts folgender Feststellungen schwer zu beurteilen: Anders als Aktien, Anleihen und Immobilien erzeugt Gold keinen Cashflow und hat damit keinen theoretisch bestimmbaren intrinsischen oder fundamentalen Barwert. Bei einem normalen cashflowproduzierenden Asset kann dieser intrinsische Wert zum Beispiel mit der sogenannten Discounted-Cashflow-Analyse ermittelt werden. Bei Gold nicht.

Kennzahlen, die bei Aktien, Anleihen und Immobilien für die grobe Einschätzung einer Über- oder Unterbewertung der Assetklasse routinemäßig verwendet werden, existieren für Gold nicht. Man denke an ein historisch durchschnittliches Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) bei Aktien oder eine historisch durchschnittliche Bruttomietrendite bei Immobilien.

Auch fehlt bei Gold eine nennenswerte industrielle Verwendung, wie sie andere Rohstoffe haben. Zahngold hatte nie eine wesentliche Bedeutung und verschwindet allmählich vom Markt. Im langfristigen Mittel fließen etwa zwei Drittel der jährlichen Goldproduktion in die Schmuckbranche. Ob man Goldschmuck als gewerbliche Verwendung klassifizieren will, darüber lässt sich streiten. In China und Indien, den wichtigsten Verbraucherländern, wird Goldschmuck ohnehin nicht nur als Zierrat, sondern auch als Investment gesehen.

Alles in allem ist Gold die einzige Assetklasse, an der übliche finanzökonomische Bewertungsverfahren konzeptionell scheitern. Der niederländische Ökonom **Willem Buiter** formuliert dieses Bewertungsdilemma so: „Gold has value as an asset if and to the extent that enough people believe that it has value as an asset.“ Die von Buiter beschriebene Zirkularität mag manchen erschrecken. Sie hat aber nicht verhindert, dass Gold seit 6.000 Jahren als Zahlungsmittel oder Vermögensanlage Bestand hat, wenn auch seit 1971 mit achterbahnartigem Auf und Ab.

3. Bietet Gold eine Versicherung?

Eine endgültige Antwort auf diese Gretchenfrage wird man nicht geben können, weil die Datenlage zu ambivalent ist. Betrachten wir einige der schwersten historischen Katastrophen und Wirtschaftskrisen der vergangenen 160 Jahre:

- Der amerikanische Bürgerkrieg von 1861 bis 1865: Der Dollar-Goldpreis fiel während dieser Zeit real um kumulativ 20 Prozent.
- Der deutsch-französische Krieg 1870 bis 1871: Der Dollar-Goldpreis sank in diesen zwei Jahren real um kumulativ 6 Prozent.
- Der 1. Weltkrieg von 1914 bis 1918: Der Dollar-Goldpreis ging real um kumulativ 36 Prozent zurück.
- Die deutsche Hyperinflation 1922/23: Der Dollar-Goldpreis bewegte sich real praktisch überhaupt nicht.
- Die Weltwirtschaftskrise von 1929 bis 1937: Der Dollar-Goldpreis

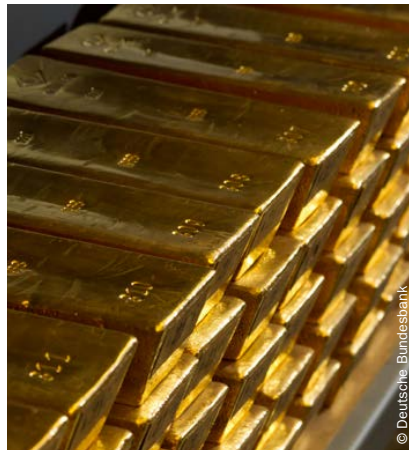
stieg real um kumulativ 102 Prozent.

- Der 2. Weltkrieg von 1939 bis 1945: Der Dollar-Goldpreis fiel real um kumulativ 22 Prozent.
- Die Ölkrise und Stagflationsperiode von 1973 bis 1980: Der Dollar-Goldpreis schnellte real um 430 Prozent nach oben.

Die Finanzkrise von Oktober 2007 bis Dezember 2012 (hier als Ende angenommen): Der Dollar-Goldpreis stieg real um 101 Prozent. In den Fällen, in denen der Goldpreis während einer Krisenphase fiel, war es in keinem Fall so, dass er in den unmittelbaren Jahren danach wieder deutlich stieg. Nach der Ölkrise brach Gold dauerhaft und stark ein. Nach dem von mir willkürlich auf den 31. Dezember 2012 gelegten Ende der jüngsten Finanzkrise sank der Dollar-Goldpreis bis Juni 2016 um 26 Prozent. Alles in allem kann man damit nicht von einem hinreichend zuverlässigen „Krisenversicherungsschutz“ des gelben Metalls sprechen.

4. „Papierwährungen haben in den letzten 100 Jahren über 98 Prozent ihres Wertes verloren. Das zeigt wie stark Gold ist“

Dieses Argument, das oft von „Gold Bugs“ angeführt wird, ist Unsinn. Aus Konsum- und Investmentsicht, und nur darum soll es hier gehen, spielt die Entwertung von Papierwährungen per se keine Rolle. Für Gehaltsempfänger und Anleger sind stets nur reale Gehaltssteigerungen und reale Investmentrenditen



Goldbarren im Lager der Bundesbank.

relevant. Sie repräsentieren die Änderung bzw. den Zuwachs der Kaufkraft, und um diese geht es. Reale Renditen schließen Inflation definitionsgemäß aus, egal ob hoch oder niedrig, und nur über diese braucht man zu sprechen. In den vergangenen 100 Jahren sind in den westlichen Ländern trotz starker Papiergeldentwertung die realen Haushaltseinkommen dramatisch gestiegen und die realen Investmentrenditen, soweit die Datenlage eine Beurteilung zulässt, eher höher gewesen als davor. Auch nach Einsetzen der Phase der besonders hohen „Dauerinflation“ Anfang der siebziger Jahre sanken die realen Investmentrenditen von Aktien und Anleihen im langfristigen Mittel nicht.

5. „Wenn die Fiat-Währungen kollabieren und der Goldstandard wiedereingeführt wird, wird

der Goldpreis auf über 10.000 US-Dollar pro Unze steigen“

Das Argument basiert auf der Überlegung, die global existierende US-Dollar-Geldmenge durch die vorhandenen rund 180.000 Tonnen Gold (6,3 Millionen Unzen) zu dividieren. Je nach verwendeter Geldmengendefinition (M1, M2, M3) und Datenquelle werden hier auch Ergebnisse bis zu 60.000 Dollar genannt, etwa von Roland Leuschel, einem bekannten „Crashpropheten“. Wiewohl arithmetisch korrekt, müssen wir dieses Argument aus Investorensicht ins Reich der Phantasie verweisen.

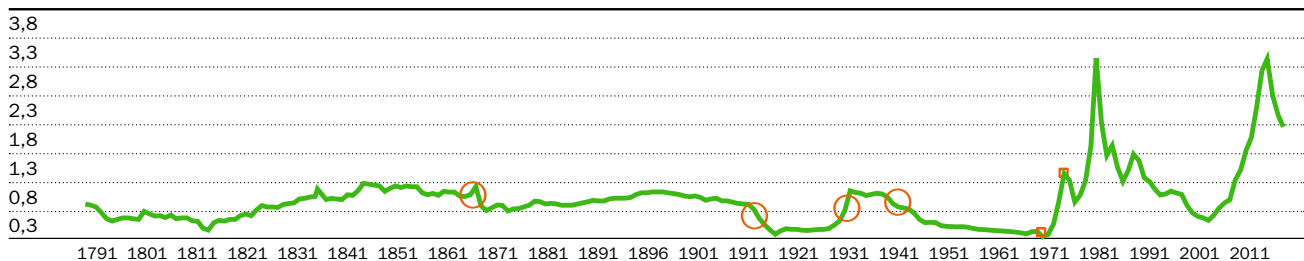
Zunächst einmal ist die Wiedereinführung des Goldstandards in absehbarer Zeit auszuschließen, weil sich dafür in keinem großen Land eine parlamentarische Mehrheit oder genügend überzeugte Zentralbanker finden.

Doch selbst, wenn der Goldstandard zurückkäme, würde es vorher zu einer staatlichen Zwangskonfiskation allen privaten Goldes kommen, und dies ganz gewiss nicht zum Preis von 10.000 oder 60.000 Dollar pro Unze; genauso wenig, wie das bei den weltweit unzähligen Goldverboten in der Vergangenheit der Fall war.

Kein Staat auf der Welt, weder Diktatur noch Demokratie, würde den Sozialsprengstoff zulassen, der unweigerlich entstünde, wenn eine kleine Zahl von Goldbesitzern durch staatliche Maßnahmen über Nacht einen sagenhaften Sondergewinn einstriche.

Starke Preisausschläge nach dem Ende des Bretton-Woods-Systems

(Entwicklung des inflationsbereinigten Goldpreises in US-Dollar von 1791 bis 2015 = 225 Jahre; indexiert: 1791 = 1,0)



Quellen: www.measuringworth.com (Datenquelle); Gerd Kommer.

Einige der im Artikel genannten historischen Kriege und Wirtschaftskrisen sind mit Kreisen hervorgehoben [von links nach rechts: der amerikanische Bürgerkrieg (1861-1865), der 1. Weltkrieg, die Weltwirtschaftskrise (1929 bis 1937) und der 2. Weltkrieg]. Das Ende des Bretton-Woods-Systems 1971 und das Ende des US-Goldverbots 1974 sind durch kleine Quadrate gekennzeichnet.

Dieser Grafik liegen jahresdurchschnittliche Goldpreise zugrunde. Daher ist die Volatilität tendenziell zu gering dargestellt.

6. „Gold ist ein US-Dollar-Asset“

Das ist ein weniger bekanntes und dennoch regelmäßig gehörtes Argument. Es gehört aber wie das unmittelbar zuvor genannte in die Enzyklopädie ökonomischer Irrtümer. Die Tatsache, dass per internationaler Konvention Gold seit dem Zweiten Weltkrieg überwiegend in US-Dollar quotiert wird (davor war es überwiegend das britische Pfund), führt keineswegs zu einer Bindung oder Beeinflussung des Goldpreises oder der Goldrendite durch den Dollar oder dessen Wechselkurs. Tatsächlich hat Gold keine spezifische Beziehung zu irgendeiner Währung. Das wäre allenfalls dann so, wenn sich ein dominierender Teil der jährlichen Weltgoldproduktion und des vorhandenen globalen Goldbestandes in einem einzelnen Land befänden. Beides ist nicht der Fall.

Die jährliche Goldproduktion von rund 2.000 bis 3.000 Tonnen verteilt sich über eine stattliche Zahl von Staaten, meist Schwellenländer. Der Anteil der USA an der globalen Produktion lag 2014 bei 7 Prozent. Der US-Anteil an den globalen Zentralbankgoldreserven betrug Mitte 2016 25 Prozent oder 5 Prozent der geschätzten gesamten globalen Goldbestände von 180.000 Tonnen. Gold ist eine globale Assetklasse, und der US-Dollar ist hier eine bloße „Berichtswährung“ oder Quotierungskonvention ohne Einfluss auf die fundamentale Rendite des Edelmetalls. Die Goldrendite ist in jeder Währung gleich maßgeblich. Klipp und klar ausgedrückt: Ob der Wechselkurs des US-Dollars zum Euro oder zu anderen Währungen in einem bestimmten Jahr rauf- oder runtergeht, spielt für den Goldpreis und die Goldrendite in anderen Währungen per se keine Rolle.

7. Schützt Gold vor Inflation?

Dies dürfte das Pro-Gold-Argument mit dem längsten Bart sein. Wer sich mit der Frage des Inflationsschutzes durch Gold beschäftigt, muss zunächst klären, welche Art von Inflationsschutz er meint. Verwendet man die in der Finanzökonomie übliche Definition von Inflationsschutz, nämlich „hohe monatliche oder quartalsmäßige Korrelation mit Inflation“, dann lässt sich ein attraktiver

Inflationsschutz von Gold nicht belegen (siehe unterste Zeile der Tabelle im ersten Teil des Artikels). Eine Korrelation von unter rund 0,3 zwischen dem Goldpreis und der Konsumgüterinflation ist als fehlender Zusammenhang oder mögliches Zufallsergebnis zu werten.

Zudem liefern viele andere Assetklassen eine höhere Inflationskorrelation, darunter kurz- und mittelfristige inflationsindexierte Anleihen von AAA-Staaten. Sehr langfristig besitzt allerdings jede Assetklasse mit einer positiven realen Rendite eine hohe Korrelation mit der allgemeinen Preissteigerung. Auch auf der Basis einer solchen „unwissenschaftlichen“ Definition von Inflationsschutz hatte Gold historisch keinen Vorteil gegenüber anderen Finanzassets wie Aktien, Immobilien und langfristige Anleihen. Freilich wird diese Argumentation Verschwörungstheoretiker nicht überzeugen. Denn diese glauben, die Statistikbehörden der westlichen Länder manipulierten die Messung der Konsumgüterinflation systematisch nach unten. Für sie können Zahlen wie die hier genannte Korrelation von vornherein nicht stimmen.

8. Verbessert Gold die Performance eines Multi-Asset-Portfolios?

Die historischen Renditedaten von Januar 1975 bis Juni 2016 lassen hier keine klare Schlussfolgerung zu. Ein simples Zwei-Asset-Klassen-Portfolio aus 70 Prozent MSCI World und 30 Prozent RexP (mittelfristige deutsche Staatsanleihen) produzierte in diesen 41,6 Jahren weitgehend identische Risiko- und Renditezahlen wie ein alternatives Portfolio aus 10 Prozent Gold, 60 Prozent MSCI World und 30 Prozent RexP. Vielleicht wundert dies manchen Leser mit Blick auf die geringen Standalone-Renditen von Gold ab 1975 (siehe den ersten Teil des Artikels). Die niedrigen Renditen werden im Portfolio jedoch fast ganz durch einen Effekt ausgeglichen, der sich Diversifikationsrendite oder Rebalancing-Bonus nennt. Er resultiert aus der geringen Korrelation von Gold mit Aktien und mit Anleihen. Den Rebalancing-Bonus erläutere ich in meinem Buch „Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs“ (Campus 2015).

9. Goldrenditen werden günstiger besteuert als Renditen anderer Assetklassen

Soweit dieses Argument die Besteuerung von physischem Gold im Privatvermögen einer unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person in Deutschland betrifft, ist es korrekt. Nach Ablauf der Spekulationsfrist von einem Jahr sind Wertsteigerungsgewinne bei Gold steuerfrei. Das gilt nach einem Urteil des Bundesfinanzhofs vom Oktober 2015 wohl auch für [mit physischem Gold besicherte ETFs](#). Dieser Vorteil fehlt Aktien und Anleihen.

Laufende Erträge gibt es bei Gold nicht. Sie können somit auch nicht besteuert werden. Daher besitzt Gold in der Tat für deutsche Privatanleger einen Steuervorteil gegenüber Aktien, Anleihen, Rohstoff-Futures und „verpackten Produkten“ wie Kapitallebensversicherungen. Bleibt zu bemerken, dass Wertsteigerungen selbstgenutzter



Goldsalz ist eines von wenigen Industrieprodukten aus Gold. Es entsteht durch Auflösung von Gold in Königswasser.

Wohnimmobilien in Deutschland ebenfalls steuerfrei sind. Für vermietete Immobilien trifft das nach einer zehnjährigen Halteperiode zu, wenn sich das Objekt im Privatvermögen einer natürlichen Person befindet.

10. „Die Nachfrage nach Gold übersteigt das Angebot“

Dieses Argument, das in den Medien mit der Zuverlässigkeit der Schweizer Staatsbahn immer dann genannt wird, wenn der Goldpreis gerade einmal fünf

Monate lang deutlich gestiegen ist, gehört ebenfalls in das Reich heiliger Einfalt. Zwei Beispiele hierfür sind die Artikelschlagzeilen „Goldinvestoren stocken im großen Stil auf“ (Die Welt, 4.5.2016) und „Goldnachfrage auf Rekordhoch“ (F.A.Z., 12.8.2016).

In einem freien Markt kann die Nachfrage das Angebot nie übersteigen. Selbst wenn die Goldkäufe pro Monat sich verfünffachen, besteht kein Nachfrageüberhang, denn auch die Goldverkäufe haben sich dann verfünffacht. Die besagten Schlagzeilen müssten also richtig heißen: „Einige Goldinvestoren stocken im großen Stil auf, ändern bauen ihre Bestände im gleichen Maße ab“ sowie „Goldnachfrage und -angebot auf Rekordhoch“. Doch dann würde kaum jemand diese zwar korrekten, aber unspektakulären Artikel lesen.

Ebenso einfältig ist das verstaubte Argument von „Gold als sicherem Hafen“. Für jede einzelne Unze Gold, die ein verängstigter Anleger kauft, weil er im „sichereren Hafen“ Schutz sucht, muss ein anderer Anleger diese Unze verkaufen und damit diesen Hafen verlassen. Soviel ist klar: Jeder, der „Übernachfrage-Aussagen“ verbreitet, outet sich als ökonomischer Erstklässler.

11. „Gold hat keine Negativzinsen“

In jüngster Zeit ist im Kontext der generell wenig fruchtbaren Diskussion um den sogenannten Anlagenotstand (siehe dazu den Beitrag von Gerd Kommer in [Der Neue Finanzberater SPEZIAL, Passiv investieren, 01/2016](#)) ein neues Pro-Gold-Argument aufgetaucht. Dass Gold kein laufendes Einkommen erzeugt, sei im Zeitalter der Negativzinsen vom Nachteil zum Vorteil geworden, denn schließlich könne Gold keine negativen Zinsen haben.

Ein tönlicheres Argument ist kaum noch vorstellbar. Zunächst einmal verwandelt die Schrumpfung eines Nachteils diesen nicht in einen Vorteil. Aber noch wichtiger: Aus investmenttheoretischer Sicht kann man Gold nicht gegen „risikofreie“ Anleihen eines AAA-Staates benchmarken. Gold muss mit Aktien verglichen werden (obwohl Aktien ri-

sikoärmer sind). Diese besitzen eine durchschnittliche Dividendenrendite von 2 bis 3 Prozent und nicht von null wie bei Gold.

Bleibt hinzuzufügen, dass die Aufteilung von Gesamtrenditen in Ausschüttungen und Kursgewinne für einen völlig rationalen Anleger irrelevant sein muss, wenn man von dem steuerlichen Barwertvorteil absieht, den Kursgewinne, nicht aber laufende Ausschüttungen für einen Buy-and-Hold-Anleger haben.

Potenzielle Goldinvestoren stehen vor einem Dilemma

Der Titel einer 2013 veröffentlichten, sehr hellsichtigen wissenschaftlichen Untersuchung zu Gold von Claude B. Erb und Campbell R. Harvey – [The Golden Dilemma](#) – ist klug gewählt. Die Wissenschaftler drücken damit treffend aus, dass es zu Gold als Vermögensanlage mehr mehrdeutige Antworten gibt, als einem lieb sein kann, mehr als bei al-



Gold glänzt – vor allem als Schmuck.

len anderen Assetklassen. Das impliziert auch, dass die Zahl eindeutiger Argumente für Gold als Investment kleiner ist als es Gold Bugs postulieren.

Da aber Gold die Assetklasse ist, bei der das Element „Weltanschauung“ die größte Rolle spielt, werden evidenzbasierte Argumente bei Gold Bugs wenig Gehör finden. Die Debatte um den Investmentnutzen von Gold dürfte daher noch lange weitergehen.



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