



Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE

GESELLSCHAFT & FINANZEN 04/11/2019

Gold: Altes Geld in neuen Schläuchen

von MARIUS KLEINHEYER

Zusammenfassung

Der Goldpreis steht seit der Finanzkrise wieder verstärkt im Fokus von Anlegern und Zentralbanken. Dieses Paper argumentiert, dass diese Entwicklung mit dem Vertrauensverlust in die internationale Währungsordnung und in das dahinterliegende Kreditgeldsystem erklärt werden kann. Gold hat eine 2500-jährige Geschichte als Geld und hat alle Herrschafts- und Geldsysteme kommen und gehen gesehen. Auch in der Zukunft kann Gold eine wichtige Rolle spielen.

Abstract

Since the financial crisis, investors and central banks have increasingly focused on the price of gold again. This paper argues that this development can be explained by the loss of confidence in the international monetary order and the underlying credit money system. Gold has a 2500-year history as money and has seen all government and money systems come and go. Gold can also regain an important role in the future.



Seit Anfang des Jahres ist der Goldpreis in US-Dollar um etwa 18% gestiegen, seit Ausbruch der Finanzkrise im Dezember 2007 um 90 %.¹ Ein wesentlicher Grund für den Preisanstieg dürfte der Vertrauensverlust in die internationale Währungsordnung und das dahinterliegende Kreditgeldsystem sein, dessen Dauerhaftigkeit vor über zehn Jahren grundsätzlich in Frage gestellt worden ist.

Führende Zentralbanken finden weiterhin keinen Weg aus den niedrigen Zinsen, sondern arbeiten im Gegenteil an der Etablierung einer Negativzinswelt, die gravierende ökonomische, politische und soziale Folgen heraufbeschwört. Gleichzeitig verursacht der Übergangsprozess einer US-zentrierten in eine multipolare Weltordnung geopolitische Risiken und Spannungen in den internationalen Handelsbeziehungen. Auch der latente Vertrauensverlust westlicher Gesellschaften in die eigenen politischen und gesellschaftlichen Institutionen jenseits des Geldsystems verschärft das potentielle Ausmaß einer sich ankündigenden Rezession.

Gold kommt in diesen Zeiten als Wertaufbewahrungsmittel und „safe haven“ zurück in den Fokus von Investoren. Mittelfristig könnte Gold seinen historischen Platz als Währung der letzten Instanz zurückgewinnen. Damit würde das Edelmetall die normative Kraft des Faktischen einer über 2500-jährigen Geschichte als Zahlungsmittel entfalten und das Ende eines 50-jährigen Geldexperiments einleiten. Mit der neuen Technologie der Blockchain könnten die Kosten für Zahlungen mit einer Goldwährung unter die mit Kreditgeld in elektronischer oder Papierform verbundenen Transaktionskosten fallen.

1. Geschichte des Goldes

Gold hat Menschen schon immer fasziniert. Vielleicht liegt das am schönen Glanz, sicherlich auch an der Robustheit des Edelmetalls bei gleichzeitiger Verformbarkeit. Seitdem die Menschheit nach der Steinzeit angefangen hat, mit Metallen zu arbeiten, wurde Gold als Schmuck oder für religiöse Zwecke wertgeschätzt. Kein anderer Vermögensgegenstand kann einen so beeindruckenden „track record“ vorweisen. Gold hat im Laufe der Geschichte der Menschheit alle Weltmächte, Herrschafts – und Geldsysteme kommen und gehen gesehen. Die Wertschätzung von Gold ist auf der ganzen Welt auch kulturell tief verankert. Wie die Welt in 100 Jahren aussieht, lässt sich heute schwer erahnen, aber dass Gold dann immer noch ein werthaltiges Metall sein wird, ist eine ziemlich sichere Prognose.

¹Zahlen: Stand 31. Oktober 2019



Die vier wesentlichen Eigenschaften von Geld sind: Knappheit, Haltbarkeit, Kompaktheit und Teilbarkeit. Gold erfüllt sie am besten.

Wenn es Gold nicht gäbe, müsste man es erfinden. Damit eine Sache als Geld, also als allgemein akzeptiertes Zahlungsmittel funktioniert, muss es vier verschiedene wesentliche Eigenschaften mitbringen: Knappheit, Haltbarkeit, Kompaktheit und Teilbarkeit. Die meiste Zeit in der Geschichte wurde Gold als Geld benutzt, weil es am besten diese Eigenschaften erfüllt. Auch andere Edelmetalle wie zum Beispiel Silber erfüllen diese Eigenschaften und wurden als Geld benutzt. Gold ist aber unter allen Edelmetallen das edelste, weil es noch robuster als Silber auf Umwelteinflüsse reagiert.²

Das wird heute oft anders gesehen. Dabei hat sich Gold natürlich nicht verändert, dafür aber die Auffassung, wie knapp Geld sein sollte und wer über die Knappheit bestimmt. Die Geschichte des Geldes ist immer auch eine Geschichte über die Frage, wer bestimmt, was Geld ist. Geld war immer mehr als ein allgemein akzeptiertes Zahlungsmittel, es war und ist ein Machtinstrument.

Es gibt daher heute zwei grundsätzlich verschiedene Auffassungen wie Geld entstanden ist. Diese Frage ist nicht nur von historischem Interesse, sondern sie dient auch zur Klärung, was das Wesen von Geld ausmacht. Die klassische Auffassung, die auch in den meisten Lehrbüchern dargestellt wird, geht davon aus, dass Geld aus Waren entstanden ist, die besonders tauschfähig waren. In einer geldlosen Tauschgesellschaft brauchen zwei Tauschpartner zum Beispiel jeweils die Güter, die der andere nachfragt, und zwar genau in der von ihm gewünschten Menge. Unter diesen Voraussetzungen ist Tausch extrem schwierig. Geld entwickelte sich daher als allgemein akzeptiertes Zahlungsmittel, um Tauschbeziehungen von diesem Problem zu befreien.³

Geld ist entweder aus Waren entstanden, die besonders tauschfähig waren oder als Maßeinheit für Kredit innerhalb kleiner Stammesgesellschaften.

Die alternative Sichtweise wird prominent durch den amerikanischen Anthropologen David Graeber vertreten.⁴ Er ist der Auffassung, dass innerhalb von frühen Stammesgesellschaften gar keine Tauschgeschäfte stattfanden. Stattdessen entwickelte sich Geld als Maßeinheit für Kredit in der Beziehung untereinander und zu Obrigkeiten. Durch Abgabepflichten und persönliche Abhängigkeiten entstand Schuld, die innerhalb einer Gesellschaft von der Obrigkeit verrechnet wurde. Geld hat sich nach dieser Auffassung auch zu einem Mittel zur Finanzierung politischer Herrschaft entwickelt.⁵

² B.Hammer und J.K. Korskow (1995) Why Gold is the noblest of all the metals, Nature, vol.376, S.238

³ Vertreter dieser Auffassung sind u.a. Adam Smith und Carl Menger

⁴ David Graeber (2013) *Schulden. Die ersten 5000 Jahre*. Goldmann Verlag

⁵ Siehe auch Thomas Mayer (2014) *Die Neue Ordnung des Geldes*, München: FBV, S. 15ff.



Gold hatte einen eigenen Wert als Schmuck und Statussymbol bevor es Geld wurde. Zusammengenommen mit den bereits erwähnten Eigenschaften spricht vieles dafür, dass Gold als Geld in erster Linie als Tauschmittel entstanden ist, bevor sich die Obrigkeit auch dieses Metall zu eigen gemacht hat. Wenn eine Obrigkeit tatsächlich einflussreich genug gewesen wäre, festzulegen, was Geld ist, warum hätte sie dann Gold wählen und, wie in der Geschichte häufig geschehen, heimlich das Geld manipulieren oder fälschen sollen? Die Geschichte zeigt, dass sich Herrscher nur zu gerne aus den Restriktionen von Gold zu befreien suchten.

Durch Innovationen hat sich das Erscheinungsbild von Geld geändert, von der Münze über die Banknote bis zum elektronischen Geld.

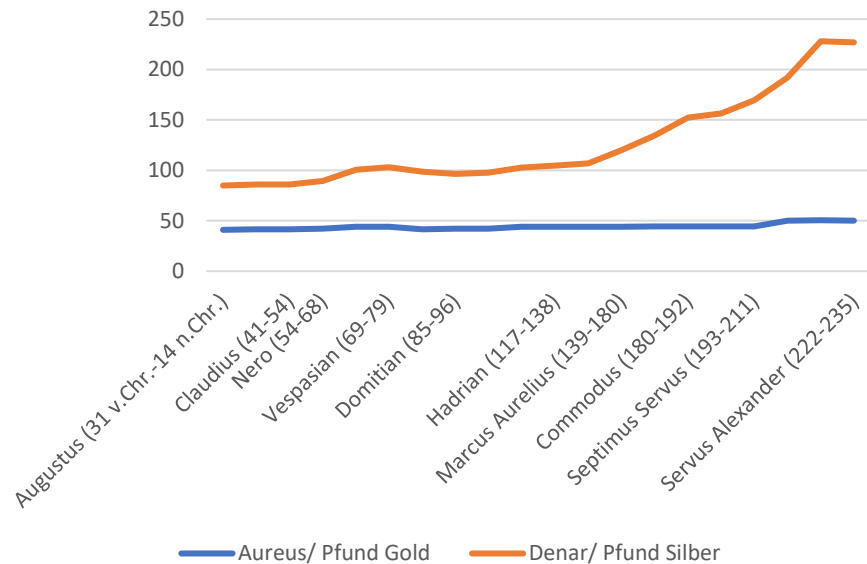
Geld erlebte im Laufe der Geschichte eine Reihe von Veränderungen in seiner Erscheinungsform, von der Münze zum Papiergeld bis zum elektronischen Geld. Mit dem Vorteil der Entmaterialisierung des Geldes entwickelte sich ein viel wesentlicherer Nachteil: Gold kann nicht künstlich und aus dem Nichts produziert werden, Papiergeld und elektronisches Geld sehr wohl. Auch mit Blick in die Goldgeschichte bleibt aber immer Vorsicht geboten. Die Manipulation der Geldmenge ist mindestens so alt wie Gold als Zahlungsmittel. 550 v. Chr. ließ Krösus, König von Lydien (liegt in der heutigen Türkei), erstmals in der Geschichte im großen Stil reine Goldmünzen prägen. In die gleiche Zeit fiel auch der erste historisch belegte Münzbetrug der Weltgeschichte. Die Spartaner belagerten Samos und wurden mit gefälschtem Geld aus vergoldetem Blei bestochen und ziehen sich zurück.

Im römischen Reich machte Caesar die Goldmünze populär. Er belohnte seine Legionäre nach erfolgreichen Kriegen mit hohen Goldsummen. Kaiser Augustus führte später eine feste Geldordnung ein, basierend auf Gold-, Silber-, Messing- und Kupfermünzen. Das Verhältnis von Gold zu Silber wird mit einem Verhältnis von 1:12,5 festgelegt. Dieses System gilt als Grundlage für alle europäischen Geldordnungen bis in die Neuzeit.

Das römische Geldsystem litt in den folgenden Jahrzehnten an den politischen Krisen des römischen Reiches. Kaiser Nero ließ aus dem vorhandenen Edelmetall immer mehr Münzen prägen und löste damit eine der ersten Phasen systematischer Güterpreisinfationen durch Geldverschlechterung der Weltgeschichte aus. Sein Nachfolger Vespasian versuchte, den Haushalt mit Sparpolitik und Steuererhöhungen zu sanieren. Unter anderem führte er eine Steuer auf die Benutzung öffentlicher Latrinen ein. Als er die Maßnahme verteidigte, fiel der berühmte Satz: „Pecunia non olet“ (Geld stinkt nicht). Den langfristigen Niedergang des römischen Reiches konnten diese Maßnahmen nicht aufhalten. Die Qualität der Münzen verschlechterte sich weiter, bis die Händler im 3. Jahrhundert n. Chr. die Münzannahme verweigerten, weil der Edelmetallgehalt der Silbermünzen verschwindend gering geworden war.



Grafik 1: Anzahl der geprägten Münzen pro Pfund Edelmetall unter römischen Kaisern (31 v.Chr. – 235 n.Chr.)⁶



Quelle: Hahlbohm/Weber/Zschaler (2000), Flossbach von Storch Research Institute

Konstantin der Große führte den „Solidus“ als neue Goldmünze ein, der sich im byzantinischen Reich bis zur Eroberung Konstantinopels 1453 hielt. Der Solidus war in dieser Zeit die Leitwährung für ganz Europa, „der Euro des Mittelalters“. Die Wörter „Sold“ und „Soldat“ gehen direkt auf diese Goldmünze zurück. Etymologisch stammt der Begriff von dem lateinischen Adjektiv „solidus“ (fest, hart, unerschütterlich). Ab dem 7. Jahrhundert griffen arabische Nomadenstämme das byzantinische Reich an und imitierten den Solidus mit dem goldenen Dinar.⁷

Bei den Germanen bildete sich im ersten Jahrtausend n. Chr. die Geldwirtschaft zurück in die Naturalwirtschaft. Gold blieb in dieser Zeit vor allem als Schmuck wertvoll und wurde als Statussymbol, aber auch als Opfergabe, genutzt.

Erst Karl der Große setzte eine einheitliche Münzprägung aus Silber in Mitteleuropa durch, und setzte sich mit der gelegentlichen Ausprägung von Goldmünzen bewusst in die Tradition römischer Kaiser. Silber und nicht Gold spielte im ersten Jahrtausend in Mitteleuropa im Gegensatz zum byzantinischen Reich und im arabischen Raum die Hauptrolle. 1045 wurde die Mark in Deutschland als Gewichtseinheit für Münzen eingeführt. Sie entsprach

⁶ Frank Hahlbohm/Gregor Weber/Frank Zschaler (Hg.)(2000) *Der Fluch der Inflation. Geldentwertungen in der römischen Kaiserzeit und im 20.Jahrhundert* (Schriften der Universitätsbibliothek Eichstätt, Bd. 47), Eichstätt, S. 39-54

⁷ Wolfram Weimar (1992) *Geschichte des Geldes*, Insel Verlag, S.51



etwa einem halben Pfund (233,7 Gramm) an Münzgeld. Die Bezeichnung geht auf die Markierung auf Edelmetallen zurück, die Gewicht und Feinheit garantieren soll.

Papiergeld kann sehr viel schneller produziert werden als Goldmünzen. Viel Papiergeld zu haben bedeutet aber nicht automatisch, wohlhabend zu sein.

Eine wesentliche Innovation war das Papiergeld. Bereits 1276 berichtete Marco Polo aus China seine Erfahrung mit Papiergeld. In seinem Reisebericht *Il Milione* hielt er seine Eindrücke der kaiserlichen Geldschöpfung in Canbaluc, dem heutigen Peking, fest:

„Wenn man sieht wie sie (die „Münzstätte“) eingerichtet ist, könnte man sagen, der Kaiser kennt die letzten Geheimnisse der Alchemie... Alle Geldscheine werden mit dem Siegel des Großkhans versehen. Er lässt eine solche Menge herstellen, dass man alle Schätze der Welt kaufen könnte... Sollte sich jemand weigern, es anzunehmen, droht ihm die Todesstrafe... Doch ich kann euch sagen, jeder einzelne, alle Völker des Reiches empfangen das Papiergeld gerne... Oft im Jahr kommen die Händler gruppenweise nach Canbaluc und bringen dem Kaiser Perlen, Edelsteine, Gold und Silber und andere wertvolle Sachen wie Gold- und Seidenstoffe... Nun versteht ihr, warum in keinem Schatzhaus der Welt so ein Reichtum anwachsen kann wie im Tatarenreich. Ich übertreibe nicht, wenn ich behaupte, alle Mächtigen unseres Jahrhunderts besitzen nicht so viel wie der Khan allein.“⁸

Bei Wikipedia heißt es dazu etwas lakonisch im Eintrag zum Thema Banknote: „1402 wurde in China das Papiergeld wieder abgeschafft, da es oft vorkam, dass Kaiser gewaltige Mengen von Banknoten drucken ließen, ohne deren Deckung zu beachten. Es war daher in China immer wieder zu starker Inflation gekommen.“⁹

Erstes offizielles Papiergeld in Europa entstand Mitte des 17. Jahrhunderts, als in Schweden die Kupfermünzen knapp wurden. Eine private schwedische Bank in Stockholm druckte Papiergeld, das nicht mehr durch Formalität wie bei einem Indossament übertragen werden musste, sondern formlos weitergegeben werden konnte. Bereits 1668 musste die Bank in Staatshand überführt werden, weil sie mehr Papiergeld emittiert hatte, als sie Kupfermünzen angenommen hatte. 1694 wurde in London die Bank of England gegründet, um dem König ein günstiges Darlehen zu verschaffen. Als Belohnung für ihre Dienste, bekam die Bank ein Monopol auf die Emission von Papiergeld in Großraum London. Anfang des 18. Jahrhunderts kam das Papiergeld auch nach Deutschland. Kurfürst Johann Wilhelm von der Pfalz veranlasste die Gründung der „Banco di gyro d'affrancatione“ in Köln. Sie sollte dem Staat

⁸ Marco Polo (1298/ 2003) *Die Wunder der Welt: Il Milione*, Insel Verlag

⁹ https://de.wikipedia.org/wiki/Banknote#Geschichte_der_Banknote (zuletzt aufgerufen am 28.10.2019)



Kredite verschaffen und den Prunk des Fürsten finanzieren.¹⁰ 1716 führte der Abenteurer, Politiker und Geldtheoretiker John Law in Frankreich Papiergeld mit einem kühnen Experiment ein. Law war der Überzeugung, dass mehr Geld auch zu höherem Lebensstandard führe. Als Finanzminister versuchte er, ein mit Aktien gedecktes Geld einzuführen. Als die dadurch verursachte Aktienblase platzte, musste mit ein paar Goldstücken in der Tasche aus Frankreich fliehen.¹¹

Das 19. Jahrhundert war die Zeit des internationalen Goldstandards.

Im Laufe des „langen 19. Jahrhunderts“ etablierten die führenden Industrienationen der Welt den Goldstandard. Den Anfang machte 1792 die USA. Während in England eine reine Goldwährung entstand, führte Frankreich im Zuge der napoleonischen Reformen eine Gold-Silber Währung ein, die später Grundlage der Lateinischen Münzunion werden sollte.¹² Im deutschen Zollverein einigte man sich zunächst auf eine Silberwährung, nach Gründung des Deutschen Reiches wurde 1873 die Goldwährung eingeführt. Anfang des 20. Jahrhunderts war Gold der internationale Währungsstandard. Das nunmehr allgemein verbreitete Papiergeld und die umlaufenden Scheidemünzen standen wertmäßig in fester Relation zum Goldkern der Währung.

2. Die Trennung von Gold und Geld

Mit dem Ersten Weltkrieg wird die Goldeinlösepflicht aufgehoben und auf Kriegswirtschaft umgestellt.

Der Erste Weltkrieg ist die Urkatastrophe des 20. Jahrhunderts. Etwa 100 Jahre nach seinem Ende lassen sich noch immer die Folgen seiner Zerstörungswucht für die westliche Zivilisation spüren. Erst 1909 wurden die Reichsbanknoten gesetzliches Zahlungsmittel. Die Reichsbank blieb aber bis zum Ausbruch des Ersten Weltkrieges verpflichtet, die Scheine auf Verlangen in Goldmünzen einzulösen. Der Umlauf von Papiergeld blieb in Deutschland relativ unpopulär. Das meiste Geld kursierte nach wie vor in Goldmünzen. 1913 wurde der Reichskriegsschatz, der in Form von Goldmünzen im sogenannten Juliusturm in der Festung Spandau lagerte, verdoppelt. Nach Ausbruch des Krieges hielt er aber nur für wenige Tage. Mit einer goldgedeckten Währung war die Finanzierung eines allumfassenden Krieges schlicht nicht möglich. 1914 hoben die kriegführenden Staaten die Goldeinlösepflicht ihrer Geldscheine auf. Die Befürchtung war, dass die Menschen im Krieg das Vertrauen in Papiergeld verlieren und dazu übergehen würden, Gold zu Hause zu horten. Die Sorge war wohl berechtigt und die Maßnahmen durchaus erwartbar, aber es lag genauso im Erwartungshorizont der Menschen, dass

¹⁰ Wolfram Weimar (1992) *Geschichte des Geldes*, Insel Verlag, S. 118

¹¹ Siehe dazu: Thomas Mayer (2018) *John Laws Exempel*, https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/fileadmin/user_upload/RI/Studien/files/studie-180308-john-laws-exempel.pdf

¹² Siehe dazu: Marius Kleinheyer (2019) *Die Lateinische Münzunion: Ein Präzedenzfall für den Euro*, <https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/de/studien/die-lateinische-muenzunion-ein-praecedenzfall-fuer-den-euro/>



man nach dem Krieg wieder zum Goldstandard zurückfinden würde. Im Münzgesetz von 1924, also nach der Hyperinflation, mit der die durch Geldausgabe finanzierte Kriegsschuld entwertet wurde, wurde deshalb noch postuliert: „Im deutschen Reiche gilt die Goldwährung.“ Das ist auch deshalb bemerkenswert, weil bereits 1918 die Republik ausgerufen wurde und Deutschland damit eine neue Regierungsform bekam. In der Begründung für das Gesetz hieß es: „Entsprechend den Bestrebungen anderer Länder, aus dem Zustand der Inflation wieder zum Goldstandard zurückzukehren, ist auch hier an der Goldwährung festgehalten worden.“

Tatsächlich blieben in Deutschland die Reichsgoldmünzen bis 1938 offiziell gültiges Zahlungsmittel. Mit dem „Anschluss“ Österreichs stellte die Verordnung fest, dass „zur Vereinheitlichung des bisher im alten Reichsgebiet und in Österreich geltenden Rechts“ die „österreichischen Bundesgoldmünzen“ und „die Goldmünzen des alten Reiches ihre Geltung als gesetzliches Zahlungsmittel verloren“ hätten. Dahinter steckte die Strategie der Nazis, sich das Gold der Bevölkerung anzueignen.

Durch das Bretton-Woods-Abkommen wurde der Dollar an Gold gebunden und zur weltweiten Leitwährung erklärt.

Die Währungsordnung der Nachkriegszeit wurde durch das Bretton-Woods-Abkommen geprägt. Die USA gingen als Gewinner und Führungsmacht der westlichen Welt aus dem Zweiten Weltkrieg hervor und konnten damit auch das internationale Währungssystem bestimmen. Zentrale Fixpunkte waren der US-Dollar und Gold, die in einem festen Austauschverhältnis von 35 USD/Unze standen. Die USA verpflichteten sich gegenüber den Mitgliedsländern, den Dollar zu diesem Kurs in Gold umzutauschen. Die Mitgliedsländer wiederum verpflichteten sich, gegenüber dem IWF, der als zentrale Organisation aus dem Abkommen hervorging, eine Parität mit dem Dollar herzustellen. Diese Parität konnte nur in besonderen Situationen und nur nach Beratung mit dem IWF verändert werden. Der Dollar erlangte die Monopolstellung einer internationalen Leitwährung. Internationale Geschäfte wurden in Dollar getätigt und Zentralbanken auf der ganzen Welt hielten neben oder statt Gold US-Dollar Reserven. Daher konnte man dieses System zurecht „Gold-Dollar Standard“ nennen.

Das Problem des Bretton-Woods-Systems war, dass die Emission von Dollar nicht an die Produktionsmenge von Gold gekoppelt war. Insbesondere aufgrund des Vietnamkrieges in den 1960er Jahren verringerten sich die Goldreserven der USA im Verhältnis zu der durch monetäre Kriegsfinanzierung stark angestiegenen Dollar-Geldmenge. Der Dollar war dadurch gegenüber Gold stark überbewertet, und die USA konnten ihr Versprechen gegenüber den Mitgliedsländern, allen voran Frankreich, mit dem ehrgeizigen Präsidenten Georges Pompidou, Gold zum Preis von 35 USD/Unze abzugeben, nicht mehr einhalten. Nach einem von Pompidou ausgelösten Run auf die US



Goldreserven verkündete der amerikanische Präsident Richard Nixon in einer berühmten Fernsehansprache am 15. August 1971 die Abkehr von der Konvertibilität des Dollars in Gold.¹³ Mit dieser Entscheidung begann das bis heute gültige Kreditgeldsystem mit mehr oder weniger freien Wechselkursen der nationalen Währungen untereinander. Trotzdem konnte der Dollar seine Position als internationale Reservewährung verteidigen.

3. Die Nachfrage nach Gold heute

Vier Faktoren bestimmen die Nachfrage nach Gold heute: Schmuck, Finanzinvestitionen, Währungsreserven von Zentralbanken und Industriebedarf.

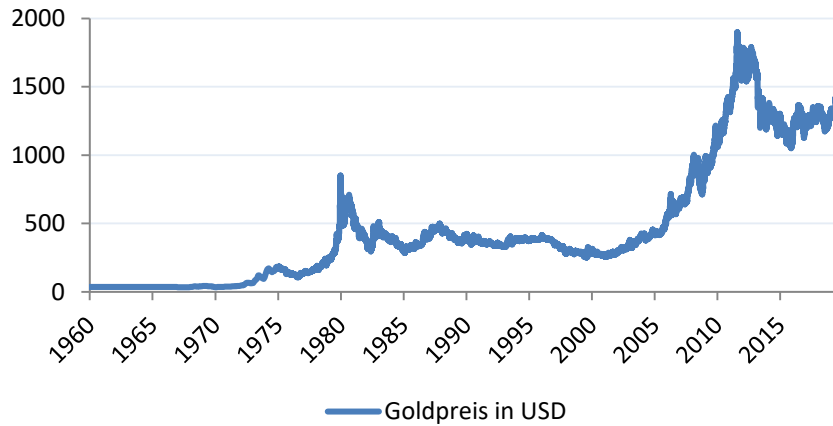
Die Nachfrage nach Gold heute wird durch vier Faktoren bestimmt: Schmuck, Finanzinvestitionen, Währungsreserven von Zentralbanken und Industriebedarf. Knapp die Hälfte der bis heute aus der Erde geholten 187 200 Tonnen Gold wird für die Herstellung von Schmuck verwendet. Rund 18 Prozent lagern bei den Zentralbanken, beziehungsweise sind in staatlichem Besitz. Etwa 12 Prozent dienen der Industrieproduktion. Bleiben also etwa 21 Prozent des Weltgoldbestandes, der Investoren als Anlageinstrument dient.¹⁴ Obwohl Gold seit 1971 seine Bindung zu den staatlichen Währungen verloren hat, vertrauen Anleger in der ganzen Welt weiterhin auf seine Kaufkraft. Entgegen den Prognosen damals, dass Gold durch den Verlust der offiziellen Geldfunktion nur noch Schmuck sei und deshalb der Preis dauerhaft unter den Preis von 35 Dollar je Unze fallen werde, hat sich der Goldpreis nie unter diese Marke begeben (Grafik 2). Nach Ölkrise, hoher Inflation und den politischen Krisen des Kalten Krieges in den 1970er Jahren erreichte der Goldpreis kurzfristig ein Hoch. Die restriktive Geldpolitik der US Federal Reserve unter Paul Volcker und die geopolitische Kräfteverschiebung zugunsten des Westens unter Ronald Reagan führten die Welt in die so genannte „Great Moderation“ der 1980er und 1990er Jahre. Das Platzen der Dotcom-Blase und in besonderem Ausmaß die Finanzmarktkrise ab Dezember 2007 haben Gold zurück in den Fokus der Medien, Anleger und Zentralbanken geführt (Grafik 3).

¹³ <https://www.youtube.com/watch?v=iRzr1QU6K1o> (zuletzt aufgerufen am 28.10.2019)

¹⁴ Carl-Ludwig Thiele (Hrsg.) (2018) *Das Gold der Deutschen*, Hirmer Verlag

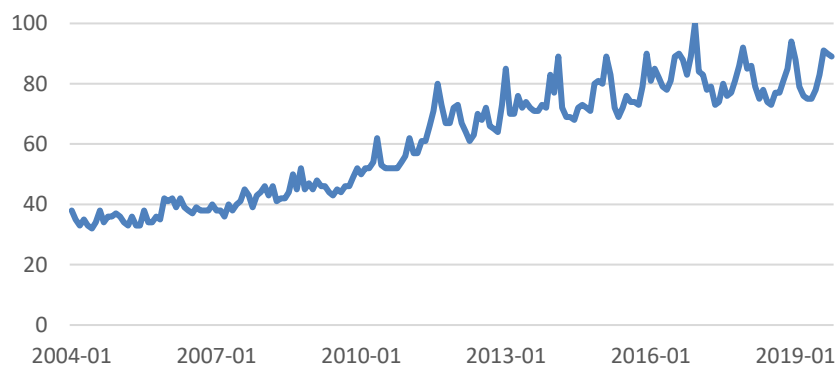


Grafik 2: Goldpreis in USD 1960 - 2019



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch Research Institute

Grafik 3: Aufrufe des Themas „Gold“ auf Google in Deutschland 2004 – 2019 (0=Minimum; 100= Maximum)



Quelle: Google Trends, Flossbach von Storch Research Institute

Im Zuge der Rettungsmaßnahmen der Zentralbanken für Staaten und Banken wurden die Zinsen gesenkt und die Weltwirtschaft mit Zentralbankgeld überschüttet. Das Ziel lautete, Schaden zu begrenzen und Zeit zu kaufen. Die Maßnahmen schafften kurzfristig Ruhe, lösten aber keines der drängenden Probleme. Stattdessen kam es zu einem starken Anstieg von Vermögenspreisen im Allgemeinen und zu Kursrallies an den Aktien- und Anleihenmärkten im Besonderen. Auch Gold hat von dieser Bewegung profitiert. Gleichzeitig haben Zentralbanken auf der ganzen Welt aufgehört Gold zu verkaufen und sind teilweise, insbesondere in Russland und China auf die Käuferseite gewechselt. Auf diese Weise kam es zu einer gestiegenen Nachfrage in allen vier Bereichen des Goldmarktes: Schmuck, Finanzinvestitionen, Zentralbanken und Industrie.



1. Schmuck und Industrie

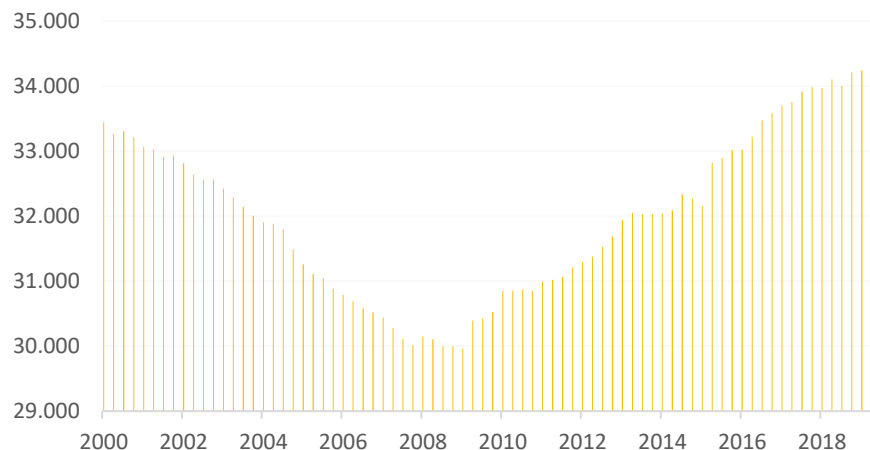
Die Schmuck- und Industrienachfrage profitiert grundsätzlich von Wirtschaftswachstum.

Auf der ganzen Welt ist Gold beliebter Schmuck, insbesondere auch für religiöse Anlässe. Vor allem in China und Indien hat Gold eine herausragende kulturelle Bedeutung. Von daher profitiert Gold grundsätzlich von hohen Wachstumsraten und steigenden Privatvermögen. In der Industrie wird Gold für Elektroprodukte und bei der Zahntechnik gebraucht. Auch für die industrielle Nachfrage nach Gold ist ein starkes Wirtschaftswachstum förderlich. Es gibt daher eine stabile Nachfrage nach dem Edelmetall Gold, die grundsätzlich von seiner Funktion als Finanzinvestition unabhängig ist.

2. Zentralbanken

Zentralbanken halten Gold- und Währungsreserven, um ihre eigene Währung gegen mögliche Krisen oder den Vertrauensverlust der Menschen zu schützen. Gold schien dabei in der Vergangenheit eine immer geringere Rolle zu spielen. Bis 2008 versuchten die meisten Zentralbanken, sich sukzessive und strategisch geplant von ihren Goldbeständen zu trennen. Mit der Finanzkrise hat sich dieses Bild verändert (Grafik 4). Zentralbanken auf der ganzen Welt haben aufgehört Gold zu verkaufen. In Entwicklungsländern sind sie auf die Käuferseite gewechselt.

Grafik 4: Entwicklung der weltweiten Goldreserven der Zentralbanken (2000 - Q2 2019)



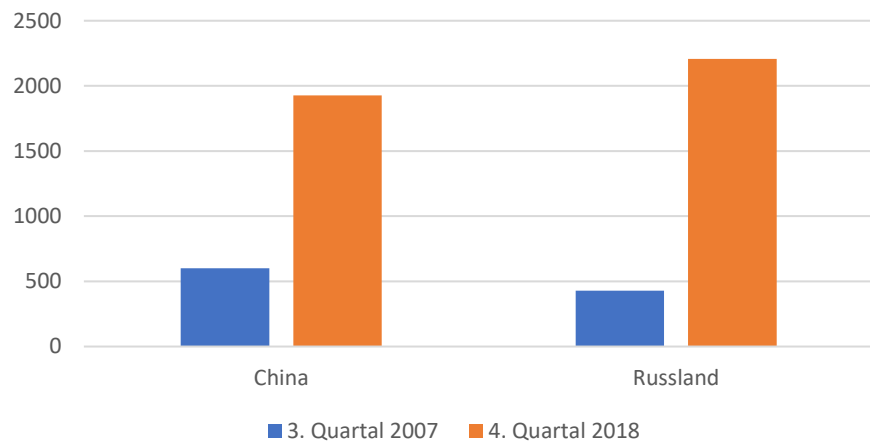
Quelle: World Gold Council; Flossbach von Storch Research Institute



Insbesondere in Russland und China werden die Goldreserven ausgebaut.

Besonders auffällig ist die Entwicklung der Goldreserven in China und Russland. Im Zuge der geopolitischen Spannungen zwischen den USA, China und Russland wird das mit der Emission der Weltreservewährung verbundene „außerordentliche Privileg“¹⁵ der Amerikaner herausgefordert. Sowohl Europa als auch China und Russland suchen nach Möglichkeiten, eine größere Unabhängigkeit vom US-Dollar zu erreichen.

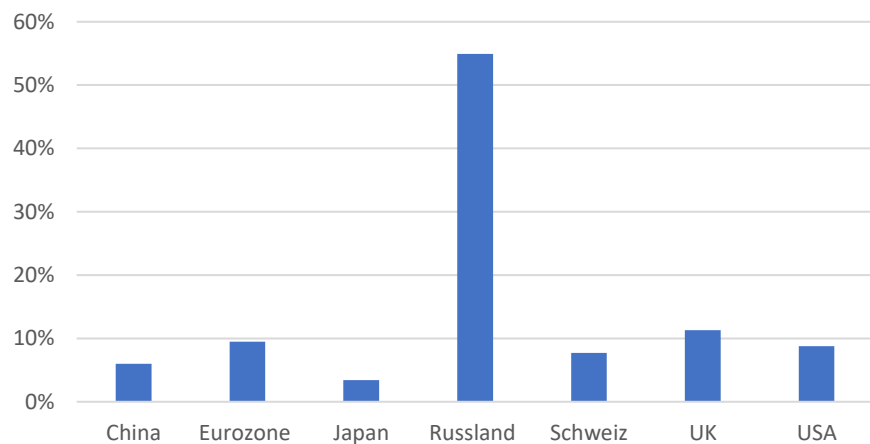
Grafik 5: Goldreserven in China und Russland zwischen 2007 und 2018



Quelle: World Gold Council, Flossbach von Storch Research Institute

Der Blick auf die Goldreserven der Zentralbanken im Verhältnis zur Zentralbankgeldmenge zeigt allerdings, dass nur ein Bruchteil dieser Geldmenge mit Gold gedeckt ist. Ein Ausreißer ist Russland, das zeigt, dass es auch anders geht (Grafik 6).

Grafik 6: Goldreserven der Zentralbanken in % der Zentralbankgeldmenge in 2017



Quelle: Incrementum AG

¹⁵ Giscard d'Estaing 1964 über den Dollar als internationale Leitwährung



3. Motive von Investoren für Goldhaltung

Gold als Mittel zur Werterhaltung

Empirische Studien zeigen, dass sich Gold langfristig als Mittel zur Wertaufbewahrung eignet. Um diese Funktion zu erfüllen, braucht Gold ein langfristig stabiles Austauschverhältnis zu anderen Waren und Dienstleistungen. Es wird zum Beispiel gesagt, dass man in der Zeit der Herrschaft von Nebuchadnezzar, König von Babylon etwa 600 v.Chr., mit einer Unze Gold 350 Brotlaibe kaufen konnte. Heute könnte man dafür wohl fast 550 Brotlaibe bekommen.¹⁶

Obwohl der Goldwert schwankt, ist er gegenüber dem US Dollar bis 1970 immer wieder zu seiner historischen Kaufkraftparität zurückgekommen. Nachdem das Gold vom Dollar entkoppelt wurde, stieg die Kaufkraft von Gold jedoch aufgrund der Entwertung des Kreditgeldes auf ein höheres Niveau an. Zwar gab es in den 1990er Jahren eine leichte Tendenz zurück in Richtung der historischen Parität, spätestens seit der Finanzkrise stieg die Kaufkraft des Goldes aber wieder an. Insofern lässt sich sagen, dass Gold heute nicht nur als Wertaufbewahrungsmittel, sondern auch als Mittel zur Wertsteigerung dient.

Gold in der Funktion als Safe Haven

Gold dient heute für viele Investoren als „safe haven“. Als sicherer Hafen werden Vermögensgegenstände bezeichnet, die, um im Bild zu bleiben, bei stürmischem Wetter auf den Finanzmärkten Schutz bieten. Dazu sollte sich der Vermögenswert in einer Krise entweder unkorreliert oder negativ korreliert zu anderen Vermögenswerten entwickeln. Ein sicherer Hafen ist nicht notwendigerweise risikofrei. Er kann bei „gutem Wetter“ auch an Wert verlieren. Der sichere Hafen muss nur in bestimmten kritischen Situationen funktionieren. Das unterscheidet einen „safe haven“ von einem „Hedge“, der in der Krise Wertsteigerungen bringen soll. Gold entfaltet seine stabilisierende Funktion in dem Moment, wo es die finanziellen Verluste im Angesicht eines negativen Schocks begrenzt. Empirische Untersuchungen zeigen, dass das Gold seit den 1970er Jahren diese Funktion als sicherer Hafen erfüllt, und zwar sowohl in Bezug auf europäische als auch US-amerikanische Aktienmärkte.

Gold dient als „safe haven“, weil es finanzielle Verluste im Angesicht eines negativen Schocks begrenzt.

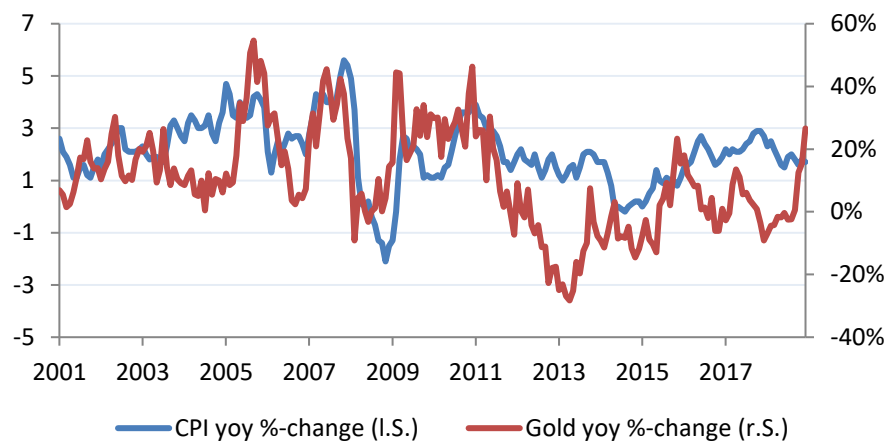
¹⁶ Stephen Harmstom (1998) *Gold as a Store of Value*, World Gold Council, Research Study No. 22, https://www.spdrgoldshares.com/media/GLD/file/research_study_22.pdf



Gold in der Funktion als Dollar Hedge

Seitdem Gold nicht mehr an den US Dollar gebunden ist, kann man Gold als Hedge für den Dollar gegen einen Verlust der internen und äußeren Kaufkraft verstehen. Der Bezug zur internen Kaufkraft lässt sich durch das Verhältnis zur Inflationsentwicklung beobachten (Grafik 7).

Grafik 7: Vergleich von Gold zu Konsumentenpreisentwicklung yoy % Veränderung 2001 - 2019

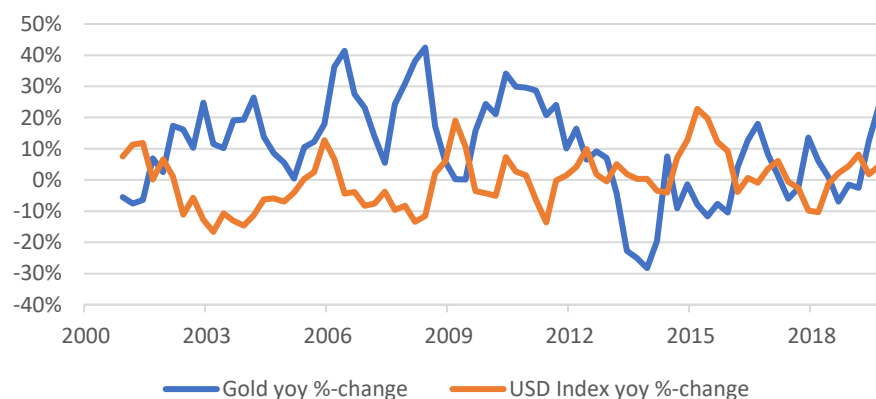


Der Goldpreis ist positiv korreliert mit der Inflation und negativ korreliert mit dem Außenwert des US-Dollars.

Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch Research Institute

In Bezug auf den Außenwert wäre ein idealer Hedge dann gegeben, wenn der Goldpreis in dem Maße ansteigen würde, wie der Wechselkurs des Dollar fällt. Der U.S. Dollar Index (USDIX) gibt den Wert der US Währung gegenüber sechs Währungen wieder (Euro, Yen, Britisches Pfund, Kanadische Dollar, Schwedische Krone, Schweizer Franken). Zwischen dem Goldpreis und dem USDIX besteht eine negative Korrelation. (Grafik 8).

Grafik 8: Vergleich von Gold und US-Dollar Index yoy %-change, 2000-2019



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch Research Institute



Die Funktion als Dollar-Hedge funktioniert nur deshalb, weil Anleger tatsächlich in einer Situation der Dollar-Schwäche sich auf die historische Geldfunktion des Goldes besinnen und in Gold umschichten. Da die Leitwährung Dollar innerhalb des Kreditgeldsystems selbst gefährdet ist, kann man eine Umschichtung von Dollar in Gold auch als Misstrauensvotum gegen dieses Geldsystem interpretieren.

Gold als Portfolio Diversifizierung

Gold eignet sich zur Diversifikation eines Portfolios, weil es grundsätzlich unkorreliert mit Aktien, Anleihen und Immobilien ist.

Tabelle 1: Korrelationsmatrix Gold, Aktien, Renten und Immobilien

	Gold	Aktien	Renten	Immobilien
Gold	1	-0,06	0,14	0,11
Aktien	-0,06	1	-0,51	-0,01
Renten	0,14	-0,51	1	-0,3
Immobilien	0,11	-0,01	-0,3	1

Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch Research Institute

Verschiedene Studien haben gezeigt, dass Gold als Zusatz in einem Portfolio die Gesamtperformance verbessern kann.¹⁷ Dabei zeigt sich, dass eine „buy-and-hold“ Strategie dem taktischen Wechsel überlegen ist. Der Wert von Gold ist im Vergleich zu anderen Edelmetallen stärker von nicht-industriellen Faktoren abhängig. Hillier, Draper und Faff (2006) untersuchten den Goldpreis und den S&P 500 als Annäherung an den Kapitalmarkt zwischen 1976 und 2004 und fanden heraus, dass Gold mit einem Gewicht von durchschnittlich 9,5 Prozent die Rendite eines Portfolios verbessert hat.¹⁸ Eine Folgestudie von Conover et. al. (2009) bestätigt, dass der Vorteil einer Beimischung eines Edelmetalls in einem Aktienportfolio nicht auf kurze Zeitabschnitte begrenzt ist, sondern über den gesamten Beobachtungszeitraum (in diesem Fall 1973-2006) sichtbar ist.¹⁹

¹⁷ z.B. Jaffe (1989); Hillier Draper und Faff (2006)

¹⁸ David Hillier et al. (2006) *Do Precious Metals Shine? An Investment Perspective*, Financial Analysts Journal, Vol. 62, Number 2, S.98-106

¹⁹ C. Mitchell Conover (2009) *Can Precious Metals Make Your Portfolio Shine?* Journal of Investing, Vol. 18, Number 1, S.75-86



Gold und Zins

Die Attraktivität des Kreditgelds entstand nicht zuletzt dadurch, dass Banken aus der Zinsmarge zwischen Kredit- und Einlagezins Kosten für Transaktionen und Wertaufbewahrung nicht nur finanzieren, sondern den Geldhaltern auch noch Zinsen zahlen konnten. Dagegen entstanden für Gold Verwahrkosten und die Transaktionskosten waren hoch. Heute sind jedoch viele Kreditzinsen negativ und liegen zum Teil unter den Verwahrkosten von Gold. Dadurch hat Gold als Mittel zur Wertaufbewahrung deutlich an Attraktivität im Vergleich zu Kreditgeld gewonnen.

4. Ermöglicht die technologische Disruption ein Comeback von Gold als Transaktionsmittel?

Wie wir oben gesehen haben, hat die Niedrigzinspolitik der Zentralbanken die Attraktivität von Gold als Mittel zur Wertaufbewahrung relativ zum Kreditgeld deutlich erhöht. Wird die Blockchaintechnologie zur Peer-to-Peer Übertragung von an Gold gebundenen Asset-Token genutzt, können auch die Transaktionskosten einer digitalisierten Goldwährung unter die von Kreditgeldwährungen gesenkt werden. Das eröffnet Gold die Chance auf ein Comeback als bevorzugtes Mittel zum Tausch und zur Wertaufbewahrung.

Kryptowährungen haben Gold als Vorbild. In Zukunft könnten sie voneinander profitieren.

Der Bitcoin ist die innovative Antwort auf die Finanzkrise 2007/2008 und wird häufig als „digitales Gold“ bezeichnet,²⁰ weil es wichtige Eigenschaften mit Gold gemeinsam hat. Die Gesamtmenge der Bitcoins ist begrenzt und unabhängig vom Willen der Zentralbanken beziehungsweise der Politik. Die Herstellung von Bitcoin ist kostenintensiv und wird als „Mining“ bezeichnet. Bereits in dieser Bezeichnung zeigt sich die Inspiration von Gold.

Statt eines Goldsubstituts Bitcoin könnten die Blockchaintechnologie und Gold Komplementärgüter werden. Auf der einen Seite könnte eine Golddeckung dafür sorgen, dass die darauf aufbauende Kryptowährung weniger anfällig für starke Kursschwankungen ist. Auf der anderen Seite würde Gold in einer digitalen Zukunft wieder ein gewohntes Zahlungsmittel im Alltag der Menschen werden.

5. Fazit

Alan Greenspan, der legendäre frühere Chef der US Federal Reserve, sagte unlängst: „Gold ist immer noch von großer Bedeutung. Ich frage mich, wenn es bloß ein Relikt der Geschichte sein soll, warum werden von den

²⁰ *Kryptos und Gold: verwandte Anlageklassen?*; In Gold we Trust-Report 2018, S. 153 www.incrementum.li/journal/in-gold-we-trust-report-2018/



Zentralbanken der Welt sowie dem IMF und allen anderen Finanzinstitutionen dann Billionen Dollar in Gold gehalten. Wenn es wert- und bedeutungslos sein soll, warum hält es überhaupt noch jemand?“

Die Antwort auf die Frage könnte sein, dass es für ein „Relikt der Geschichte“ auch eine Zukunft geben könnte. Neue Technologien zur Eigentumsübertragung und eine erneute Krise des Kreditgeldsystems könnten diese Zukunft einläuten.



RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG

© 2019 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autor* Marius Kleinheyer *Redaktionsschluss* 04.November 2019