

# Goldreport 2015 – In GOLD we TRUST

**An den Einflussfaktoren für die Goldpreisentwicklung hat sich wenig geändert. Das Renditeniveau ist niedrig und das Halten von Gold hat deshalb kaum Opportunitätskosten zur Folge.** Zahlreiche Notenbanken betreiben derzeit QE-Programme und versuchen so, ihre Währungen abzuschwächen. Die Charttechnik zeigt, dass die Bodenbildungsphase noch nicht ganz abgeschlossen ist. **Die von uns auf 12 Monate prognostizierte Preisspanne liegt bei ca. USD 1.200 – 1.250.**

**Autor:**  
Ronald-Peter Stoeferle, CMT  
*rps@incrementum.li*

**Externer Berater des  
Erste Group Research**



**In den letzten Jahren ist sehr viel Spekulation aus dem Goldsektor gewichen. Dies erkennt man beispielsweise an den ETF-Volumina, die in 2013 und 2014 massive Abflüsse zu verzeichnen hatten.** Zuletzt hat sich das Bild gewandelt, im Q1 2015 wurden erstmals Nettozuflüsse in Gold ETF's verbucht.

**Bemerkenswert ist unserer Meinung nach die Divergenz zwischen der tatsächlichen Goldpreisentwicklung und des weitgehend negativen Sentiments.** Während Gold im Vorjahr auf Dollar-Basis seitwärts tendierte - was angesichts einer historischen Dollar-Rally durchaus respektabel erscheint - fand in nahezu jeder anderen Währung eine Aufwärtsbewegung statt. **Insbesondere auf Euro-Basis war die Entwicklung mit einem Plus von 12% bemerkenswert.** Auch seit Jahresbeginn 2015 entwickelt sich Gold erfreulich, das Kursplus liegt im EUR bei 8%.

**Steigende Zinsen = fallender Goldpreis.** So lautet eine weitverbreitete Meinung. Obwohl es eine statistisch negative Korrelation zwischen der Fed Funds Rate und Gold gibt, mahnen wir dennoch zur Vorsicht. Historisch betrachtet gab es zahlreiche Perioden, in denen sowohl die Zinsen als auch Gold stiegen.

**US-Aktien sind im Vergleich zu historischen Bewertungsniveaus bereits ambitioniert bewertet.** Wir gehen davon aus, dass Aktien derzeit die größten Opportunitätskosten für den Goldpreis darstellen. Sobald die Aktienrally ins Stottern gerät, könnte dies der Goldpreisentwicklung Rückenwind verleihen.

**Die sukzessive wachsende Bedeutung der asiatischen Schwellenländer hinsichtlich der Goldnachfrage wird weitgehend unterschätzt.** Ein Großteil Asiens weist ein deutlich größeres Faible für Gold auf als die westlichen Industrienationen. Wir halten deshalb eine Verdopplung der asiatischen Goldnachfrage auf Sicht der nächsten Dekade für realistisch, ja sogar wahrscheinlich.

## **Weitere wesentlichen Argumente pro Gold:**

- Günstige asymmetrische Option ohne Gegenparteirisiken
- Opportunitätskosten sind aufgrund negativer Realzinsen niedrig
- Gold profitiert in Phasen von Deflation, steigender Inflation und systemischer Instabilität
- Globales Schuldeniveau mittlerweile um 40% höher als noch in 2007

**Alle Preise sind Schlusskurse  
vom 23. Juni 2015**

## Inhaltsverzeichnis

1.	Einleitung .....	3
2.	Standortbestimmung .....	3
3.	Gründe für die aktuelle Korrektur des Goldpreises .....	7
4.	Gold im Portfoliokontext .....	7
5.	Die Beziehung zwischen Gold und Zinsen .....	11
6.	Die Opportunitätskosten von Gold .....	12
7.	Asien: Der goldene „Love Trade“ .....	14
8.	Conclusio: .....	16

### DISCLAIMER

*Diese Publikation wurde nicht seitens des Erste Group Research (Erste Group Bank AG) verfasst. Der Autor, Ronald-Peter Stöferle, ist ein externer Berater der Erste Group. Die Kommentare in diesem Report sind allein die von Herrn Stöferle. Ansichten in diesem Report über spezifische Unternehmen, Wertpapiere, Industrien oder Marktsektoren sind die Ansichten des Autors alleine und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Erste Group Bank AG überein.*

*Diese Publikation dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung, eine Finanzanalyse, eine Anlageanalyse noch eine Aufforderung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Insbesondere dient das Dokument nicht dazu, eine individuelle Anlage- oder sonstige Beratung zu ersetzen. Die in dieser Publikation enthaltenen Angaben basieren auf dem Wissensstand zum Zeitpunkt der Ausarbeitung und können jederzeit ohne weitere Benachrichtigung geändert werden.*

*Der Autor ist bei der Auswahl der von ihm verwendeten Informationsquellen um größtmögliche Sorgfalt bemüht, übernimmt (wie auch die Incrementum AG oder die Erste Group Bank AG) keine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der zur Verfügung gestellten Informationen bzw. Informationsquellen bzw. daraus resultierend Haftungen oder Schäden gleich welcher Art (einschließlich Folge- oder indirekte Schäden, entgangenen Gewinn oder das Eintreten von erstellten Prognosen).*

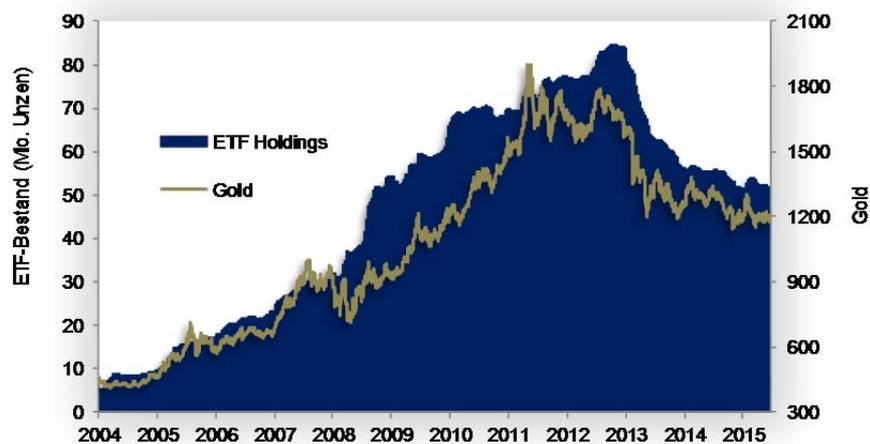
**Diese Publikation ist die Kurzversion des Goldreports 2015. Die „Extended Version“ kann auf [www.incrementum.li](http://www.incrementum.li) downgeloadet werden.**

## 1. Einleitung

In unserem letzten Report hatten wir geschrieben: „**Sollte sich der Inflationstrend umkehren, werden sich ausgesprochene Opportunitäten bei inflationssensitiven Anlagen wie z.B. Gold und Goldaktien ergeben.**“ Seitdem hat sich der Goldpreis trotz der deutlich rückläufigen Rohstoffpreise gut behaupten können; andere inflationssensitive Anlagen wurden - wie in einem solchen Umfeld zu erwarten – massiv abverkauft.

In den letzten Jahren ist sehr viel Spekulation aus dem Goldsektor gewichen. Dies erkennt man beispielsweise an den ETF-Volumina: Nach den starken Abflüssen in 2013 in Höhe von knapp 900 Tonnen Gold dürfte der Exodus nun langsam zu Ende gehen. Erstmals seit dem 4. Quartal 2012 gab es im Q1 2015 Nettozuflüsse in ETFs.

### Gesamtes ETF-Volumen (Mio. Unzen) vs. Goldpreis



Quelle: Bloomberg

Das sinkende Interesse an Gold spiegelt sich auch in der verringerten Volatilität des Goldpreises wider. Die derzeitige Marktphase lässt uns auf die alte Weisheit „*In der Ruhe liegt die Kraft*“ besinnen, welche auch an der Börse Gültigkeit besitzt. Ruhephasen sind Zeiten, in denen ein Kräftesammeln vor einer starken Trendphase erfolgt.<sup>1</sup> **Auch wenn wir nicht mit einer dermaßen langen Korrekturphase gerechnet hatten, so gehen wir davon aus, dass wir uns nun langsam dem Ende der Bodenbildungsphase nähern könnten.**

**Doch worin liegt unser ungebrochenes Vertrauen in Gold begründet?** Ein Vergleich der derzeitigen Situation mit dem letzten großen Bullenmarkt der 1970er Jahre und dessen Ende zeigt uns folgenden wesentlichen Unterschied: **Damals wollte die Fed mittels restriktiver Geldpolitik den steigenden Inflationstrend beenden, heute setzen Notenbanker rund um den Globus hingegen alles daran, steigende Teuerungsraten zu erzeugen.**

## 2. Standortbestimmung

**Bemerkenswert ist unserer Meinung nach die derzeit vorherrschende Divergenz zwischen tatsächlicher Goldpreisentwicklung und des weitgehend negativen Sentiments vieler Marktteilnehmer hinsichtlich Gold.** Dies liegt

<sup>1</sup> Vgl. „Der Wellenreiter“, Wellenreiter Invest, 18. Mai 2015

vermutlich daran, dass in erster Linie dem Dollar-Preis Beachtung geschenkt wird. Während Gold im Vorjahr auf Dollar-Basis seitwärts tendierte - was angesichts einer historischen Dollar-Rally jedoch durchaus respektabel erscheint - fand in nahezu jeder anderen Währung eine Aufwärtsbewegung statt. Insbesondere auf Euro-Basis war die Entwicklung mit einem Plus von 12% bemerkenswert. Auch seit Jahresbeginn 2015 entwickelt sich Gold erfreulich, das Plus liegt bei 7,6% auf Eurobasis.

### Gold seit 2001 in div. Währungen (%)

	EUR	USD	GBP	AUD	CAD	CNY	JPY	CHF	INR	Mittelwert
2001	8,10%	2,50%	5,40%	11,30%	8,80%	2,50%	17,40%	5,00%	5,80%	7,42%
2002	5,90%	24,70%	12,70%	13,50%	23,70%	24,80%	13,00%	3,90%	24,00%	16,24%
2003	-0,50%	19,60%	7,90%	-10,50%	-2,20%	19,50%	7,90%	7,00%	13,50%	6,91%
2004	-2,10%	5,20%	-2,00%	1,40%	-2,00%	5,20%	0,90%	-3,00%	0,90%	0,50%
2005	35,10%	18,20%	31,80%	25,60%	14,50%	15,20%	35,70%	36,20%	22,80%	26,12%
2006	10,20%	22,80%	7,80%	14,40%	22,80%	18,80%	24,00%	13,90%	20,50%	17,24%
2007	18,80%	31,40%	29,70%	18,10%	11,50%	22,90%	23,40%	22,10%	17,40%	21,70%
2008	11,00%	5,80%	43,70%	33,00%	31,10%	-1,00%	-14,00%	-0,30%	30,50%	15,53%
2009	20,50%	23,90%	12,10%	-3,60%	5,90%	24,00%	27,10%	20,30%	18,40%	16,51%
2010	39,20%	29,80%	36,30%	15,10%	24,30%	25,30%	13,90%	17,40%	25,30%	25,18%
2011	12,70%	10,20%	9,20%	8,80%	11,90%	3,30%	3,90%	10,20%	30,40%	11,18%
2012	6,80%	7,00%	2,20%	5,40%	4,30%	6,20%	20,70%	4,20%	10,30%	7,46%
2013	-31,20%	-23,20%	-28,80%	-18,50%	-23,30%	-30,30%	-12,80%	-30,20%	-19,00%	-24,14%
2014	12,10%	-1,50%	5,00%	7,70%	7,90%	1,20%	12,30%	9,90%	0,80%	6,16%
2015ytd	8,00%	1,50%	-0,50%	6,70%	7,40%	1,50%	3,80%	-6,20%	2,00%	2,69%
Mittelwert	10,47%	12,60%	12,36%	8,69%	9,94%	9,83%	12,39%	8,33%	14,40%	11,00%
Median	10,60%	14,20%	8,55%	10,05%	10,15%	10,70%	13,45%	8,45%	17,90%	13,36%

Quelle: Goldprice.org

Die nachfolgende Grafik zeigt den sogenannten „Weltgoldpreis“. Hier wird Gold also nicht in USD oder EUR, sondern anhand des handelsgewichteten Außenwertes des Dollars, ausgedrückt. Betrachtet man den Kursverlauf, so scheint es, als wäre die Korrektur beendet und als hätte der Goldpreis im Herbst 2014 einen neuen Aufwärtstrend begonnen.

### Weltgoldpreis seit Herbst 2014 wieder im Aufwärtstrend



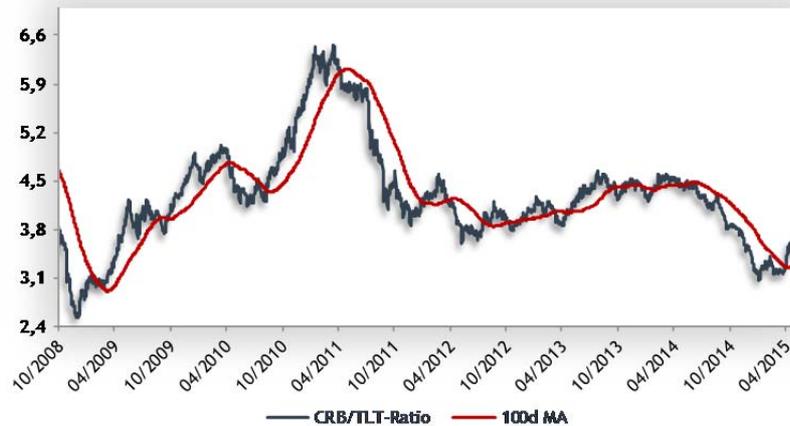
Quelle: Federal Reserve St. Louis

Wie wir im Vorjahr ausführlich beschrieben haben<sup>2</sup>, ist die **Tendenz der Inflationsentwicklung ein für den Goldpreis entscheidender Faktor**. Nachdem wir in den vergangenen 12 Monaten stark disinflationäre Tendenzen erlebt haben, sind inflationssensitive Anlageklassen (Rohstoffe, insb. Energie, Industriemetalle,

<sup>2</sup> Vgl. "In Gold we Trust" – Extended Version 2014, S. 16-32

Agrarrohstoffe etc.) massiv abverkauft worden. Nun scheint sich dieses Bild womöglich langsam zu ändern. Der nachfolgende Chart zeigt das Verhältnis zwischen dem CRB-Index (repräsentativ für Rohstoffe) und TLT (repräsentativ für langfristige Staatsanleihen). Deutet sich hier eine Trendwende an? Aktuell ist ersichtlich, dass Rohstoffe erstmals seit Langem wieder relative Stärke gegenüber Bonds zeigen und die 100-Tage-Linie überschritten haben. Dies wird auch durch die zuletzt gestiegenen Inflationserwartungen bestätigt.

**CRB/TLT-Ratio und 100-Tage-Linie: Zunehmende relative Stärke der Rohstoffe vs. Bonds als Indikator für steigende Inflationsraten**



Quelle: Bloomberg

**Vergleichen wir nun Gold mit Aktien, so erkennt man, dass Gold seit Herbst 2011 eine relative Schwäche gegenüber US-Aktien zeigt.** Es scheint jedoch, als würde sich die Trendintensität nun langsam verringern und die Ratio-Linie einen Boden ausbilden. Dies könnte suggerieren, dass eine Outperformance von Gold vs. Aktien nun wahrscheinlicher erscheint.

**Gold/S&P500-Ratio**

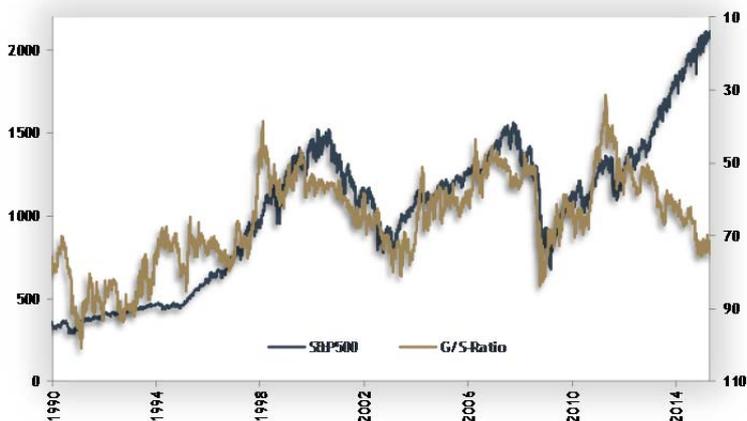


Quelle: Federal Reserve St. Louis

Die disinflationären Kräfte haben den „Financial Assets“ seit 2011 nochmals gewaltigen Rückenwind verliehen, was besonders schön in Relation zum Gold/Silber-Ratio erkennbar ist. So zeichnet sich seit Anfang der 90er Jahre ein verblüffender Gleichlauf ab: Ein steigender Aktienmarkt ging meist mit einem fallenden Gold-Silber-Ratio, also einer Outperformance von Silber im Vergleich zu Gold, einher.

Dieser Gleichlauf wurde 2011 abrupt beendet. Eine Erklärungsmöglichkeit für diese Divergenz ist, dass bei den vorangegangenen Wirtschaftszyklen die Reflationierung über konventionelle Geldpolitik und somit Kreditausweitung standfand. Dies wirkt sich schneller auf die Realwirtschaft aus und führte zu Konsumentenpreis-inflation. Diesmal wurde die Reflation direkt über Wertpapierankäufe getätigt, welche insbesondere den Wert der Anlagegüter verteuerte, nicht jedoch die Konsumentenpreis-inflation nachhaltig befeuern konnte.

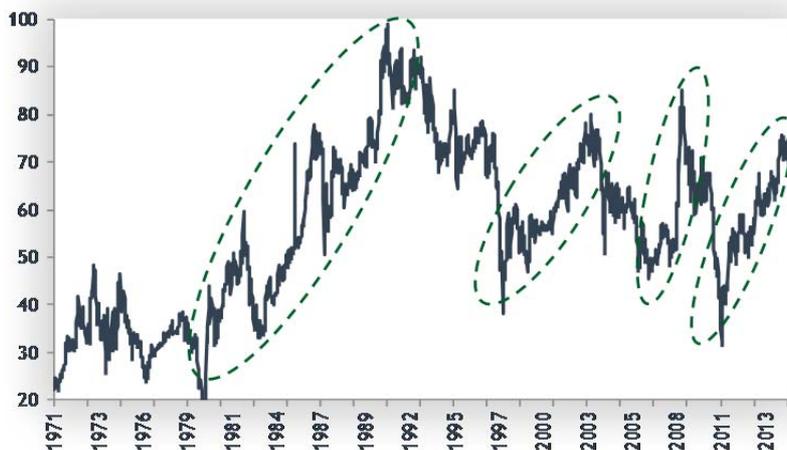
**S&P 500 (linke Skala) vs. Gold/Silber-Ratio (rechte Skala, invertiert)**



Quelle: Bloomberg

Einen exzellenten Indikator für die Wechselwirkung zwischen Inflation und Deflation stellt das Gold/Silber-Ratio dar. Unsere These: die relative Preisbewegung zwischen Gold und Silber erweist sich als besonders hilfreich, um disinflationäre Phasen zu identifizieren. **Ein steigendes G/S Ratio ist ein Warnsignal für Goldinvestoren:** Gemäß unserer statistischen Auswertungen ist ein nachhaltiger Goldpreisanstieg bei einem gleichzeitig steigendem Gold-Silber-Ratio deutlich unwahrscheinlicher. Die aktuelle Situation des Ratios beobachten wir deshalb gerade besonders aufmerksam, weil der Kurs in den letzten Wochen an einer möglichen Trendwende angelangt ist. **Ein neuer Abwärtstrend des Ratios würde einerseits positive Aussichten für Gold, aber auch steigende Inflationsdynamik bedeuten.**

**Gold/Silber-Ratio seit 1971 (Kreise zeigen disinflationäre Phasen)**



Quelle: Bloomberg

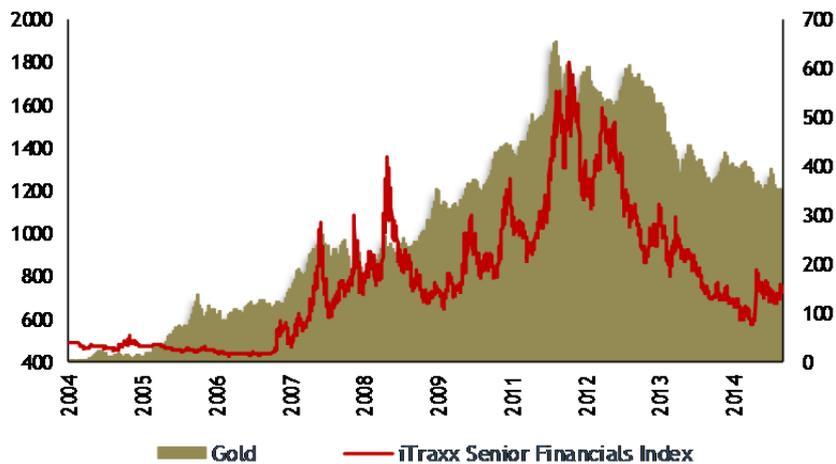
### 3. Gründe für die aktuelle Korrektur des Goldpreises

Seit Veröffentlichung unseres letzten Reports am 24. Juni 2014 war die Goldpreisentwicklung - auf Dollarbasis - durchwachsen. Ausschlaggebend für die schwache Entwicklung sind bzw. waren unserer Meinung nach folgende Faktoren:

- Erwartung eines beginnenden Zinserhöhungszyklus in den USA
- Stark disinflationäre Tendenzen und damit einhergehend steigende Realzinsen
- Teilweise rückläufiges Geldmengenwachstum bzw. das geringere Momentum der Geldmengenausweitung (Tapering der Federal Reserve)
- Steigende Opportunitätskosten in Folge rallierender Aktienmärkte
- Rückläufige Credit-Spreads
- Analystenmeinungen wurden weiter nach unten angepasst (u.a. Goldman Sachs, Credit Suisse, Société Générale, etc.)

Zudem leidet der Goldpreis, wie aus dem nachfolgendem Chart hervorgeht, definitiv auch unter der zurückgekehrten Zuversicht in die Stabilität der Finanzmärkte. Der nachfolgende Chart illustriert die hohe Korrelation zwischen dem Goldpreis und den Kreditausfalls-Prämien (CDS) für Finanzrisiken. Das Vertrauen der Finanzmarktteilnehmer in die Stabilität von Finanzinstituten liegt beinahe wieder auf Vorkrisenniveau. Zuletzt stiegen die CDS jedoch wieder sprunghaft an und könnten mitunter erneut eine Phase des Vertrauensverlustes und damit verbundener Liquiditätsengpässe signalisieren.

#### Gold (linke Skala) vs. iTraxx Senior Financials Index (rechte Skala)



Quelle: Erste Group Research, Bloomberg

### 4. Gold im Portfoliokontext<sup>3</sup>

Wie bereits in unseren letzten Studien, wollen wir die Vorzüge von Gold im Portfoliokontext analysieren. Aufgrund seiner einzigartigen Eigenschaften sind wir der festen Überzeugung, dass Gold – insb. im aktuellen Umfeld – ein

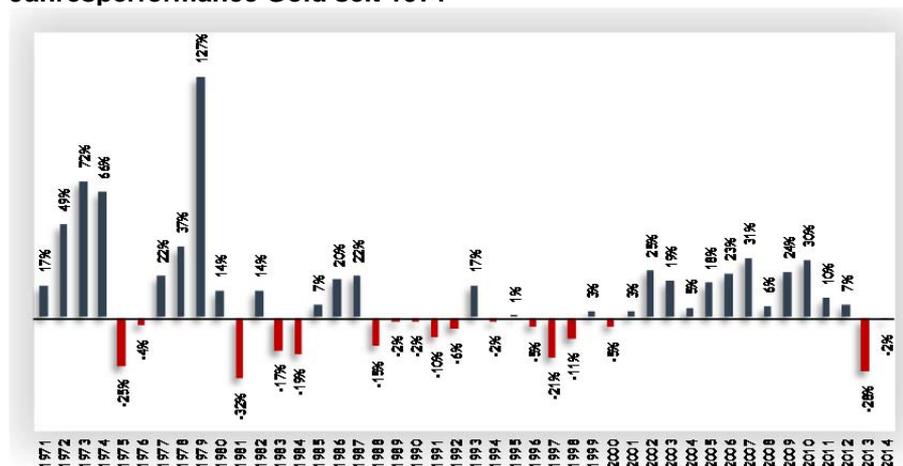
<sup>3</sup> Wir sind auf die Portfolioeigenschaften von Gold bereits in unseren letzten Goldreports detailliert eingegangen, siehe „Die außergewöhnlichen Portfolioeigenschaften von Gold“ – Goldreport 2013, „Gold als stabilisierende Portfoliokomponente“ – Goldreport 2012 sowie „Gold als Portfolioversicherung“ – Goldreport 2011

wesentlicher Portfoliobaustein sein sollte. Nachfolgend haben wir die zentralen Vorteile noch einmal zusammengefasst:

- **Erhöhte Portfoliodiversifizierung:** Gold korreliert mit anderen Vermögenswerten im Schnitt mit 0,1<sup>4</sup>
- **Wirksamer Hedge in Stressphasen an den Finanzmärkten (sog. Tail-Risk oder Black Swan-Events)**<sup>5</sup>
- **Kein Gegenparteierisiko bei physischer Anlage**
- **Hochliquides Anlagegut:** Die Liquidität ist deutlich höher als z.B. bei deutschen Bundesanleihen, US-Agencies und den liquidesten Aktien
- **Portfoliohedge in Zeiten steigender Inflationsraten** und starker Deflation (nicht jedoch bei Disinflation!)<sup>6</sup>
- **Dollar-Hedge:** Gold weist eine negative Korrelation zum US-Dollar auf.

Nachfolgend wollen wir einen kurzen Blick auf die jährliche Entwicklung des Goldpreises seit dem Ende des Bretton Woods Abkommens, werfen. **Die annualisierte Wachstumsrate seitdem beläuft sich auf 8,3%.**

#### Jahresperformance Gold seit 1971



Quelle: Federal Reserve St. Louis

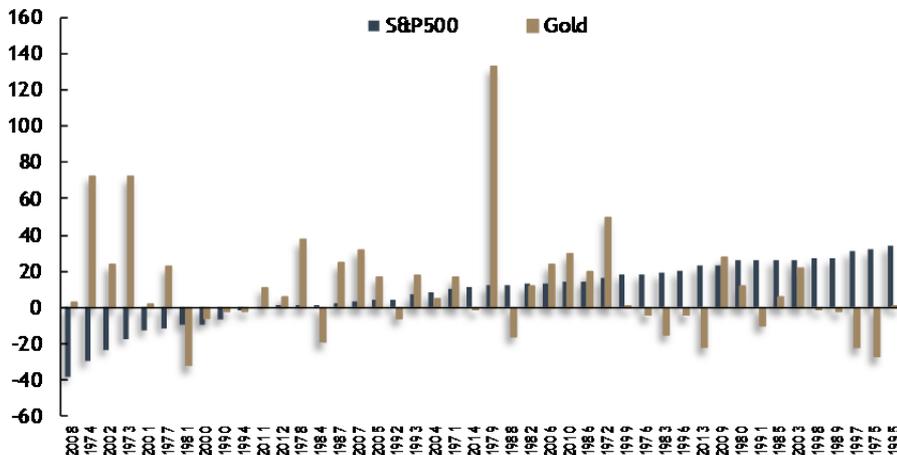
**Zahlreiche Studien belegen, dass eine Gold-Beimischung die Wertschwankung eines Portfolios verringert und somit die statistischen Portfolioeigenschaften verbessert.** Dies signalisiert auch die nachfolgende Grafik. Die jährlichen Performances des S&P sind von links (schwächstes Jahr) nach rechts (bestes Jahr) sortiert und werden der jeweiligen Entwicklung von Gold gegenübergestellt. Man erkennt, dass Gold in den sechs stärksten Verlust-Jahren des S&P nicht nur relativ, sondern auch absolut klare Outperformance ausweisen konnte. **Dies bestätigt die Eigenschaft als Portfolio-Hedge. Andererseits erkennt man auch, dass Hausse-Phasen am US-Aktienmarkt kein gutes Umfeld für die Goldpreisentwicklung bedeuten.**

<sup>4</sup> Vgl. "Gold: a commodity like no other", World Gold Council

<sup>5</sup> Vgl. "Gold: hedging against tail risk", World Gold Council

<sup>6</sup> Vgl. "The impact of inflation and deflation on the case for gold", Oxford Economics

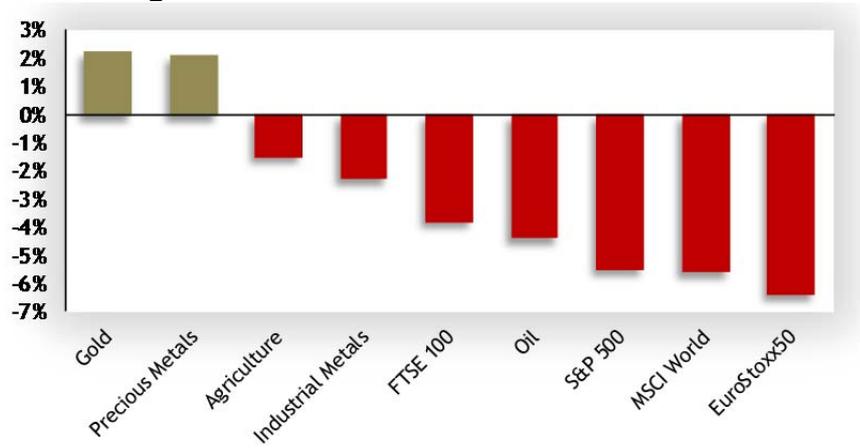
### Vergleich Jahresperformance Gold vs. S&P500



Quelle: Federal Reserve St. Louis

Dass Gold ein exzellenter "Event-Hedge" ist, verdeutlicht auch nachfolgende Grafik. Diese zeigt, wie sich andere Anlageklassen an den 20% der schwächsten Tage des S&P 500 verhalten. Lediglich Gold und Edelmetalle können in diesen Crash-Phasen eine positive Entwicklung ausweisen.

### Entwicklung in schwächsten 20% des S&P 500



Quelle: ETF Securities, Bloomberg

**Korrelationen sind jedoch niemals konstant.** Die Tabelle zeigt, wie stark die Korrelationen zwischen Gold und anderen wesentlichen Anlageklassen in den Vorjahren schwankten. So lag die Korrelation zwischen EUR/USD und Gold zwischen 0,10 (also kaum signifikant) und 0,5. Gegen Aktien korrelierte Gold teilweise negativ, teilweise positiv. Einzig die Korrelation mit Silber erscheint stabil, sie schwankte lediglich zwischen 0,74 und 0,90.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
EUR/USD	0,32	0,16	0,10	0,50	0,34	0,33
Silber	0,82	0,81	0,74	0,84	0,90	0,80
Öl (WTI)	0,17	0,34	0,27	0,36	0,28	0,24
S&P500	0,03	0,21	-0,03	0,26	0,17	-0,16

Quelle: GFMS, Thomson Reuters

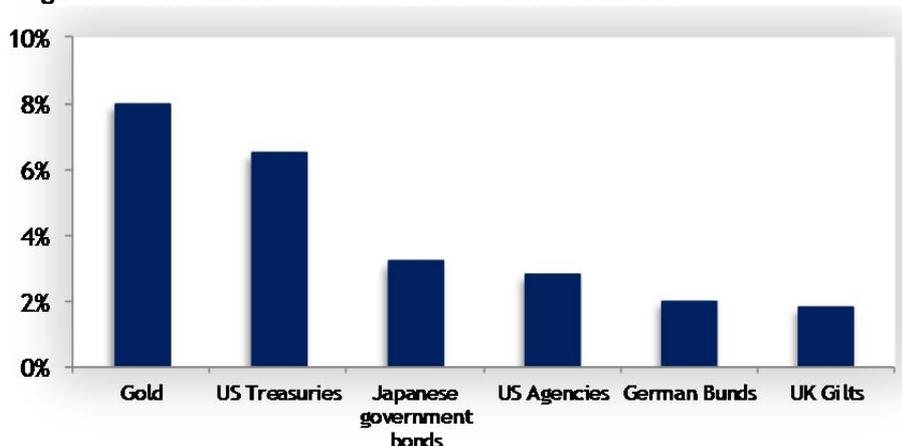
**Ein wesentlicher Grund für unsere Goldaffinität stellt die hohe Liquidität von Gold dar.** Wie wir bereits in unseren letzten Studien beschrieben haben, zählt Gold zu den liquidesten Anlagegütern der Welt. Nur drei Währungspaare (USD/EUR, USD/JPY und USD/GBP) weisen ein höheres tägliches Handelsvolumen auf.

Häufig wird Liquidität als *Verkäuflichkeit* oder *Marktfähigkeit* definiert. Die bessere Definition gibt uns Investopedia: „*Das Ausmaß, in dem ein Vermögenswert gekauft oder verkauft werden kann, ohne den Preis zu beeinflussen.*“ Die entscheidende Frage lautet somit nicht: „*Kann ich verkaufen*“, sondern vielmehr: „*kann ich zu einem Preis verkaufen, der nahe am letzten Preis liegt*“. Wahre Liquidität bedeutet somit, dass man große Positionen ohne signifikanten Preisabschlag verkaufen kann.<sup>7</sup> Dies wird im englischen als „*ultimate liquidity*“ bezeichnet.

**Entscheidend ist nicht die Liquidität in ruhigem Fahrwasser, sondern in Stresssituationen.** In solchen Phasen ist es niemals der Briefkurs (offer), sondern immer der Geldkurs (bid) der plötzlich verschwindet. Aufgrund der hohen Liquidität und des niedrigen Bid-Ask-Spreads wird Gold deshalb in Stresssituation oftmals rasch verkauft um Liquidität zu schaffen.

**Gemäß einer hochinteressanten Studie von Thomson Reuters GFMS<sup>8</sup> belief sich das globale Handelsvolumen im Vorjahr auf ca. 550.000 Tonnen.** Dies entspricht dem dreifachen Gesamtbestand an Gold bzw. dem 188-fachen der jährlichen Minenförderung. Wertmäßig entspricht dieser Umsatz 22 Billionen USD und somit mehr als im Dow Jones, dem S&P500 oder am deutschen Anleihenmarkt gehandelt wird.

#### Täglicher Umsatz als %-Anteil des Gesamtbestandes



Quelle: German finance agency, Japanese MOF, SIFMA, Thomson Reuters GFMS, UK DMO, WGC

Über diese zuvor besprochenen Portfolioeigenschaften hinaus, hat Gold als Vermögenswert noch die qualitative Eigenschaft, dass es ein schuldfreies Anlagegut ist und somit im Gegensatz zu Anleihen kein inhärentes Gegenparteienrisiko trägt. **Gold ist purer Besitz. Der Papiermarkt basiert hingegen auf zahlreichen Versprechen unterschiedlichster Gegenparteien.** Die Attraktivität eines liquiden Gutes ohne Gegenparteienrisiko wird in Phasen (vermeintlicher) Sicherheit geringer bewertet. **Bei zunehmender Sorge über potenzielle Ausfallsrisiken wird diese Eigenschaft von Gold wieder höher bewertet werden.**

<sup>7</sup> Vgl. "Liquidity", Howard Marks, Oaktree Memo

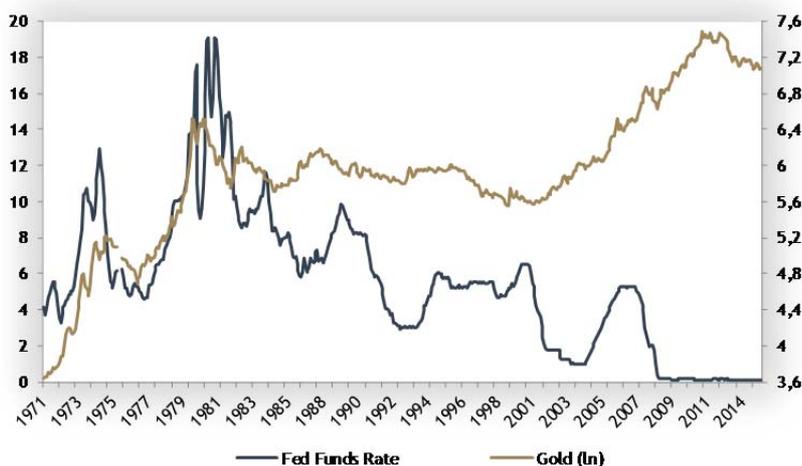
<sup>8</sup> Vgl. GFMS Gold Survey 2015

## 5. Die Beziehung zwischen Gold und Zinsen

**Steigende Zinsen = fallender Goldpreis.** So lautet eine weitverbreitete Meinung. Nachfolgend wollen wir dieses Thema analysieren und Faktoren aufzeigen, die diese These stützen, aber auch in Frage stellen.

**Zurückkommend auf das Ausgangsstatement scheint die Vermutung auf den ersten Blick intuitiv Sinn zu ergeben.** Sobald das Zinsniveau in einer Volkswirtschaft steigt, bedeutet dies für viele Investoren, dass jene Investments an Attraktivität gewinnen, welche eine Rendite abwerfen. Anlagemöglichkeiten wie Gold und Rohstoffe, die keinen laufenden Ertrag einbringen verlieren hingegen an Attraktivität, so die Argumentation. Um diesen Zusammenhang graphisch darzustellen, haben wir im nachfolgenden Chart die Entwicklung der Effective Fed Funds Rate der logarithmierten Performance von Gold gegenübergestellt.

### Fed Funds Target<sup>9</sup> und Gold



Quelle: Federal Reserve St. Louis

Um den historischen Zusammenhang der Goldpreisentwicklung in Phasen von Zinserhöhungen zu untersuchen haben wir alle acht „tightening“ Phasen seit 1971 analysiert.

### Zinserhöhungszyklen und Veränderung des Goldpreises

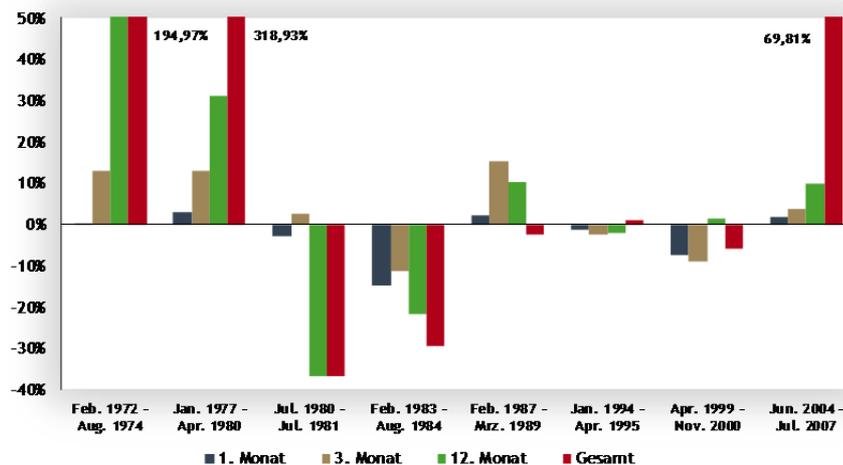
Zeitraum	Veränderung Effective Fed Funds Rate			Gold
	Start	Ende	Differenz	Return
Jan. 1977 - Apr. 1980	4,61	17,61	13,00	318,93%
Feb. 1972 - Aug. 1974	3,30	12,92	9,62	194,97%
Jun. 2004 - Jul. 2007	1,03	5,26	4,23	69,81%
Jan. 1994 - Apr. 1995	3,05	6,05	3,00	1,09%
Feb. 1987 - Mrz. 1989	6,10	9,85	3,75	-2,69%
Apr. 1999 - Nov. 2000	4,74	6,51	1,77	-5,88%
Feb. 1983 - Aug. 1984	8,51	11,64	3,13	-29,55%
Jul. 1980 - Jul. 1981	9,03	19,10	10,07	-36,62%

Quelle: Federal Reserve St. Louis,

<sup>9</sup> Seit Einführung des Zielbandes haben wir in unseren Berechnungen die Obergrenze (0,25%) für die folgenden Charts und Tabellen in diesem Kapitel verwendet.

**Obwohl die Fed Funds Rate und der Goldpreis eine negative Korrelation aufweisen, lassen sich Perioden beobachten, in denen diese Beziehung zusammenbricht.** So beispielsweise in den „tightening“- Phasen von Februar 1972 bis August 1974, von Jänner 1977 bis April 1980 und zuletzt von Juni 2004 bis August 2007, als der US-Leitzins von 1% auf 5,25% angehoben wurde, während Gold von USD 395 auf USD 715 haussierte.

### **Goldpreis in Zinserhöhungszyklen: Jeweils 1M/3M/12M seit 1. Zinsschritt**



Quelle: Federal Reserve St. Louis

### **Fazit:**

**Obwohl es eine statistisch klar negative Korrelation zwischen der effektiven Fed Funds Rate und Gold gibt, mahnen wir dennoch zur Vorsicht.** Historisch betrachtet trat der Zusammenhang in den meisten Zins-Perioden ein. Nichtsdestotrotz ist die Anfangsvermutung, dass ein steigendes Zinsniveau sich in einem fallenden Goldpreis ausdrückt zweifelhaft, nachdem es zahlreiche Episoden gibt, in denen sowohl Zinsen als auch Gold stiegen.

## **6. Die Opportunitätskosten von Gold**

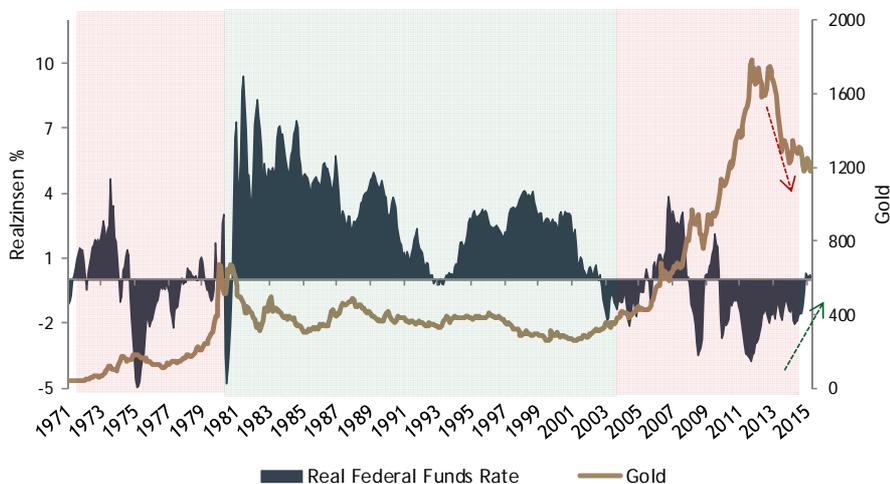
**Die Opportunitätskosten sind für die Entwicklung des Goldpreises essentiell.** Wie hoch sind die konkurrierenden wirtschaftlichen Chancen und Risiken, die ich in Kauf nehme, weil ich Gold halte? Realzinsen, Wachstumsraten der Geldmengenaggregate, Volumen und Qualität der Schulden, politische Risiken, sowie Attraktivität von anderen Assetklassen (insb. Aktien) sind die wichtigsten Determinanten. **Deshalb wollen wir uns den wichtigsten Opportunitätskosten von Gold widmen.**

### **Realzinsen:**

Die nachfolgende Grafik zeigt die Realzinsen<sup>10</sup> und den Goldpreis. Klar ersichtlich ist, dass in den 70er Jahren und seit 2002 ein überwiegend negatives Realzinsniveau vorherrschte und dies ein positives Umfeld für Gold bedeutete.

<sup>10</sup> Fed Funds Rate abzüglich Preisinflationsrate

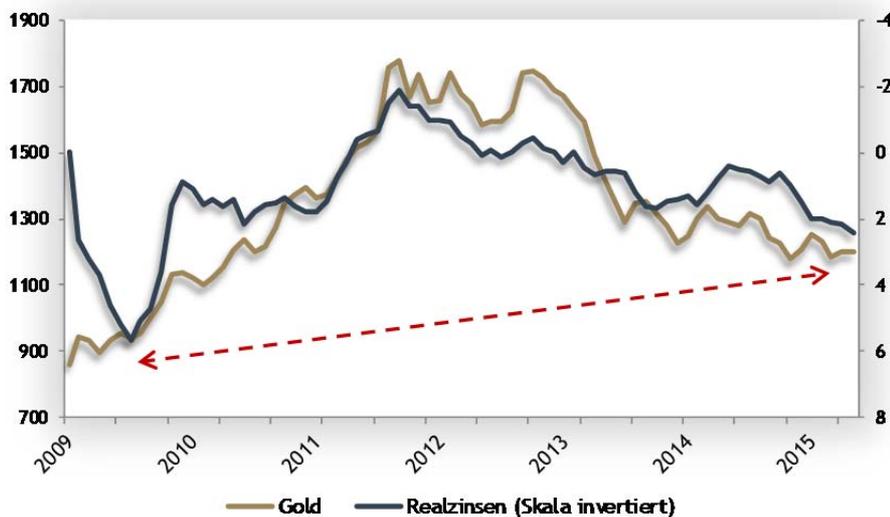
### Realzinsen vs. Goldpreis seit 1971



Quelle: Federal Reserve St. Louis

Anhand einer kurzfristigeren Betrachtung der Realzinsen lässt sich die oben formulierte Vermutung besser erkennen. Seit 2011 befinden wir uns in einer Phase steigender Realzinsen, was sich wiederum in fallenden Goldpreisen niederschlägt. Im Jahr 2009 erkannte man, dass Gold die Trendwende bei den Realzinsen bereits korrekt antizipierte. Ähnlich könnte die Situation sich auch aktuell darstellen.

### Gold vs. Realzinsen (invertierte Achse)



Quelle: Federal Reserve St. Louis

**Eine langfristig positive Goldpreisentwicklung sollte mit fallenden bzw. konstant negativen Realzinsen einhergehen.** Aufgrund des Basiseffektes bei den Energiepreisen dürften die Inflationsraten in der zweiten Jahreshälfte stärker ansteigen als die Renditen. Dies sollte den Goldpreis unterstützen.

### Aktien

**Im Zuge der zuvor beschriebenen Asset Price Inflation und des disinflationären Umfelds zählen Aktien als klassische Sachwerte offensichtlich zu den größten Profiteuren.**

**Ein langfristiger Blick auf die Bewertungsniveaus erscheint deshalb angebracht.** Für eine langfristige Standortbestimmung eignet sich das sogenannte Shiller-KGV. Um konjunkturelle Schwankungen zu glätten berechnet es den inflationsbereinigten Gewinndurchschnitt der letzten 10 Jahre. Gemäß dieser Bewertungskennzahl scheinen die Aussichten für US-Aktien nicht rosig, die Bewertung befindet sich keineswegs auf „Schnäppchen-Niveau“. So liegt der aktuelle Wert bei 27x und wurde in der 134-jährigen Historie erst zwei Mal übertroffen. Der langfristige Durchschnitt liegt bei 16,6x und somit deutlich unter dem aktuellen Stand.

#### Shiller KGV seit 1881



Quelle: Prof. Robert Shiller

US-Aktien sind demnach im Vergleich zu historischen Bewertungsniveaus bereits ambitioniert bewertet. Eine Rückkehr zum Mittel erscheint nur eine Frage der Zeit. Wir gehen davon aus, dass Aktien derzeit die größten Opportunitätskosten für den Goldpreis darstellen. **Sobald die Aktienrally ins Stottern gerät, könnte dies der Goldpreisentwicklung Rückenwind verleihen.**

## 7. Asien: Der goldene „Love Trade“

**Schon seit jeher wandert Gold aus Regionen ab, in denen der Wohlstand stagniert und es strömt dorthin, wo die Wirtschaft prosperiert und das Sparvolumen steigt.** 1980 waren Europa und die USA noch für 70% der Goldnachfrage verantwortlich, mittlerweile sind es nur noch knapp 20%.

**Nachfolgende Tabelle zeigt die Veränderung der Konsumentennachfrage von 2000 bis 2014.** In Tonnen gemessen kommt das größte Plus aus China (+574 Tonnen), gefolgt von Europa (+124 Tonnen) und Indien (+119 Tonnen). Prozentuell gemessen war Deutschland mit einem Plus von 550% auf Platz 1, gefolgt von China (+196%) und Europa ex GUS (+87%). **Anhand der Zahlen erkennt man eindrucksvoll wie unbedeutend die westliche Nachfrage in Relation zu Asien und dem Nahen Osten mittlerweile ist.**

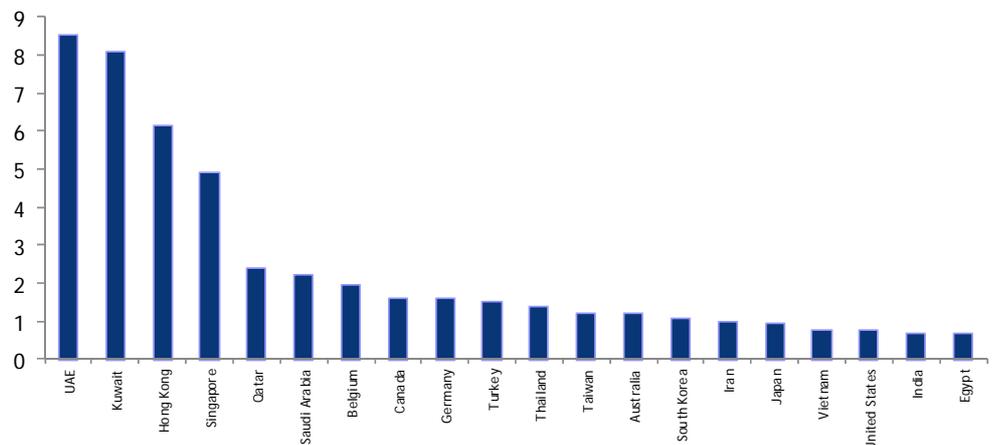
### Nachfrage 2000 vs. 2014

Konsumenten Goldnachfrage 2000 vs. 2014	2014		2000		Veränderung 2000-2014	
	Tonnen	% von Gesamt	Tonnen	% von Gesamt	Tonnen	%
Indien	843	26,2%	723	21,6%	119,7	17%
Greater China	868	27,0%	292,6	8,8%	574,9	196%
Japan	17,9	0,6%	105,1	3,1%	-87,2	-83%
Middle East	216	6,7%	457,9	13,7%	-242,2	-53%
Türkei	123	3,8%	177,4	5,3%	-54,4	-31%
USA	266	8,3%	368,5	11,0%	-102,1	-28%
Europe ex CIS	266	8,3%	142,4	4,3%	124,0	87%
Deutschland	101	3,2%	15,6	0,5%	85,8	550%
UK	28	0,9%	75	2,2%	-47,4	-63%
Italien	18,8	0,6%	92,1	2,8%	-73,3	-80%
Frankreich	2,2	0,1%	19	0,6%	-16,8	-88%
Sonstige	412,6	12,8%	1076,2	32,2%	-663,6	-62%
<b>Gesamt</b>	<b>3.217</b>	<b>100,0%</b>	<b>3343,1</b>	<b>100,0%</b>	<b>-126,5</b>	<b>-4%</b>

Quelle: World Gold Council

Betrachtet man die Pro-Kopf-Nachfrage des Vorjahres, so erkennt man, dass sich unter den 20 größten Goldkäufern bereits zahlreiche Schwellenländer befinden.<sup>11</sup> Dies ist insbesondere aufgrund der deutlich geringeren Kaufkraft erstaunlich. Zudem ist es bemerkenswert, dass 14 der 20 Länder mit der höchsten Pro-Kopf-Nachfrage aus Asien stammen.

### Pro Kopf Nachfrage 2014 (Gramm/Kopf)



Quelle: GFMS, Thomson Reuters

Wir halten eine Verdopplung der asiatischen Goldnachfrage auf Sicht der nächsten Dekade für realistisch, ja sogar wahrscheinlich. Ausschlaggebend für diese optimistische Einschätzung sind in erster Linie die stark steigenden Einkommen, das hohe Sparvolumen, die zunehmende Urbanisierung und der Mangel an Anlagealternativen sowie die steigende Inflationsangst.

<sup>11</sup> Die Führungsrolle der Stadtstaaten wie z.B. Hongkong oder Kuwait liegt daran begründet, dass sie meist als Brückenkopf für eine ganze Region fungieren.

**Fazit:**

**Die sukzessive wachsende Bedeutung der asiatischen Schwellenländer hinsichtlich der Goldnachfrage wird unserer Meinung nach weitgehend unterschätzt.** Ein Großteil Asiens weist ein deutlich größeres Faible für Gold auf als die westlichen Industrienationen. **Diese hohe traditionelle Goldaffinität und der steigende Wohlstand werden die Nachfrage langfristig unterstützen.**

**8. Conclusio:**

**Nachfolgend haben wir die wesentlichen Argumente pro Gold zusammengefasst:**

- Günstige asymmetrische Option ohne Gegenparteienrisiken
- Opportunitätskosten sind aufgrund negativer Realzinsen niedrig
- Gold profitiert in Phasen von Deflation, steigender Inflation und systemischer Instabilität
- Schuldeniveau mittlerweile um 40% höher als noch in 2007

**An den Einflussfaktoren für die Goldpreisentwicklung hat sich zuletzt wenig geändert.** Das Renditeniveau von Staatsanleihen ist niedrig und das Halten von Gold hat deshalb kaum Opportunitätskosten zur Folge. Diesbezüglich ist wenig Änderung zu erwarten. Zahlreiche Notenbanken betreiben derzeit Quantitative-Easing Programme und versuchen so, ihre Währungen abzuschwächen. **Gold stellt unter diesen Gesichtspunkten eine wichtige Möglichkeit der Werterhaltung von Geld dar, bietet aber aufgrund einer häufig negativen Korrelation zu anderen Vermögensklassen auch eine Versicherungsmöglichkeit gegen unvorhersehbare Ereignisse.**

**Die technische Einschätzung des Goldpreises zeigt, dass die langjährige Bodenbildungsphase noch nicht abgeschlossen ist und de facto eine Seitwärtsbewegung vorherrscht. Insofern erwarten wir mittelfristig keine große Veränderung des Goldpreises. Die von uns auf 12 Monate prognostizierte Preisspanne liegt bei ca. USD 1.200 – 1.250.**

**Erste Group Research**  
**Goldreport**  
25. Juni 2015

**Group Research**

**Head of Group Research**

Friedrich Mostböck, CEFA +43 (0)5 0100 11902

**Major Markets & Credit Research**

Head: Gudrun Egger, CEFA +43 (0)5 0100 11909  
Ralf Burchert (Agency Analyst) +43 (0)5 0100 16314  
Hans Engel (Senior Analyst International Equities) +43 (0)5 0100 19835  
Christian Enger, CFA (Covered Bonds) +43 (0)5 0100 84052  
Margarita Grushanina (Economist AT, CHF) +43 (0)5 0100 11957  
Alihan Karadagoglu (Senior Analyst Corporate Bonds) +43 (0)5 0100 19633  
Peter Kaufmann, CFA (Corporate Bonds) +43 (0)5 0100 11183  
Stephan Lingnau (International Equities) +43 (0)5 0100 16574  
Carmen Riefler-Kowarsch (Covered Bonds) +43 (0)5 0100 19632  
Rainer Singer (Senior Economist Euro, US) +43 (0)5 0100 17331  
Bernadett Povazsai-Römhild (Corporate Bonds) +43 (0)5 0100 17203  
Gerald Walek, CFA (Economist Euro) +43 (0)5 0100 16360  
Katharina Böhm-Klamt (Quantitative Analyst Euro) +43 (0)5 0100 19632

**Macro/Fixed Income Research CEE**

Head CEE: Juraj Kotian (Macro/FI) +43 (0)5 0100 17357  
Zoltan Arokszallasi (Fixed income) +43 (0)5 0100 18781  
Katarzyna Rzentarzewska (Fixed income) +43 (0)5 0100 17356

**CEE Equity Research**

Head: Henning Eßkuchen +43 (0)5 0100 19634  
Franz Hörl, CFA (Basic Resources, Real Estate) +43 (0)5 0100 18506  
Daniel Lion, CIIA (Technology, Ind. Goods&Services) +43 (0)5 0100 17420  
Christoph Schultes, MBA, CIIA (Industrials) +43 (0)5 0100 11523  
Vera Sutudja, CFA (Telecom) +43 (0)5 0100 11905  
Thomas Unger, CFA (Banks, Insurance) +43 (0)5 0100 17344  
Vladimira Urbankova, MBA (Pharma) +43 (0)5 0100 17343  
Martina Valenta, MBA (Real Estate) +43 (0)5 0100 11913

**Editor Research CEE**

Brett Aarons +420 956 711 014  
Deniz Gurgen +90 212 371 2538

**Research Croatia/Serbia**

Head: Mladen Dodig (Equity) +381 11 22 09 178  
Head: Alen Kovac (Fixed income) +385 72 37 1383  
Anto Augustinovic (Equity) +385 72 37 2833  
Ivana Rogic (Fixed income) +385 72 37 2419  
Milan Deskar-Skrbic (Fixed income) +385 72 37 1349  
Davor Spoljar, CFA (Equity) +385 72 37 2825

**Research Czech Republic**

Head: David Navratil (Fixed income) +420 224 995 439  
Head: Petr Bartek (Equity) +420 224 995 227  
Vaclav Kminek (Media) +420 224 995 289  
Jiri Polansky (Fixed income) +420 224 995 192  
Dana Hajkova (Fixed income) +420 224 995 172  
Martin Krajhanzl (Equity) +420 224 995 434  
Lubos Mokras (Fixed income) +420 224 995 456  
Jan Sedina (Fixed income) +420 224 995 391

**Research Hungary**

Head: József Miró (Equity) +361 235 5131  
Gergely Ürmösy (Fixed income) +361 373 2830  
András Nagy (Equity) +361 235 5132  
Vivien Barczel (Fixed income) +361 373 2026  
Tamás Pletser, CFA (Oil&Gas) +361 235 5135

**Research Poland**

Head: Magdalena Komaracka, CFA (Equity) +48 22 330 6256  
Marek Czachor (Equity) +48 22 330 6254  
Tomasz Duda (Equity) +48 22 330 6253  
Adam Rzepecki (Equity) +48 22 330 6252  
Ludomir Zalewski (Equity) +48 22 330 6251

**Research Romania**

Chief Economist, Director: Radu Craciun +40 3735 10424  
Head: Mihai Caruntu (Equity) +40 3735 10427  
Head: Dumitru Dulgheru (Fixed income) +40 3735 10433  
Chief Analyst: Eugen Sinca (Fixed income) +40 3735 10435  
Dorina Cobiscan (Fixed Income) +40 3735 10436  
Raluca Florea, CFA (Equity) +40 3735 10428  
Marina Alexandra Spataru (Equity) +40 3735 10429

**Research Turkey**

Head: Can Yurtcan +90 212 371 2540  
Evrım Dairecioglu (Equity) +90 212 371 2535  
M. Görkem Göker (Equity) +90 212 371 2534

Sezai Saklaroglu (Equity) +90 212 371 2533  
Nilufer Sezgin (Fixed income) +90 212 371 2536  
Ilknur Kocaer (Equity) +90 212 371 2531

**Research Slovakia**

Head: Maria Valachyova, (Fixed income) +421 2 4862 4185  
Katarina Muchova (Fixed income) +421 2 4862 4762

**Treasury - Erste Bank Vienna**

**Saving Banks & Sales Retail**

Head: Thomas Schaufler +43 (0)5 0100 84225

**Equity Retail Sales**

Head: Kurt Gerhold +43 (0)5 0100 84232

**Fixed Income & Certificate Sales**

Head: Uwe Kolar +43 (0)5 0100 83214

**Treasury Domestic Sales**

Head: Markus Kaller +43 (0)5 0100 84239

**Corporate Sales AT**

Head: Christian Skopek +43 (0)5 0100 84146

**Fixed Income & Credit Institutional Sales**

**Institutional Sales**

Head: Manfred Neuwirth +43 (0)5 0100 84250

**Bank and Institutional Sales**

Head: Jürgen Niemeier +49 (0)30 8105800 5503

**Institutional Sales AT, GER, LUX, CH**

Head: Thomas Almen +43 (0)5 0100 84323  
Bernd Bollhof +49 (0)30 8105800 5525  
Rene Klases +49 (0)30 8105800 5521  
Marc Pichler +43 (0)5 0100 84118  
Dirk Seefeld +49 (0)30 8105800 5523  
Charles-Henry de Fontenilles +43 (0)50100 84115

**Bank and Savingsbanks Sales**

Head: Marc Frieberthäuser +49 (0)711 810400 5540  
Fabian Bütger +49 (0) 151 53810580  
Mathias Gindele +49 (0)711 810400 5562  
Andreas Goll +49 (0)711 810400 5561  
Ulrich Inhofner +43 (0)50100 85544  
Sven Kienzle +49 (0)711 810400 5541  
Jörg Moritzen +49 (0)30 8105800 5581  
Michael Schmotz +43 (0)5 0100 85542  
Bernd Thaler +43 (0)5 0100 85583  
Klaus Vosseler +49 (0)711 810400 5560

**Institutional Sales CEE and International**

Head: Jaromir Malak +43 (0)50100 84254

**Central Bank and International Sales**

Head: Margit Hraschek +43 (0)5 0100 84117  
Christian Kössler +43 (0)5 0100 84116

**Institutional Sales PL and CIS**

Pawel Kielek +48 22 544 5610  
Marcin Chmielewski (Fixed Income) +43 50100 85611

**Institutional Sales Slovakia**

Head: Peter Kniz +421 2 4862 5624  
Sarlota Sipulova +421 2 4862 5629

**Institutional Sales Czech Republic**

Head: Ondrej Cech +420 2 2499 5577  
Milan Bartos +420 2 2499 5562  
Radek Chupik +420 2 2499 5565  
Pavel Zdichynec +420 2 2499 5590

**Institutional Sales Croatia**

Head: Antun Buric +385 (0)7237 2439  
Natalija Zujic +385 (0)7237 1638  
Željko Pavičić +385 (0)72 37 14 94

**Institutional Sales Hungary**

Norbert Siklosi +36 1 2355 842  
Attila Hollo +36 1 2355 846

**Institutional Sales Romania**

Head: Ciprian Mitu +40 373 516 532

**Institutional Solutions and PM**

Head: Zachary Carvell +43 (0)50100 83308  
Brigitte Mayr +43 (0)50100 84781  
Mikhail Roshal +43 (0)50100 84787  
Christopher Lampe-Traupe +49 (0)30 8105800 5507