

## In GOLD we TRUST

Strukturelle Überschuldung spricht für weitere Aufwertung von Gold

Gold erlebt derzeit eine Renaissance als Anlageklasse

Negatives Realzinsniveau weiterhin perfektes Umfeld

Währungssystem auf dem Scheideweg in Richtung neuem Goldstandard?

„Stock-to-Flow“-Ratio unterscheidet Gold von Rohstoffen

Gold als Portfolioversicherung

Adieu „Exorbitant Privilege“

Wieso Gold (weiterhin) keine Bubble ist

Exkurs: Die Entstehung von Geld aus dem Blickwinkel der Österreichischen Schule der Nationalökonomie

Goldaktien auf historisch niedrigen Bewertungsniveaus

USD 2.000 als nächstes 12-Monats-Kursziel

Langfristiges Kursziel: USD 2.300

# Spezial Report International Equity Gold



# Spezial Report Gold

## Inhalt

	<b>Seite</b>
1. Einleitung	2
2. Schuld ohne Sühne? Strukturelle Überschuldung spricht für weitere Aufwertung von Gold	7
3. Negatives Realzinsniveau weiterhin perfektes Umfeld für Gold	11
4. Gesetz der abnehmenden Grenzerträge zeigt Schuldensättigung	13
Soziale Asymmetrie als Pulverfass	14
5. Währungssystem auf dem Scheideweg – Auf dem Weg zu einem neuen Goldstandard?	17
Ist ein Goldstandard per se deflationär?	21
Gold und Silber als offizielle Zahlungsmittel vs. „Gresham’s Law“	22
6. Regressionstheorem erklärt wieso Gold Geld ist	24
„Stock-to-Flow“-Ratio unterscheidet Gold von Rohstoffen	24
7. Gold als Portfolioversicherung	27
8. Mögliche Kursziele für den Goldpreis	30
9. Inflation ≠ Teuerung	37
10. History repeats	39
11. Adieu „Exorbitant Privilege“	42
US-Anleihen vom risikolosen Renditepapier zum renditelosen Risiko-Papier	43
12. China auf dem Weg zur Weltleitwährung?	46
Yuan als Leitwährung?	46
13. Wieso Gold (weiterhin) keine Bubble ist	49
14. Exkurs: Die Entstehung von Geld aus dem Blickwinkel der Österreichischen Schule der Nationalökonomie	56
15. Nachfrage	59
Renaissance der Investmentnachfrage - Institutionals als „elephant in the room“	61
Zentralbanken erstmals seit 2 Dekaden auf der Käuferseite	63
De-Hedging	66
16. Angebot	67
17. Goldaktien	70
Goldaktien auf historisch niedrigen Bewertungsniveaus	73
18. Technische Analyse des Goldpreises	76
RATIO-Analyse	81
1) Dow / Gold (aktuell 8,1x)	81
2) Gold / S&P 500 (aktuell 1,12x)	82
3) Gold / Silber (aktuell 43x)	82
4) Verfügbares Einkommen / Gold (aktuell 26x)	84
5) World Gold Mining Index / Gold (aktuell 1,5x)	85
6) Gold / HUI (aktuell 2,7x)	85
7) Gold / Öl (aktuell 13x)	86
8) Hauspreis / Gold (aktuell 173x)	86
Fazit Ratio-Analyse	87
19. Fazit	88

# Spezial Report Gold

## 1. Einleitung

**Viele Fragen, goldene Antworten**

Die (Finanz)Welt ist derzeit reich an Fragen, aber arm an Antworten. Gold ist unserer Meinung nach eine der richtigen Antworten in Zeiten chronischer Unsicherheit. In unserem mittlerweile 5. jährlichen Goldreport wollen wir beschreiben, **wieso sich unser vor 3 Jahren erstmals formuliertes Langfrist-Ziel von USD 2.300 als konservativ erweisen könnte.**

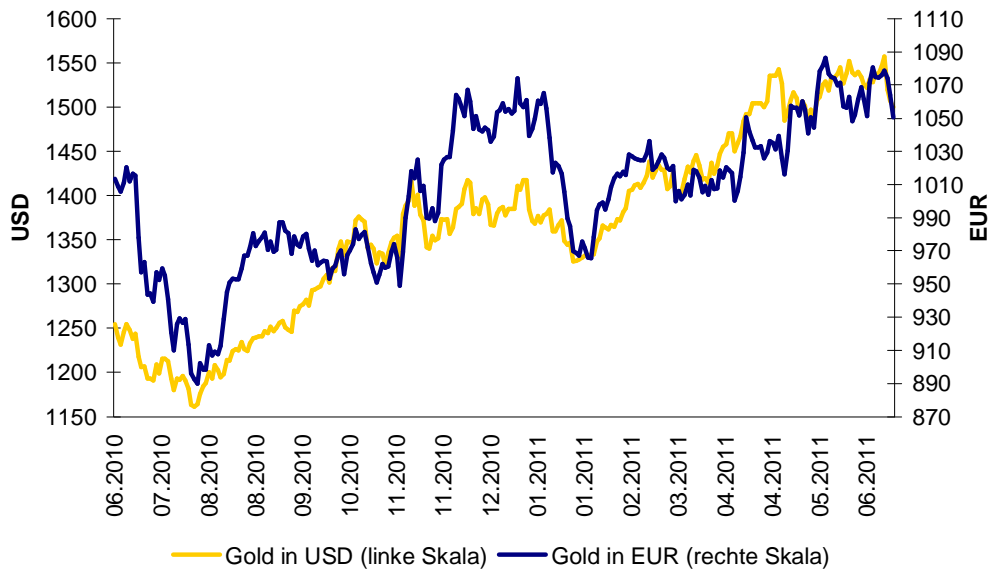
**„Aurophobie“ unbegründet**

**Gold ist ein hochemotionales Thema.** Es scheint, als gäbe es lediglich 2 Lager: Personen die Gold lieben (aka Gold Bugs) und Personen die es hassen. Zwischen diesen beiden Extremen scheint es wenige Grautöne zu geben und nur langsam wechseln Personen von einem Lager in das andere. Es scheint als gäbe es – insb. im Finanzsektor – eine „Aurophobie“<sup>1</sup>. Diese krankhafte Angst oder Aggression gegenüber Gold scheint es bei keinem anderen Gut zu geben. Schließlich kennen wir keine solch ausgeprägte Aversion gegen Kupfer, keine manischen Anleihen-Feinde oder militanten Immobilien-Basher. Wir sehen uns als Analysten und nicht als Psychotherapeuten, insofern wollen wir auf die Gründe für die starke Aversion nicht weiter eingehen. **Vielmehr wollen wir weiterhin mit Zahlen, historischen Vergleichen und Fakten begründen, wieso Gold unserer Meinung nach ein zentraler Portfoliobaustein sein sollte.**

**+140% seit erstem Goldreport**

**+25%, +140%, +460%, +4.322%.** Das sind die Performances seit dem letzten Goldreport, seit dem 1. Goldreport, seit Beginn des laufenden Bullenmarktes 2000 und seit 1970. Gold markierte im vergangenen Jahr neue (nominelle) Höchststände auf USD- und Euro-Basis sowie in zahlreichen anderen Währungen. Am nachfolgenden Chart erkennt man, dass der Bullenmarkt in beiden Währungen intakt ist, jedoch noch keine Trendbeschleunigung stattgefunden hat.

**Entwicklung Gold in USD vs. Gold in EUR seit letztem Goldreport**



Quelle: Datastream, Erste Group Research

*“Gold still represents the ultimate form of payment in the world...Fiat money, in extremis, is accepted by nobody. Gold is always accepted” Alan Greenspan<sup>2</sup>*

<sup>1</sup> “Gold: The Currency of FIRST Resort”, Hinde Capital, Juni 2010

<sup>2</sup> Economic Club of New York, Remarks by Chairman Alan Greenspan, Dezember 2002

# Spezial Report Gold

**Rückbesinnung auf den monetären Status von Gold** Die letzten Monate zeigen einen klaren Trend auf: **Gold wird immer stärker als Geld oberster Güte und immer weniger als Commodity betrachtet.** Es verfügt über den internationalen Währungscode „XAU“<sup>3</sup> und wird weiterhin von Zentralbanken rund um den Globus als zentrale Reserve gehalten. Dies bestätigt die monetäre Bedeutung von Gold. **Wir gehen davon aus, dass die derzeit stattfindende Rückbesinnung auf den jahrtausende alten monetären Status signalisiert, dass der Bullenmarkt in eine neue Phase eingetreten ist.**

**Die Rückkehr zu „Sound Money“** **Goldbesitz bedeutet pures Eigentum und beinhaltet keinerlei Verbindlichkeit.** Dies erklärt auch wieso es keine laufenden Zinsen zahlt: es beinhaltet kein Gegenparteirisiko. Neben der International Exchange und der Chicago Mercantile Exchange akzeptiert nun auch JP Morgan Gold als Collateral. Auch der Ausschuss für Wirtschafts- und Währungsangelegenheiten des EU-Parlaments hat sich dazu entschlossen, die Goldreserven der Mitgliedsländer als zusätzliche hinterlegte Sicherheiten zu akzeptieren. Die jüngsten Initiativen in Utah und zahlreichen anderen US-Bundesstaaten, in Malaysia sowie die geplante Monetisierung von Silber in Mexiko, interpretieren wir ebenfalls als Zeichen der Zeit und des Wandels. **Der Grundstein für eine Rückkehr zu ‘Sound Money’ dürfte gelegt sein.**

**Gold als perfekter Hedge gegen exzessive Geldmengen- ausweitung und Black Swans** **Wieso vertrauen die Menschen in das gelbe Metall?** Gold hat eine jahrtausendelange Erfolgsgeschichte als Mittel zum Wert- und Kaufkraftverhalt. Der Markt hat innerhalb der letzten Jahrtausende aus logischen und rationalen Gründen das optimale Geld auserkoren. Dazu zählen hohe Liquidität, Unzerstörbarkeit, hohe Wertdichte, Fungibilität, leichte Teilbarkeit, weltweite Akzeptanz etc. Das langsam und stetig wachsende Angebot seitens der Minen (der Goldbestand wächst in etwa gleich schnell wie die Bevölkerung) sichert Stabilität und Vertrauen. **Diese einzigartigen Eigenschaften machen Gold zu einem der besten Hedges gegen exzessive Geldmengen ausweitung und Black-Swan Events.**

**Gold glänzt zum 10. Mal in Folge** Die Performance von Gold war im Vorjahr und seit Beginn der letzten Dekade in nahezu allen Währungen klar positiv. Zentraler Punkt ist die relative Knappheit im Vergleich zu beliebig vermehrbaren Fiat-Währungen<sup>4</sup>. **Aufgrund der monetären Exzesse und des globalen Abwertungs-Wettbewerbs der vergangenen Jahre, gehen wir davon aus, dass der Wechselkurs zwischen Gold und Papier weiter steigen wird.**

Gold Performance seit 2001 in div. Währungen (%)

	EUR	USD	GBP	AUD	CAD	Yuan
2001	8,10%	2,50%	5,40%	11,30%	8,80%	2,50%
2002	5,90%	24,70%	12,70%	13,50%	23,70%	24,80%
2003	-0,50%	19,60%	7,90%	-10,50%	-2,20%	19,50%
2004	-2,10%	5,20%	-2,00%	1,40%	-2,00%	5,20%
2005	35,10%	18,20%	31,80%	25,60%	14,50%	15,20%
2006	10,20%	22,80%	7,80%	14,40%	22,80%	18,80%
2007	18,80%	31,40%	29,70%	18,10%	11,50%	22,90%
2008	11,00%	5,80%	43,70%	33,00%	31,10%	-1,00%
2009	20,50%	23,90%	12,10%	-3,60%	6,50%	24,00%
2010	39,20%	29,80%	34,50%	-14,00%	24,30%	25,30%
2011ytd	0,10%	5,80%	2,20%	3,30%	5,50%	3,30%
Durchschnitt	<b>13,30%</b>	<b>17,25%</b>	<b>16,89%</b>	<b>8,41%</b>	<b>13,14%</b>	<b>14,59%</b>
Median	<b>10,20%</b>	<b>19,60%</b>	<b>12,10%</b>	<b>11,30%</b>	<b>11,50%</b>	<b>18,80%</b>

Quelle: Datastream, Bloomberg, James Turk Goldmoney.com

<sup>3</sup> ISO 4217, International Currency Code List

<sup>4</sup> Unter Fiat-Money versteht man Kreditgeld, bei dem seitens des Emittenten keine Einlöseverpflichtung in Kurantgelt besteht. Der Begriff leitet sich vom lateinischen fiat („Es werde“) ab. Fiatgeld wird Geld, indem es von den gesetzgebenden Organen eines Staates dazu erklärt wird. Heutiges Zentralbankgeld, wie beispielsweise Euro oder US-Dollar, ist Fiatgeld.

# Spezial Report Gold

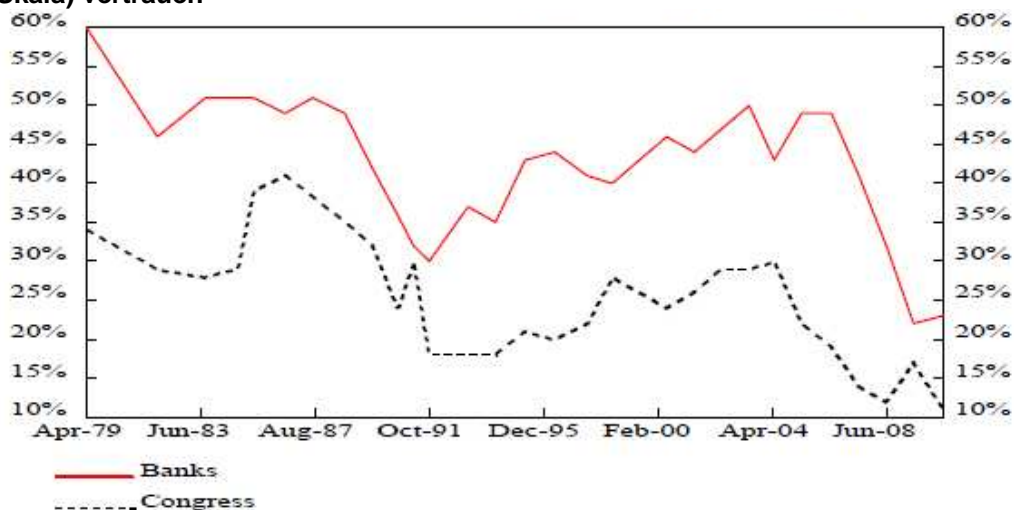
*“Confidence in central bankers’ ability to learn from past inflation is as likely to be misplaced as it was in their ability to learn from past credit booms. Gold remains the cleanest insurance against such overconfidence”<sup>5</sup> Dylan Grice*

**Weiterhin  
exzellentes  
Chance/Risiko-  
Verhältnis für  
Gold**

**Es besteht eine inverse Beziehung zwischen Goldpreis und Vertrauen in Notenbanken bzw. Politik.** Ein fallender Goldpreis müsste deshalb mit steigender Zuversicht und Stabilisierung der Vertrauenserosion einhergehen. Es heißt „Vertrauen ist eine zarte Pflanze; ist es zerstört, so kommt es sobald nicht wieder“<sup>6</sup>. **Wir gehen davon aus, dass der Vertrauensverlust der letzten Jahre nicht rasch geheilt werden kann und Gold deshalb weiterhin ein exzellentes Chance/Risikoverhältnis aufweist.**

Anhand des nachfolgenden Charts erkennt man das sinkende Vertrauen der US-Bürger in deren Banken und den Kongress.

**USA: Prozentsatz der Bürger, die den Banken (rechte Skala) bzw. dem Kongress (linke Skala) vertrauen**



Quelle: A. Gary Shilling's INSIGHT, Gallup

**Vertrauens-  
erosion stärkt  
den sicheren  
goldenen  
Hafen**

**Seit 2007 haben die EZB, die Federal Reserve und die Bank of England ihre Bilanzen um mehr als 4,5 Billionen USD ausgeweitet.** Dies entspricht 14% des gemeinsamen Jahres-BIP's der USA und der EU27. Allein seit Jahresbeginn stieg die Monetary Base in den USA um mehr als 30%. Die „Risikolosigkeit“ von Staatsanleihen wird zunehmend in Frage gestellt und Vertrauenserosion nimmt tagtäglich zu. **In diesem Umfeld wird der klassische sichere Gold-Hafen immer öfter angesteuert.**

**Extrapolation  
der  
Vergangenheit  
ist verheerend**

Auch wenn Gold von Kritikern weiterhin als barbarisches Relikt und Geld der Vergangenheit, das in unserer heutigen modernen Welt keinen Platz hat, diskreditiert wird, so stellt sich für uns die Frage welcher Zeitrahmen zum Vergleich herangezogen wird. Vermeintliche Gesetzmäßigkeiten wie „Immobilien fallen nicht im Preis“, „US Treasuries sind risikolos“ oder „Die Welt ist eine Scheibe“ mögen zwar in der Vergangenheit gegolten haben, verlängert man jedoch seinen (Zeit)horizont, so dreht sich das Bild. Die reine Extrapolation der Vergangenheit ist à la longue verheerend. **Gold hat hingegen einen 6000-jährigen Track-Record als ultimates Geld, das noch niemals wertlos wurde.**

**Währungs-  
basket vs.  
Gold weiterhin  
im  
Abwärtstrend**

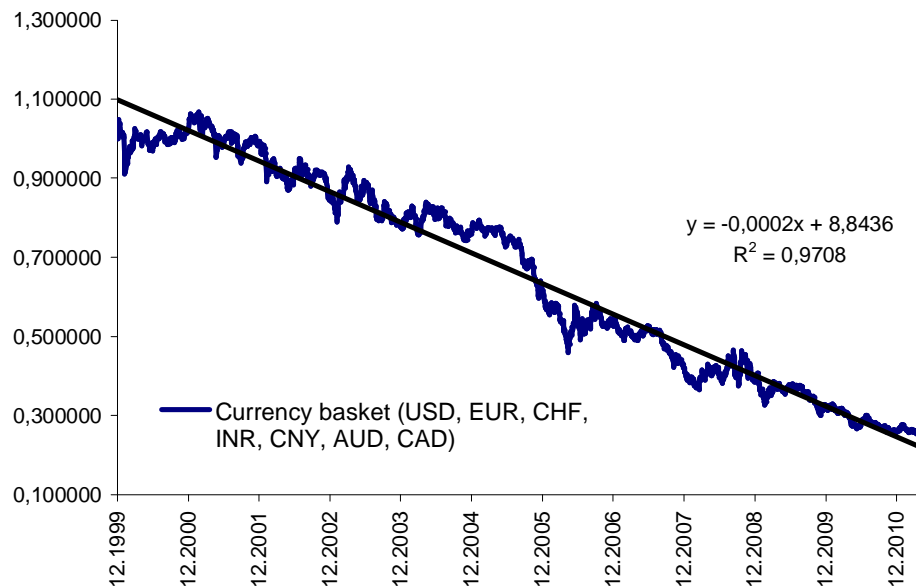
**Den klar intakten Abwärtstrend der meisten Währungen im Vergleich zu Gold erkennt man anhand des nachfolgenden Charts.** Der gleichgewichtete Währungs-Basket besteht aus US-Dollar, Euro, Schweizer Franken, Yuan, Indischer Rupie, Britischem Pfund und Australischem Dollar. Der Abwärtstrend ist klar intakt und befindet sich derzeit nur leicht über der Trendlinie. Es gibt wenig Grund zur Annahme, dass sich der Abwärtstrend in naher Zukunft abschwächen könnte, insofern verbleiben wir bei unserer positiven Einschätzung der künftigen Goldpreisentwicklung.

<sup>5</sup> “Why this commodity-sceptic value investor likes gold”, Dylan Grice – Popular Delusions, März 2011

<sup>6</sup> Otto von Bismarck

# Spezial Report Gold

Währungsbasket vs. Gold



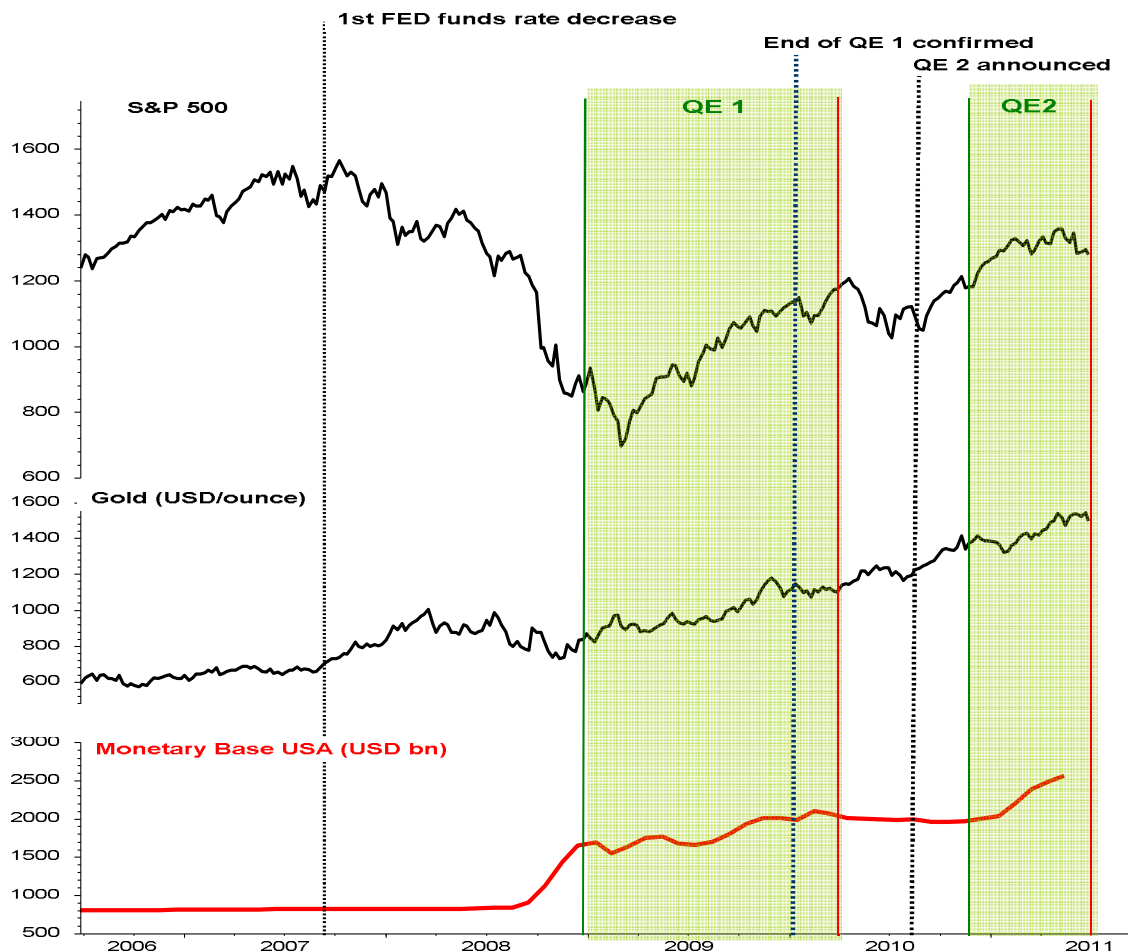
Quelle: Erste Group Research, Datastream

**Geldpolitik  
wichtigste  
Determinante –  
Angebots/Nach  
frage-Muster  
irrelevant**

**Wir haben das Angebot an „digitaler Druckerschwärze“ der Federal Reserve unterschätzt.** Wir gehen davon aus, dass der „Bernanke Put“ hauptverantwortlich für die Preisaufschläge im Rohstoffsegment ist. Die Fed hat mehrmals die positiven Effekte höherer Aktienkurse hervorgehoben. Gold profitiert ebenso von der gestiegenen Risikobereitschaft, wie nachfolgender Chart eindrucksvoll beweist. **Die gestiegene Korrelation zwischen Aktienmarkt und vielen Rohstoffen lässt sich kaum mit herkömmlichen Angebot/Nachfrage-Mustern erklären. Die Geldpolitik dürfte mittlerweile die mit Abstand wichtigste Determinante für die Finanzmärkte sein.**

# Spezial Report Gold

## S&P vs. Gold vs. Monetary Base



Source: Erste Group Research, Datastream

**Fed kann nicht beeinflussen wohin die geschaffene Liquidität fließt**

Wir zweifeln daran, dass die Ziele des Quantitative Easings wirklich erreicht wurden. Sofern jedoch stark steigende Aktienkurse, geringe Volatilität, überbordende Spekulation in Agrarrohstoffen (was die CoT-Reports bestätigen), Energie sowie Edelmetallen das Ziel waren, so war QE doch ein voller Erfolg. Die Fed kann zwar die Anreize zur Kreditvergabe erhöhen (Niedrigzinspolitik, Auffüllen der Bankreserven durch Ankauf von Assets), **wohin die Kredite schlussendlich hinfließen, kann sie jedoch nicht beeinflussen.**

### Performance während QE1 und QE2<sup>7</sup>

	QE1	QE2
Crude Oil	65%	29%
Kupfer	113%	20%
Gold	35%	21%
Dollar-Index	-5%	-10%
S&P 500	37%	21%
EuroStoxx	27%	5%
Bovespa	126%	-7%
Silber	69%	78%
Baumwolle	62%	77%

Source: Erste Group Research, Datastream

*„Je mehr durch Anleihen aufgebracht werden kann, desto besser. Die Inanspruchnahme der Notenbanken und gar erst die der Notenpresse wird, solange es irgendwie geht, nur als temporäres Finanzierungsmittel benutzt werden dürfen....“ Karl Theodor zu Helfferich, Mitglied im Zentralausschuss der Deutschen Reichsbank, März 1915*

<sup>7</sup> QE1: Zeitraum 25. November 2008 bis 31. März 2010, QE2: 27. August 2010 (Jackson Hole) bis 30. Juni 2011

# Spezial Report Gold

## 2. Schuld ohne Sühne? Strukturelle Überschuldung spricht für weitere Aufwertung von Gold

„Scherz ist die drittbeste Tarnung, Die zweitbeste: Sentimentalität. Aber die beste und sicherste Tarnung ist immer noch die blanke und nackte Wahrheit. Komischerweise. Die glaubt niemand“<sup>8</sup>

### Fiscal Gap aktuell USD 200 Billionen

Aktuell sind die USA mit 14,3 Billionen Dollar<sup>9</sup> verschuldet. Die Staatsschulden liegen in Relation zur Wirtschaftsleistung bei 93%, dies entspricht dem höchsten Stand seit Ende der 40er Jahre. Allein die Neuverschuldung seit 2008 beläuft sich auf mehr als 40% der in den letzten 240 Jahren angehäuften Staatsschuld. Inkludiert man die Verbindlichkeiten und Garantien der Bundesstaaten, Behörden, Pensionskassen etc. so zeigt sich ein dramatisches Bild der Überschuldung. Das Fiscal Gap<sup>10</sup> liegt aktuell bei USD 200 Billionen, bzw. dem 14-fachen BIP. Laut IWF<sup>11</sup> wäre für das Schließen der Finanzierungslücke eine jährliche Anpassung in Höhe von rund 14% des BIP erforderlich.

### Einnahmen- seitige Sanierung illusorisch

Unserer Meinung nach ist die Verschuldung in Relation zum BIP relativ wenig aussagekräftig. Vielmehr sollte sich die Diskussion auf die Steuereinnahmen fokussieren. Sieht man sich dies für die USA an, so wird das Bild noch kritischer. Im Laufe der letzten 40 Jahre lagen die Staatsausgaben bei 21% vom BIP, während die Steuereinnahmen bei 18% lagen<sup>12</sup>. 2010 lag der Prozentsatz der Steuereinnahmen nur noch bei 14 %, dies bedeutet den geringsten Prozentsatz seit 1950, während die Ausgaben auf 24% vom BIP stiegen. Eine einnahmenseitige Sanierung des Staatshaushaltes scheint de facto ausgeschlossen. **Wollte man beispielsweise das Defizit von 2010 ausgleichen, so müssten die Steuersätze gemäß US Tax Foundation um den Faktor 2,4 steigen.**

### Ausgaben, Einnahmen und Budgetdefizit USA (logarithmische Skalierung)



Quelle: James Turk: [www.fgmr.com](http://www.fgmr.com)

### The Budget reflects the state of a nation

Das Congressional Budget Office (CBO) prognostiziert bis 2021 weitere Defizite<sup>13</sup>. Das kumulierte Defizit wird in den nächsten 10 Jahren 8.400 Mrd. betragen. Auch die Dimensionen ändern sich rasch. Während im gesamten Fiskaljahr 2001/2002 ein Fehlbetrag von USD 120 Mrd. ausgewiesen wurde, so belief sich allein das Defizit im Oktober 2010 auf USD 140 Mrd. Erstmals seit dem 2. Weltkrieg werden die US-Schulden das BIP übersteigen, der langfristige Ausblick ist lt. CBO „entmutigend“. Bis 2035 könnte die Verschuldung auf 185% des BIP steigen. Zwar klingen die Zahlen ernüchternd, jedoch basieren die CBO-Schätzungen bereits

<sup>8</sup> „Biedermann und die Brandstifter“, Max Frisch

<sup>9</sup> Total Treasury Securities outstanding, Stand per Mai 2011

<sup>10</sup> Finanzierungslücke zwischen Gegenwartswert aller künftigen Ausgaben und allen zukünftigen Steuereinnahmen

<sup>11</sup> „United States: Selected Issues Paper“, IWF, Juli 2010

<sup>12</sup> Michael Tanner, Cato Institute

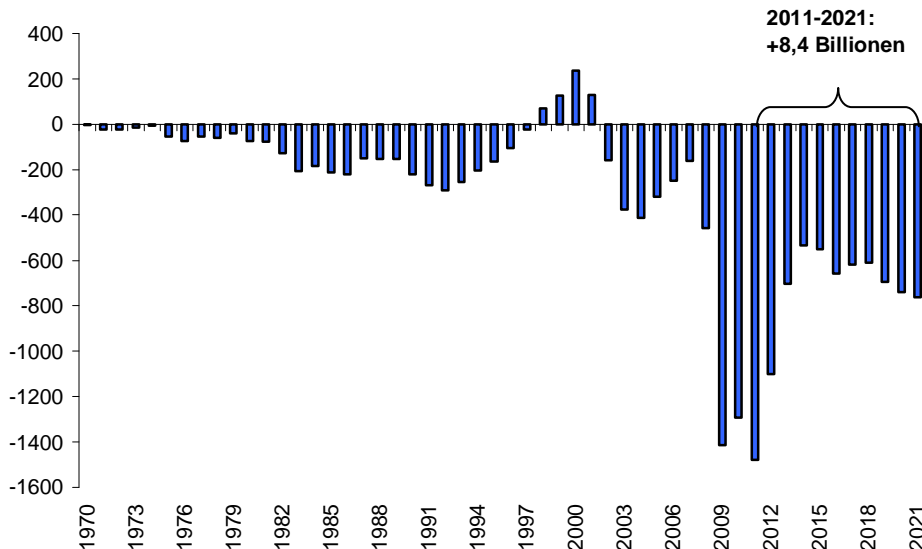
<sup>13</sup> „The Long-term Budget Outlook“, Congressional Budget Office, Juni 2010



# Spezial Report Gold

auf sehr optimistischen Prognosen. So wird ein reales Wirtschaftswachstum in Höhe von 4,4% bis 2014 und anschließend ein Plus von 2,4% erwartet. Zudem geht man von einer stetig fallenden Arbeitslosenrate auf 5%, niedrigen Zinsen und moderaten Ausgabenanstiegen aus. Eine weitere Rezession ist im CBO-Modell nicht eingeplant. **Nachdem die Schätzungen unserer Meinung nach unrealistisch sind, gehen wir davon aus, dass die Neuverschuldung deutlich höher als die geschätzten USD 8.400 Mrd. ausfallen wird.**

## CBO Schätzungen: Budgetdefizite bis 2021 (in Mrd. USD)



Quelle: Erste Group Research, Datastream, Congressional Budget Office

**„Die Politik der öffentlichen Verschuldung hat nach und nach jeden Staat geschwächt, der sich ihrer bedient hat.“ Adam Smith<sup>14</sup>**

### BIS empfiehlt „drastische Maßnahmen“

**Auch die Bank for International Settlements (BIS) gibt dem US-Haushalt ein niederschmetterndes Zeugnis<sup>15</sup>.** Die Analyse öffentlicher Schuldenquoten lässt die BIS zum Schluss kommen, dass die derzeitige Fiskalpolitik untragbar ist. Man empfiehlt „drastische Maßnahmen“ um das rasante Wachstum der gegenwärtigen und zukünftigen Verbindlichkeiten einzubremsen und langfristig negative Folgen für Wachstum und Geldwertstabilität zu verringern. Die eindeutige und klare Sprache, die die BIS mittlerweile verwendet, zeigt die prekäre Lage und die Dringlichkeit einer tiefgreifenden Reform. **Die Hypothek zu Lasten der nächsten Generationen ist bereits jetzt enorm hoch.**

### Überschuldungsproblem ist systemischer Natur

Und auch im offiziellen Finanzbericht der US-Regierung<sup>16</sup> für 2010 finden sich zahlreiche Charts, die die düstere Zukunft der US-Finzen illustrieren. Mittlerweile ist ein Großteil der Ausgaben fixiert und nicht mehr diskretionär. Aufgrund stark steigender Gesundheitskosten, der fortschreitenden Pensionierung der Baby-Boomer-Generation und der steigenden Lebenserwartung steigen die Kosten für Medicare, Medicaid etc. rapide an.

Wenn es selbst in Zeiten wirtschaftlicher Prosperität nicht möglich ist, Überschüsse zu erwirtschaften, so liegt es auf der Hand, dass die Probleme systemischer Natur sind. Aufgrund von Zins und Zinseszins können Schulden exponentiell wachsen, was langfristig für enorme Probleme sorgt. Sobald die Schulden und die Zinsleistung schneller steigen als die Einnahmen, beginnt der Teufelskreis der Überschuldung. **Die wachsende Lücke zwischen Einnahmen und Ausgaben zeigt ganz klar, dass der derzeit beschrittene Pfad nicht mehr lange fortgesetzt werden kann.**

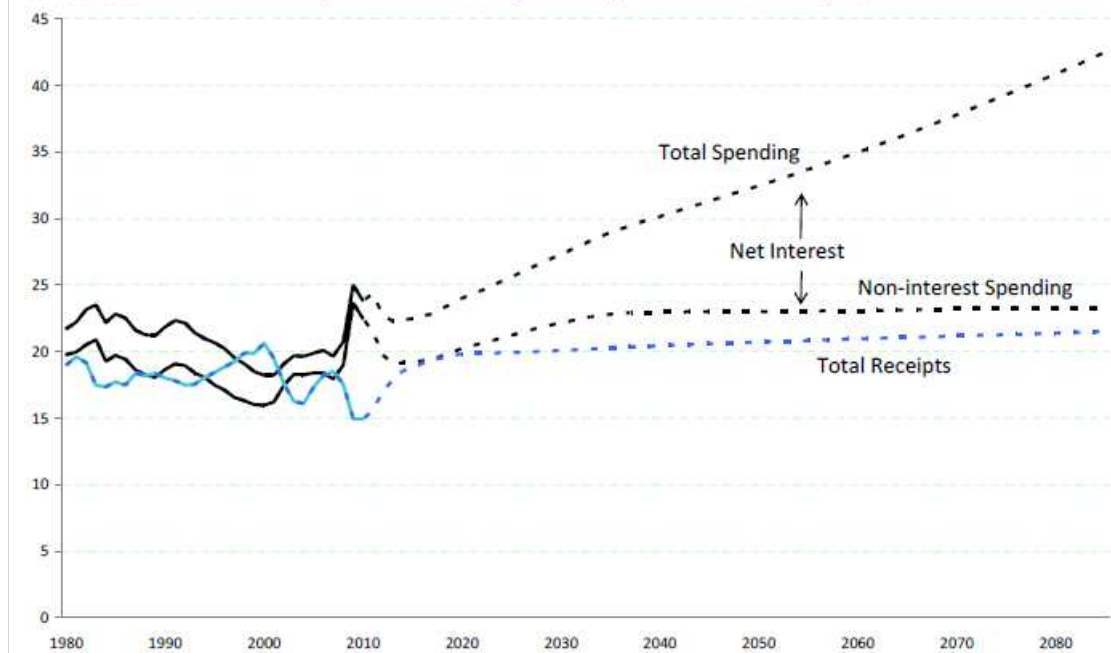
<sup>14</sup> „Der Wohlstand der Nationen, Adam Smith

<sup>15</sup> „The future of public debt: prospects and implications“, März 2010

<sup>16</sup> <http://www.fms.treas.gov/fr/10frusg/10frusg.pdf>

# Spezial Report Gold

Gesamtausgaben, Zinsleistung und Steuereinnahmen bis 2080 in % des BIPs



Quelle: 2010 Financial Report of the United States Government

**Schuldenobergrenze wurde bereits 93x angehoben**

**Der Streit über die Anhebung des „debt ceilings“ dürfte aufgrund politischer Machtspiele vermutlich erst kurz vor dem 2. August beigelegt werden.** Dass die Schuldenobergrenze angehoben wird, scheint außer Zweifel zu stehen. Dies bestätigt auch ein Blick in die Vergangenheit. Die Schuldenobergrenze wurde 1917 eingeführt und bei USD 11,5 Mrd. fixiert. Seitdem wurde sie bereits 93 Mal angehoben. Das Momentum der Anhebungen scheint klar zuzunehmen. Seit 1962 wurde die Obergrenze 74 Mal angehoben, seit 2001 bereits 10 Mal. Insofern stellt sich die Frage nach der Sinnhaftigkeit einer solchen Obergrenze<sup>17</sup>. Außerdem macht es die Wahrscheinlichkeit einer neuerlichen Anhebung nicht unbedingt geringer.

**Demographie als Damoklesschwert**

**Nicht nur in den USA wird die alternde Gesellschaft immer mehr zum Damoklesschwert für die Staatsfinanzen.** Lt. „Global Aging 2010 – An Irreversible Truth“<sup>18</sup> Studie von S&P, in der 32 OECD-Staaten und 17 Emerging Markets analysiert wurden, wird die Belastung durch Pensionen, Gesundheitssystem und Pflege, die Schuldenlast innerhalb der Industrienationen dramatisch ansteigen lassen. So wird der Nettoschuldenstand in Deutschland von 75,2% in 2010 auf 97,1% in 2020 bzw. 155% in 2030, 254% in 2040 und 400% in 2050 steigen.

**„A hundred wagon loads of thoughts will not pay a single ounce of debt“  
Italienisches Sprichwort**

Aktuell liegt die Zinsleistung in den USA bei knapp USD 230 Mrd. pa, sollten die Zinsen auf 5% steigen, so würde die Zinslast auf bis zu USD 900 Mrd. ansteigen. Gehen wir davon aus, dass die Prognosen des CBO stimmen, so läge die Verschuldung im Jahre 2021 bei ca. 24 Billionen USD. Bei einem Zinssatz von 5% würde sich der Zinsdienst also auf mindestens 1 Billion USD belaufen. Insofern rechnen wir damit, dass das Zinsniveau vermutlich über längere Zeit auf niedrigem Niveau belassen wird und die Federal Reserve weiterhin meilenweit „behind the curve“ bleibt. **Dies ist eines der stärksten Argumente für ein weiterhin negatives bzw. niedriges Realzinsniveau und somit in weiterer Folge für einen steigenden Goldpreis.**

**Auswege aus der Schuldenfalle gibt es nur wenige:** Einerseits das „Herauswachsen“ ähnlich wie die USA nach dem 2. Weltkrieg oder andererseits drastische Ausgabenkürzungen und eine rigide Haushaltskonsolidierung wie beispielsweise in den 90er Jahren in Skandinavien. Zu den schmerzlicheren Varianten zählen massives Anheben der Steuerquoten, verstärkter Rückgriff auf Seignorage<sup>19</sup>, Inflationierung, eine

<sup>17</sup> Vgl. „False Belief #3: There is a Debt Ceiling“ Louis Boulanger, The Gold Standard Institute Magazine Journal, April 2011

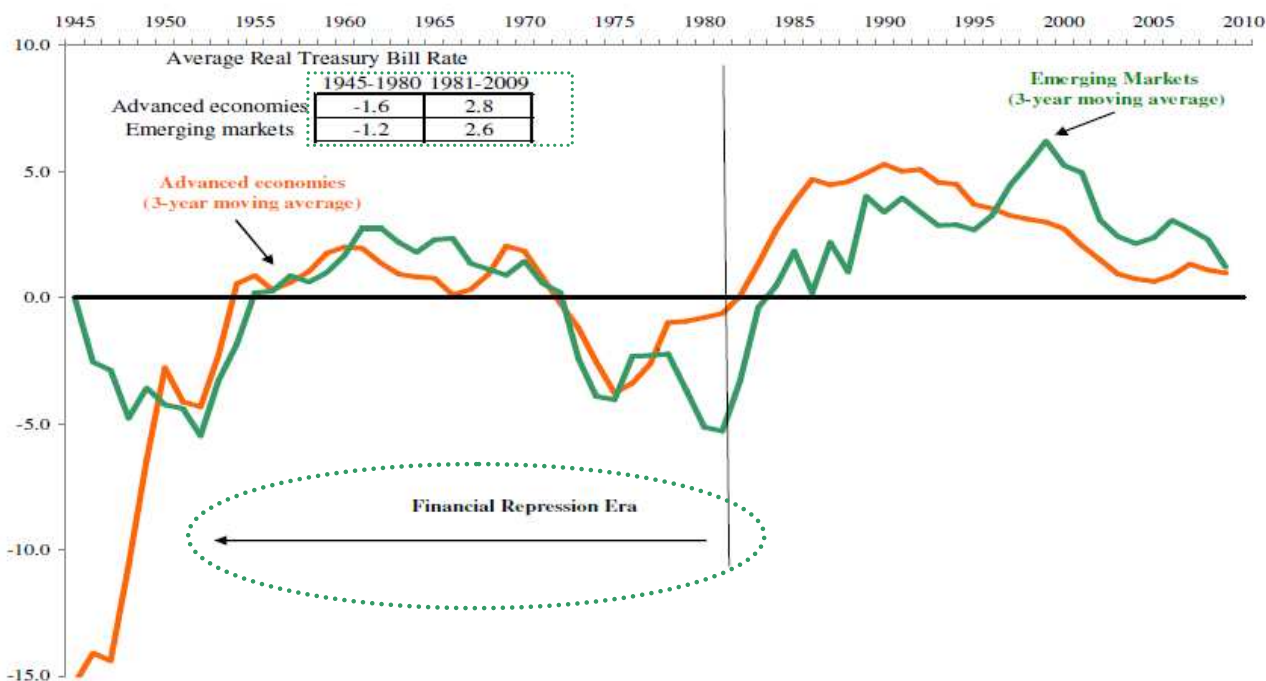
<sup>18</sup> [http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/media/global\\_aging\\_100710.pdf](http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/media/global_aging_100710.pdf)

<sup>19</sup> „The ability of the government to finance expenditures by issuing money is the “seigniorage” associated with its sovereign monetary monopoly“, James Tobin: On the Welfare Macroeconomics of Government Financial Policy

# Spezial Report Gold

Währungsabwertung wie in den USA 1934 (Gold Reserve act), eine stete Dosis an finanzieller Repression in Kombination mit negativen Realzinsen oder letztendlich Staatsbankrott<sup>20</sup>. **Wir gehen davon aus, dass Gold in praktisch all diesen Szenarien profitieren würde.**

## Durchschnittliche reale T-Bill Rate: Industrienationen & Schwellenländer 1945-2010



Quelle: *The Liquidation of Government Debt*, Carmen Reinhart, Belen Sbrancia, NBER Working Paper

Nikolaus von Oresme warnte bereits im 14. Jahrhundert vor den Folgen der inflationistischen Staatsfinanzierung<sup>21</sup>: „Wenn wiederum der Fürst das Recht hat, eine einfache Münzveränderung vorzunehmen und etwas Gewinn daraus zu ziehen, darf er auch das Recht haben, eine größere Veränderung vorzunehmen und einen größeren Gewinn zu machen; und dies mehr als einmal zu machen und nochmals einen noch größeren Gewinn zu ziehen... Und so würde der Fürst schließlich in der Lage sein, fast sämtliche Gelder oder Reichtümer seiner Untertanen an sich zu ziehen und sie zu versklaven. Und dies wäre tyrannisch, tatsächlich eine wahrhaftige und absolute Tyrannei, wie es uns von den Philosophen und von der Geschichte der Antike eindringlich vorgehalten wird.“

<sup>20</sup> Vgl. auch „The Liquidation of Government debt“, Carmen M. Reinhart, M. Belen Sbrancia, 7. April 2011, IMF

<sup>21</sup> „Geld und Inflation – Die Sicht der Wiener Schule“, Gregor Hochreiter, Juli 2008

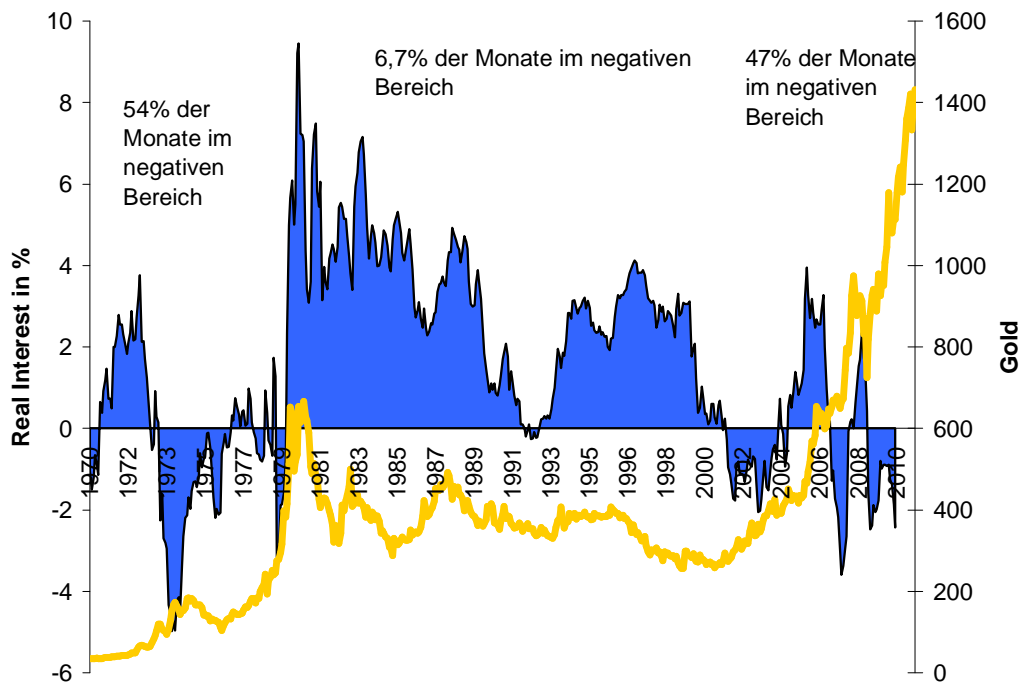
# Spezial Report Gold

## 3. Negatives Realzinsniveau weiterhin perfektes Umfeld für Gold

### Realzinsniveau ist essentieller Faktor für den Goldpreis

Inflation alleine war noch nie der primäre Treiber des Goldsektors. Nachdem Gold - wie hinlänglich bekannt – keine Zinsen zahlt, entsprechen die Realzinsen den Opportunitätskosten. Während der 20-jährigen Goldbaisse der 1980er und 90er Jahre, lag das Realzinsniveau bei durchschnittlich 4%. In lediglich 6,7% aller Monate waren die Realzinsen im negativen Terrain. Ganz anders jedoch die Lage in den 70er Jahren. Hier lag der Realzins in 54% der Monate im negativen Bereich. Seit 2000 ist der Realzins in 47% aller Monate im Minus, was ein optimales Umfeld für Gold bedeutet. **Aufgrund der im letzten Kapitel beschriebenen Umstände, gehen wir davon aus, dass sich dieser Trend fortsetzen wird.**

### Realzinsniveau vs. Goldpreis seit 1970

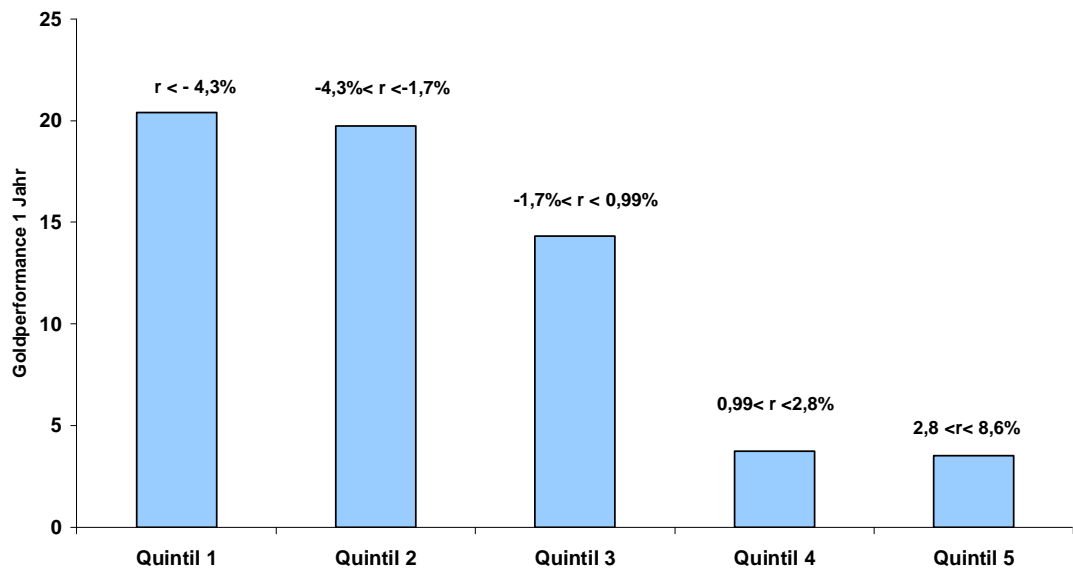


Source: Erste Group Research, Datastream

Teilt man das Realzinsniveau (in diesem Fall 10-jährige Renditen minus CPI gemäß Shadow Stats) in Quintile und analysiert man anschließend die Performance von Gold im darauffolgenden Jahr, so erkennt man ebenfalls den klaren Zusammenhang zwischen Realzinsniveau und Goldpreisentwicklung. Im 1. Quintil (jährliche Realzinsen geringer als minus 4,3%) liegt die Entwicklung von Gold bei 21%. Liegen die Realzinsen zwischen -4,3% und -1,7%, so tendiert Gold knapp 20% stärker. Erst bei Realzinsen größer als +0,99% lässt die Performance signifikant nach.

# Spezial Report Gold

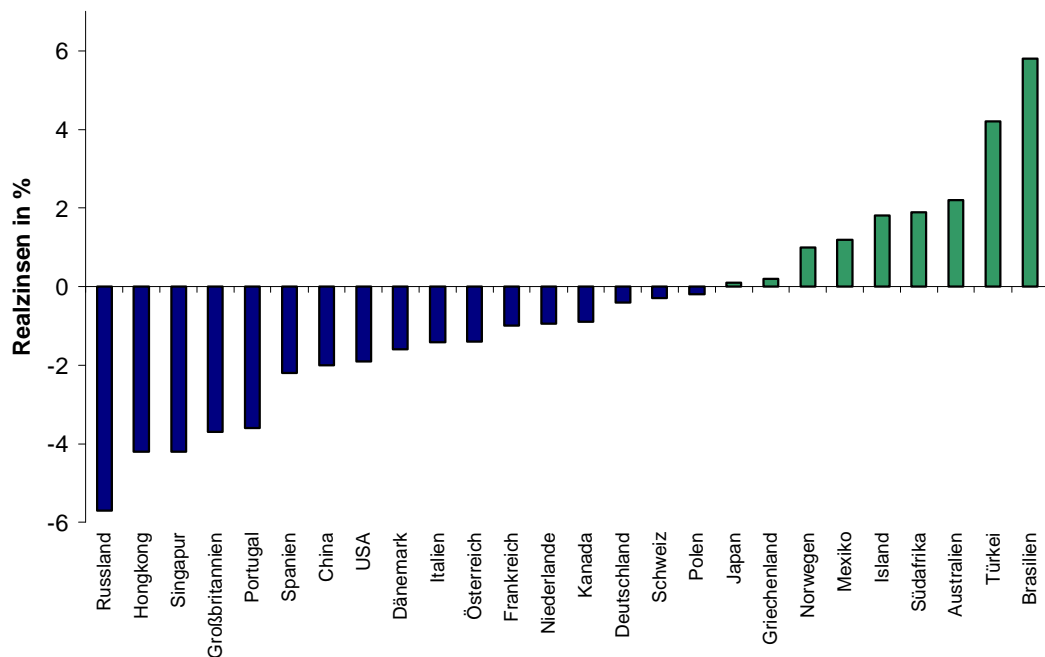
## Realzinsniveau vs. spätere Goldpreisentwicklung 1970-2010



Quelle: Erste Group Research, Shadow Stats

Negative Realzinsen reduzieren naturgemäß die Zinsaufwendungen und verringern die bestehende Schuldenlast. Sie sind somit ein Transfer von Sparern zu Schuldern<sup>22</sup>. **Dass diese finanzielle Repression mittlerweile in einem Großteil der Nationen en vogue zu sein scheint, erkennt man am nachfolgenden Chart.**

## Realzinsniveau weltweit



Quelle: Datastream, Bloomberg, Erste Group Research

*„Throughout history, feckless governments have dodged their fiscal responsibility by turning to their monetary authority to devalue the currency, monetize debt and inflate their way out of structural deficits“*

Richard Fisher, President of the Federal Reserve Dallas, 10. März 2011

<sup>22</sup> Vgl. auch „The Liquidation of Government debt“, Carmen M. Reinhart, M. Belen Sbrancia, April 2011, IMF

# Spezial Report Gold

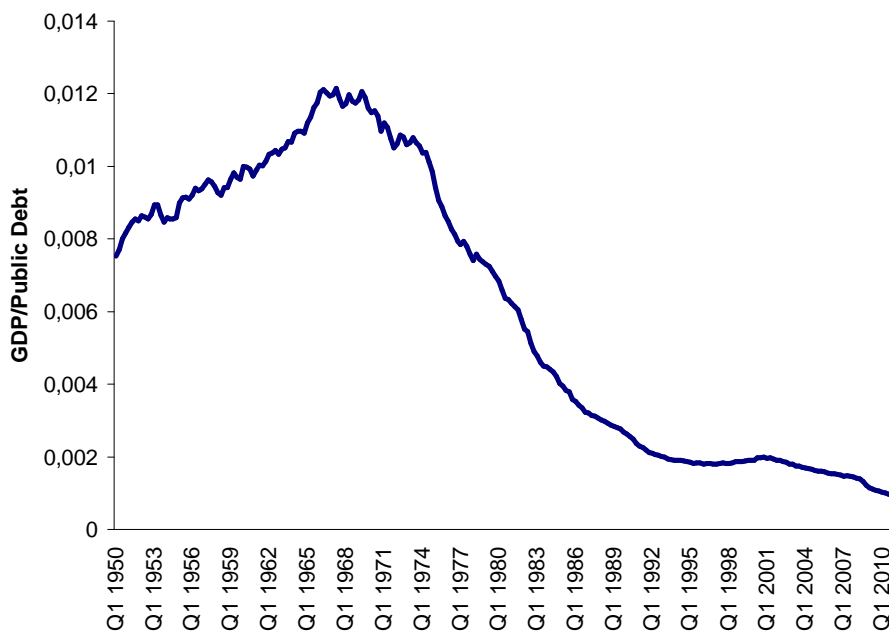
## 4. Gesetz der abnehmenden Grenzerträge zeigt Schuldensättigung

„When there's already a lot of red ink, Keynes does not work”  
Woody Brock

Nachfolgender Chart dürfte im Lager der Keynesianer für wenig Freude sorgen. Er zeigt das BIP geteilt durch die Staatsschuld. Man erkennt die abnehmenden Grenzerträge je zusätzlicher Einheit Schulden auf das BIP. In den 60er-Jahren hatte die Schuldenerhöhung noch die größte Auswirkung auf den Output, heute hingegen kann die Wirtschaftsleistung nicht mehr durch steigende Schulden unterstützt werden. Dies erklärt auch, wieso Stimulusprogramme nur noch anämisches Wachstum bewirken können. **Sobald die Schulden-Dosis nicht zunehmend stärker gesteigert wird bzw. sogar abgesetzt wird, werden die Entzugserscheinungen vermutlich schmerzlich sein. Gold sollte in diesem Umfeld klar profitieren.**

Eine Analogie zur Natur: Es ist mit Hilfe von Dünger möglich, die Produktivität des Bodens zu erhöhen. Übertreibt man jedoch, tritt eine Überdüngung auf und jede zusätzliche Einheit Dünger ist zwecklos, der Boden ist zerstört.

### BIP/Staatsschulden-Verhältnis



Quelle: Datastream, Erste Group Research

*“To combat the depression by a forced credit expansion is to attempt to cure the evil by the very means which brought it about; because we are suffering from a misdirection of production, we want to create further misdirection—a procedure that can only lead to a much more severe crisis as soon as the credit expansion comes to an end.”*

Friedrich August von Hayek

**Misery-Index als verlässlicher Vorlaufindikator**

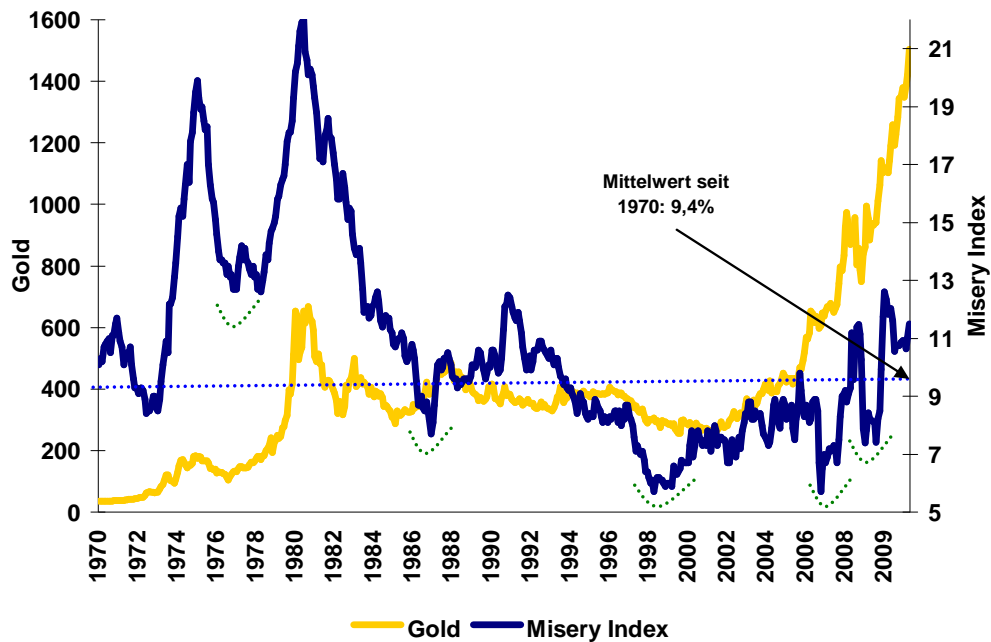
**Die zuvor beschriebene Misere lässt sich auch an zahlreichen anderen Indikatoren illustrieren.** Der Misery- oder auch Elendsindex errechnet sich aus der Summe von Inflationsrate und Arbeitslosenquote. Mit einem Wert von knapp 13% liegt der Index deutlich über dem langfristigen Schnitt von 9,4%. In den 1970er Jahren lag der Index im Schnitt bei 13,8%. Seit Beginn von QE2 stieg der Index übrigens um mehr als 4 Prozentpunkte.

Aufgrund der Sensitivität des Goldpreises bezüglich Inflation und generellen Wirtschaftsabschwüngen besteht eine stark positive Korrelation zwischen Gold und dem Misery Index. Anhand des nachfolgenden Charts lässt sich erkennen, dass der Index in der

# Spezial Report Gold

Regel vor dem Goldpreis ausbricht, insofern würde dies ein bullishes Szenario für den Goldpreis bestätigen.

## Misery-Index (rechte Skala) vs. Goldpreis (linke Skala)



Quelle: Datastream, Erste Group Research

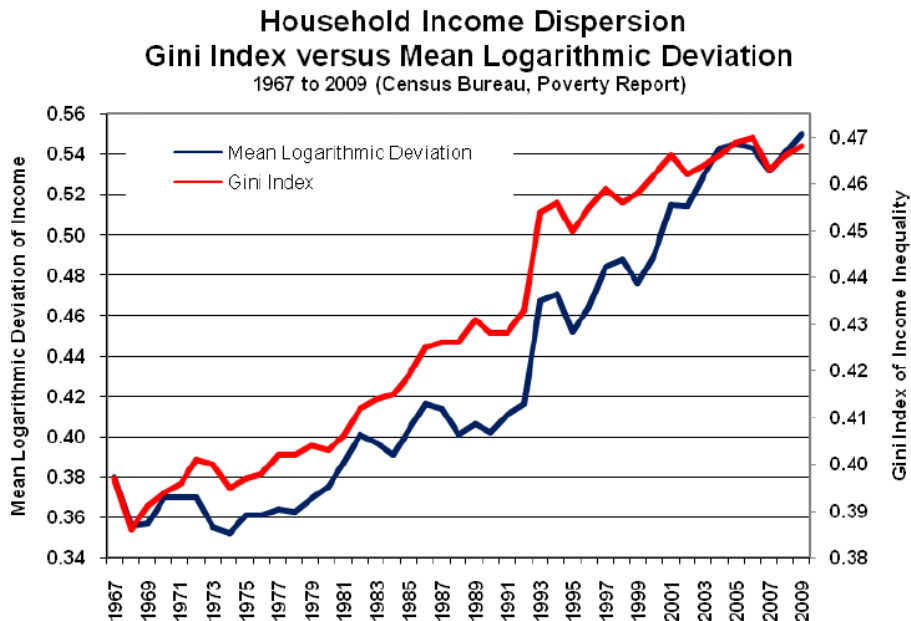
## Soziale Asymmetrie als Pulverfass

**Die ungleiche Einkommensverteilung eskaliert derzeit und führt zu wachsenden sozialen Spannungen.** Der GINI-Koeffizient<sup>23</sup> hat in vielen Ländern bereits Höchstwerte erreicht, was bedeutet, dass die Extreme am unteren und oberen Ende der Einkommensskala immer ausgeprägter werden, während die klassische Mittelschicht an Bedeutung verliert. So liegt der GINI-Koeffizient in den USA beispielsweise auf dem gleichen Niveau wie in den 1920er Jahren vor der Großen Depression. **Seit 1978 stieg der Anteil des reichsten Perzentils (1% der Bevölkerung) am Volksvermögen von 9% auf aktuell 24%.**

**Derzeit empfangen in den USA 44,2 Millionen Menschen (also fast jeder siebente US-Amerikaner) Lebensmittelmarken, die Arbeitslosenrate lt. Shadow Stats liegt klar über 20%.** Besonders die Jugendarbeitslosigkeit ist besorgniserregend. Historisch gesehen haben solche Extremwerte oft scharfe Rezessionen bzw. soziale Unruhen ausgelöst. Aber nicht nur in den westlichen Industrienationen klappt die Schere immer weiter auseinander. In China ist der GINI-Koeffizient auf knapp 0,5 gestiegen, dies bedeutet mehr als eine Verdopplung innerhalb der letzten 2 Dekaden.

<sup>23</sup> Der GINI-Koeffizient ist ein statistisches Maß, das die Unvergleichverteilung von Einkommen und Vermögen anzeigt. Der Koeffizient variiert zwischen 0 (komplette Gleichverteilung des Besitzes) und 1 (völlige Ungleichheit, sämtliche Reichtümer in der Hand von einer Person).

# Spezial Report Gold



Quelle: Shadowstats

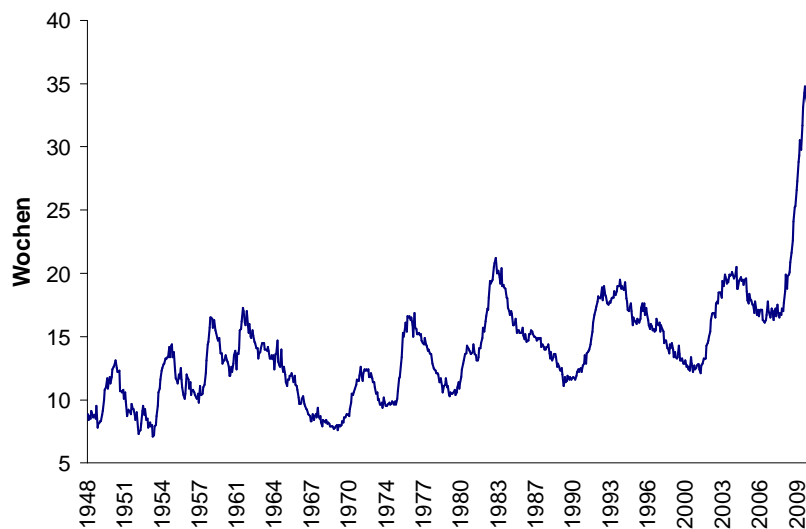
**Die stark steigende Ungleichheit lässt sich auch am Verhältnis von Managergehältern zu durchschnittlichen Arbeitslöhnen erkennen.** Verdiente ein CEO 1980 noch 24x so viel wie ein Arbeiter, so liegt das CEO-Einkommen aktuell beim 425-fachen des durchschnittlichen Lohnes. Eine Situation die historisch gesehen gefährlich ist und definitiv eine Folge des Fractional Reserve Systems bzw. des Cantillon-Effektes ist. Dieser Effekt beschreibt die Tatsache, dass neu geschaffenes Geld weder gleichmäßig noch gleichzeitig auf die Bevölkerung verteilt wird. Dies bedeutet, dass Geldnutzer teilweise von der Inflation profitieren, teilweise darunter leiden. Die Geldausweitung ist nicht neutral. Marktteilnehmer die das neue Geld früh erhalten und gegen Güter tauschen, profitieren im Vergleich zu denen die das neu geschaffene Geld erst später erhalten. Es kommt zu einem Vermögenstransfer von späten Geldnutzern zu frühen Geldnutzern.

Die fehlende soziale Symmetrie lässt sich auch am US-Arbeitsmarkt ablesen. Mittlerweile dauert die Arbeitssuche knapp 40 Wochen, was deutlich über dem langfristigen Durchschnitt von 14 Wochen liegt. **Nachdem die Federal Reserve weiterhin ihr duales Mandat verfolgt und seitens des Arbeitsmarktes wenig Entspannung zu erkennen ist, werden die Zinsen weiterhin für eine „ausgedehnte Periode“ auf niedrigem Niveau belassen. Dies sollte ein weiterhin positives Umfeld für den Goldpreis bedeuten.**



# Spezial Report Gold

Durchschnittliche Dauer der Arbeitslosigkeit in Wochen



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Erste Group Research

# Spezial Report Gold

## 5. Währungssystem auf dem Scheideweg – Auf dem Weg zu einem neuen Goldstandard?

*“The modern mind dislikes gold because it blurts out unpleasant truths”*  
Joseph Alois Schumpeter

**Gold wird langsam „politisch korrekt“**

**Bereits seit unserem ersten Goldreport sprechen wir von der sukzessiven Remonetarisierung von Gold.** War es bis kurzem noch lediglich einer Handvoll kritischer Geister vorbehalten unsere Geldordnung zu hinterfragen, so äußern sich mittlerweile auch hochrangige Politiker und Notenbankler dazu. Im letzten Jahr gab es zahlreiche Belege dafür, dass Gold langsam „politisch korrekt“ zu werden scheint. Robert Zoellick, Präsident der Weltbank und ehemaliges Mitglied der Regierung Bush, meinte zum Thema Goldstandard<sup>24</sup>:

*„Das System sollte auch in Betracht ziehen, Gold als einen internationalen Referenzpunkt für die Erwartungen der Märkte bezüglich Inflation, Deflation und zukünftiger Währungskurse zu nutzen. Obwohl die Lehrbücher Gold als das alte Geld betrachten, benutzen die Märkte Gold heute als ein alternatives monetäres Asset. Die Entwicklung eines Währungssystems, das dem seit 1971 begonnenen Bretton Woods II folgt, braucht Zeit. Doch wir müssen beginnen.“*

**Zoellick wurde überwiegend falsch interpretiert**

**Solche Aussagen wären vor wenigen Jahren noch undenkbar gewesen. Seit Mitte der 1970er Jahre haben kaum hochrangige US-Politiker den Goldstandard in einem positiven Kontext erwähnt. Dies bestätigt den breiten Paradigmenwechsel der aktuell stattfindet.** Leider wurde der Weltbankpräsident vielerorts falsch interpretiert und umgehend diskreditiert. Er forderte keine explizite Rückkehr zu einem Goldstandard, jedoch lobte er die Stabilität des Goldstandards. Zudem wollte er lediglich eine Diskussion starten und unser Geldsystem kritisch hinterfragen. Wir gehen davon aus, dass sich Zoellick auf einen Währungskorb bezieht, der ua. auch Gold enthält. Auch Thomas Hoenig, Präsident der Federal Reserve Bank von Kansas City, nannte den Goldstandard ein „legitimes Geldsystem“<sup>25</sup>. Steve Forbes, Verleger und ehemals republikanischer Präsidentschaftskandidat, zeigte sich ebenfalls zuversichtlich, dass die USA aufgrund der fiskalischen Ungleichgewichte wieder zu einem Goldstandard zurückkehren werden.

*“People only accept change when they are faced with necessity, and only recognize necessity when a crisis is upon them”* Jean Monnet

**Was gestern Smartphones waren ist heute der Goldstandard**

**Vermutlich wäre vor 100 Jahren der Gedanke einer Währung ohne feste Goldbindung- und deckung vollkommen undenkbar gewesen.** Ähnlich illusorisch klingt ein Goldstandard heutzutage. Jedoch waren vermutlich vor 20 Jahren tragbare Telefone mit Internetverbindung, digitaler Photokamera und tragbarer digitaler Musiksammlung (vulgo Smartphones) illusorisch. Ähnlich verhält es sich heutzutage mit dem Goldstandard. Heute ist allein der Gedanke, dass noch 1971 hinter jeden 35 Dollars eine Unze Gold stand, absurd. Wir gehen davon aus, dass eine Rückkehr zu einem Goldstandard kein größeres ökonomisches oder organisatorisches Problem darstellt. Vielmehr ist es eine höchst politische und philosophische Grundsatzfrage die beantwortet werden muß. **Somit glauben wir, dass der Leidensdruck noch deutlich zunehmen müsste, bevor konkrete Maßnahmen gesetzt würden.**

**Zentrale Eigenschaft eines Goldstandards ist die Tatsache, dass Gold als Maßeinheit eingesetzt wird,** ähnlich wie die Maßkennzahlen Liter, Kilometer, Kilogramm etc. Insofern kann ein System, welches Gold in Einheiten von Euros, Dollars oder Globos misst, kein Goldstandard sein, nachdem es sich auf einen Papiergeldstandard bezieht. Dies bestätigte bereits Nikolaus Kopernikus im Jahre 1517 *“Münze ist geprägtes Gold oder Silber und dient dazu, die Preise käuflicher oder verkäuflicher Dinge zu berechnen und zu zahlen, je nach Festlegung durch das Gemeinwesen oder dessen Oberhaupt. Sie ist also gewissermassen das Mass für Bewertungen. Nun muss aber das Mass eine feste und beständige Grösse haben, sonst würde die Ordnung des Gemeinwesens zwangsläufig gestört”*<sup>26</sup>.

<sup>24</sup> “The G20 must look beyond Bretton Woods II“, Financial Times, November 2010

<sup>25</sup> “Fed’s Hoenig says gold standard “legitimate” system“, Reuters, Jänner 2011

<sup>26</sup> Nikolaus Kopernikus, “Treatise on Debasement”

# Spezial Report Gold

Vom goldenen helio-zentrischen Weltbild

**Gold ist somit im Zentrum des Systems, während die Währungen rundherum oszillieren.**

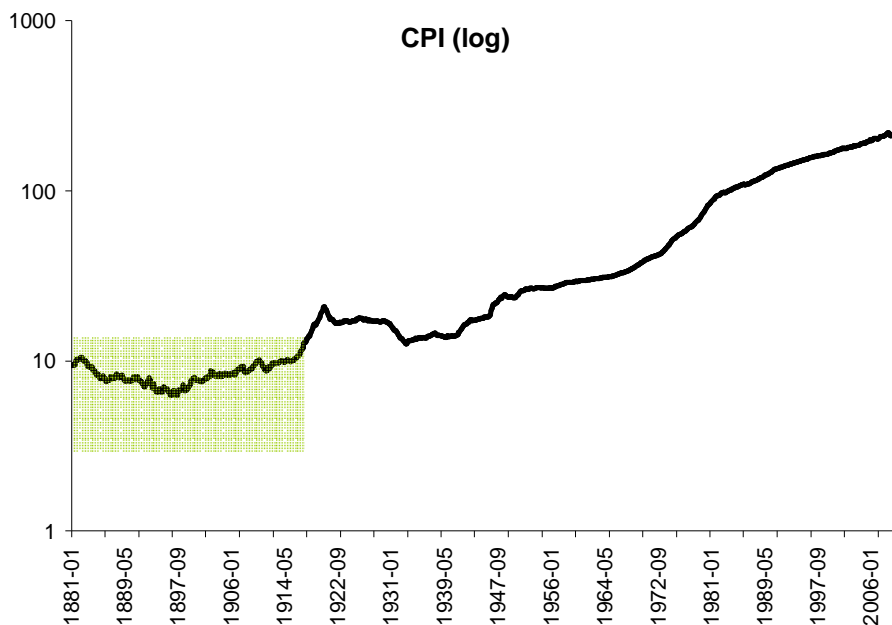
Adam Ferguson schreibt in seinem Klassiker "When Money dies": *"Nevertheless, it was the natural reaction for most Germans, or Austrians, or Hungarians – indeed, as for any victims of inflation – to assume not so much that their money was falling in value as that the goods which it bought were becoming more expensive in absolute terms; not that their currency was depreciating, but – especially in the beginning – that other currencies were unfairly rising, so pushing up the price of every necessity of life. It reflected the point of view of those who believe the sun, the planets and the stars revolve with the moon around the earth..."*

**Insofern wäre es gut möglich, dass man in Zukunft viel öfter nach dem Preis *in* Gold, anstatt dem Preis *von* Gold fragen wird.**

**Greenspan lobt die "goldene Ära"**

Zwar wird meist argumentiert, dass ein Goldstandard deflationär wäre und den Wohlstand verringern würde, jedoch sollte auch hier ein Blick in die Geschichtsbücher (bzw. auf die nachfolgenden Charts) eine Antwort geben. Die Zeit von 1870 bis 1914 wies weltweit die höchsten realen Wachstumsraten aus und zählte zu den friedlichsten Zeiten der Geschichte.

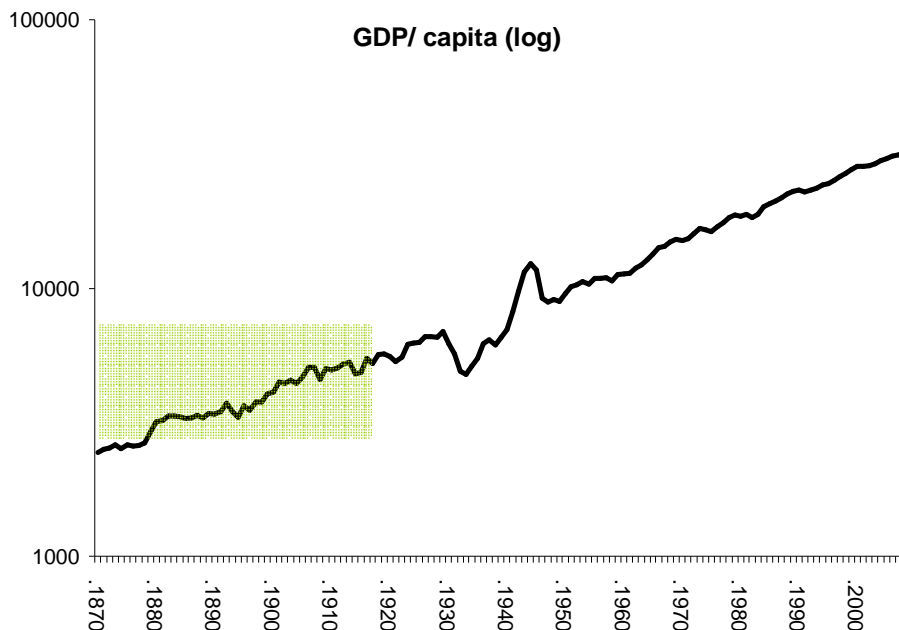
**CPI seit 1881 (schattierter Bereich = Zeit des klassischen Goldstandards bis 1914)**



Quelle: Online Data Robert Shiller, Yale University, Erste Group Research

# Spezial Report Gold

BIP/Kopf seit 1870 (schattierter Bereich = Zeit des klassischen Goldstandards bis 1914)



Quelle: Angus Maddison, Erste Group Research

Die Staatsbudgets waren überwiegend ausgeglichen und es herrschte freier Kapitalfluss über alle Landesgrenzen hinweg. Notenbanken hatten lediglich die Funktion Gold gegen Papier oder umgekehrt zu tauschen. Die Stabilität dieser Zeit lobte jüngst auch Alan Greenspan<sup>27</sup>: *“There are numbers of us, myself included, who strongly believe that we did very well in the 1870 to 1914 period with an international gold standard”*. Zudem stellte er im gleichen Interview die Sinnhaftigkeit einer Zentralbank in Frage.

Goldgedeckte Währungen dürften maßgeblich zur wirtschaftlichen, politischen und sozialen Stabilität beitragen. Viele Epochen (Römisches Reich, Republik Venedig) wiesen über Jahrhunderte hinweg Preisstabilität auf. Erst als der Edelmetallgehalt der Münzen verringert wurde, begann der stete Untergang.

## 30 Hyperinflationen seit Abkehr vom Goldstandard

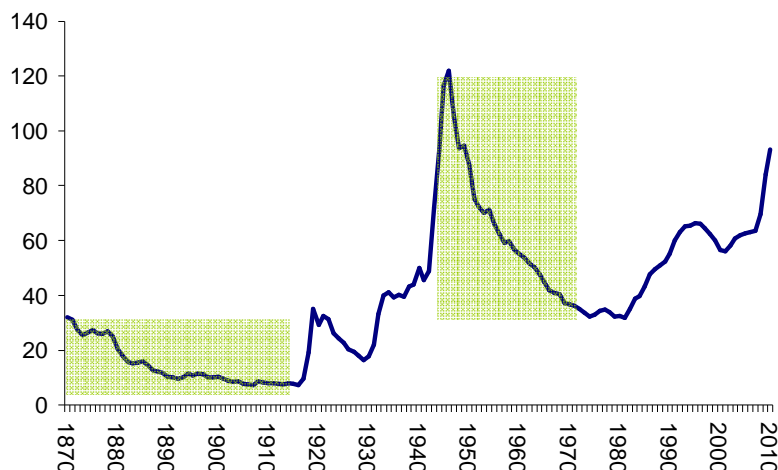
**Gold und wirtschaftliche Freiheit sind unzertrennbar miteinander verbunden.** 1914 verließ die Welt den Goldstandard, die europäischen Regierungen konnten es sich nicht leisten, einen Weltkrieg unter den Beschränkungen des Goldstandards zu führen. Seit Abkehr vom klassischen Goldstandard traten weltweit knapp 30 Hyperinflationen auf. Ein Goldstandard dient auch als Regulativ für den Staatshaushalt, er erzwingt de facto ausgeglichene Budgets. Dies dürfte auch der Grund sein, wieso er seitens der Politik so verhasst ist. Zudem ist ein Goldstandard von den unterschiedlichen wirtschaftspolitischen Ansichten der Regierungen unabhängig. Die politische Unabhängigkeit kommentierte auch Ludwig von Mises: *„Die Goldwährung macht die Gestaltung der Kaufkraft von dem Einfluss der Politik und der schwankenden wirtschaftspolitischen Anschauungen wechselnder politischer Majoritäten unabhängig. Das ist ihr Vorzug.“* Dass Gold und Freiheit untrennbar verbunden sind, unterstreicht auch die Tatsache, dass sowohl Lenin, als auch Mussolini und Hitler zu Beginn ihrer Diktaturen den privaten Goldbesitz verboten<sup>28</sup>.

<sup>27</sup> John Embry „Current decline will bet he bottom for gold and silver“

<sup>28</sup> Vgl. Ferdinand Lips, „Why Gold-Backed Currencies Help Prevent Wars“

# Spezial Report Gold

## Gross Public Debt (% vom BIP) – schattierte Bereiche zeigen Goldstandard bzw. Bretton Woods

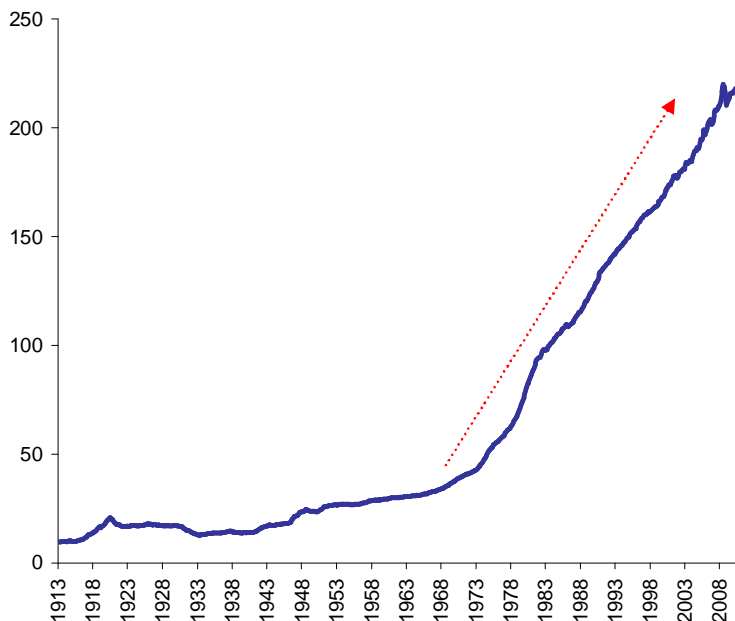


Quelle: Reinhart, Camen M. und Kenneth S. Rogoff, "From Financial Crash to Debt Crisis," NBER Working Paper 15795, März 2010. Forthcoming in American Economic Review, Erste Group Research

Aus einer Studie, die das Geldmengenwachstum in 15 Nationen von 1820 bis 1994 untersucht<sup>29</sup>, geht hervor, dass Geldmengenwachstum und Teuerung in Fiat-Systemen deutlich höher sind als im Rahmen von Gold- bzw. Bimetallstandards. Lt. Studie liegt die durchschnittliche Teuerung in Fiat-Standards bei 9,17% vs. 1,75% im Goldstandard. Auch Bordo und Kydland<sup>30</sup> kommen zu ähnlichen Ergebnissen. Die Untersuchung von 4 verschiedenen Perioden (klassischer Goldstandard, Zwischenkriegszeit, Bretton Woods, post Bretton Woods) zeigt ein klares Ergebnis: **Je stärker die Bindung an das Gold, desto geringer die Inflation.**

Dies bestätigt auch der nachfolgende Chart. Ab Ende des Bretton-Woods Abkommens erkennt man das stark zunehmende Momentum des Konsumentenpreisindex<sup>3</sup>.

## CPI All Urban Consumers ab 1913



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Erste Group Research

<sup>29</sup> Vgl. „Money, Inflation and Output under Fiat and Commodity Standards“, Rolnick A.J und Weber W.E, Journal of Political Economy, Dezember 1997

<sup>30</sup> Vgl. „The Gold Standard as a Rule: An Essay in Exploration“, Bordo M.D und Kydland F.E, Explorations in Economic History, 1995

# Spezial Report Gold

## ***Ist ein Goldstandard per se deflationär?***

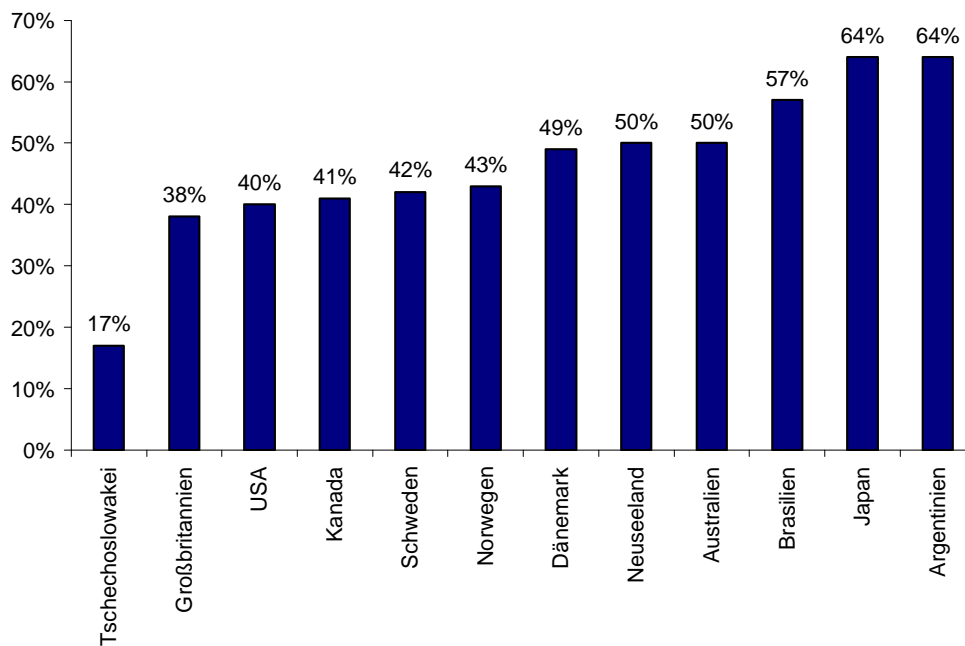
*“It was not the gold standard that failed, but those to whose care it had been entrusted”*  
Heinrich Rittershausen

### **Deflation ist gesunde Marktberreinigung**

Eines der zentralen Gegenargumente stellt weiterhin die Angst vor einer Deflation während des Goldstandards dar. Generell sehen wir das große Deflationsgespenst als übertrieben an, oft wirkt sich Deflation als gesunde Marktberreinigung aus. Die Tatsache, dass sinkende Preise auch steigende Erlöse und somit höhere Produktivität bedeuten können (siehe Software, Luftfahrt- und PC-Industrie seit den 1980er Jahren) wird meist vergessen. Die große Angst vor Deflation entsteht allein durch die Überschuldung im System, die naturgemäß den Schuldnern mehr schadet als den Gläubigern. Dass die Deflation derzeit nicht zugelassen wird, macht die Probleme nur größer und schiebt die Zäsur auf. **Insofern gehen wir aber davon aus, dass das Heil weiterhin in einer oberflächlichen und kreditfinanzierten Lösung der Probleme gesucht wird.**

Während der großen Depression herrschte in einem Großteil der Nationen ein Goldstandard. Nach dem Auflösen der Goldpreisbindung entlud sich die starke Goldnachfrage und führte zu einer starken Aufwertung von Gold. Diese relativ selten erwähnte Phase stellt de facto den ersten großen Goldbullenmarkt des letzten Jahrhunderts dar.

### **Goldpreisanstieg 1929-1934 (relativ zu Goldparitäten)**



Source: ETF Securities, “Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression”, Barry Eichengreen

# Spezial Report Gold

## **Gold und Silber als offizielle Zahlungsmittel vs. „Gresham’s Law“**

### **Erste konkrete Schritte in Richtung „sound money“**

In jüngster Vergangenheit gab es nicht nur Kommentare seitens der Politik bez. Goldstandard, sondern auch **erste konkrete Schritte in Richtung Remonetarisierung**. Der Bundesstaat Utah hat Gold und Silber zuletzt als offizielle Zahlungsmittel anerkannt. Nicht der aufgeprägte Nominalwert bestimmt den Wert der Münzen, sondern das Gewicht. Ähnliche Gesetzesbeschlüsse werden in zahlreichen weiteren Bundesstaaten geprüft. Zwar ändert dies im Grunde genommen wenig, nachdem aufgrund Gresham’s Law kein Gold zur Bezahlung verwendet wird, jedoch zeigt sich auch hier der Paradigmenwechsel. Er unterstreicht das schwindende Vertrauen in den US-Dollar, die schwelende Angst vor einer Hyperinflation bzw. die zunehmende Unzufriedenheit mit der Regierungsarbeit in Washington. **Die Symbolwirkung des „Legal Tender Act“ ist enorm**

**Auch in Simbabwe, in jüngerer Vergangenheit nicht unbedingt ein Vorbild für stabile Geldpolitik, könnte demnächst ein Goldstandard eingeführt werden<sup>31</sup>.**

Notenbankgouverneur Gideon Gono will den Zimbabwe-Dollar revitalisieren und an Gold binden. Die monetäre Bedeutung von Gold erkennt man auch am traurigen Beispiel Weissrusslands. Nachdem sich die Gerüchte über eine Währungsabwertung sukzessive verdichteten, kaufte die Bevölkerung innerhalb weniger Monate mehr als 700 Kilo Gold. In weiterer Folge verbot die Zentralbank den Verkauf von Gold gegen lokale Währung. Trotz aller Beteuerungen wurde der weissrussische Rubel schließlich über Nacht um 54,4% abgewertet<sup>32</sup>.

### **Enorme Goldaffinität in Vietnam**

Vietnam ist ein interessantes Beispiel für die monetäre Stabilität von Gold. Die Goldaffinität im Land ist extrem hoch. Obwohl das deutsche BIP knapp 40x höher ist, ist die Goldnachfrage pro Kopf in Vietnam fast gleich hoch. Insgesamt beläuft sich die Goldnachfrage auf knapp 3,1% des BIP (zum Vergleich China: knapp 0,5%).

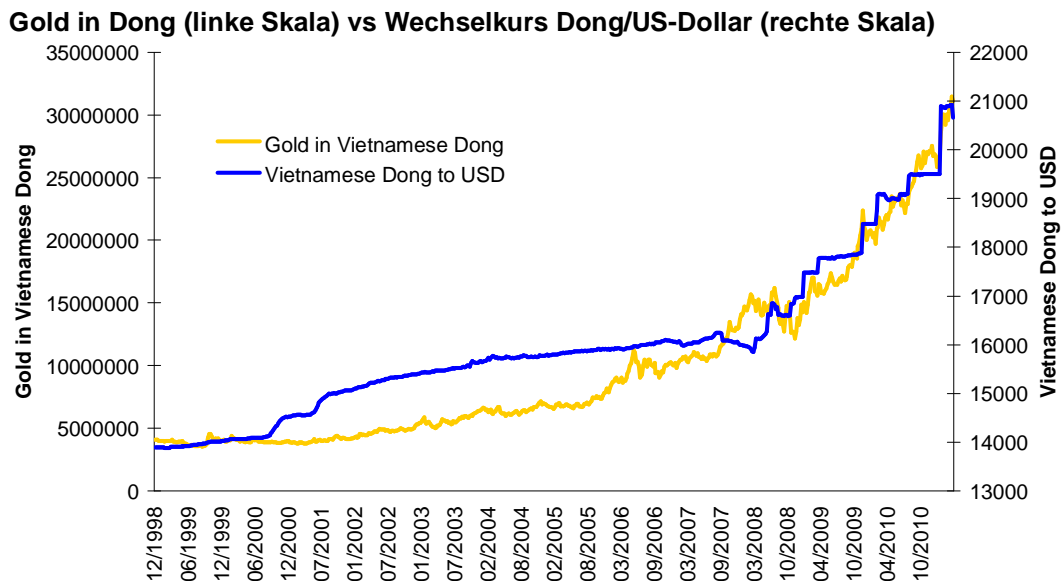
**Vietnam ist ein Paradebeispiel für Gresham’s Law.** Das Gesetz besagt vereinfacht gesagt, dass „schlechtes Geld das gute Geld aus dem Umlauf verdrängt“. Korrekterweise müsste es jedoch heißen, dass gesetzlich überbewertetes Geld das gesetzlich unterbewertete Geld vom Markt verdrängt. Konkret bedeutet dies, dass das vom Materialwert her billigere Geld als Zahlungsmittel verwendet wird, während das höhergeschätzte Geld – also in diesem Falle Gold – ins Ausland fließt oder als Wertaufbewahrungsmittel gehortet wird und somit dem Geldumlauf entzogen wird<sup>33</sup>. Nachdem die Inflation im Vorjahr deutlich über 15 % lag, die Währungsreserven rapide gefallen sind, das Handelsbilanzdefizit weiter wächst und der Dong seit 2008 bereits 6x abgewertet wurde, ist es naheliegend, dass Vietnamesen dem Dong nur noch wenig Vertrauen schenken und zunehmend Gold akkumulieren.

<sup>31</sup> Now Zimbabwe talks of a gold standard while warning of US dollar devaluation“, Mineweb, Mai 2011

<sup>32</sup> Vgl. [www.jilnik.com](http://www.jilnik.com) „Kein Gold, keine Dollars, keine Waschmaschinen: Was ist bloß in Weissrussland los? Ein Drama in 10 Akten“

<sup>33</sup> Vgl. auch The Daily Reckoning, “Gold, Greshams Law & the Dong”

# Spezial Report Gold



Quelle: Bloomberg, Datastream, Erste Group Research

## Auch in Malaysia wirkt Gresham's Law

**In Malaysia wurde in der Provinz Kelantan der Gold-Dinar eingeführt.** Staatsbeamte können sich beispielsweise bis zu 25% ihres Gehaltes in der neuen Edelmetallwährung auszahlen lassen. Die Maßnahme geht auf eine Initiative des ehemaligen Premierministers Dr. Mahatir zurück. Er hatte bereits 1993 vorgeschlagen, den US-Dollar im Handel mit anderen islamischen Ländern durch den Islamic Gold Dinar (IGD) zu ersetzen. Solange der Ringgit jedoch weiterhin im Umlauf ist, wird der Gold-Dinar nie wirklich für Zahlungen verwendet werden und zirkulieren. Auch hier wirkt Gresham's Law.

## Baldige Monetisierung des Silber- Libertads in Mexiko?

**Weitaus größere Chancen scheint der von Hugo Salinas-Price initiierte Silber Libertad zu haben.** Die Gesetzesvorlage für die Monetisierung der Silbermünze wird derzeit von der mexikanischen Legislative geprüft. Da der Libertad jedoch keinen numerischen Geldwert eingraviert hat, kann er (noch) nicht für tägliche Transaktionen verwendet werden. Sollte die Initiative genehmigt werden (was derzeit wahrscheinlich scheint, nachdem es seitens aller politischen Parteien Unterstützung gibt), so würde die mexikanische Zentralbank einen (nicht reduzierbaren) Preis stellen<sup>34</sup>.

<sup>34</sup> Vgl. <http://www.plata.com.mx/mplata/articulos/articles.asp>



# Spezial Report Gold

## 6. Regressionstheorem erklärt wieso Gold Geld ist

### Mises erklärt die monetäre Entstehung

Seit Menschen gedenken gibt es den Bedarf nach einem stabilen Tauschmittel. Zwischenzeitlich waren es Zigaretten, Muscheln, Salz, Ziegen, getrockneter Fisch oder eben Papier. Der geringe Bestand in Relation zur Jahresproduktion machten sie zu schlechten Wertspeichern, die meisten Rohstoffe haben einen jährlichen Flow der meist erheblich größer als der Bestand (stock) ist. À la longue setzten sich deshalb nur Gold und Silber durch.

**Das Regressionstheorem von Ludwig von Mises, das er in „Die Theorie des Geldes und der Umlaufmittel“ definierte, ist ein zentraler Punkt um die monetäre Bedeutung von Gold zu verstehen.** Es besagt, dass die Erwartung an die zukünftige Kaufkraft des Geldes maßgeblich von dem Wissen über die heutige Kaufkraft des Geldes abhängt<sup>35</sup>. Die heutige Einschätzung der Kaufkraft leitet sich wiederum von der gestrigen Kaufkraft ab. Setzt man die Regression fort, so muß am Beginn ein Gut stehen, das allgemein gebraucht wurde bzw. einen industriellen Nutzen hatte. Geld ist somit aus einem Sachgut entstanden. Dies inkludiert auch die Schmucknachfrage und somit Gold. Lt. Mises können deshalb nur Güter die einen Gebrauchswert haben, zu generell akzeptiertem natürlichem Geld werden. Gold und Silber hatten somit bereits eine Bedeutung als Schmuck, bevor sie die Geldfunktion erlangten. **Gemäß Mises ist die Erfahrung der Vergangenheit für das zukünftige Vertrauen in die Geldwertstabilität ausschlaggebend.**

**Sicherheit  
bezüglich des  
zukünftigen  
Geldangebotes  
essentiell für  
Vertrauen**

**Das Vertrauen in die Stabilität und die zukünftige Kaufkraft ist essentiell für die Wertbemessung von Geld.** Lt. Regressionstheorem wird Geld somit nur vertraut, solange es eine gewisse Sicherheit bezüglich des zukünftigen Angebotes an Geld und somit der zukünftigen Kaufkraft gibt. Unserer Meinung nach dürfte das hohe Stock-to-Flow Ratio hier eine wichtige Rolle spielen. **Nachfolgend wollen wir ausführlich auf diese – bislang wenig beleuchtete – zentrale und einzigartige Eigenschaft von Gold eingehen.**

### **„Stock-to-Flow“-Ratio unterscheidet Gold von Rohstoffen**

*„A stock of anything has to be started at a moment in time. A stock of 170,000 tonnes does not just suddenly appear. At some point, long ago, the decision was made to begin to hoard gold. No one hoards something that will not hold its value over time. No one would put a dozen eggs or an iron bar in the back shed and expect it to have value fifty years later. The crucial point to understand is that when the original decision was made to begin to acquire and hoard gold, it must have already been regarded as a store of stable value over time, otherwise the decision to store it would not have been made.“ Philip Barton*

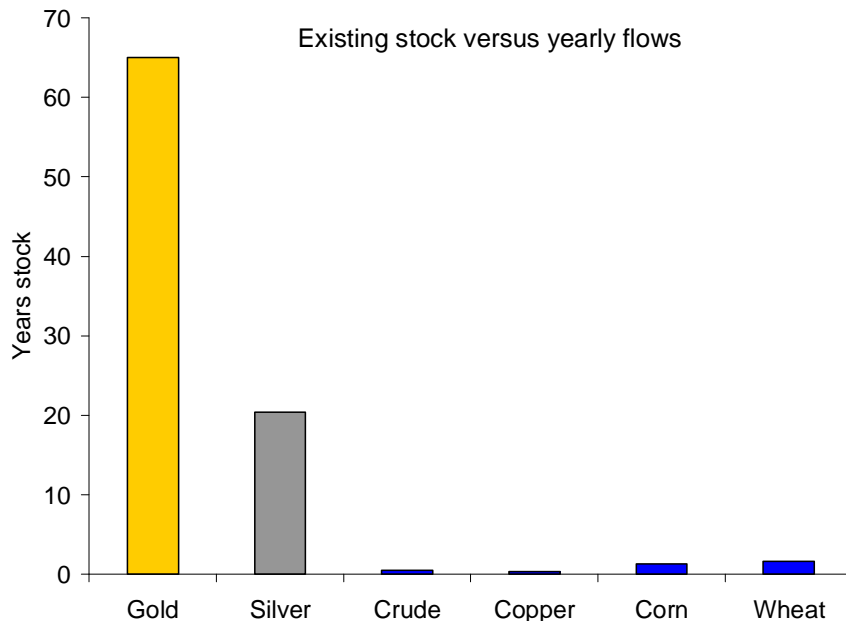
### **Stock-to-flow-Ratio bei 65**

Die wichtigste Charaktereigenschaft von Gold ist definitiv sein extreme hohes Stock-to-flow Ratio. Das gesamte jemals geförderte Gold beläuft sich auf ca. 170.000 Tonnen. Dies bezeichnet man als „stock“. Die jährliche Produktion belief sich 2010 lt. World Gold Council auf 2.586 Tonnen. Dies nennt man „flow“. Dividiert man die beiden Beträge, so erhält man das Stock-to-flow Ratio von 65 Jahren.

<sup>35</sup> „Ökonomische Hürden auf dem Weg zu einer warengedeckten Währung“, Gregor Hochreiter, Jänner 2007

# Spezial Report Gold

## Stock-to-flow Ratios Gold und Silber vs. Rohstoffe



Quelle: The Gold Standard Institute, Sharelynx.com, Erste Group Research

## Stock-to-Flow als wichtigster Grund für monetäre Bedeutung von Gold und Silber

Gold ist paradoxerweise nicht selten, im Gegenteil: Es ist eines der am weitesten verbreiteten Güter der Welt. Nachdem die industrielle Bedeutung gering ist, ist der Großteil des jemals geförderten Goldes noch immer verfügbar. Das Recycling von Altgold ist ein wesentlich größerer Teil der Angebotsseite als bei Rohstoffen. Auch starke Produktionserweiterungen- bzw. -ausfälle können deshalb wesentlich leichter absorbiert werden. Wir gehen somit davon aus, dass Gold nicht so wertvoll ist weil es so selten ist, sondern ganz im Gegenteil: **Gold wird so viel Wert beigemessen, weil die jährliche Produktion in Relation zum Bestand so gering ist. Diese Eigenschaft wurde im Laufe der Jahrhunderte erworben und kann sich auch nicht mehr ändern.**

### Hohes Stock-to-Flow schafft Sicherheit und Vertrauen

**Jährlich wächst der Goldbestand um ca. 1,5% und somit weitaus langsamer als alle Geldmengenaggregate rund um den Globus.** Das Wachstum entspricht in etwa dem Bevölkerungswachstum. Das Vertrauen in die aktuelle und zukünftige Kaufkraft von Geld bzw. ein Zahlungsmittel hängt auch damit ab, wieviel derzeit vorhanden ist, sondern auch wie sich die Quantität im Laufe der Zukunft verändern wird. Würde die Minenproduktion um 50% ansteigen (was äußerst unwahrscheinlich ist), so würde dies für den Gesamtbestand an Gold lediglich ein Plus von 3% bedeuten. Dies gewährt Sicherheit was die Versorgung betrifft und verhindert eine natürliche Inflationierung. Würde die Produktion für ein Jahr ausfallen, so hätte dies ebenfalls wenig Bedeutung. Würde hingegen die Kupferproduktion über längere Zeit ausfallen, so wären die Lagerbestände nach ca. 30 Tagen aufgebraucht. Würde beispielsweise eine riesige neue Mine in Betrieb genommen und sich das jährliche Angebot verdoppeln, so hätte dies auf den Kupferpreis enorme Auswirkungen, auf Gold aber relativ wenig. Diese Stabilität und Sicherheit ist eine zentrale Voraussetzung für die Schaffung von Vertrauen. Dies unterscheidet Gold und Silber als monetäre Metalle ganz klar von Rohstoffen und den anderen Edelmetallen. Rohstoffe werden verbraucht, während Gold gehortet wird. **Dies erklärt auch, wieso man herkömmliche Angebots/Nachfragemodelle am Goldmarkt nur bedingt einsetzen kann.**

### Weitere Unterscheidungsmerkmale zu Rohstoffen:

- Gold verdirbt nicht
- Gold kann einfach bearbeitet und insb. recycelt werden
- Gold verfügt über eine hohe Wertdichte
- Gold weist geringe Lager- bez. Transportkosten in Relation zum Wert auf
- Gold hat klare Qualitätsnormen, die einfach überprüft werden können

# Spezial Report Gold

Dies scheinen ua. die Gründe zu sein, wieso Zentralbanken rund um den Globus Gold und nicht Kupfer oder Kohle horten.

**“Lasting backwardation in gold is tantamount to the realization that ‘gold is no longer for sale at any price’”<sup>36</sup>**

**Wir haben nun also erklärt, wieso Gold für uns kein Rohstoff sondern vielmehr monetäres Gut ist.** Aufgrund des hohen stock-to-flow Ratios handelt Gold meist in Contango. Dies bedeutet, dass der Future-Preis höher notiert als der Spot-Preis. Der Markt sendet somit das Signal wonach die Nachfrage plötzlich ansteigt und es ökonomisch keinen Sinn macht auf einen späteren Lieferzeitpunkt zu setzen, nachdem die Kosten für Lagerung, Finanzierung und Versicherung etc. höher wären. Backwardation ist ein klares Signal für Liefer- bzw. Nachschubschwierigkeiten. Gold notierte letztmals 2008 in Backwardation, Silber handelte zu Beginn des heurigen Jahres in Backwardation.

**Generell hegen wir leise Zweifel an der kolportierten Gesamtmenge von 170.000 Tonnen Gold.** Die Zahl basiert auf den Berechnungen eines National Geographic Artikels aus dem Jahre 1998. Seitdem beziehen sich de facto alle Institute, Magazine und Analysten auf diese Zahl. Der Artikel geht davon aus, dass vor dem Goldrausch von 1848 in Kalifornien lediglich 10.000 Tonnen gefördert wurden. Diese 10.000 Tonnen sollen in den letzten 5.850 Jahren (also 1,7 Tonnen pro Jahr) gefördert worden sein, sie beziehen sich allerdings auf reine Schätzungen der Industrie<sup>37</sup>.

Das einfach und kostengünstig abzubauende Gold ist bereits längstens abgebaut, heute werden allein die spärlichen Reste gefördert. Dies impliziert, dass der Abbau vor hunderten oder tausenden von Jahren deutlich einfacher gewesen sein musste. Nachdem Gold in praktisch jeder Hochkultur rund um den Globus eine zentrale Bedeutung hatte, wäre es nur logisch wenn der Goldbestand deutlich größer wäre. Zudem gehen wir davon aus, dass knapp 30% der jährlichen Goldproduktion in den Schwarzmarkt fließt. Sowohl in Lateinamerika, als auch in Afrika und Asien sollten die Volumina an „artisanal“ mining nicht unterschätzt werden. **Wir halten es deshalb für opportun, die Zahl zumindest zu hinterfragen und gehen davon aus, dass deutlich mehr Gold als kolportiert vorhanden sein könnte. Die Interpretation dieser Tatsache ist jedoch überwiegend positiv, nachdem das Stock-to-flow Ratio bei größerem Goldbestand nur noch mehr ins Gewicht fallen würde.**

---

<sup>36</sup> “There is no fever like Gold fever”, Prof. Antal E. Fekete

<sup>37</sup> Vgl. “The Dawn of Gold”, Philip Barton

# Spezial Report Gold

## 7. Gold als Portfolioversicherung

„Zur Wahrscheinlichkeit gehört auch, dass das Unwahrscheinliche eintrifft“  
Aristoteles

### Einzigartige Eigenschaften machen Gold zu optimaler Portfolioversicherung

Wie bereits in den letzten Reports dargelegt, denken wir, dass Gold allein aus Diversifikations- und Versicherungsaspekten in keinem Portfolio fehlen sollte. Insofern würden wir auch bei Korrekturen nicht in Panik verfallen. Eine Feuerversicherung wird gewöhnlich auch nicht gekündigt, wenn das Haus nicht Feuer fängt. Das hohe Stock-to-flow Ratio, die Liquidität des Marktes und die einzigartige Eigenschaften als monetäres Gut unterscheiden Gold von allen anderen Asset-Klassen und machen es zu einem effizienten Hedge gegen systemisches Marktrisiko. Dies wirkt sich auch auf Korrelationen und Volatilitäten bzw. deren Entwicklung in Extremsituationen aus.

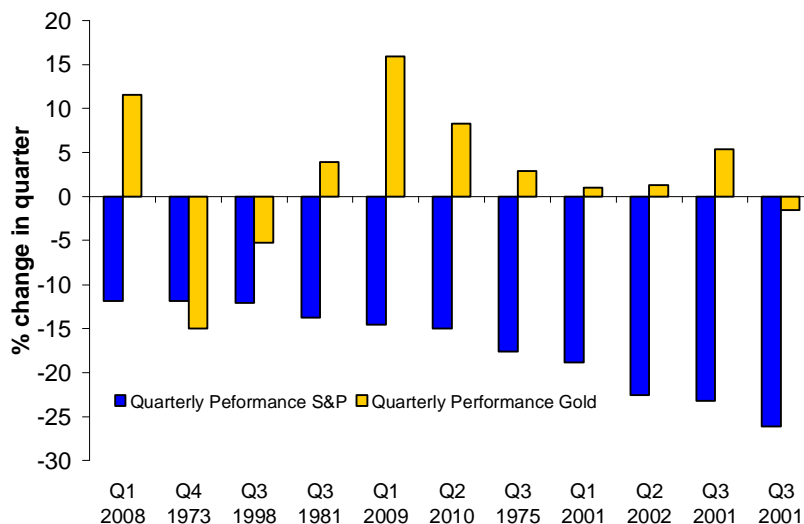
### Gold unterliegt keinem Counterparty-Risk

Zahlreiche Studien beweisen, dass Gold als Portfoliobaustein das Gesamtrisiko verringert und die Performance verbessert. Besonders in hochvolatilen Phasen verringert Gold die Schwankungen im Portfolio. Zudem gibt es keine statistisch signifikante Korrelation zwischen Gold- und Konjunkturdaten. Ausschlaggebend dafür dürfte wohl sein, dass Gold keinem Liquiditätsrisiko unterliegt, einem geringeren Marktrisiko ausgesetzt ist und über kein Kreditrisiko verfügt. **Gold ist – im Gegensatz zu Aktien oder Anleihen - an keine Verbindlichkeiten oder Versprechungen geknüpft. Gold empfiehlt sich allein deshalb ganz klar zur Diversifikation.**

Im Vorjahr lag die implizite Volatilität von Gold bei 16% und damit exakt im Rahmen des langfristigen Durchschnitts. Im Vergleich dazu lagen die Schwankungsbreiten beim DAX (19,3%), dem S&P500 (19,23%) dem brasilianischen Bovespa (23%) oder Crude Oil (31,7%) deutlich höher.

Dass Gold ein exzellenter „Event-Hedge“ ist, erkennt man auch an nachfolgender Grafik. Wir haben hier die schwächsten Quartale im S&P 500 seit 1970 analysiert und mit der Entwicklung von Gold im gleichen Zeitraum verglichen. Bis auf das 4. Quartal 1973 zeigte Gold in allen „Crash-Quartalen“ eine klare Outperformance zum US-Aktienmarkt.

### Performance in den schwächsten Quartalen des S&P vs. Gold

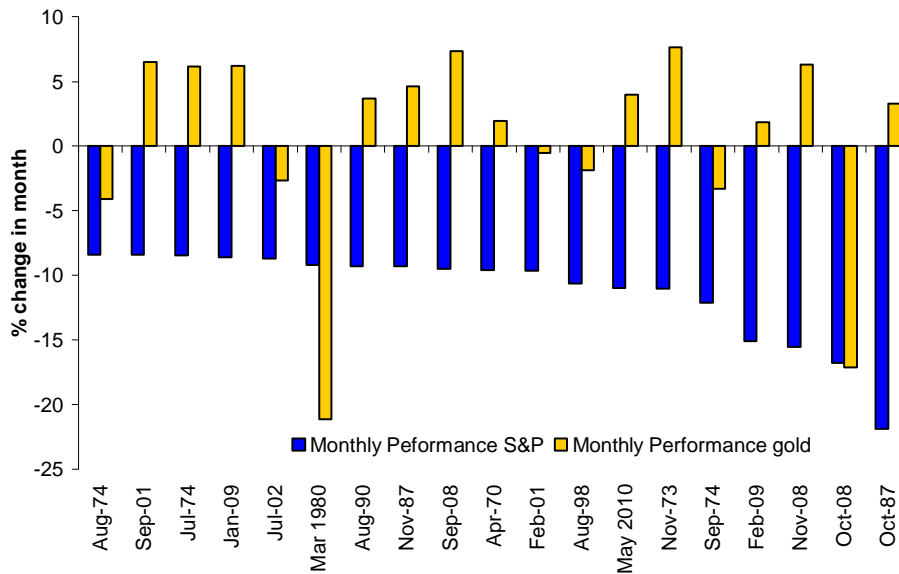


Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Ähnliches gilt auch die für die Crash-Monate im S&P 500. Bis auf 2 Monate konnte Gold in den 19 schlechtesten Monaten des S&P klare Outperformance generieren.

# Spezial Report Gold

Performance in den schwächsten Monaten des S&P vs. Gold



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

## Conditional Value at Risk kann durch Goldbeimischung verringert werden

Wir haben also bewiesen, dass Gold ein effizienter Hedge in Black Swan-Events ist und gegen „Tail risk“ absichert. In 75% der Fälle haben Portfolios die Gold enthielten, solche die kein Gold enthielten, outperformt. Auch das Information Ratio<sup>38</sup> und Value at Risk<sup>39</sup> sprechen ganz klar für Gold. So liegt der maximale Wochenverlust innerhalb der letzten 20 Jahre mit einer 95%igen Konfidenz bei höchstens 3,5%. Auch der sogenannte Conditional Value at Risk kann lt. Mercer Studie<sup>40</sup>, bei einer Beimischung von Gold in Höhe von 5%, deutlich verringert werden. Diese Risikogröße (auch Expected Shortfall bzw. Expected Tail Loss genannt) gibt die Abweichung bei Eintritt eines Extremfalls ein. Es wird nicht nur die Wahrscheinlichkeit eines Extremwertes, sondern auch die Höhe der darüber hinausgehenden Abweichung berücksichtigt<sup>41</sup>.

Lt. Studien von Bruno und Chincarini<sup>42</sup> ist eine 10%ige Portfolioallokation für Nicht-US Investoren empfehlenswert. Scherer<sup>43</sup> empfiehlt eine 5-10%ige Gold-Gewichtung für Staatsfonds. Dass Gold ein exzellenter Hedge für Aktieninvestoren und ein Safe-Haven-Asset für Bondinvestoren ist, bestätigen auch Baur und McDermott<sup>44</sup>.

## 1% Geldmengen- ausweitung = 0,9% Goldpreisanstieg

Eine Studie des World Gold Council<sup>45</sup> belegt, dass eine 1%ige Ausweitung der Geldmenge vor 6 Monaten, im Schnitt 0,9% Plus für den Goldpreis bedeutet. Wird die Geldmenge in der Eurozone ausgeweitet, so steigt der Goldpreis innerhalb von 6 Monaten um ebenfalls 0,9%. Zudem ist Gold ein exzellenter Indikator für die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, insbesondere in den USA. **Der Goldpreis antizipiert, dass der Markt die Umlaufgeschwindigkeit erhöht und interpretiert dies als zukünftige Inflation.**

Nachfolgende Grafik zeigt die fünfjährigen Korrelationskoeffizienten der wöchentlichen Performances zu Commodities, Aktien- sowie Rohstoffindizes. Auch dies bestätigt die Tatsache, dass Gold im Sinne effizienten Risk Managements eine sinnvolle Portfolioversicherung darstellt.

<sup>38</sup> Eine Kennzahl zur Bewertung, die die Überschussrendite im Verhältnis zum Tracking Error angibt

<sup>39</sup> Ein Standard-Risikomaß, das angibt welchen Wert der Verlust einer bestimmten Risikoposition mit einer gegebenen Wahrscheinlichkeit und in einem gegebenen Zeithorizont nicht überschreitet

<sup>40</sup> Vgl. „Gold als Anlageklasse für institutionelle Investoren“, Mercer, 2011

<sup>41</sup> Vgl. Wikipedia „Risikomaß“

<sup>42</sup> „A Historical Examination of Optimal Real Return Portfolios for Non-US Investors“, Review of Financial Economics

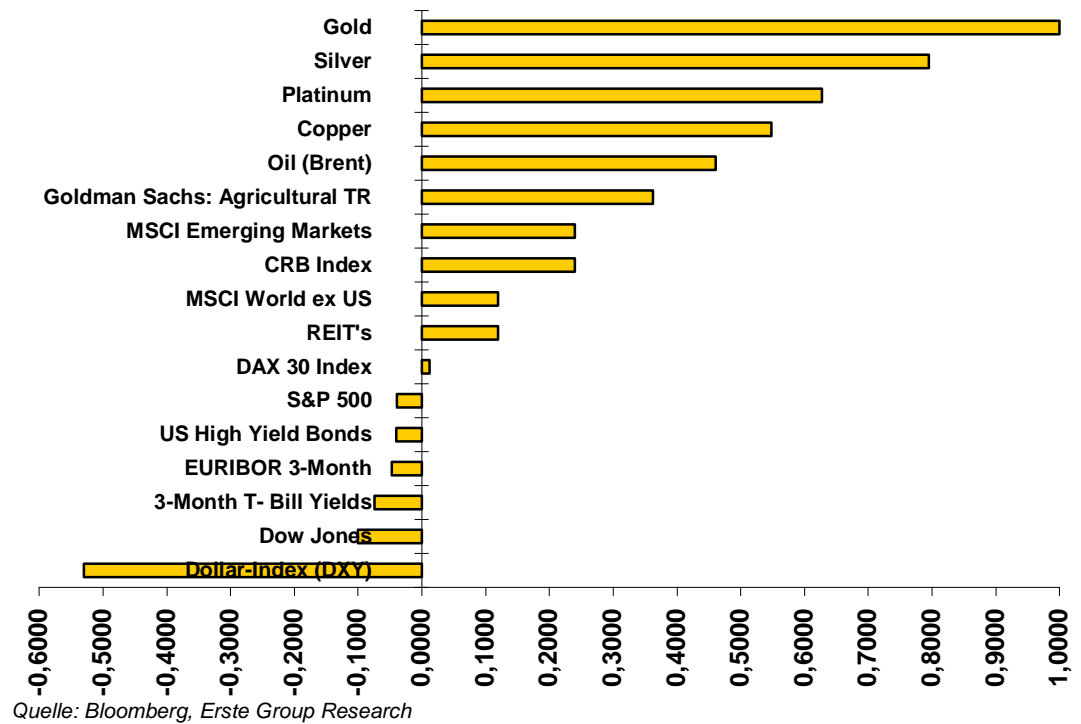
<sup>43</sup> „A note on portfolio choice for sovereign wealth funds“, Financial Markets and Portfolio Management

<sup>44</sup> „Is gold a safe haven? International evidence“, Journal of Banking and Finance

<sup>45</sup> „Linking Global Money Supply to Gold and Gold to Future Inflation“, World Gold Council, Februar 2010

# Spezial Report Gold

## Korrelation Gold vs. andere Assetklassen



# Spezial Report Gold

## 8. Mögliche Kursziele für den Goldpreis

**Gemäß Carl Mengers subjektiver Wertlehre ergibt sich der Wert eines Gutes aus dem Grenznutzen im Hinblick auf die zugrunde gelegte Zielsetzung.** Der Wert eines Gutes oder einer Dienstleistung ist somit keine objektive Größe sondern das Ergebnis eines subjektiven Bewertungsaktes („Value does not exist outside the consciousness of men“). Insofern ist die Frage nach Kurszielen nur schwer zu beantworten, wir wollen es jedoch trotzdem versuchen.

2008 haben wir erstmals unser langfristiges Kursziel von USD 2.300 formuliert. **Wir gehen weiterhin davon aus, dass der Goldpreis am Ende des Bullenmarktes zumindest auf das inflationsbereinigte Allzeithoch aus 1980 bei USD 2.300 je Unze steigen wird. Einige historische Vergleiche lassen sogar deutlich höhere Preis-Sphären realistisch erscheinen.** Darauf wollen wir auf den nachfolgenden Seiten eingehen.

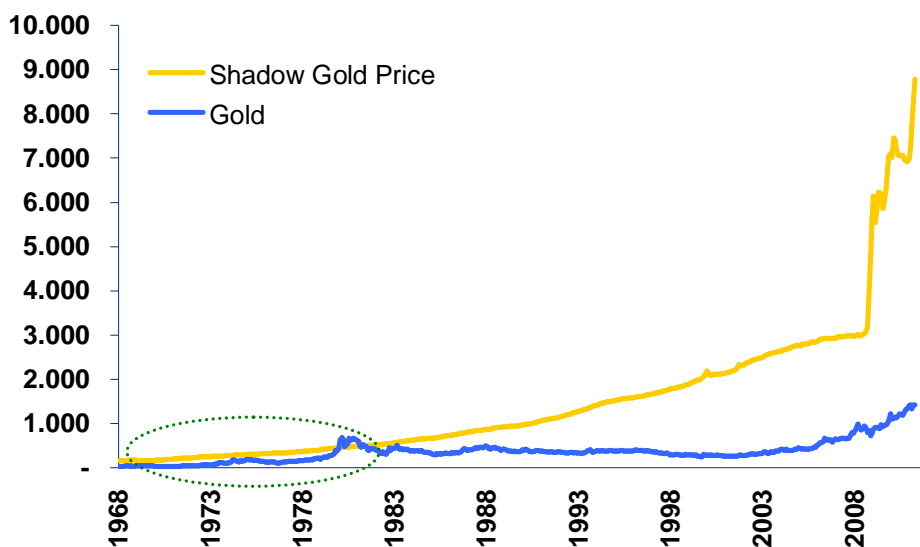
Vergleicht man den Höhepunkt der letzten Gold-Hausse mit dem Stand per Ende 2010, so erkennt man, dass Gold im Vergleich zum S&P, der Geldmenge, der Verschuldung oder auch den Dollar-Währungsreserven lediglich marginal gestiegen ist.

	Jänner/März 1980	Dezember 2010	Differenz
<b>Gold</b>	USD 850	USD 1.424	+67%
<b>Gesamtwert Gold</b>	USD 2.800 Mrd	USD 7.600 Mrd.	+155%
<b>US Leitzins</b>	17,19%	0,19%	-17%
<b>S&amp;P 500</b>	113	1.254	+1.097%
<b>US M2</b>	USD 1.499	USD 8.804 Mrd.	+487%
<b>US Total Debt</b>	USD 3.603 Mrd.	USD 35.589 Mrd.	+887%
<b>EM Forex (ab 1995)</b>	USD 458 Mrd.	USD 5.888 Mrd.	+1.186%

Quelle: Absolute Portfolio Management - Andreas Böger, Bloomberg, World Gold Council

**QB Asset Management berechnet den sogenannten „Shadow Gold Price“.** Er bezeichnet den theoretischen Goldpreis mit dessen Hilfe man die komplette Basis-Geldmenge decken würde. So würde eine schulden-basierte Währung in eine durch Assets gedeckte Währung transformiert werden. Der aktuelle Shadow Gold Price würde bei knapp USD 10.000 liegen.

### ShadowGold-Preis



Quelle: QB Asset Management, Mike Maloney, Erste Group Research

# Spezial Report Gold

Nachfolgende Tabelle<sup>46</sup> zeigt den theoretischen Shadow Gold Price bei unterschiedlichen Basis-Geldmengen. Würde die Geldmenge um 25% fallen, so läge der Shadow Goldpreis noch immer bei 7.456, würde sie hingegen um weitere 50% steigen, so läge er bei USD 16.634.

Diese Berechnungsweise ist keineswegs ein reines Gedankenspiel sondern vielmehr die Art und Weise wie innerhalb des Bretton Woods Abkommens der Wechselkurs zwischen Papiergeld und Gold berechnet wurde (US Monetary Base dividiert durch US Goldbestände). Nachdem im Federal Reserve Act von 1914 eine Golddeckung von mindestens 40% vorgeschrieben war, haben wir auch die 40%ige Deckung berechnet.

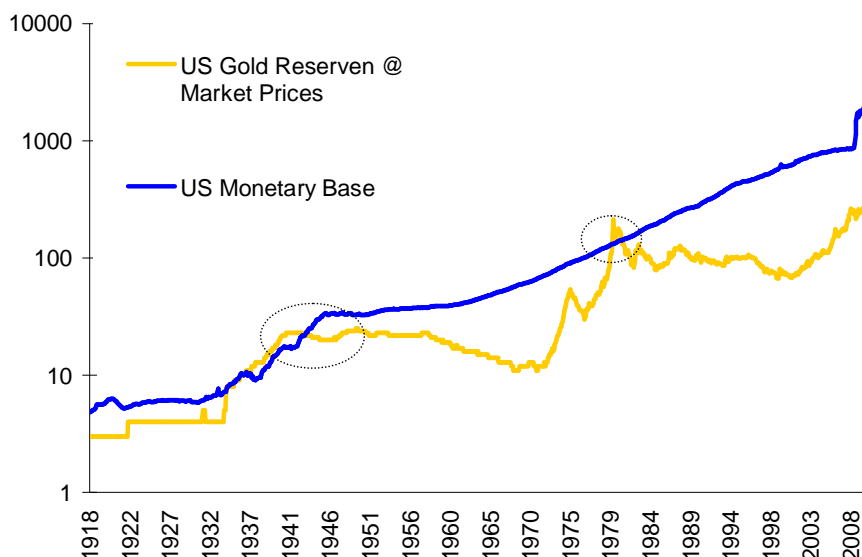
Change in Monetary Base	Monetary Base (Milliarden)	Official US Gold Holdings (moz)	Shadow Gold Price	40% backing
-25%	1.950	261,5	<b>7.456</b>	<b>2.983</b>
-10%	2.340	261,5	<b>8.948</b>	<b>3.579</b>
FLAT	2.600	261,5	<b>9.942</b>	<b>3.977</b>
10%	2860	261,5	<b>10.936</b>	<b>4.374</b>
50%	3900	261,5	<b>14.913</b>	<b>5.965</b>
100%	5200	261,5	<b>19.884</b>	<b>7.953</b>
500%	13000	261,5	<b>49.709</b>	<b>19.884</b>
1000%	26.000	261,5	<b>99.419</b>	<b>39.767</b>

Quelle: QB Asset Management, Erste Group Research, Fed St. Louis

**„Es gibt das Gerücht, dass Staaten nicht pleitegehen können...Dieses Gerücht stimmt nicht.“ Angela Merkel im Jänner 2009**

**Welche Möglichkeiten gibt es nun, um die Schuldenquote nachhaltig zu verringern?** Die Antwort ist relativ einfach: Sparen, massive Steuererhöhungen, Inflationierung, Haircuts bzw. Staatsbankrott. Wesentlich komfortabler wäre es, den Goldpreis aufzuwerten. Auch wenn dies derzeit unwahrscheinlich erscheint, so erkennt man am nachfolgenden Chart (logarithmische Skalierung), dass die US-Geldmenge bereits in 2 Phasen komplett mit den US-Goldreserven gedeckt war.

## Goldreserven vs. Monetary Base



Quelle: Mike Maloney, QB Asset Management, Erste Group Research

**Aktuell sind knapp 2,6% der US-Staatsschulden mit Gold unterlegt. Dies liegt deutlich unter dem langfristigen Median von 5%. Sollten sich somit der Goldpreis verdoppeln, so**

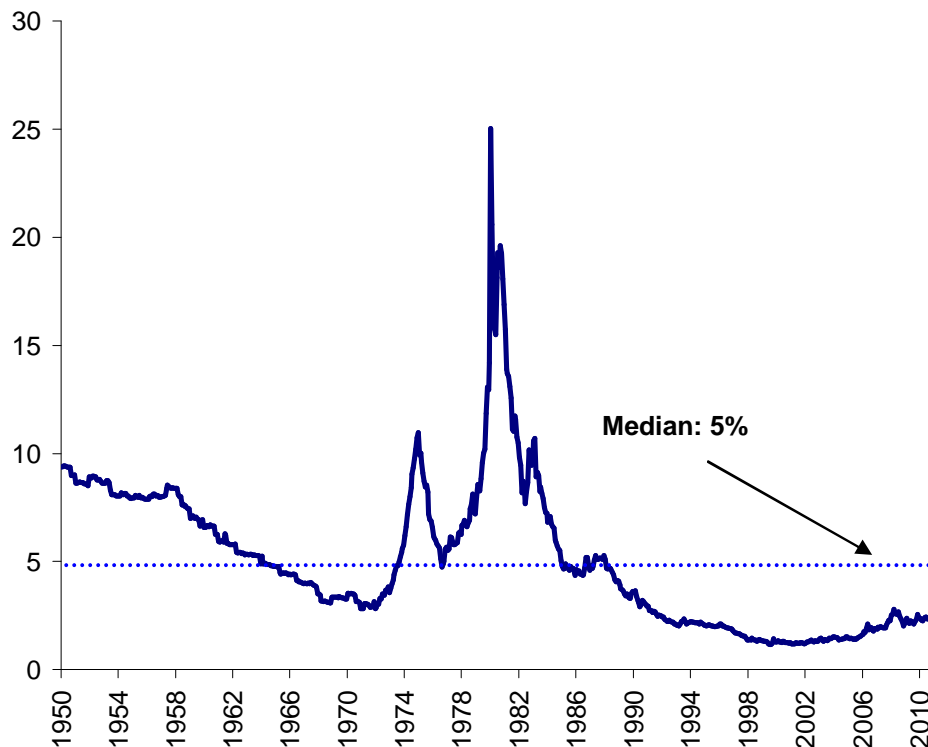
<sup>46</sup> Quelle: QB Asset Management, Apropos of Everything (2&3), April 2011



# Spezial Report Gold

läge die Deckung erst im Rahmen des langfristigen Medians. Dies würde aber auch eine stabile Staatsschuld voraussetzen, was mehr als unwahrscheinlich ist. Erst bei einem Preis von ~15.000 wären die Höchststände des Ratios aus dem Jahre 1980 erreicht.

## Verhältnis Staatsschulden USA / Wert der Goldbestände



Quelle: Erste Group Research, Fed St. Louis

Würde man den derzeitigen US-Schuldenstand komplett mit Gold decken, so müsste der Preis auf USD 57.000 je Unze steigen. Jedoch ist eine komplette Deckung äußerst unwahrscheinlich, die Höchststände lagen 1915 bei einer Deckung von 55% bzw. 1980 bei einer Deckung von knapp 25%.

## Würde man die Auslandsschulden anderer Nationen komplett mit Gold decken, so ergäben sich folgende Preise:

	Kilos	External Debt	Preis je Unze
Schweiz	1.040.100	1.190.000.000.000	35.586
Frankreich	2.435.400	4.698.000.000.000	60.000
Italien	2.451.800	2.223.000.000.000	28.201
Deutschland	3.406.800	4.713.000.000.000	43.029
Japan	765.100	2.246.000.000.000	91.306
Österreich	280.000	755.000.000.000	83.868
UK	310.300	1.744.272.000.000	174.840

Quelle: Datstream, Erste Group Research, Bloomberg

Im Vergleich zu den USA weisen zahlreiche europäische Nationen deutlich höhere Deckungsgrade auf. Deutschland (6,6%), Portugal (9,6%) aber auch die Niederlande (5,8%) und Österreich (5,10%) sind hier wesentlich besser positioniert als die USA. Schlusslichter sind Japan (0,3%) bzw. Irland mit lediglich 0,1%. Würden sich der Goldpreis auf USD 7.600 verfünffachen und die Staatsschulden stabil bleiben, so ergäbe sich für einzelne Nationen eine komfortable Deckung (rechte Spalte). Nationen wie Japan, Irland aber auch die USA würden selbst von einer Verfünffachung kaum profitieren.

# Spezial Report Gold

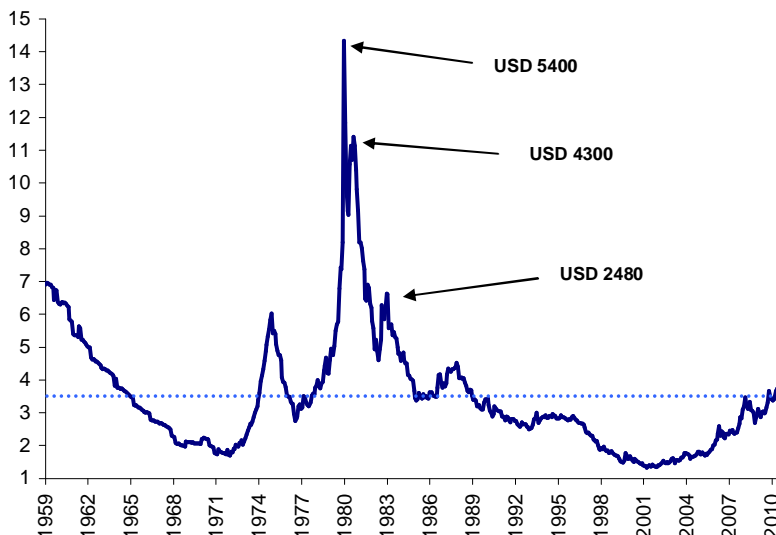
Land	Deckungsgrad d. Verschuldung	Golddeckungsgrad bei Goldpreis von USD 7.600
Belgien	2,40%	11,70%
Deutschland	6,60%	32,80%
Frankreich	5,30%	26,30%
Griechenland	1,20%	6,20%
Irland	0,10%	0,70%
Italien	4,90%	24,20%
Niederlande	5,80%	28,70%
Österreich	5,10%	25,20%
Portugal	9,60%	47,20%
Spanien	1,40%	7,10%
Japan	0,30%	1,70%

Quelle: Wellenreiter Invest, 1. Juni 2011

## USD 10.000 als Kursziel?

Sieht man sich den Prozentsatz der US-Goldreserven (bewertet zu Marktpreisen) an der M2-Geldmenge an, so erkennt man ebenfalls, dass trotz des 10-jährigen Bullenmarktes lediglich der langfristige Mittelwert von 3,4% überschritten wurde. Würde das Hoch von 1980 erreicht werden, als M2 zu mehr als 14% mit Goldreserven gedeckt war, so müsste der Goldpreis auf ca. USD 5.400 klettern. Selbst um die Zwischenhochs aus 1974 bzw. 1983 zu erreichen, müsste der Goldpreis auf knapp USD 2.500 steigen.

## Wert der US Goldreserven als Prozentsatz von M2



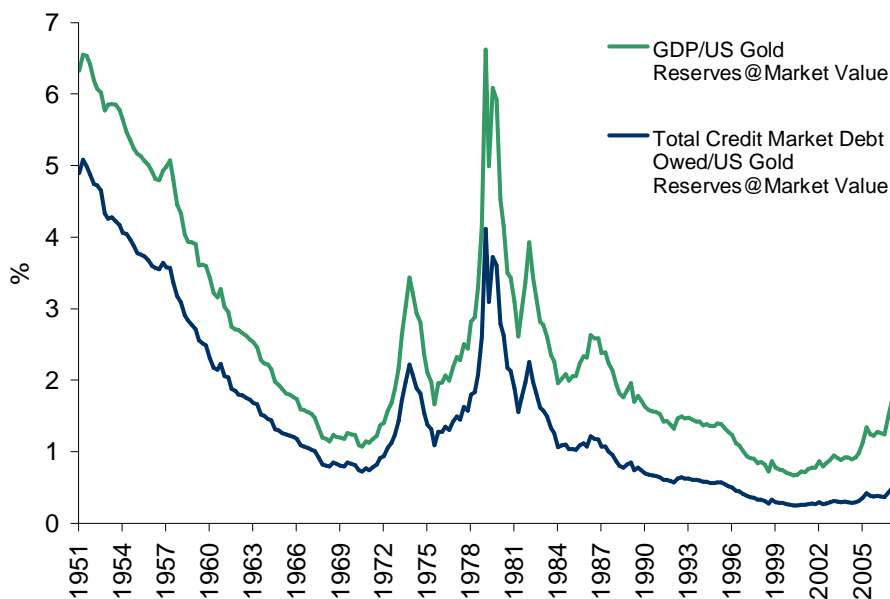
Quelle: Datastream, Erste Group Research

**Auch wenn man andere Geldmengenaggregate, beispielsweise MZM (Money Zero Maturity) oder M1 zum Vergleich heranzieht, lässt sich erkennen, dass Gold noch deutliches Potenzial hat.** Würde man die Höchststände aus 1980 erreichen wollen, so müsste der Goldpreis auf USD 7.000-10.000 haussieren. Auch die breiteste Geldmenge M3 signalisiert einen günstigen Goldpreis. Stand M3 1980 noch bei 1,8 Billionen USD, so beläuft sich die Zahl heute lt. Shadow Stats auf knapp 15 Billionen USD.

Setzt man die US-Goldbestände in Relation zur Wirtschaftsleistung, so erhält man einen Wert von 2,44%. Dies liegt geringfügig über dem langfristigen Durchschnitt von 2,4% und über dem Median von 1,9%. Zum Höhepunkt der letzten Goldhausse lag der Wert bei 6,61%. Setzt man die gesamten ausstehenden Anleihenverbindlichkeiten in Relation zu den Goldbeständen so ergibt sich derzeit ein Anteil in Höhe von lediglich 0,69%. Dies liegt deutlich unter dem langfristigen Schnitt von 1,5% bzw. dem Hoch aus 1980 bei 4,1%. Auch anhand dieses historischen Vergleichs erkennt man, dass Gold derzeit alles andere als überbewertet ist.

# Spezial Report Gold

## US Goldreserven (bewertet zu Marktpreisen) als %-Anteil des BIPs bzw. %-Anteil der Total Credit Market Debt Owed



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Erste Group Research

**Vergleicht man die US-Goldbestände zu Marktpreisen mit der „wahren Geldmenge“ oder auch True Money Supply (TMS), so lässt sich ebenfalls weiteres Potenzial für den Goldpreis erkennen.** Seit Anfang 2008 stieg die TMS2 um 44% und steht aktuell bei USD 7.574 Milliarden<sup>47</sup>. Seit Anfang 2000 liegt die True Money Supply um 150% im Plus, das bedeutet die größte Inflationierung seit Ende des 2. Weltkriegs. Würde der Tiefststand des Verhältnisses von 3,9 erreicht werden, müsste der Goldpreis um den Faktor 5 auf knapp USD 7.500 steigen.

Die TMS wurde von Murray Rothbard definiert und von Frank Shostak zur Austrian Money Supply weiterentwickelt. TMS2 (die breite Austrian Supply) enthält alle jene Komponenten die sofort in Güter oder Dienstleistungen umgetauscht werden können; also im wesentlichen Bargeld, Sichteinlagen und Sparguthaben die nicht zeitlich gebunden sind (also jederzeit abgehoben werden können)<sup>48</sup>.

*„Money is the general medium of exchange, the thing that all other goods and services are traded for, the final payment for such goods and services on the market“*

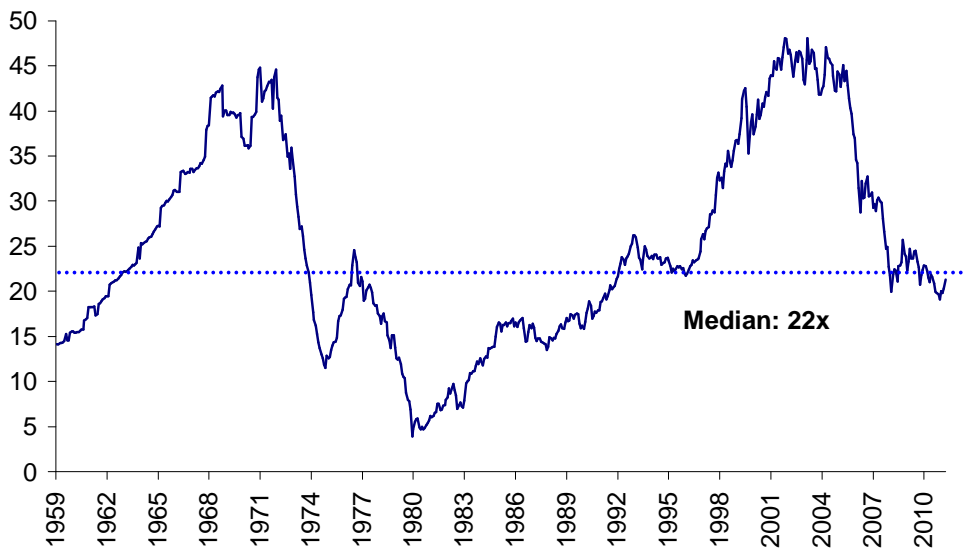
Murray Rothbard, Austrian Definitions of the Supply of Money

<sup>47</sup> Vgl. Michael Pollaro bzw. [www.acting-man.com](http://www.acting-man.com) – „Bernanke in Denial“

<sup>48</sup> Korrekterweise sollten auch sogenannte „Memorandum items“ erwähnt werden. Dies sind in erster Linie Einlagen des Treasuries bei der Federal Reserve, sowie Einlagen von ausländischen Instituten, sie haben jedoch kaum Einfluss auf die TMS.

# Spezial Report Gold

Ratio TMS / US-Goldbestände zu Marktpreisen

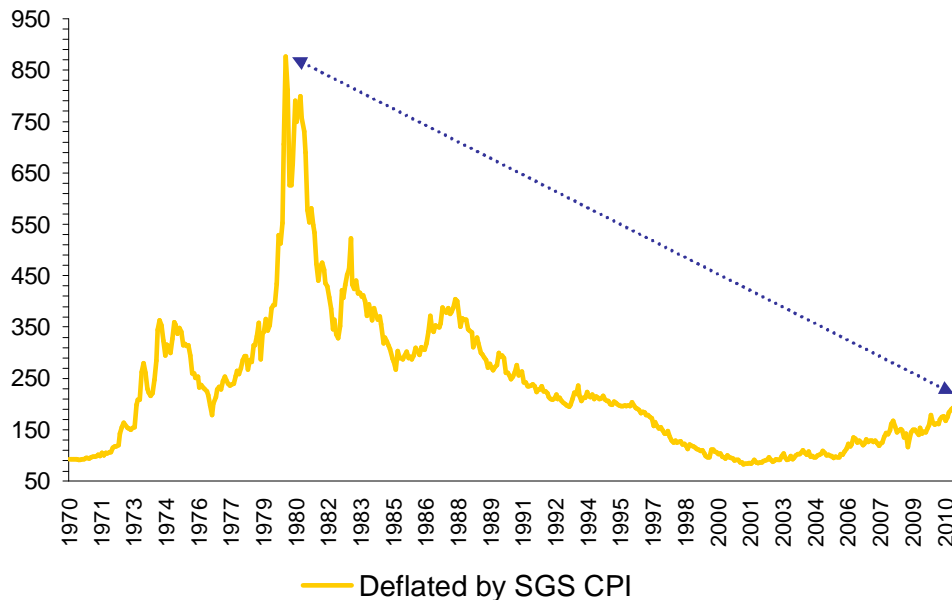


Quelle: Fed St. Louis, Erste Group Research, trueslant.com - Michael Pollaro

**“Wahres”  
inflation-  
bereinigtes  
Allzeithoch bei  
USD 7.000 je  
Unze**

**Die jüngsten nominellen Allzeithochs relativieren sich, wenn man den inflationsbereinigten Goldchart betrachtet.** Inflationbereinigt liegt das Hoch vom 21. Jänner 1980 (USD 850) bei USD 2.300 je Unze. Fairerweise muss man jedoch auch sagen, dass die USD 850 in 1980 ein kurzer „Spike“ waren. Verglichen mit dem Durchschnittskurs im Jänner 1980 von USD 675 müsste Gold also inflationsbereinigt auf knapp USD 2.000 steigen. Freilich sind dies die offiziellen Daten des Bureau auf Labor Statistics<sup>15</sup>. **Wenn man die alte Berechnungsweise von 1980 lt. Shadow Stats heranzieht, so müsste Gold auf mehr als USD 7.000 steigen, um das Hoch aus 1980 real zu übertreffen.**

Inflationbereinigter Goldpreis nach Shadow Stats-Berechnung

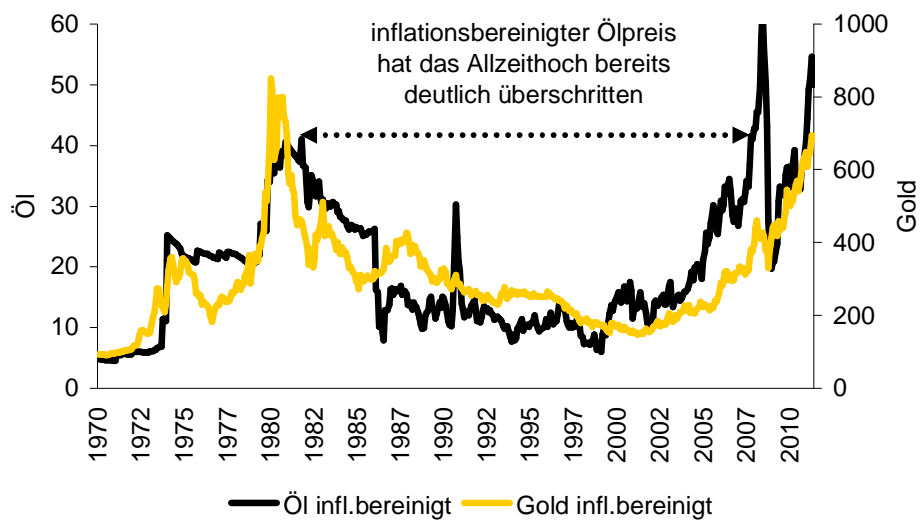


Quelle: Chart Works Ross Clark, Shadow Stats, Erste Group Research

**Das das Überschreiten der inflationsbereinigten Allzeithochs im Zuge eines Bullenmarktes normal ist, hat Erdöl bereits im Jahre 2008 vorexerziert.** Das inflationsbereinigte Hoch wurde am Ende des Zyklus in der parabolischen Phase um mehr als 50% überstiegen. Analog dazu müsste Gold inflationsbereinigt auf USD 3.450 klettern.

# Spezial Report Gold

Öl (linke Skala) vs. Gold (rechte Skala) inflationsbereinigt



Quelle: Datastream, Erste Group Research

# Spezial Report Gold

## 9. Inflation ≠ Teuerung

*„Die Statistik ist ein Hund: Eine Hand im Feuer und eine Hand im Tiefkühlschrank ergeben im Durchschnitt eine angenehme Temperatur“<sup>49</sup>*

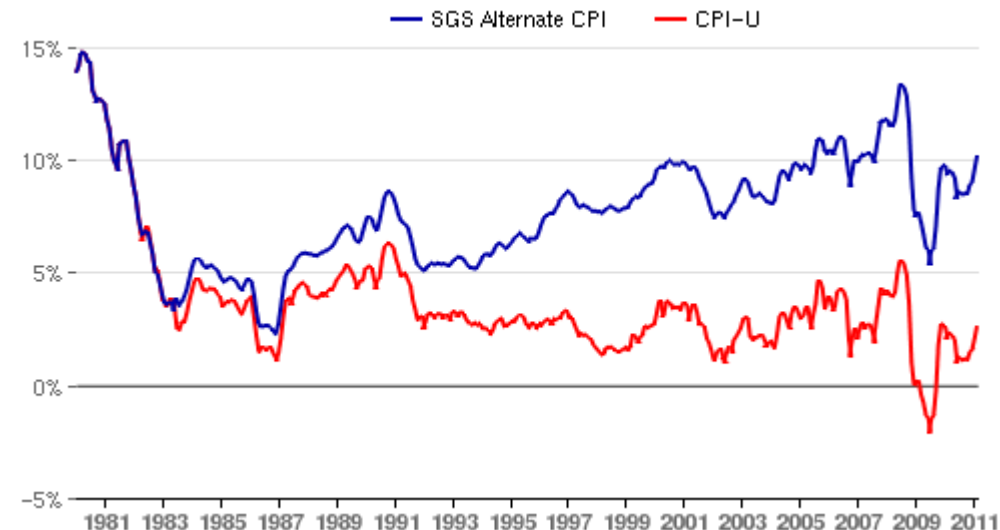
Wir haben bereits mehrmals Kritik an den offiziell ausgewiesenen Inflationsraten<sup>50</sup> geäußert. Die hedonische Berechnungsmethode<sup>51</sup> wird seit einigen Jahren auch in der Eurozone angewandt. Ein kleines Beispiel: Bei Büchern fließen beispielsweise die Seitenanzahl, die Art des Einbandes und die Größe des Buches als Kriterien in die Inflationsberechnung ein. Ohne diese Betrachtung belief sich die Teuerung bei Büchern auf 5,5%, aus hedonischer Sichtweise ergab sich jedoch eine Verbilligung um mehr als 3%<sup>52</sup>. Zudem fließen Preiserhöhungen bei Eheringen in gleicher Höhe ein, wie solche bei Wurst oder Käse<sup>53</sup>. Dies scheint zwar für Heiratsschwindler erfreulich, der Normalverbraucher wird jedoch tendenziell öfter Wurst und Käse konsumieren.

*„Keine Wette war in den Jahrhunderten der Währungsgeschichte sicherer zu gewinnen als die, daß ein Goldstück, das der Inflationspolitik der Regierungen unzugänglich ist, seine Kaufkraft besser bewahren würde als eine Banknote.“*

Wilhelm Röpke

**Seit Anfang der 1980er Jahre wurde die Inflationsberechnung vom Bureau of Labor Statistics 24 Mal „angepasst“.** Neben Hedonik, geometrischer Gewichtung und Interventionsbereinigung ist auch der Surrogatansatz zweifelhaft. Wird Steak beispielsweise teurer, so geht die Statistik davon aus, dass stattdessen zu Hamburgern gegriffen wird. Die Divergenz zwischen ausgewiesener Inflationsrate und der alten Berechnungsmethode, die noch in den 80er Jahren verwendet wurde, erkennt man am nachfolgenden Chart. Dies erklärt auch wieso die realen Einkommen der Haushalte seit Jahren stagnieren.

**CPI vs. Shadow Stats CPI**



<sup>49</sup> Vgl. „Inflation: Eine Welt, in der Kindergärten billiger sind als Zigaretten“, Die Presse, März 2011

<sup>50</sup> Generell ist das Ausweisen eines Preisindex fragwürdig. So werden unterschiedlichste Güter und Services zusammenaddiert. 1 Haarschnitt, ½ Kinokarte, 1/40.000stel Auto, 3 Sack Erdäpfel etc. Die Addition dieser disparaten Güter macht nur wenig Sinn. Zudem kann die Qualitätsdimension (1 Sack Erdäpfel hat nicht *einen* Preis sondern mehrere (abhängig von Ort, Qualität, Art,...)) nicht erfasst werden. Deshalb meinte Ludwig von Mises einst, dass jede Hausfrau wesentlich mehr über die Kaufkraft weiß, als man durch die offizielle Statistik je erfahren könnte. Vgl. Ludwig von Mises, Human Action, XII, Kapitel 4

<sup>51</sup> Bei dieser Methode werden Qualitätsverbesserungen von Produkten in die Berechnung miteinbezogen und verringern somit die Teuerung

<sup>52</sup> Vgl. „Die Erfindung des Perpetuum mobile“, Die Presse, Februar 2011

<sup>53</sup> Vgl. „Die Inflation ist wieder da – wie praktisch“, Die Presse, März 2011

# Spezial Report Gold

*“Wenn die Regierung das Geld verschlechtert, um alle Gläubiger zu betrügen, gibt man diesem Verfahren den höflichen Namen Inflation”*

George Bernard Shaw

**Zahlreiche Gründe für (zu) niedrig ausgewiesene Teuerungsraten**

**Der Hintergrund, niedrigere Inflationsdaten auszuweisen, liegt auf der Hand.** Zahlreiche sozialversicherungsabhängige Ausgaben, staatliche Transferleistungen, Beamtengehälter, Essensmarken etc. sind von der Valorisierung abhängig. Auch das reale BIP-Wachstum wird so nach oben revidiert, nachdem das nominale Wirtschaftswachstum durch den Preisindex dividiert wird. löschen: Auch wenn es oft heißt, dass „2% Inflation gesund wären“, so entsteht dadurch immer noch ein Kaufkraftverlust von 50% innerhalb von 35 Jahren.

**Begriffsverwirrung hat schwerwiegende Konsequenzen**

**Sprachlich gilt es eine klare Abgrenzung der beiden Begriffe Inflation und Teuerung vorzunehmen**<sup>54</sup>. Inflation bezeichnet die Ausweitung der ungedeckten Geldmenge. Die Teuerung umschreibt den Anstieg des allgemeinen Preisniveaus, sie wird im Sprachgebrauch fälschlicherweise meistens auf das Segment der Konsumentenpreise reduziert. **Lt. Gregor Hochreiter ist Inflation der Grund für die Geldentwertung, während die Teuerung lediglich eine Folge der Inflationierung ist.** Heutzutage werden beide Begriffe jedoch synonym verwendet, die Begriffsverwirrung hat lt. Hochreiter schwerwiegende Konsequenzen. So verhindert die sprachliche Erblindung das Erkennen der Ursache-Wirkungs-Beziehung und verhindert die Problemlösung. Stattdessen würden Unschuldige zu Sündenböcken gestempelt und untaugliche Maßnahmen zur Bekämpfung der Teuerungswelle wie Preisregulierungen und Verstaatlichungen gefordert, während im Hintergrund die Inflationierung munter vorangetrieben wird, wie es gegenwärtig der Fall sei.

---

<sup>54</sup> “Geld und Inflation aus der Sicht der Wiener Schule”, eine Analyse des Instituts für Wertewirtschaft, Gregor Hochreiter, S.14

# Spezial Report Gold

## 10. History repeats

**„The farther backward you can look, the farther forward you are likely to see“**

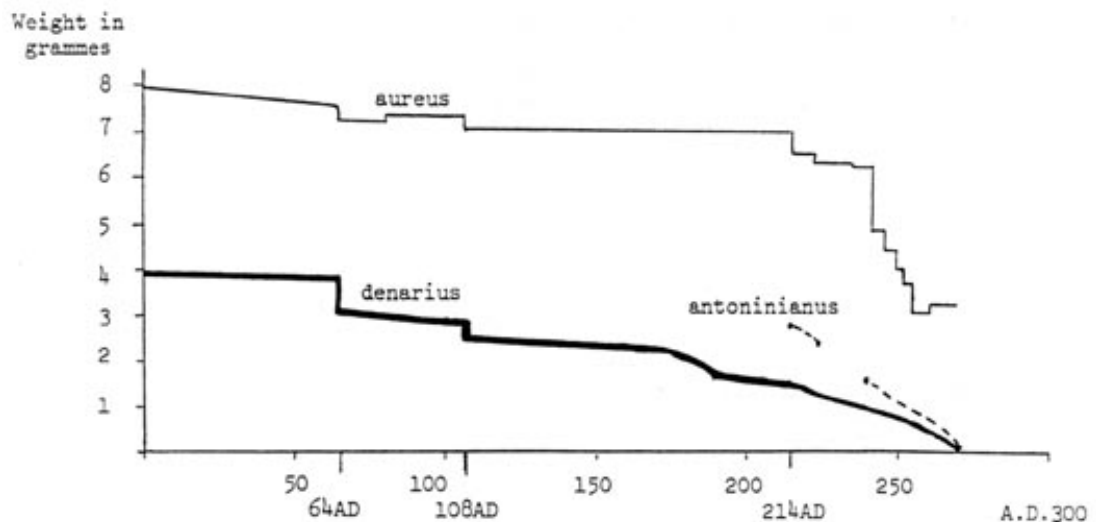
Winston Churchill

Ein Blick in die Geschichtsbücher offenbart interessante Analogien zum status Quo. Lt. Prof. Peden<sup>55</sup> kann eine Analyse der Geldpolitik, nicht ohne Untersuchung der allgemeinen Staatspolitik durchgeführt werden. Währungs-, Finanz-, militärische und wirtschaftliche Fragen sind eng miteinander verwoben.

*„Unter den unzähligen Übeln, welche den Zerfall ganzer Staaten herbeiführen, sind wohl vier als die vornehmlichsten anzusehen: innere Zwietracht, große Sterblichkeit, Unfruchtbarkeit des Bodens und die Verschlechterung der Münze. Die ersten drei liegen so klar zutage, dass sie schwerlich irgendjemand in Abrede stellen wird. Das vierte Übel jedoch, welches von der Münze ausgeht, wird nur von wenigen beachtet, und nur von solchen, welche ernster nachdenken, weil die Staaten allerdings nicht beim ersten Anlauf, sondern ganz allmählich und gleichsam auf unsichtbare Weise dem Untergang anheimfallen.“* **Nikolaus Kopernikus**

**Antike  
Inflationpolitik  
durch  
Verringerung  
des Edelmetall-  
gehaltes**

Das perfide Ziel der Inflationierung wurde in der Antike durch die Verringerung des Edelmetallgehaltes oder des Münzgewichtes erreicht. So sank das Gewicht des „Aureus“ von 10,5 Gramm (ca. 20 v. Christus) auf 0,77 Gramm (260 n. Christus). Auch der Silbergehalt des Denarius wurde sukzessive verringert, um „Brot und Spiele“, den übergroßen Bürokratie-Apparat und die steigenden Militärausgaben zu finanzieren. Im 1. Jahrhundert vor Christus lag der Silber-Anteil noch bei knapp 95%, 286 n. Chr. bestand der Denarius nur noch zu 0,02% aus Silber.



Quelle: [www.accla.org](http://www.accla.org)

**Römische  
Wohlfahrts-  
und Stimulus-  
pakete**

**Rom florierte in Zeiten niedriger Steuern<sup>56</sup>.** Im Laufe der Zeit begannen die Regenten jedoch, sich das Wohlwollen der Bürger durch Zuwendungen zu sichern. Sukzessive unterminierten überbordende Verwaltung, zunehmende Überregulierung und steigende Steuern den Staatshaushalt. Der Höhepunkt der römischen Inflation fand im 3. Jahrhundert statt, als Rom immer mehr zu einem Wohlfahrtsstaat avancierte. Als Rom ca. 1 Million Einwohner hatte, wurde an 300.000 Bürger gratis Weizen und später Brot verteilt. Unter Kaiser Augustus wurden spätrömische Stimulus-Pakete geschnürt und Thermen, Straßen, Aquädukte und Tempel gebaut.

**Die erste  
dokumentierte  
Hyperinflation**

Besonders Diokletian (284-305 n. Chr) wußte Inflation für seine Zwecke zu nutzen<sup>57</sup>. Er erhöhte die Geldmenge massiv, verringerte den Edelmetallgehalt der Münzen, gab Bronze-

<sup>55</sup> "Inflation and The Fall of the Roman Empire", Mises.org, September 2009

<sup>56</sup> Vgl. Bruce Bartlett, „How excessive government killed ancient Rome“



# Spezial Report Gold

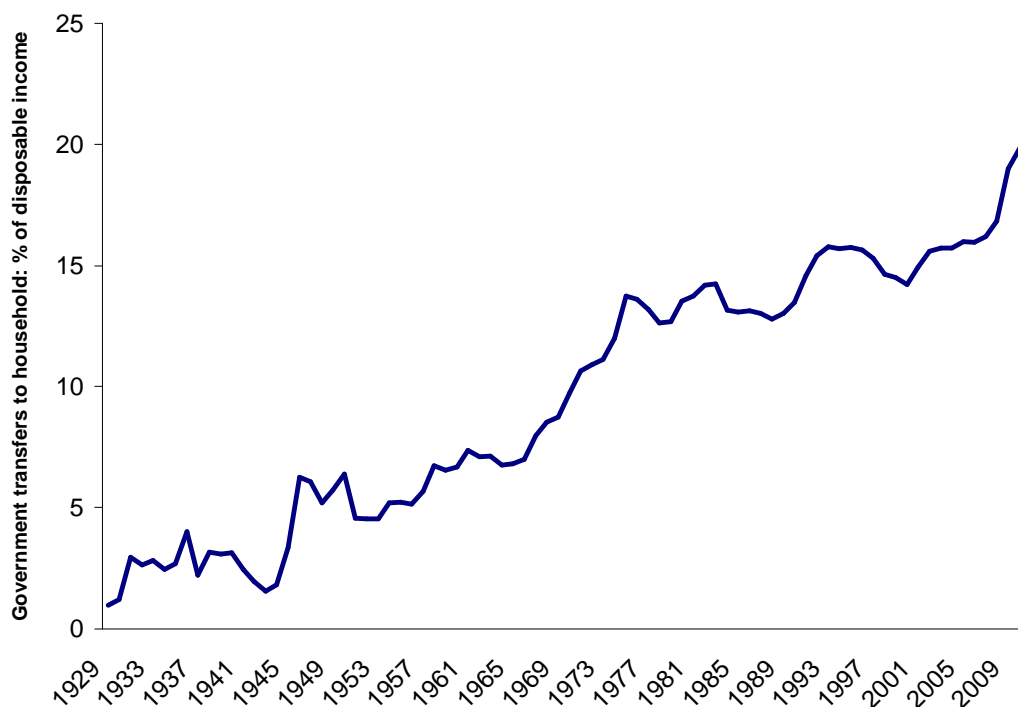
und reine Kupfermünzen aus. Steuern wurden erhöht um das Militär zu finanzieren, das die Grenzen vor den Barbaren sichern sollte. Im Jahr 301 nach Christus erließ Diokletian schließlich sein berühmtberüchtigtes Preisedikt und fixierte so die Preise für Dienstleistungen und Waren. Wer dagegen verstieß, und Waren über dem fixierten Preis verkaufte oder keine Waren mehr anbot, wurde mit der Todesstrafe sanktioniert. Diokletians Glaube, dass das Horten der Waren und Spekulanten für die Inflation maßgeblich waren, erwies sich naturgemäß als falsch. **Die drakonischen Strafen hatten wenig Erfolg, da die tatsächlichen Ursachen der Teuerung nicht bekämpft wurden.** Dies mündete in der ersten dokumentierten Hyperinflation. Kostete ein Pfund Gold im Jahr 301 n. Chr. noch 50.000 Denari, so waren es 50 Jahre später 2,12 Mrd. Denari. Eine Steigerung um den Faktor 42.000. Die Teuerung – gemessen am Preis für ägyptischen Weizen – stieg innerhalb eines Jahrhunderts auf 15.000%<sup>58</sup>. **Das Beispiel vom Untergang des Römischen Reiches zeigt eindrucksvoll wie zunehmende Bürokratie und Fehlallokation von Ressourcen zu Inflation und letztendlich zum Kollaps führen.**

*"Der Zustand des Geldwesens eines Volkes ist ein Symptom aller seiner Zustände"*  
**Joseph Alois Schumpeter**

**Zahlreiche  
Parallelen zur  
Gegenwart**

**Die Parallelen zur Gegenwart sind erschreckend. Die imperiale Überdehnung und unverhältnismäßige Überschuldung der Vereinigten Staaten führt ebenso wie im Römischen Reich zu einer Verschlechterung der Währung.** Auch heute scheint die Abhängigkeit von staatlichen Transfers sukzessive zu steigen, der nachfolgende Chart zeigt jedenfalls einen perfekten Aufwärtstrend. Er illustriert den Anteil von staatlichen Transferleistungen am gesamten verfügbaren Einkommen. Der Anteil den die Amerikaner durch Arbeit verdienen, geht sukzessive zurück, während die Abhängigkeit von Sozialleistungen graduell steigt.

## Anteil von Sozialleistungen als Anteil am Gesamteinkommen seit 1929



Quelle: Bureau of Economic Analysis, Erste Group Research

Das Gesetz der fallenden Grenzerträge ist allgemein gültig. Würde das Ausweiten der Geldmenge Wohlstand schaffen, so dürfte es keine Armut und Arbeitslosigkeit mehr geben. Dies bestätigt auch Prof. John Casti, der sich auf den Archäologen Joseph Tainter bezieht<sup>59</sup>: **Gesellschaften reagieren auf Krisen durch die Steigerung ihrer Komplexität und**

<sup>58</sup> Vgl. Bruce Bartlett, „How excessive government killed ancient Rome“

<sup>59</sup> Vgl. „Die Muster sozialer Unruhen“, Der Standard, April 2011

# Spezial Report Gold

**Gesellschaften reagieren auf Krisen durch Steigerung der Komplexität – Grenzkapitalertrag sinkt sukzessive ab**

**versuchen dadurch ihre Probleme zu bewältigen. Jede Investition in Form von Ressourcen – meist Energie oder Geld – erzielt weniger Ergebnis als die vorherige Investition.** Deshalb brauchen die zusätzlichen Investitionen die Ressourcen ohne entsprechende Wertsteigerung auf, bis der Grenzkapitalertrag in den negativen Bereich abfällt. Doch da die Gesellschaft nur weiß, wie man Probleme durch eine Steigerung der Komplexität löst, beginnt sie unter ihrem eigenen Gewicht zusammenzubrechen. Lt. Casti verliert eine Gesellschaft wenn sie zerfällt rasch an Komplexität. Er vergleicht den Zerfall mit dem Alten Rom gestern und den Vereinigten Staaten morgen.

*“A great Empire, like a great Cake, is most easily diminished at the Edges “*  
**Benjamin Franklin**

**Byzantinischer Solidus war über Jahrhunderte das Maß der Dinge**

**Byzanz war vermutlich eines der beeindruckendsten Beispiele für die Vorzüge eines stabilen Geldsystems.** Das byzantinische Reich florierte über viele Jahrhunderte unter einem Goldstandard. Der von Kaiser Konstantin eingeführte Solidus war zwischen dem 4. und 11. Jahrhundert die Leitwährung im Mittelmeerraum<sup>60</sup>. Der Solidus förderte freien Handel und ökonomische Prosperität. Im strengen Goldsolidus-System wurden Münzverschlechterungen nicht hingenommen<sup>61</sup>, dies hatte zur Folge, dass der Goldgehalt innerhalb von fast 800 Jahren praktisch nicht verringert wurde. Erst Ende des 11. Jahrhunderts wurde das System geändert, nachdem ua. der Krieg gegen die Türken finanziert werden mußte: Man unterschied nun zwischen einer Außenwährung bzw. einer Binnenwährung. Der Goldgehalt der Binnenwährung wurde um 2/3 verringert, die Zahlungen wurden aber trotzdem in gleicher Höhe fortgeführt. Das Experiment der Doppelwährung scheiterte und der Solidus wurde schließlich von den venezianischen und genuesischen Goldmünzen abgelöst<sup>62</sup>.

---

<sup>60</sup> Vgl. “The Economic History of Byzantium”, Angeliki E. Laiou

<sup>61</sup> “Der Mythos vom Geld – die Geschichte der Macht”, Der Untergang Roms aus monetärer Sicht, Stephen Zarlenga

<sup>62</sup> Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaft, Geldtheorie und Geldpolitik, S. 364

# Spezial Report Gold

## 11. Adieu „Exorbitant Privilege“<sup>63</sup>

*“We’ve told all of our clients that if you only had one idea, one investment, it would be to buy an investment in a non-dollar currency. That should be on top of the list.” Bill Gross*

### Der schleichende Abschied des Greenback als Weltreserve- währung

**Die zuvor beschriebene ernste Lage und die Nullzinspolitik der Fed lassen immer lautere Zweifel an der Dollar-Währungshegemonie aufkommen.** Obwohl das US-BIP nur noch 25% der weltweiten Wirtschaftsleistung ausmacht, ist der US-Dollar weiterhin für mehr als 60% der globalen Devisenreserven verantwortlich. Mittlerweile erwägen auch die Vereinten Nationen<sup>64</sup> die Abschaffung des Dollars als Weltreservewährung. Aufgrund der Nullzinspolitik habe der Greenback eine wichtige Funktion verloren: er ist kein stabiles Wertaufbewahrungsmittel mehr. Die Studie fordert eine Ablösung zugunsten der Sonderziehungsrechte (SDR's). Wir halten dies für unwahrscheinlich, nachdem die Akzeptanz gering wäre. **SDR's sind Derivate auf Derivate, insofern denken wir nicht, dass Vertrauen in SDR's gegeben wäre.**

### Zahlreiche Kritiker des derzeitigen Währungs- systems

Dass der US-Dollar seine zentrale Bedeutung verlieren könnte, bestätigte auch Ex-IWF-Direktor Dominique Strauss-Kahn. Er fordert eine neue Weltwährung, die die Dominanz des USD verringern und zukünftige Krisen vermeiden sollte<sup>65</sup>. Der IWF bezieht sich naturgemäß ebenfalls auf Sonderziehungsrechte, erwähnt jedoch auch den Bancor<sup>66</sup>. Selbst Timothy Geithner zeigte sich bereits vor 2 Jahren „ziemlich offen“ für die chinesischen Vorschläge, eine neue globale Reservewährung zu entwickeln<sup>67</sup>. Die bloße Tatsache, dass das US Finanzministerium sich dazu positiv äußert, ist brisant. Geithner entkräftete seine Aussage zwar später, die Saat des Zweifels war jedoch bereits gesät. Auch Chinas Präsident Hu Jintao sieht das aktuelle Währungssystem als „Produkt der Vergangenheit“<sup>68</sup>. Selbst Ben Bernanke sprach von „strukturellen Fehlern, die zu andauernden Ungleichgewichten führen“<sup>69</sup>. Er kritisierte dabei in erster Linie die Währungspolitik China's.

### Selbstvertrauen der Emerging Markets steigt

**Auch das letzte Treffen der Brics (Bric + Südafrika) bestätigte das steigende Selbstvertrauen der Schwellenländer.** Man kritisierte die extreme Volatilität bei Agrarrohstoffen und Energie und gab der expansiven Fed-Politik die Mitschuld. Man werde einander gegenseitige Kreditlinien in lokaler Währung gewähren um den US-Dollar zu vermeiden. Zudem fordern die Brics ein breiteres Spektrum an Reservewährungen und somit eine geringere Abhängigkeit von der US-Geldpolitik. Pikanterweise fand das Treffen exakt vor dem G7-Treffen in Washington statt.

### Yuan gewinnt langsam aber sicher an Bedeutung

**Die Achse Peking-Moskau dürfte weiter an Bedeutung gewinnen.** Man werde zukünftig nur noch die eigenen Währungen für bilaterale Handelsgeschäfte verwenden<sup>70</sup>. Ende 2010 wurde der Handel von Renminbi an der Moscow Interbank Currency Exchange (MICEX) aufgenommen. Dies ist die erste Notiz ausserhalb von China bzw. Hongkong und bestätigt, dass das Tempo der Internationalisierung von Tag zu Tag zunimmt. Bereits jetzt ist China der wichtigste Handelspartner für Japan und Australien. Auch hier scheinen bilaterale Abwicklungen in lokaler Währung wahrscheinlich. Auch die Shanghai Cooperation Organization<sup>71</sup> (SCO) wird hier in Zukunft eine immer größere Rolle spielen. Ziel ist die Förderung der Zusammenarbeit von Politik, Handel und Wirtschaft. **Pikanterweise verfügt die Region über einen signifikanten Anteil der weltweiten Goldproduktion.**

<sup>63</sup> Bezeichnung des ehem. französischen Finanzministers Giscard d'Estaing in den 1960er Jahren, die das amerikanische Privileg und die Macht der Weltleitwährung beschreibt

<sup>64</sup> „Scrap dollar as sole reserve currency: U.N. report“, Reuters, Juni 2010

<sup>65</sup> „IMF boss calls for global currency“, Guardian.co.uk, Februar 2011

<sup>66</sup> „Reserve Accumulation and International Monetary Stability“, IWF, April 2010

<sup>67</sup> „US backing for world currency stuns markets“, The Telegraph, März 2009

<sup>68</sup> „China's Hu Jintao: Currency system is „product of past“, BBC, Jänner 2011

<sup>69</sup> „Rebalancing the Global Recovery“, Ben Bernanke, November 2010

<sup>70</sup> „China, Russia quit dollar“, China Daily, November 2010

<sup>71</sup> Die Organisation besteht derzeit aus den Mitgliedsnationen China, Russland, Kasachstan, Kirgistan, Tadschikistan, Usbekistan sowie den Staaten mit Beobachterstatus Mongolei, Indien, Pakistan und Iran. Dialogpartner der Organisation sind zudem Weißrussland, Afghanistan, Turkmenistan und die ASEAN

# Spezial Report Gold

**Steigendes Angebot + fallende Nachfrage = sinkender Preis**

**Der Dollar leidet unter stark steigendem Angebot bei fallender Nachfrage.** Der Preis bzw. die Menge der Währung, die notwendig ist um einen Vermögenswert oder einen Dienstleistung zu kaufen, muss im Zuge der Geldschöpfung steigen. Dies ist logisch, nachdem die Verkäufer der Waren bzw. Dienstleistungen den gleichen Gegenwert im Austausch für ihre Waren erhalten wollen. Steigt somit das Angebot an Geld, steigen in weiterer Folge auch die Preise um stabilen Werten zu entsprechen, während die gesparten Einkünfte an Kaufkraft verlieren. Dies bedeutet, dass der Preis sowohl von Angebot und Nachfrage der Währung, als auch von Angebot und Nachfrage der Ware abhängt<sup>72</sup>.

## US-Dollarindex seit 1983



Quelle: Datastream, Erste Group Research

## US-Anleihen vom risikolosen Renditepapier zum renditelosen Risiko-Papier

**Downgrading wäre vor wenigen Jahren undenkbar gewesen**

Den derzeit stattfindenden Paradigmenwechsel erkennt man immer häufiger. Die Tatsache, dass S&P den Ausblick für das Kreditrating der USA von stabil auf negativ gesenkt hat, wäre vor wenigen Jahren noch undenkbar gewesen. Seit der Pearl Harbor Attacke vor 70 Jahren ist dies das erste Downgrading des Outlooks durch S&P. Die Ratingagentur spricht von einem „erheblichen Risiko“, dass die US-Politik keine Übereinkunft finden kann, wie mit langfristigen Schulden zu verfahren ist. Sollte es zu keiner Übereinkunft kommen, würde das finanzielle Profil der USA aus Sicht von S&P deutlich schwächer als jenes anderer mit „AAA“ bewerteter Nationen aussehen<sup>73</sup>. Die Wahrscheinlichkeit, das AAA-Rating innerhalb der nächsten 2 Jahre zu verlieren, liegt bei 1:3. Auch Moody's droht den USA bereits mit einer Herabstufung der Bonität. Die deutsche Ratingagentur Fitch hat die Bonitätseinschätzung zuletzt von AAA auf AA abgesenkt. Die hohe Staatsverschuldung, schwache Wachstumsaussichten sowie die unzureichenden Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung seien dafür ausschlaggebend gewesen. In erster Linie haben die USA auf die Krise mit einer Ausweitung der Verschuldung reagiert. Eine nachhaltige Haushaltspolitik sei mit derart hohen Defiziten nicht zu vereinbaren.

<sup>72</sup> Vgl. auch „Apropos of Everything pt. 1“, März 2011, QB Asset Management

<sup>73</sup> „S&P Cuts Nations's long-term Credit Outlook“, Bloomberg, April 2011

# Spezial Report Gold

**Chinesen mahnen amerikanische Ignoranz gegenüber den Gläubigern**

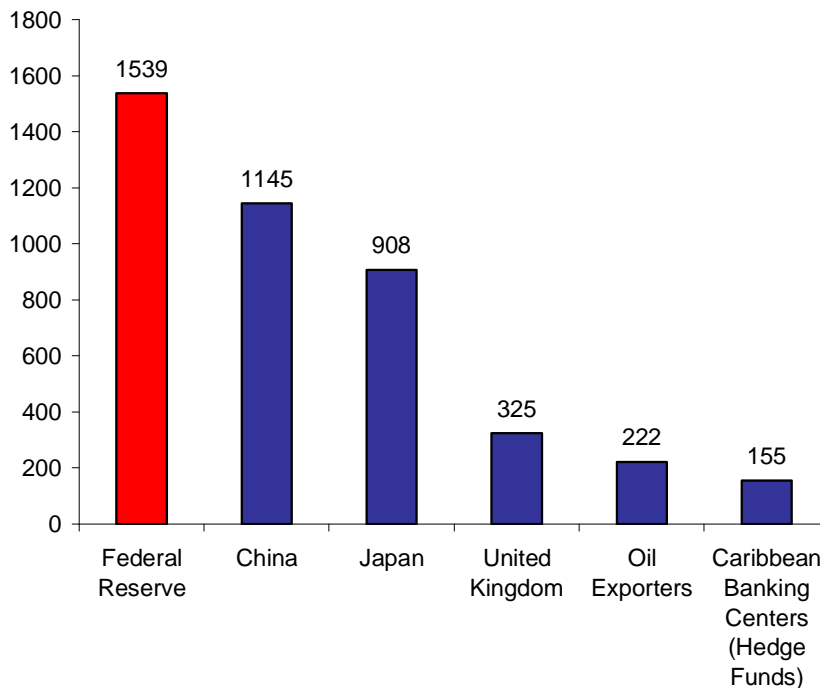
Die chinesische Ratingagentur **Dagong Global Credit** hat die Kreditwürdigkeit der Vereinigten Staaten zuletzt auf AA herabgesetzt. Lt. Dagong hat Quantitative Easing die Legitimität des US-Dollars als Weltreservewährung nachhaltig erodiert<sup>6</sup>. Man sehe **mangelnde Bereitschaft zur Rückzahlung der Staatsschulden und eine Ignoranz gegenüber den Gläubigern**<sup>74</sup>. Auch die Kreditwürdigkeit Großbritanniens wurde zuletzt von AA- auf A+ und damit die fünftbeste Stufe gesenkt. Der Ausblick sei aufgrund des schwachen Wachstums, der hohen Schuldendynamik und der Risiken des Finanzsektors negativ.

Lt. der unabhängigen Rating-Agentur Weiss liegt das Rating der US-Schulden sogar nahe am "Junk"-Status<sup>75</sup>. Die USA liegen auf Platz 33 von 47 Nationen, hinter Russland, China, Malaysia und Saudi Arabien. Das AAA-Rating der großen Agenturen sei „unfair gegenüber Investoren, die für die Risiken die sie eingehen, nicht ausreichend kompensiert würden“.

**Federal Reserve mittlerweile größter Anleihenbesitzer**

**Im Zuge dessen scheint die Skepsis gegenüber US-Treasuries zu wachsen.** PIMCO's Total Return Fund – der größte Anleihenfonds der Welt – hat bekanntlich alle US-Treasuries verkauft und sich short positioniert. Malaysia gab jüngst bekannt, dass man US-Treasuries durch chinesische Bonds ersetzen werde<sup>76</sup>. Dies könnte den Beginn eines Dominoeffektes bedeuten und andere asiatische Nationen nachziehen lassen. Die Währungsswap-Vereinbarungen mit zahlreichen ausländischen Zentralbanken, das RMB Settlement Scheme, die Handelsplattform für RMB-Finanzprodukte und die Entwicklung des in Renminbi notierten Anleihenmarktes in Hongkong zeigen das zunehmende Momentum des Wandels an. **Die mehr als sechs Dekaden andauernde globale Dominanz des Greenbacks könnte somit langsam aber sicher zu Ende gehen.**

**Größte Besitzer von US-Anleihen (in Mrd. USD)**



Quelle: Zerohedge.com

Auch wenn es heute abwegig und illusorisch scheint, dass der Greenback seinen Status als Weltleitwährung verliert, so hilft auch hier ein Blick in die Geschichtsbücher. Portugal (1450-1530), Spanien (1530-1640), die Niederlande (1640-1720), Frankreich (1720-1815) und Großbritannien (1815-1920)<sup>77</sup> prägten über Jahrhunderte hinweg Weltleitwährungen und sind heute mehr oder weniger in der monetären Versenkung verschwunden. Interessant scheint

<sup>74</sup> "China rating agency blames U.S. for "credit war", Reuters, Jänner 2011

<sup>75</sup> "Weiss Ratings says US Credit rating already near junk", Wall Street Journal, April 2011

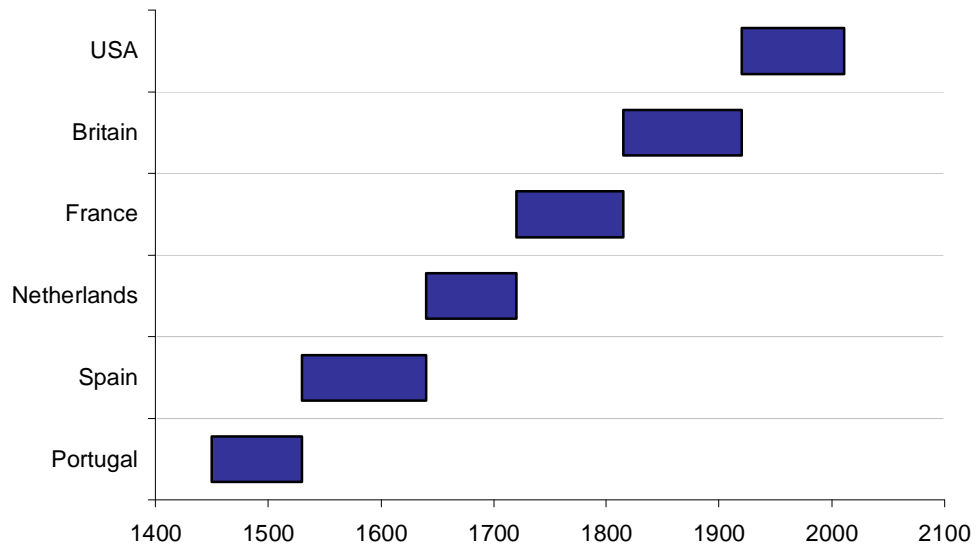
<sup>76</sup> "Malaysian bond boost for Renminbi", FT, September 2010

<sup>77</sup> "The Potential of the Renminbi as an International Currency", China Economic Issues, November 2007

# Spezial Report Gold

die Tatsache, dass solche Zyklen meist ca. 90 bis 100 Jahre anhalten dürften, was ebenso für eine baldige Ablöse des US-Dollars spricht.

## Weltreservewährungen seit 1450



Quelle: JP Morgan - Eye on the Market, Hong Kong Monetary Authority, Erste Group Research

## 12. China auf dem Weg zur Weltleitwährung?

### Gold nun mit „Beijing Put“

**Die offene Kritik an der US-Politik wird tagtäglich lauter.** So bemerkte ein ehem. Zentralbank-Berater, dass US-Staatsanleihen mittel- bis langfristig „nicht sicher“ seien<sup>78</sup>. Um sich weiter zu diversifizieren kauft China nun auch vermehrt Bonds aus dem europäischen Stabilisierungsfonds EFSF. China wird zudem einen neuen Investmentfonds lancieren, der einen Teil der knapp USD 3 Billionen an Wahrungreserven in Energie und Edelmetalle investieren soll. PBOC-Berater Xia<sup>79</sup> empfiehlt lediglich 1 Billion an Wahrungreserven zu halten, der Rest solle für strategische Investments eingesetzt werden<sup>80</sup>. Zudem rät er zu einer schrittweisen Erhöhung der Goldreserven und einer „buy the dip“ Strategie über einen längeren Zeitraum. Weiters empfahl er der PBoC Silber in die offiziellen Reserven aufzunehmen<sup>81</sup> und der US-Regierung einen Teil der Goldreserven abzubauen. Ein Vertreter der chinesischen Handelskammer meinte indes<sup>82</sup>, China solle die Goldreserven auf bis zu 8.000 Tonnen anheben. **Wir gehen deshalb davon aus, dass China sukzessive Gold akkumuliert und über weitaus höhere Reserven als die offiziell ausgewiesenen 1.054 Tonnen verfügt.**

### Chinesischer Goldsektor wird sukzessive liberalisiert

Zudem soll der Goldmarkt weiterhin liberalisiert werden. Die Hong Kong Mercantile Exchange möchte sich langsam als Alternative zur Comex etablieren. Ab 18. Mai bietet man einen 1-Kilo-Future an, bei dem die physische Lieferung in Hongkong stattfindet. Derzeit wird nur 5 Banken erlaubt, Gold zu importieren und exportieren. Dies soll nun geändert werden, weiters ermöglicht man zahlreichen weiteren Banken den Zugang zur Shanghai Gold Exchange. **Dies könnte Millionen chinesischer Bankkunden einen leichteren Zugang zu Goldprodukten ermöglichen.**

### Bedeutung der chinesischen Mittelschicht für den Goldmarkt wird unterschätzt

Im neuen chinesischen Fünfjahresplan wird ein Anstieg des Konsumanteils am BIP von aktuell 40% auf 55% anvisiert. Der Übergang von einer Exportindustrie in Richtung Binnen-Wachstum wird weitreichende Implikationen auf die Weltwirtschaft mit sich ziehen. Dies sollte den Goldkonsum weiter stimulieren. Zwar ist die Goldaffinität in China groß, trotzdem beläuft sich der jährliche Konsum auf lediglich 0,4 Gramm pro Kopf. Bei einer Sparquote von knapp 35%, hoher Inflation und steigendem Wohlstand wird der Goldkonsum zwangsläufig mitsteigen. **Die wachsende Bedeutung der chinesischen Mittelschicht auf die Goldnachfrage wird unserer Meinung nach weitgehend unterschätzt.**

### China überholt USA in 2016

Dass die USA ihre zentrale Stellung langsam an China abgeben müssen, bestätigte zuletzt auch der IWF<sup>83</sup>. Man gehe davon aus, dass die Größe von China's Wirtschaft die der USA im Jahr 2016 gemessen in Kaufkraftparitäten überholen wird. Der IWF rechnet mit einem Wachstum von 11,2 Billionen in 2011 auf 19 Billionen in 2016, während die USA von 15,2 Billionen auf 18,8 Billionen wachsen sollen. Vor 10 Jahren lag die amerikanische Kaufkraftparität noch 3x höhere als die chinesische.

## Yuan als Leitwährung?

Dass China à la longue die Konvertibilität des Yuan erreichen will, wird immer klarer. Dies wäre ein großer Schritt in Richtung neuer Weltleitwährung. China bereitet sich mit Hochdruck auf die „Post-Dollar“ Ära vor. Innerhalb von wenigen Jahren solle der Yuan dem US-Dollar den Rang ablaufen. Yi Gang, der Co-Chef der PBoC sprach zuletzt von einer Liberalisierung des Yuan innerhalb der nächsten 5 Jahre. Auch Li Xiaojing, der Geschäftsführer der Bank of China in New York, sprach bereits von den Vorbereitungsarbeiten für den Tag, an dem die chinesische Währung voll konvertierbar wird. Er sieht dies als eine der obersten Prioritäten<sup>84</sup>.

<sup>78</sup> „Treasuries Lack safety, Liquidity fo China, Yu Yongding says“, Bloomberg, August 2010

<sup>79</sup> „China should buy more Gold, Silver for Reserves“, Bloomberg, Jänner 2011

<sup>80</sup> „China may add fuel to commodity rally“, [www.creditwritedowns.com](http://www.creditwritedowns.com)

<sup>81</sup> Zerohedge.com – „China Central Bank Advisor urges increase in official Gold and Silver reserves“ Jänner 2011

<sup>82</sup> Reuters, „China should significantly boost gold in reserves“, Oktober 2010

<sup>83</sup> „IMF bombshell: Age of America nears end“, Marketwatch.com

<sup>84</sup> Wall Street Journal, „Experts' View on a Free-Floating Yuan: Slowly but Surely“, Jänner 2011

# Spezial Report Gold

Die Pläne sind mehr als ambitioniert, jedoch hat China in der Vergangenheit oft bewiesen, dass es möglich ist, die hochgesteckten Ziele zu erreichen, wenn der notwendige politische Wille vorhanden ist.

Derzeit finden lediglich 0,4% aller Devisengeschäfte in chinesischer Währung statt, im US-Dollar waren es zuletzt 43%, im Euro knapp 20% und im japanischen Yen 10%. **Der Yuan ist angesichts der mittlerweile zentralen Bedeutung China's für die Weltwirtschaft somit klar unterrepräsentiert.**

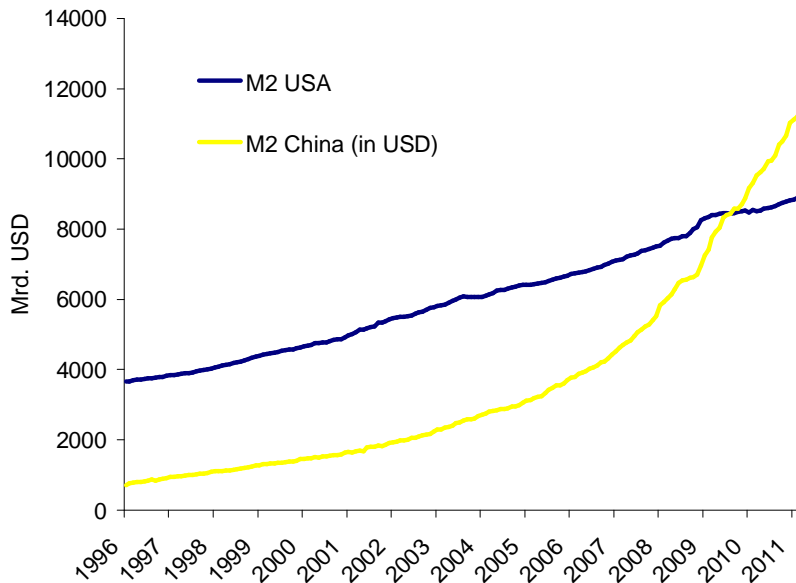
**China bereitet sich auf Post-Dollar Ära vor**

**Aktuell werden zahlreiche kleinere Abkommen besiegelt, die die große Langfriststrategie offenbaren.** Wir gehen davon aus, dass man so sukzessive die Nachfrage ankurbeln möchte, ohne eine sofortige Konvertibilität zu erreichen. Im Rahmen des neuen Fünfjahresplanes möchte man bis 2016 knapp 50% des Außenhandels in Yuan abwickeln. So soll im bilateralen Handel mit rohstoffreichen Ländern Afrikas oder Lateinamerikas der Yuan als Fakturierungswährung eingesetzt werden. Der Iran solle beispielsweise die Öllieferungen in Yuan abwickeln. Die PBoC hat zudem knapp 70.000 Unternehmen erlaubt, ihre Auslandsgeschäfte im Umfang von knapp USD 70 Mrd. in Yuan zu fakturieren.

**China mittlerweile mit größerer M2-Geldmenge als USA**

**China inflationiert die Geldmenge derzeit stärker als die meisten anderen Nationen.** So stieg M2 im 1. Quartal um mehr als 17% gegenüber dem Vorjahreszeitraum. Im Durchschnitt der letzten Dekade stieg M2 um 18,8% (während das BIP um 10,9% wuchs). China weist aktuell das höchste M2/BIP-Verhältnis der Welt auf. Im Jahr 1996 stand die M2 Geldmenge noch bei USD 700 Milliarden, heute sind es mehr als 11 Billionen USD. Geht man davon aus, dass die Geldmenge um weitere 15% pro Jahr steigen wird, so läge der Zuwachs bei 1,7 Billionen USD. Wollte man lediglich 10% des Geldmengenwachstums (also 170 Mrd.) mit Gold decken, so wären dies knapp 3.600 Tonnen Gold zu aktuellen Preisen.

**M2-Geldmenge USA vs. M2 China (in USD)**



Quelle: Datastream, Erste Group Research

**Will China 1,5% Goldanteil beibehalten, so müsste es 200 Tonnen p.a. zukaufen**

**Würde China die aktuelle M1 Geldmenge zu 40% mit Gold decken, so müsste man mehr als 35.000 Tonnen Gold zukaufen.** Würden die USA ihre Goldreserven auf USD 6.000 je Unze aufwerten, so würde dies problemlos 40% von M1 abdecken. China müsste selbst bei USD 6.000 je Unze noch 9.000 Tonnen zukaufen um die eigenen Geldmenge mit 40% zu decken<sup>85</sup>. Der Konsens rechnet damit, dass China innerhalb der nächsten Jahre mindestens USD 2,6 Billionen an neuen Währungsreserven anhäufen wird. **Wollte man 1,5% Goldanteil an den Gesamtreserven beibehalten, so müsste man mindestens 200 Tonnen jährlich zukaufen.**

<sup>85</sup> Dundee Gold Monitor, Dr. Martin Murenbeeld, 22. April 2011



# Spezial Report Gold

*„Jeder, der glaubt, exponentielles Wachstum kann unendlich lange andauern in einer endlichen Welt, ist entweder ein Verrückter oder ein Ökonom“*

Kenneth Ewart Boulding

**Wir zeigen uns jedoch weiterhin kritisch gegenüber dem grenzenlosen China-Optimismus, der aktuell Konsens zu sein scheint.** Die chinesische Wirtschaft ist in den letzten beiden Dekaden um knapp 10% p.a. gewachsen. Für die nächsten 20 Jahre erwartet der Konsens lt. Bloomberg ein reales Wachstum in Höhe von 7,7% p.a., was unserer Meinung nach deutlich zu optimistisch ist. Die Extrapolation historischer Wachstumsraten ist gefährlich, wie ein Blick in die Geschichtsbücher beweist. **Teilweise erinnert uns der grenzenlose Optimismus an Japan Ende der 80er Jahre.**

## Chinesische Politik steht vor Dilemma

Die politische Führung China's steht vor einem Dilemma. Einerseits müssen jährlich knapp 25 Mio. neuer Jobs geschaffen werden, andererseits feuern die negativen Realzinsen zahlreiche Assetbubbles an. **Wir rechnen zwar nicht mit einem Kollaps der chinesischen Wirtschaft, jedoch scheint eine ausgeprägte Marktbereinigung überfällig.** Für eine Wirtschaft, die über Jahre hinweg zweistellig expandiert, fühlt sich ein BIP-Wachstum von lediglich 5% wie eine schwere Rezession an. Je früher China die nötige Zäsur zulässt, desto weniger schmerzhaft wird sie werden.

## Abschwung in China als klarer Negativfaktor für Goldpreis

**Die Geschichte hat oft gezeigt, dass die Planung eines „soft landings“ meist in einem abrupten Absturz endet.** Folgt man den Lehren Ludwig von Mises', so wäre eine „laissez-faire“ Politik wohl die einzig richtige Antwort. Die massiven Eingriffe in den Markt verzögern die Marktbereinigung in China und werden die darauffolgende Bereinigung nur verschärfen. **Ein solcher zu erwartender Einbruch stellt unser Meinung nach einen der größten Negativfaktoren für den Goldpreis dar.**

# Spezial Report Gold

## 13. Wieso Gold (weiterhin) keine Bubble ist<sup>86</sup>

**Preisniveau weiterhin homöopathisch – keine Gold-Bubble in Sicht**

Wir haben uns in den letzten Reports bereits eingehend mit der vermeintlichen „Gold-Bubble“ beschäftigt und sind zu dem Schluss gekommen, dass der Goldpreis nach wie vor in homöopathischen Regionen notiert. Die Unterscheidung zwischen einem Bullenmarkt und einer Bubble fällt vielen Marktteilnehmern und Kommentatoren sichtlich schwer. Ein Blick in die Vergangenheit bestätigt, dass Gold definitiv keine Bubble ist. Lag die Geldmenge am Höhepunkt des letzten großen Goldbullensmarktes 1980 noch bei USD 200 Mrd., so beträgt die Notenbankgeldmenge<sup>87</sup> aktuell mehr als USD 2.600 Milliarden. Dies entspricht einer Steigerung um den Faktor 13. Würde Gold insofern auf das gleiche Verhältnis zur Notenbankgeldmenge wie 1980 steigen, so müsste es bei USD 11.050 (850x13) notieren.

### Gold / Public Debt- Ratio USA



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Erste Group Research

**Ein Blick ins Time Magazine von Jänner 1980...**

**Auch ein Blick in die Medienlandschaft des letzten Bullenmarktes spricht klar gegen den Bubble-Mythos.** So schrieb das Time Magazine im Jänner 1980 von einer regelrechten Kaufpanik bei physischem Gold<sup>88</sup>. Die Angebotsseite sei völlig ausgetrocknet, während die Nachfrage stetig steigt. Tausende Menschen warteten in Europa und den USA stundenlang vor Münzgeschäften, nachdem Gold und Silber regelmäßig Schlagzeilen in den größten Tageszeitungen machten. Auch der Spiegel schrieb zum Höhepunkt des Bullenmarktes 1980<sup>89</sup> es sei keine Hausse mehr, sondern vielmehr eine Hysterie, Panik, ein Rausch. Zeitungen wie Le Monde Diplomatique sprachen vom „Goldfieber und der Krankheit des Kapitalismus“ während die FT „einen Mythos, der wieder zum Leben erweckt wird“ sieht. Der Goldrausch profitiere von einer apokalyptischen Angst vor den Krisen im Iran, Afghanistan sowie der galoppierenden Inflation.

**Vergleicht man dies mit der aktuellen Medienberichterstattung, so erkennt man klare Unterschiede.** Obwohl Gold zahlreiche neue Allzeithochs markierte, war die Coverage seitens der Medien überwiegend negativ. Der nachfolgende Themenindex Gold bildet eine Mediendatenbank ab und bezieht sich auf deutsch- und englischsprachige Quellen. Sie sind somit ein repräsentatives Abbild der Medienberichterstattung. Der Index lässt erkennen, dass

<sup>86</sup> Vgl. auch Spezialreport Gold 2010, S. 21-26

<sup>87</sup> Monetary Base, also Bargeldumlauf plus Einlagen der Banken bei der Federal Reserve

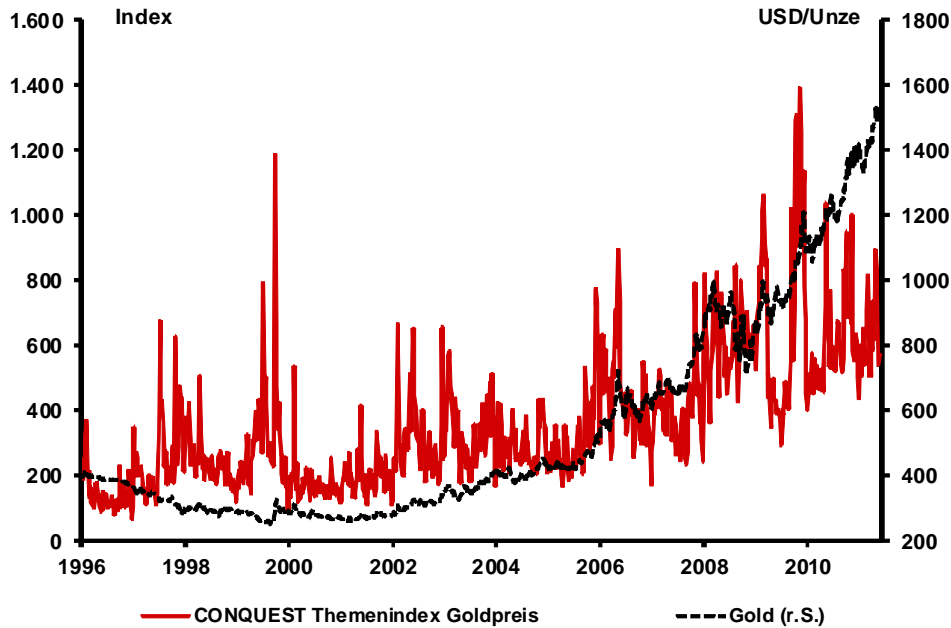
<sup>88</sup> „Stampede for Precious Metal“, Time Magazine, 28. Jänner 1980

<sup>89</sup> „Gold: Hysterie, Panik, ein Rausch“, Der Spiegel, 21. Jänner 1980

# Spezial Report Gold

die Goldberichterstattung zwar ansteigt, jedoch noch keine Extremwerte erreicht wurden und keine überbordende Euphorie seitens der Medien zu erkennen ist.

## Themenindex Goldpreis

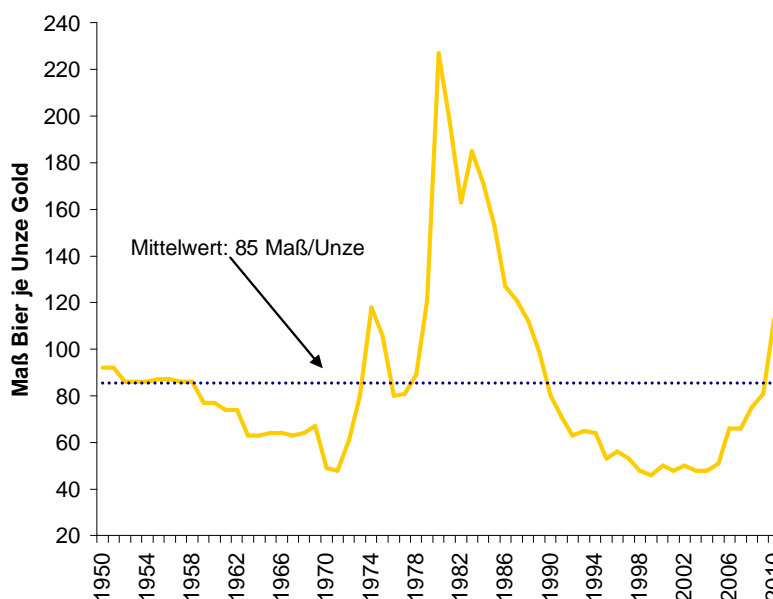


Quelle: CONQUEST Investment Advisory AG

### Gute Aussichten für biertrinkende Gold Bugs

**Besonders Vergleiche aus dem täglichen Leben zeigen, dass Gold derzeit alles andere als übertrieben teuer bewertet ist.** Kostete eine Maß Bier am Münchner Oktoberfest im Jahre 1950 noch umgerechnet EUR 0,82, so lag der Preis 2010 bereits bei EUR 8,60. Der Preisanstieg innerhalb der letzten 10 Jahre lag bei 42%. Die jährliche Bierpreis-Teuerung seit 1950 beläuft sich auf knapp 4%. Setzt man den Bierpreis in Relation zum Goldpreis, so erhielt man 2010 113 Maß Bier je Unze Gold. Historisch gesehen liegt der Median bei 85 Maß, die „Bierkraufkraft“ des Goldes ist derzeit somit vergleichsweise hoch. Der Höchststand lag jedoch im Jahre 1980 bei 227 Maß je Unze Gold. Wir halten es für gut möglich, dass diese Werte wieder erreicht werden. **Goldbesitzende Bierfreunde sollten somit glänzende Aussichten vorfinden.**

## Gold/Wiesnbier-Ratio



Quelle: [www.HaaseEwert.de](http://www.HaaseEwert.de), Historisches Archiv Spaten-Löwenbräu, London BMA, Erste Group

# Spezial Report Gold

## In aller Munde, jedoch nicht in aller Depots

Die weltweiten Aktienmärkte werden gemäß Bloomberg<sup>90</sup> mit aktuell 56 Billionen USD bewertet, während der Fixed Income Bereich gemäß BIS 91,2 Billionen USD umfasst. Gehen wir davon aus, dass lediglich 20% des Goldbestandes investierbar ist (also in Form von Barren, ETF's bzw. Münzen), so würde dies einem Wert von 1,4 Billionen (bei USD 1500 je Unze) bzw. einer Allokation von knapp 1% entsprechen. Im Vergleich zu Anleihen ist der Goldbestand gering. Insgesamt beläuft sich das Anleihevolumen pro Erdenbürger auf knapp 14.000 Dollar, während der Goldbestand/Kopf knapp 1.180 Dollar beträgt.

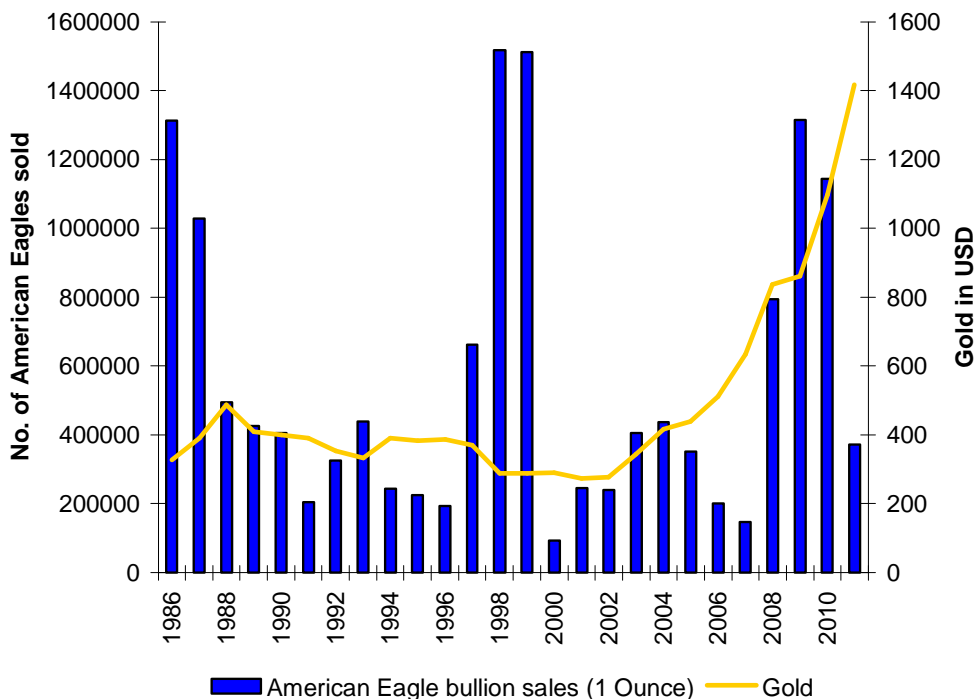
## Deutsche halten im Schnitt 2,8% ihres Gesamtvermögens in Gold

In einer lesenswerten Studie<sup>91</sup> analysiert die Steinbeis-Hochschule in Berlin den Goldbesitz der Privaten in Deutschland. Auch hier lässt sich erkennen, dass die breite Masse kaum in Gold investiert ist. Lt. Studie verfügt jeder Deutsche über 52 Gramm Goldschmuck, 58 Gramm Goldmünzen- und Barren sowie 20 Gramm im übertragenen Sinn in Goldfonds, ETF's Minenaktien etc. Insgesamt hat jeder Deutsche also knapp 130 Gramm bzw. 2,8% seines Gesamtvermögens in Gold allokiert. Lt. Studie besitzen die deutschen Bürger somit ca. 7.500 Tonnen Gold. Würde man die Quote um 1 Prozentpunkt erhöhen, so würde dies 3.300 Tonnen bzw. deutlich mehr als der weltweiten Jahresproduktion entsprechen<sup>92</sup>. Bei Silber liegt der Privatbesitz bei knapp 153 Gramm Anlagesilber, 127 Gramm Schmuck sowie 144 Gramm Tafelsilber<sup>93</sup>.

## Münzverkäufe in USA weit von Kaufpanik entfernt

Auch anhand der Verkäufe der US Mint erkennt man, dass die Verkaufsniveaus von Euphorie weit entfernt sind. So wurden im Vorjahr weniger 1 Unzen American Eagle Münzen verkauft als beispielsweise 1999, als sich die US-Bevölkerung im Zuge der Y2K-Panik mit Goldmünzen eindeckte.

### American Eagle Verkäufe seit 1986



Quelle: US Mint, Erste Group Research

Anhand der Kapitalmaßnahmen im Bereich der Goldaktien erkennt man ebenfalls, wie weit Gold noch von einer Mania-Phase entfernt ist. Lt. Sprout Asset Management<sup>94</sup> wurde im Goldsegment in den letzten 11 Jahren USD 80 Mrd. Eigenkapital am Kapitalmarkt

<sup>90</sup> WCAP-Funktion per 2. Mai 2011

<sup>91</sup> „Goldbesitz der Privatpersonen in Deutschland“, Research Center for Financial Services, November 2010

<sup>92</sup> Vgl. „Deutsche sind Europas Goldhamster“, Handelsblatt, 6. November 2011,

<sup>93</sup> Vgl. „Silberbesitz der Privatpersonen in Deutschland“, Research Center for Financial Services, März 2011

<sup>94</sup> „Debunking the Gold Bubble Myth“, Sprout Asset Management, Februar 2011

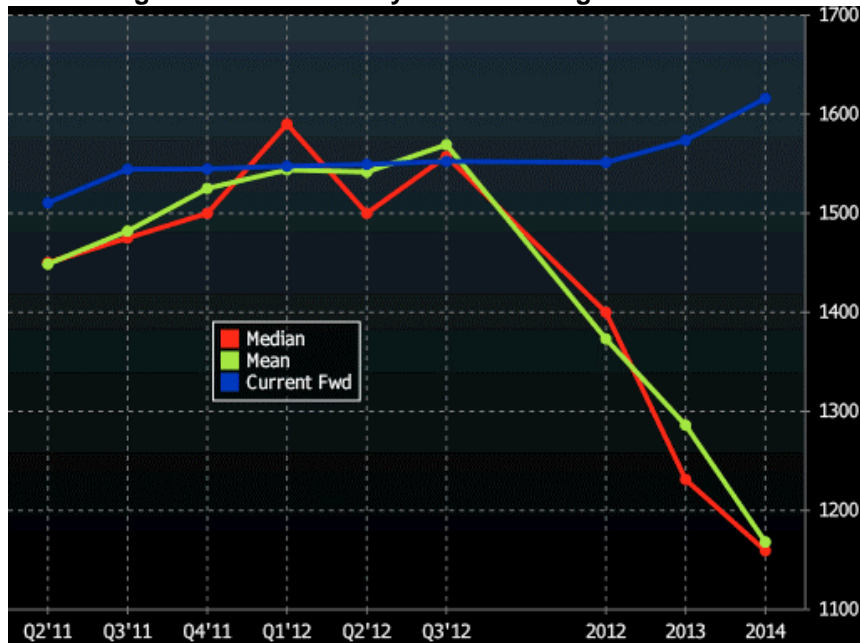
# Spezial Report Gold

aufgenommen. Vergleicht man den Betrag mit der Nasdaq zur Jahrtausendwende, so wurde der gleiche Betrag im Jahr 2000 innerhalb von lediglich 3 Monaten eingesammelt.

**Goldanalysten weiterhin bearish – verlässlicher Kontraindikator**

Auch seitens der Analysten sind die Markterwartungen alles andere als euphorisch. Normalerweise müsste der Konsens am Ende eines Trends deutlich höhere Kursziele haben, bei Gold ist jedoch kein solcher irrationaler Überschwang zu erkennen. Bei einer Umfrage seitens Reuters wurde eine Median-Erwartung von USD 1.450 für 2011 ermittelt. Die LBMA-Umfrage zu Jahresbeginn zeigte eine Durchschnittserwartung von 1.457 für 2011. Das höchste Kursziel lag bei 1.632, das niedrigste bei 1.268. Einer Umfrage von Barclays zufolge<sup>95</sup> erwartet keiner von 100 Institutionellen Investoren, dass Gold der „Top-Performer“ 2011 sein wird. Hingegen erhielt Gold – nach Erdgas – die höchste Anzahl der Votings als „Worst-Performer“ 2011. Auch seitens der 22 von Bloomberg gecoverten Goldanalysten lässt sich wenig Euphorie erkennen, wie nachfolgender Screenshot beweist. Der Konsens geht ab 2012 von stark fallenden Goldnotierungen aus. **Die Kursziele liegen im Median bei USD 1.450 (2011), USD 1.400 (2012), USD 1.231 (2013) und USD 1.159 (2014). Die von uns formulierten USD 2.300 stellen das mit Abstand höchste Langfrist-Kursziel dar, wir fühlen uns mit dem Contrarian-Call weiterhin wohl.**

**Bloomberg Screenshot – Analystenschätzungen Gold**



Quelle: Bloomberg, 3. Juni 2010

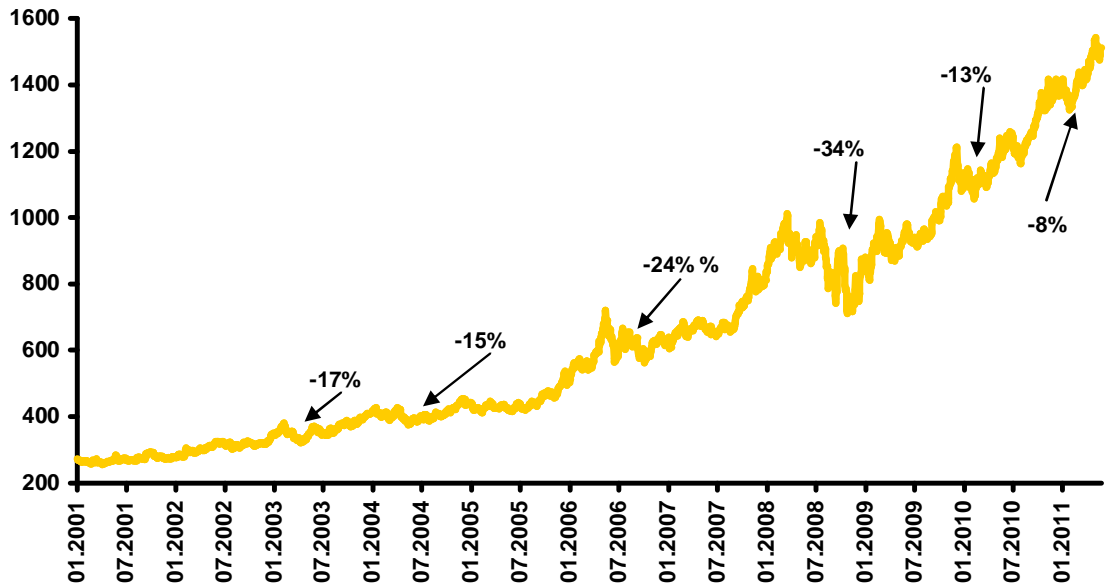
**Goldpreis am Weg in die finale Blow-off Phase?**

**Am Ende jeder Trendphase steht eine parabolische Beschleunigung, eine Euphoriephase die auch als „blow-off-top“ bezeichnet wird.** Wir gehen davon aus, dass im Zuge dessen unser Kursziel von USD 2.300 erreicht wird. In der aktuellen Phase scheint „buying the dips“ das Motto zu sein. Besonders in Indien und China wird deutlich antizyklischer gekauft als im Westen. Im Zuge des Bullenmarktes dauern Konsolidierungen immer kürzer und korrigieren weniger % des Trends. Seit Anfang 2009 sehen wir genau diese Entwicklung. Sobald kaum größere Korrekturen stattfinden, wechselt der Markt vermutlich in die finale Beschleunigungsphase.

<sup>95</sup> “Survey says lower confidence in more gold gains”, FT.com, März 2011

# Spezial Report Gold

Korrekturen seit 2001

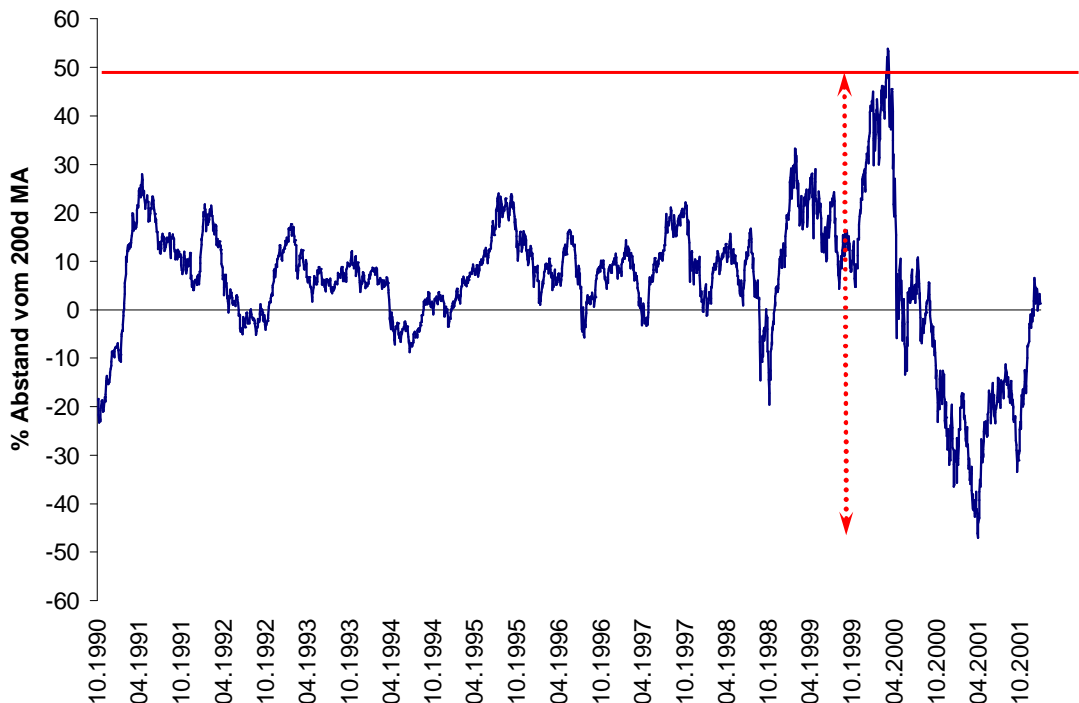


Quelle: Datastream, Erste Group Research

**Nasdaq-Index lag am Ende der Hausse 50% über Moving Average**

Normalerweise handelt ein Kurs in der Phase der finalen Trendbeschleunigung weit über dem gleitenden Durchschnitt. Anhand des nachfolgenden Charts erkennt man, dass der Nasdaq Composite im Frühling 2000 mehr als 50% über dem 200-Tage-Moving Average lag. Ein Jahr später handelte er fast 50% unter der 200 Tage-Linie. Diese enorme Volatilität ist typisch für die letzte Phase eines Trends.

Nasdaq Composite: % Abstand vom 200d Moving Average



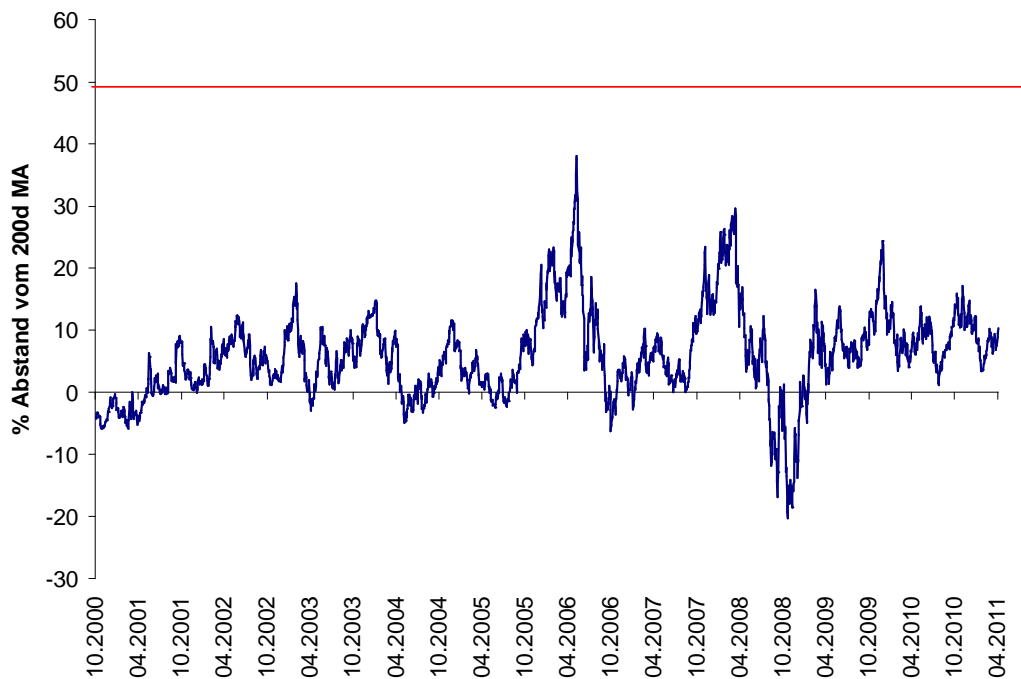
Quelle: Datastream, Erste Group Research

**Goldpreis lediglich 10% über Moving Average**

Vergleichen wir hingegen die Abstände des Goldpreises von der 200-Tage-Linie, so erkennt man einen steten Bullenmarkt, der allerdings noch keine größeren Ausschläge nach oben zeigt. Aktuell notiert der Goldpreis knapp 10% über dem MA, somit ist nicht einmal annähernd Kaufpanik zu erkennen.

# Spezial Report Gold

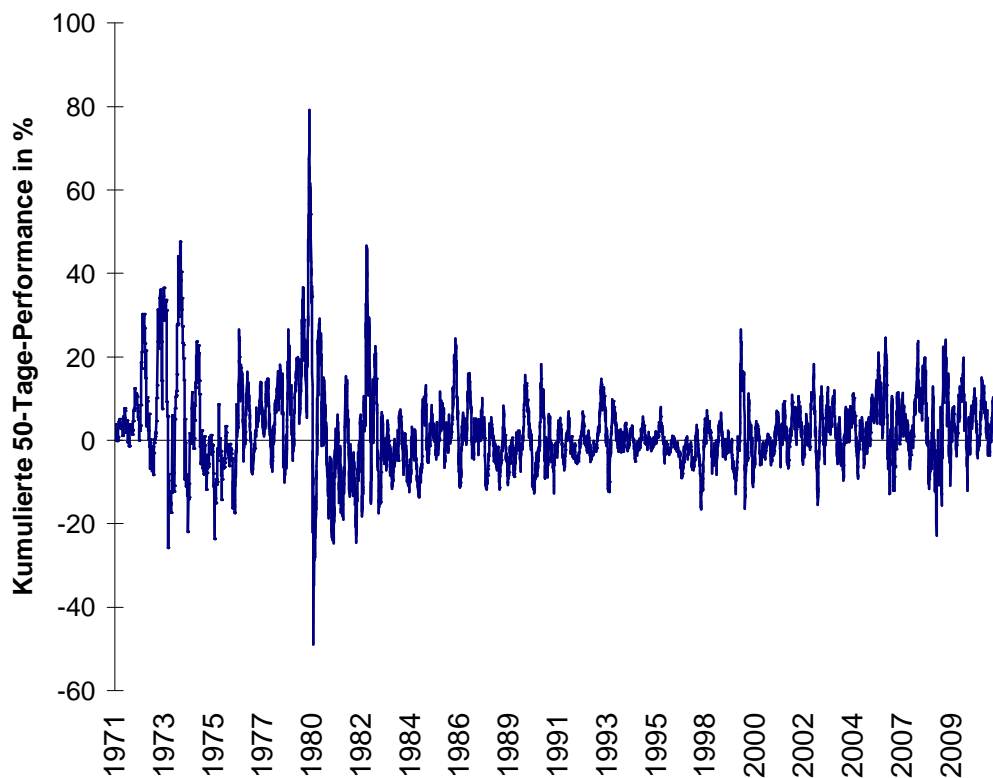
**Gold: % Abstand vom 200d Moving Average**



Quelle: Datastream, Erste Group Research

Sieht man sich die 50tägige kumulierte Performance an, so erkennt man ebenso, dass wir bei Gold von Euphorielevels weit entfernt sind. Lagen die Höchststände 1974 bei 47% Kursplus innerhalb von 50 Tagen bzw. 1980 bei 80% innerhalb von 50 Tagen, so liegt die kumulierte Performance aktuell bei lediglich 7%.

**Kumulierte 50-Tage-Performance in %**



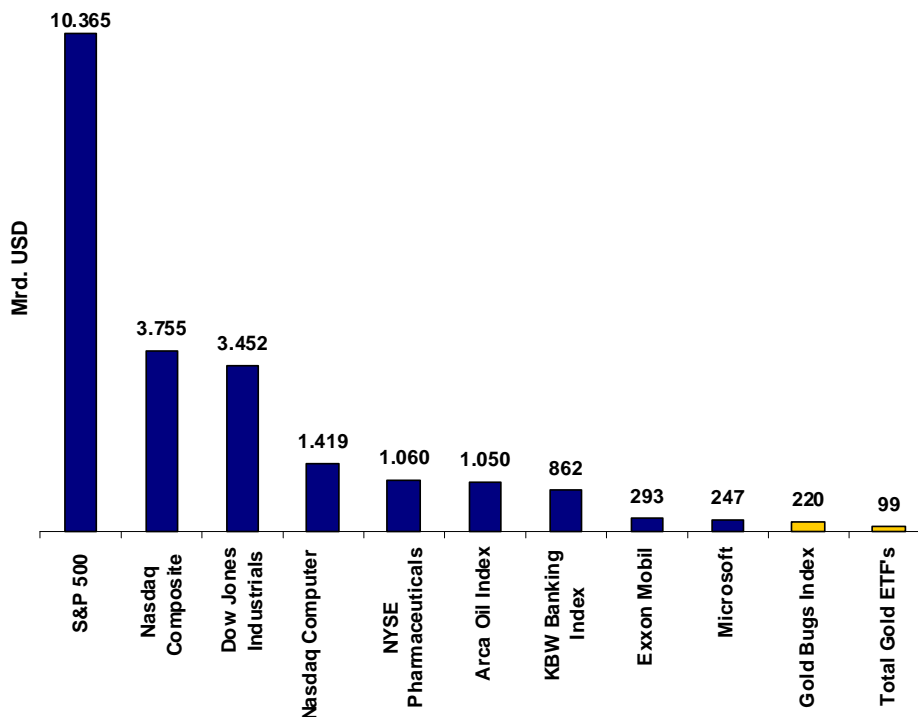
Quelle: Datastream, Erste Group Research

# Spezial Report Gold

**Gold- und Silberaktien lediglich 2% der gesamten S&P-Kapitalisierung**

Ein Blick auf die Marktkapitalisierungen am Aktienmarkt zeigt ein ähnliches Bild. Derzeit ist der gesamte Gold Bugs Index mit knapp USD 220 Mrd. bewertet. Im Index sind die 16 größten ungehedgten Gold- und Silberproduzenten inkludiert. Er ist somit für die Industrie sicherlich repräsentativ. Verglichen mit dem S&P 500 ist die Marktkapitalisierung der wichtigsten Gold und Silberproduzenten winzig, sie beläuft sich auf 2% der gesamten Marktkapitalisierung. Vergleicht man alle globalen Gold ETF's, ergibt sich ein ähnliches Bild. Sie sind derzeit <sup>96</sup> mit USD 99 Mrd. bewertet.

## Vergleich Marktkapitalisierungen



Quelle: Bloomberg (Stand per 20. Juni 2011), Erste Group Research

<sup>96</sup> Stand per 20. Juni 2011



# Spezial Report Gold

## 14. Exkurs: Die Entstehung von Geld aus dem Blickwinkel der Österreichischen Schule der Nationalökonomie

### Subjektivismus erklärt menschliches Handeln

Carl Menger, der Begründer der Österreichischen Schule der Nationalökonomie, war bestrebt zufriedenstellende Erklärungen für beobachtbare Phänomene des menschlichen Handelns zu finden. Menger hat die subjektive Perspektive (Subjektivismus) des handelnden Menschen eingenommen, um damit die Wirtschaft in ihrer Gesamtheit vom Menschen ausgehend zu konstruieren. Für Carl Menger ist das *Menschliche Handeln* die Quelle der Erkenntnis. **Friedrich Hayek ist der Meinung, dass wahrscheinlich jede bedeutende Erkenntnis der Wirtschaftstheorie ein weiterer Schritt der konsequenten Anwendung des Subjektivismus gewesen ist<sup>97</sup>.**

### Gold hat sich im Laufe der Jahrtausende als markt-gängigstes Gut heraus-kristallisiert

**Der Anwendung des Subjektivismus verdanken die Österreicher die Erkenntnis, dass Geld ein Gut ist.** Dies ist für Investoren die vielleicht wichtigste Erkenntnis der Österreichischen Schule. Wir haben im letzten Goldreport bereits ausführlich beschrieben, wie schrittweise aus dem markt-gängigsten Gut (zur Abbildung indirekter Tauschakte) Geld wird. Ludwig von Mises weist darauf hin, dass sich im Verlauf der Jahrtausende Gold als das am besten geeignete Gut zur Abbildung der indirekten Tauschakte herauskristallisiert hat. Dieser Umstand erklärt auch, weshalb Zentralbanken weltweit nach wie vor Goldbestände halten und nicht Kupfer oder Nickel horten. Gold ist deshalb kein Rohstoff wie jeder andere. Investoren die mit diesem Wissen ausgestattet sind, verstehen auch, weshalb Gold trotz aller gegenteiliger Versuche, auf freien Märkten zwangsläufig an Bedeutung gewinnt.

### **Preis drückt Tauschverhältnisse zwischen Gütern aus**

### Bewohner von „Utopia“ zahlen mit Gold

**Wenn freie Marktkräfte wirken und wirtschaftende Subjekte freies Geld verwenden dürfen, dann senden Preise ein unverfälschtes Signal an die Märkte.** Wenn das Geld selbst ein Gut ist, dann drückt in einer natürlichen Marktordnung der Preis stets ein Tauschverhältnis zwischen Gütern aus. Nehmen wir als Beispiel ein kleines autarkes Dorf mit Namen ‚Utopia‘. Die Bewohner des Dorfes haben sich im Lauf der Jahrhunderte auf Gold als markt-gängigstes Gut zur Abbildung der indirekten Tauschakte geeinigt. Gold ist also das Geld der Dorfbewohner. Die folgende Tabelle zeigt, dass im Jahr 1 beispielsweise 1 Unze Gold in 1kg Getreide oder 2 kg Kartoffel getauscht werden kann. Auf direktem Weg könnte auch 1kg Getreide in 2 kg Kartoffel getauscht werden. Des Weiteren bedarf es 100 Unzen Gold um ein Rind zu erwerben.

#### Tauschtablelle Jahr 1

1 kg Getreide	1 Unze Gold
2 kg Kartoffel	1 Unze Gold
1 Rind	100 Unzen Gold
1 Rind	100 kg Getreide
1 Rind	200 kg Kartoffel

Nehmen wir an, dass es den Bewohnern des Dorfes Utopia dank Umsetzung der Fruchtfolge gelingt, innerhalb von 4 Jahren den jährlichen landwirtschaftlichen Ertrag bei gleich bleibendem Zeit- und Energieaufwand zu verdoppeln. Dies würde bei einem weiterhin konstanten Goldbestand (die Bewohner haben Gold gewählt, da es sich nicht beliebig vermehren lässt) zu einem Sinken der Tauschverhältnisse von Getreide oder Kartoffeln relativ zu Gold führen. Die folgende Tabelle zeigt wie sich die Tauschverhältnisse entwickeln würden.

#### Tauschtablelle Jahr 5

1 kg Getreide	1/2 Unze Gold
2 kg Kartoffel	1/2 Unze Gold
1 Rind	100 Unzen Gold
1 Rind	200 kg Getreide
1 Rind	400 kg Kartoffel

<sup>97</sup> Huerta de Soto, Jesús: Die Österreichische Schule der Nationalökonomie – Markt und unternehmerische Kreativität. 12. Auflage. Wien. S. 53

# Spezial Report Gold

**Gesteigerte Produktivität führt zu sinkenden Preisen in Utopia**

Diese Entwicklung würde den Bewohnern von Utopia signalisieren, dass Nahrungsmittel reichhaltig vorhanden sind und damit nun großzügiger umgegangen werden kann; bzw. Ressourcen die bislang in der Landwirtschaft gebunden sind anderweitig eingesetzt werden können. Das relativ gesunkene Tauschverhältnis von Nahrungsmitteln würde die Profitabilität von Tätigkeitsfeldern, die Nahrungsmittel als direkten wesentlichen Kostenfaktor haben, erhöhen. So zB. die Viehzucht. Es ist daher davon auszugehen, dass Viehzüchter ihren Viehbestand ausweiten werden. Auf der anderen Seite würde das relativ gesunkene Tauschverhältnis von Nahrungsmitteln dazu führen, dass die Bewohner weniger Zeit und Energie in die Landwirtschaft stecken. Dadurch würde aber auch in den Folgejahren schrittweise das Nahrungsmittelangebot etwas absinken.

Die gestiegene Nachfrage nach Nahrungsmitteln auf der einen Seite (beispielsweise aus der Viehzucht) und das etwas reduzierte Angebot auf der anderen Seite, würden das Tauschverhältnis von Nahrungsmitteln wieder leicht ansteigen lassen. Dafür würde das Tauschverhältnis von Vieh relativ zu anderen Gütern durch den erhöhten Viehbestand wahrscheinlich sinken. Nach weiteren 5 Jahren haben sich die Tauschverhältnisse im Dorf Utopia vielleicht wie folgt eingependelt:

## **Tauschtablelle Jahr 10**

1 kg Getreide	3/4 Unze Gold
2 kg Kartoffel	3/4 Unze Gold
1 Rind	75 Unzen Gold
1 Rind	100 kg Getreide
1 Rind	200 kg Kartoffel

## **Natürliche Geldordnung gibt unverfälschte Rückschlüsse**

Dank der Signalwirkung der Preise ist es den Dorfbewohnern von Utopia jederzeit möglich, unverfälschte Rückschlüsse auf die Realgüterausstattung ihres Dorfes zu ziehen. Dadurch ist gewährleistet, dass der Konsum von Ressourcen (in unserem Fall Nahrungsmittel) erst dann ansteigt, wenn sich auf der Angebotsseite etwas zum Positiven geändert hat. Natürlich können auch geänderte Konsumpräferenzen zur Verschiebung von Tauschverhältnissen führen. Eine Verschiebung der Tauschverhältnisse würde jedoch nicht dazu führen, dass das Tauschverhältnis von Gold relativ zu allen Gütern steigt.

Der Vorteil einer natürlichen Geldordnung von Utopia liegt auch darin, dass jene Dorfbewohner die Gold zur Seite gelegt haben, einen höheren Güteranspruch besitzen; **Dies ist letztlich der wesentliche Grund weshalb Menschen auf Konsum heute verzichten: ein erwarteter höherer Güteranspruch in der Zukunft.** Im Jahr 1 hätte ein Dorfbewohner 150 Unzen Gold beispielsweise gegen 1 Rind und 50 kg Getreide tauschen können. 10 Jahre später ist der Tauschwert von 150 Unzen Gold auf 2 Rinder oder 1 Rind und zusätzlich 100 kg Getreide gestiegen.

## **Brot für Heute und Hunger für Morgen**

**Keynes führt den „Fantastico“ in Utopia ein**

**Nehmen wir an John Maynard Keynes kommt (nachdem er kurz zuvor aus einem anderen Dorf davongejagt wurde) nach Utopia.** Er verspricht den Dorfbewohnern ein höheres Wirtschaftswachstum (die Dorfbewohner können damit wenig anfangen, es hört sich aber gut an) wenn Sie dem barbarischen Relikt Gold abschwören und all ihre Unzen Gold im Verhältnis 1:1 in die von Ihm persönlich ausgegebene Währung, den „Fantastico“, umtauschen. **Keynes fungiert als „Hüter des Fantastico“.**

Nehmen wir an, dass die Dorfbewohner 1 Million Unzen Gold im Umlauf haben und sie im Zuge dieser Aktion in Fantásticos umgetauscht werden. Um den Dorfbewohnern den Segen des Fantásticos zu demonstrieren, startet Keynes sogleich eine großzügige Pferdezucht und lässt sich ein, eines Lord würdiges Herrenhaus, errichten. Um dieses Vorhaben umzusetzen wirbt Keynes am Markt Knechte an und bezahlt diese großzügig mit Fantásticos. In seinem ersten Jahr erschafft Keynes 100.000 zusätzliche Fantásticos um seine Ausgaben für Löhne und Baumaterial zu decken. Den Bauern, die nicht beliebig Zugriff auf Fantásticos haben und daher mit den Lohnversprechungen von Keynes nicht mithalten können, fehlt die Arbeitskraft der Knechte. Die von Keynes angeheuerten Knechte können ihr Glück kaum fassen. Sie

# Spezial Report Gold

verzechen ihre überschüssigen Fantasticos beim Dorfwirten, der daher zusätzlich Personal anstellt, dem er wiederum bequemere Arbeitsbedingungen bei höherem Lohn im Vergleich zur Feldarbeit bieten kann. Mangels Arbeitskräften in der Landwirtschaft (ein Teil der Knechte und Mägde wird jetzt bei Keynes bzw. den direkten und indirekten Keynes-Profiteuren zu deutlich besseren Konditionen beschäftigt) sinkt der Erntertrag des Dorfes im Folgejahr deutlich. Die Mischung aus gestiegener Geldmenge (+10%) in Verbindung mit gesunkenem Erntertrag wird zwangsläufig zu höheren Preisen für Nahrungsmittel im Folgejahr führen.

**Keynes, der „Hüter“ der Währung, hat es geschafft, die Ökonomie des Dorfes entsprechend seiner Konsumpräferenzen zu verändern und dadurch ins Chaos zu stürzen.** Damit die Dorfbewohner nicht hungern, werden Sie wahrscheinlich die Pferde der Zucht von Keynes zu Leberkäse verarbeiten und in den umliegenden Wäldern Beeren sammeln. Welch ein Fortschritt! **Friedrich Hayek hat diese ‚Politik‘ mit den Worten ‚Brot für Heute und Hunger für Morgen‘ treffend umschrieben.**

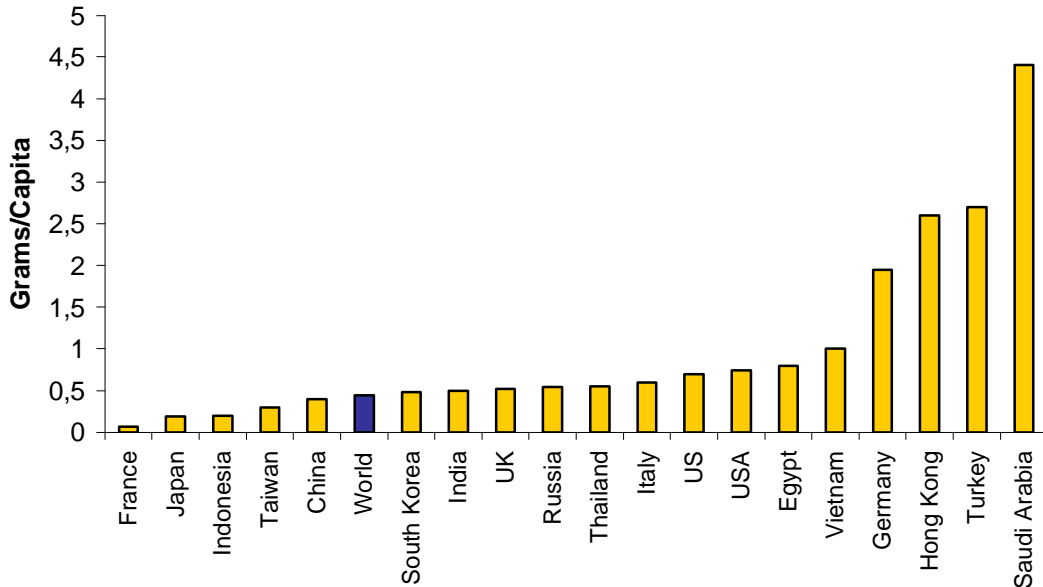
*Exkurs von Gerald Walek, CFA*

# Spezial Report Gold

## 15. Nachfrage

**Die Renaissance von Gold als Investment setzt sich fort.** 2000 belief sich die Investmentnachfrage noch auf knapp 4,8% der Gesamtnachfrage, in 2010 waren es bereits fast 40%. Dies ist unserer Meinung nach eine klar bullische Trendwende und markiert eine neue Phase des Bullenmarktes. Wir denken, dass von nun an Investoren die Nachfrageseite dominieren werden.

### Goldnachfrage (exkl. Investmentnachfrage) pro Kopf



Quelle: Hinde Capital, WGC, World Bank, Erste Group Research

### Goldnachfrage in 2010 plus 10% - Indien und China weiterhin wichtigste Märkte

Die Gesamtnachfrage stieg im Vorjahr lt. World Gold Council um knapp 10% auf 3.812 Tonnen bzw. USD 43,7 Mrd. Besonders stark wuchs die Investmentnachfrage, sie lag im Vergleich zu 2009 um 35% höher. Ein Großteil davon entfiel auf physisches Gold. ETF's waren für 338 Tonnen verantwortlich, was einem Minus von mehr als 40% im Vergleich zu 2009 entspricht. Es scheint als würde es eine Abkehr von „Papiergold“-Investments hin in Richtung physischer Käufe geben. Dass ETF's teilweise nicht zu trauen ist, bestätigte zuletzt auch der IWF<sup>98</sup>. Er vergleicht den Sektor, der mittlerweile knapp USD 1.200 Mrd. an Volumen hält, mit dem Subprime-Sektor.

Die Schmucknachfrage stieg im Vergleich zum Vorjahr um 17% bzw. 300 Tonnen, getrieben wurde der Sektor insb. von China (400 Tonnen) und Indien (746 Tonnen). Generell sind wir jedoch der Meinung, dass die indische Schmucknachfrage vielmehr Investment darstellt. In Indien wird Gold traditionell als Mitgift für Bräute - genannt "Stridhan" – verwendet. Gold wird zwar in Form von Schmuck gehalten, hat jedoch trotzdem eher einen monetären Wert. Das Gold sichert die Existenz der Frauen ab, sofern die Ehe in Brüche geht. Es formt ein soziales Auffangnetz.

### Aufwärtstrend setzt sich auch im 1. Quartal 2011 fort

Im 1. Quartal 2011 stieg die Nachfrage lt. World Gold Council<sup>99</sup> um 11% auf 981,3 Tonnen. Wertmäßig bedeutet das ein Plus von 40%. Die Investmentnachfrage stieg um 26% auf 310 Tonnen, insb. Münzen und Barren wurden stark nachgefragt, was angesichts eines 25%igen Preisaufschlages im Vergleich zum Vorjahreszeitraum, ein klares Indiz der Stärke ist. Die Schmucknachfrage stieg um 7%. Die Nachfrage seitens der Zentralbanken lag im 1. Quartal bei 129 Tonnen.

<sup>98</sup> The Guardian, "IMF raises alarm over exchange traded commodities funds"

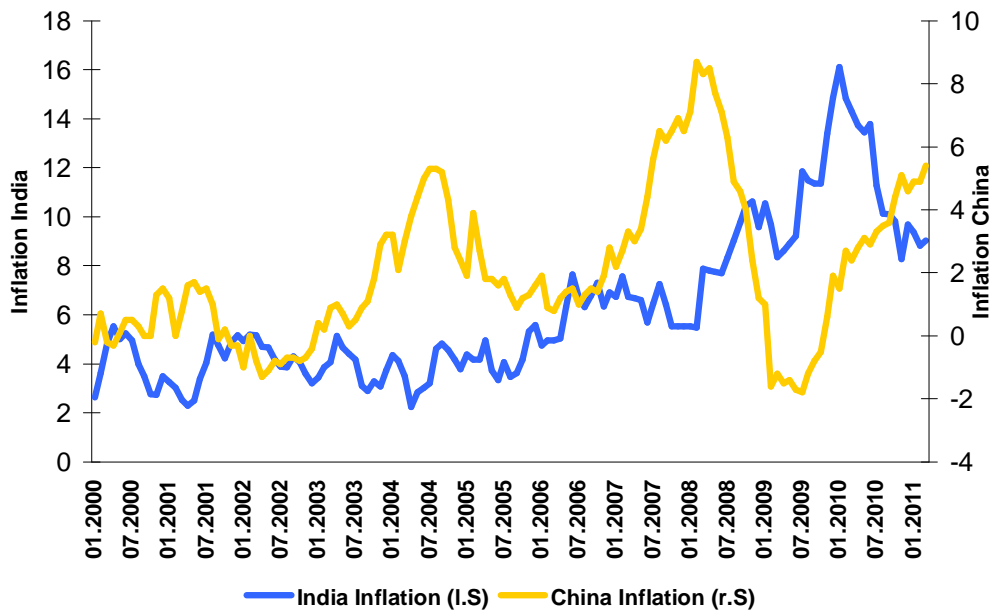
<sup>99</sup> Gold Demand Trends, World Gold Council, Mai 2011

# Spezial Report Gold

Der „Love-Trade“ ist weiterhin intakt

**China und Indien blieben die wichtigsten Faktoren auf der Nachfrageseite. Insgesamt waren beide Nationen für mehr als 60% der Nachfrage verantwortlich.** Die chinesische Investmentnachfrage verdoppelte sich in den ersten 3 Monaten des neuen Jahres (im Vergleich zum Vorjahresquartal) und steht nun bei 90,9 Tonnen. Dies entspricht 25% der gesamten Investmentnachfrage (vs. 23% in Indien). Es scheint, als würden viele Chinesen dem überhitzten Immobilienmarkt den Rücken kehren und nun den Inflationsschutz in Form von Goldanlagen suchen. Setzt man die Goldnachfrage in Relation zum GDP, erkennt man, dass Indien deutlich mehr (2,5% vom BIP) als China (0,4%) kauft. Für das Gesamtjahr 2011 könnte China nun erstmals Indien als größten Gold-Konsumenten ablösen.

**CPI Indien (linke Skala) vs. China (rechte Skala)**



Quelle: Datastream, Erste Group Research

**Chinesische Goldnachfrage vor weiterer Verdopplung?**

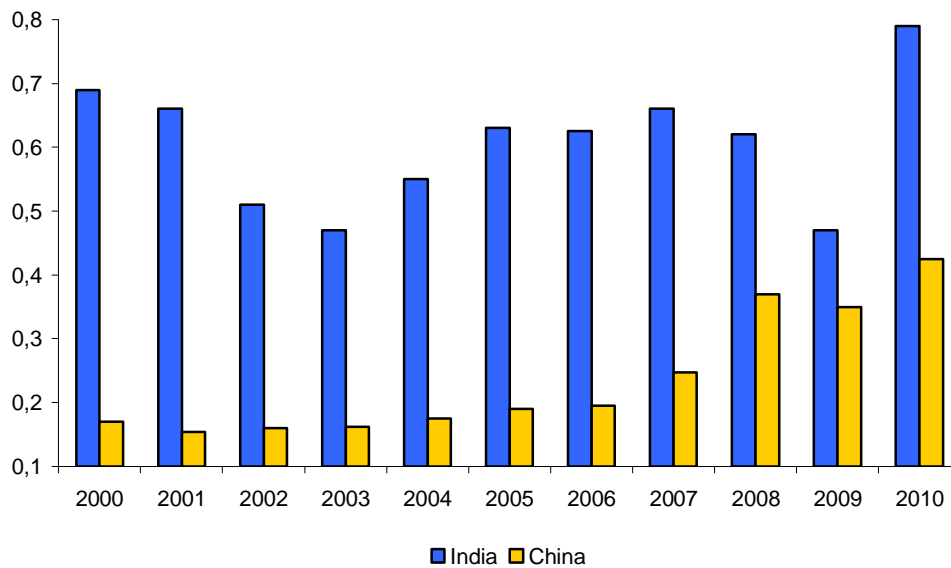
**Wir gehen davon aus, dass sich die chinesische Investmentnachfrage weiter verstärken wird.** Das Interesse an Goldsparkonten beispielsweise ist enorm. Seit Dezember 2010 bietet die Industrial and Commercial Bank of China diese Sparform an, mittlerweile sind bereits mehr als 1,5 Millionen solcher Konten eröffnet worden. Das World Gold Council rechnete im Vorjahr noch mit einer Verdopplung der chinesischen Goldnachfrage bis 2020. Nun geht man davon aus, dass die Verdopplung bereits früher erreicht werden könnte.

**Indische Mittelschicht ebenfalls Preistreiber**

**Die stark wachsende indische Mittelschicht stellt ebenfalls einen zentraler Faktor dar.** Aktuell haben in Indien knapp 120 Mio. Haushalte ein Jahreseinkommen von mehr als USD 10.000 pro Jahr. Diese Zahl soll sich bis 2015 auf 200 Mio. steigern. Lt. World Gold Council könnte die indische Goldnachfrage bis 2020 auf knapp 1.200 Tonnen p.a. steigen.

# Spezial Report Gold

Goldnachfrage pro Kopf Indien vs. China



Quelle: Dundee Wealth, IWF, Bloomberg, Erste Group Research

**Wachsender asiatischer Wohlstand wird Goldnachfrage langfristig unterstützen**

Mehr als 50% der Weltbevölkerung lebt in Asien. Insofern gehen wir davon aus, dass sich die höhere Goldaffinität in Kombination mit gesteigerten verfügbaren Einkommen definitiv positiv auf die Goldnachfrage auswirken wird. Lt. Studie der Boston Consulting Group<sup>100</sup> steigt der Wohlstand in der Asia-Pazifik-Region mit Abstand am stärksten. Allein in 2010 gab es ein Plus von 17,1%. Bis 2015 rechnet BCG mit einem jährlichen Wachstum der Assets under Management von 18% in China und 14% in Indien. Lt. World Wealth Report 2010<sup>101</sup> stieg die Anzahl der High Networth Individuals<sup>102</sup> 2009 um 17 % auf 10 Millionen. Das Gesamtvermögen belief sich auf USD 39.000 Mrd. Erstmals war das Vermögen in der Asia-Pazifik-Region (USD 9,7 Billionen) größer als in Europa (USD 9,3 Billionen). **Aufgrund der deutlich höheren Goldaffinität innerhalb der Region, gehen wir davon aus, dass dies auf Sicht der nächsten Generationen steigende Goldnachfrage bedeuten sollte.**

## ***Renaissance der Investmentnachfrage - Institutionals als „elephant in the room“***

**Wir gehen weiterhin davon aus, dass Institutionelle Investoren die nächste Stufe des Gold-Bullenmarktes prägen werden.** Gerade Versicherungen und Pensionsfonds sollten verstärkte Goldallokation suchen, nachdem die Korrelation zu Aktien und insbesondere zu Anleihen gering bzw. negativ ist.

**„Smart Money“ weiterhin goldaffin**

**Gold scheint langsam den Nimbus des „Investments für Untergangspropheten und Hinterweltler“ zu verlieren.** Nicht nur klassische Gold Bugs, sondern nunmehr auch zahlreiche Hedge Funds-Ikonen wie John Paulson, David Einhorn, Paul Tudor Jones oder Ray Dalio haben ein Faible für Gold. Auch wenn die Verkäufe von George Soros vielfach als Ende des Bullenmarktes interpretiert wurden, so erkennt man bei näherem Hinsehen, dass er lediglich 99% seiner Position im Spyder Gold-ETF abgebaut hat. Seine Positionen bei Barrick Gold und Great Basin hat Soros ausgebaut, bei Goldcorp oder Eldorado Gold ist er neue Positionen eingegangen.

**„I wanna get physical...“**

**Dass der Trend sukzessive in Richtung „allocated Gold“ und weg von Papiergold geht, erkennt man an zahlreichen Beispielen.** Die Stiftung der Uni Texas hat sich zB. physisches Gold im Wert von knapp USD 1 Mrd. ausliefern lassen. Dies entspricht knapp 5% des Gesamtvolumens des Fonds. Die Abkehr von „Papiergold“ ist ein wichtiges Signal. Einerseits

<sup>100</sup> Global Wealth Report, Boston Consulting Group, Mai 2011

<sup>101</sup> World Wealth Report 2010, Cap Gemini, Merrill Lynch Wealth Management

<sup>102</sup> Definiert als Personen die mehr als 1 Mio. liquide investierbarer Assets haben (exl. Immobilien etc.)

# Spezial Report Gold

dürfte dies belegen, dass man langfristig orientiert ist und nicht nur kurzfristig auf einen höheren Goldpreis spekulieren möchte, andererseits dürfte das Vertrauen in Papiergold schwinden. Sollten alle US-Universitätsfonds diesem Beispiel folgen und knapp 5% ihres Gesamtvermögens (per Ende 2010: USD 600 Mrd.) in Gold allokierten, so würde dies aktuell knapp 600 Tonnen Goldnachfrage bedeuten<sup>103</sup>.

## Institutionals de facto nicht in Gold allokiert

**Derzeit verwalten die globalen Pensionsfonds in etwa USD 30 Billionen<sup>104</sup>.** Zum Vergleich: dies entspricht etwa der doppelten Wirtschaftsleistung der USA. Gemäß Shayne Mc Guire<sup>105</sup> liegt die Commodity-Allokation derzeit bei knapp 3%. Wird beispielsweise der S&P GSCI oder der Dow Jones-UBS Commodity Index gehalten, so liegt die Gewichtung von Gold innerhalb der Rohstoffindizes bei lediglich 5%<sup>106</sup>. Dies bedeutet, dass Gold marginale 0,15% der Gesamtallokation der Pensionsfonds ausmacht. Würde man die Gewichtung auf lediglich 0,3% anheben, so wäre dies eine Zusatznachfrage in Höhe von USD 45 Mrd. Ähnlich geringe Allokationen gelten auch für Versicherungsunternehmen (USD 18,7 Billionen Assets under Management), Hedgefonds (USD 2 Billionen) und Staatsfonds (USD 3,8 Billionen). Wir glauben generell nicht, dass hier ein großer Schwenk in Richtung Gold stattfinden wird. Dies ist allein aus regulatorischen Gründen nicht möglich. **Jedoch wird selbst eine marginale Anhebung der Goldgewichtung seitens der Institutionellen dem Goldpreis enormen Auftrieb verleihen.**

## Unvorteilhafte rechtliche Rahmenbedingungen für institutionelle Investoren in Deutschland

Bis 2004 war es deutschen Institutionellen Investoren, die dem Versicherungsaufsichtsgesetz unterlagen, nicht erlaubt in Commodities zu investieren<sup>107</sup>. Bis 2010 durften maximal 5% des Fondsvolumens investiert werden, dies wurde jedoch auf die Hedgefondsquote angerechnet. Seit Mai 2010 gibt es nun eine eigene Rohstoffquote, sie liegt bei 5%. Nicht investierbar sind weiterhin Produkte bei denen eine physische Lieferung möglich ist. Im Rahmen der derzeit diskutierten Solvency II-Regulierungen soll die Eigenkapital-Unterlegung für Rohstoffinvestments mit 49% fixiert werden. Nachdem die Volatilität von Gold deutlich geringer ist als bei Aktien, scheint dies zu hoch. Sollte die derzeitige Richtlinie verabschiedet werden, wäre dies definitiv nachteilig für die ohnehin anämische institutionelle Allokation in Gold.

## „Executive Order“ in den Niederlanden

Die niederländische Zentralbank hat einen Pensionsfonds gezwungen, den Großteil seiner Goldbestände zu veräußern. Der Fonds war zu 13% (insgesamt 1,2 Tonnen) in Gold investiert. Lt. niederländischer Aufsicht darf die durchschnittliche Allokation in Commodities bei max. 2,7% liegen, Gold sei nur ein kleiner Teil davon. Der Fonds hatte sich auf die monetäre Bedeutung von Gold berufen, das Gericht konnte die Unterscheidung zwischen Geld und Rohstoff jedoch nicht nachvollziehen. **Die Entscheidung mutet skurril und fadenscheinig an, nachdem die holländische Notenbank selbst knapp 60% ihrer Reserven in Gold hält.**

Im 1. Quartal lagen die Outflows bei ETF's lt. Bloomberg bei 60 Tonnen. Der Großteil davon entfiel jedoch auf den Jänner, als der Goldpreis deutlich korrigierte. In erster Linie wurde seitens US-amerikanischer und britischer Investoren verkauft, während asiatische Investoren weitere Positionen aufbauten.

<sup>103</sup> Vgl. „Institutioneller Goldtausch“, Peter Schiff, Juni 2011

<sup>104</sup> Jeff Clark, Casey Research, März 2011

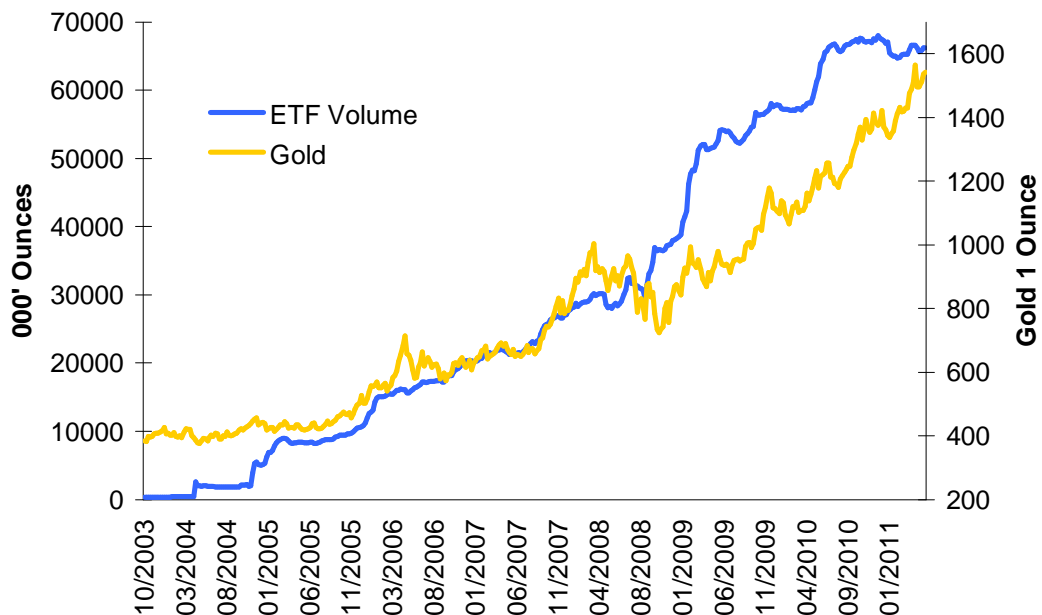
<sup>105</sup> „Hard Money, Taking Gold to a higher investment level“ Shayne McGuire

<sup>106</sup> Vgl. „Gold: a commodity like no other“, World Gold Council, April 2011

<sup>107</sup> „Gold als Anlageklasse für institutionelle Investoren“, Mercer

# Spezial Report Gold

Gesamtes ETF-Volumen in Unzen vs. Goldpreis



Quelle: Wirtschaftswoche, IWF, WGC

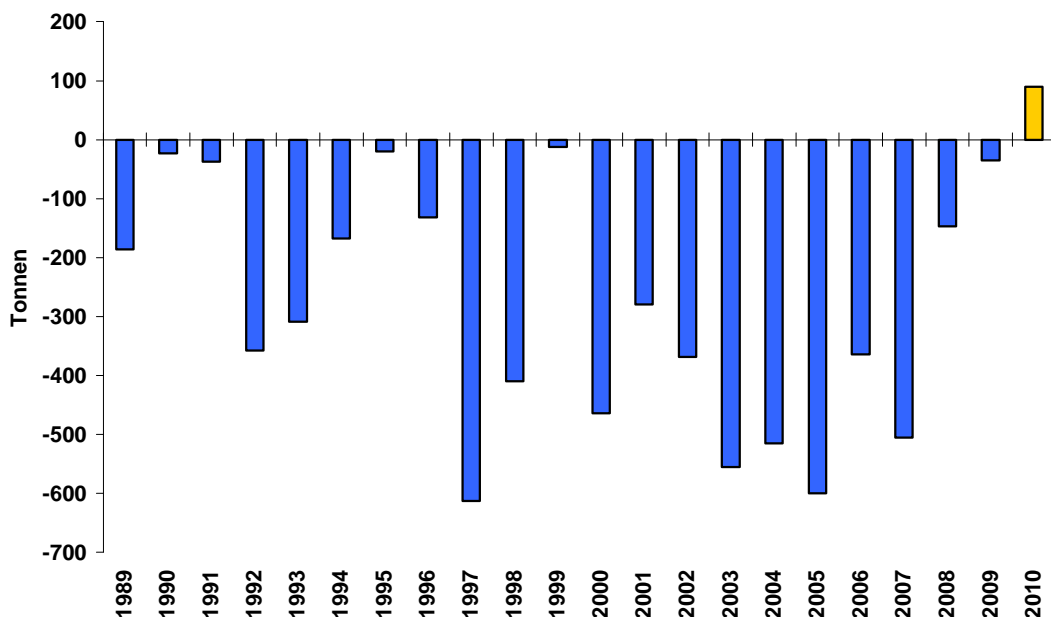
## Zentralbanken erstmals seit 2 Dekaden auf der Käuferseite

**Erstmals seit mehr als 2 Dekaden war der Zentralbanksektor 2010 Nettokäufer von Gold. 2010 wurden insgesamt 90 Tonnen zugekauft.** Während die Nationen innerhalb des CBGA ihre Verkaufsprogramme abgeschlossen haben, kaufen Notenbanken der Schwellenländer sukzessive zu. Der Trend dürfte sich in 2011 fortsetzen und verstärken. Allein im 1. Quartal kauften die Zentralbanken 129 Tonnen. Die mexikanische Notenbank hat im Februar und März 93,3 Tonnen Gold erworben und damit ihre Allokation verzwanzigfacht. Dies entspricht ca. 3,6% der gesamten Devisenreserven. Auch Thailand hat 9 Tonnen zugekauft. Die russische Notenbank hat weiter akkumuliert. Man wolle in der Zukunft 100 Tonnen pro Jahr zukaufen. Im Jahr 2010 stiegen die Goldbestände um 23,9% bzw. 154 Tonnen auf insgesamt 790 Tonnen. Vladimir Putin hat einmal mehr bestätigt, dass der Anteil von Gold an den Gesamtreserven auf 10% steigen solle. Seit 2000 hat sich der Anteil von Gold an den Gesamtreserven jedoch von 27% auf aktuell knapp 7% verringert.



# Spezial Report Gold

## Bestandsveränderungen der offiziell ausgewiesenen Goldreserven von Zentralbanken und internationalen Organisationen



Quelle: Wirtschaftswoche, IWF, WGC

Auffällig ist die Tatsache, dass in den letzten Jahren überwiegend Notenbanken der großen Ölexporture wie Russland, Saudi Arabien, Kasachstan oder auch Venezuela, Zukäufe tätigten. Dies bestätigt die Tatsache, dass man aus dem Dollar diversifizieren möchte. Die größten erdölexportierenden Nationen verfügen derzeit über Währungsreserven in Höhe von USD 1.500 Mrd. China und Indien verfügen über weitere USD 4.000 Mrd. an Reserven. **Das Potenzial für weitere „Großeinkäufe“ seitens der Notenkäufe scheint also definitiv vorhanden zu sein.**

### Kaum Verkäufe im Rahmen von CBGA3

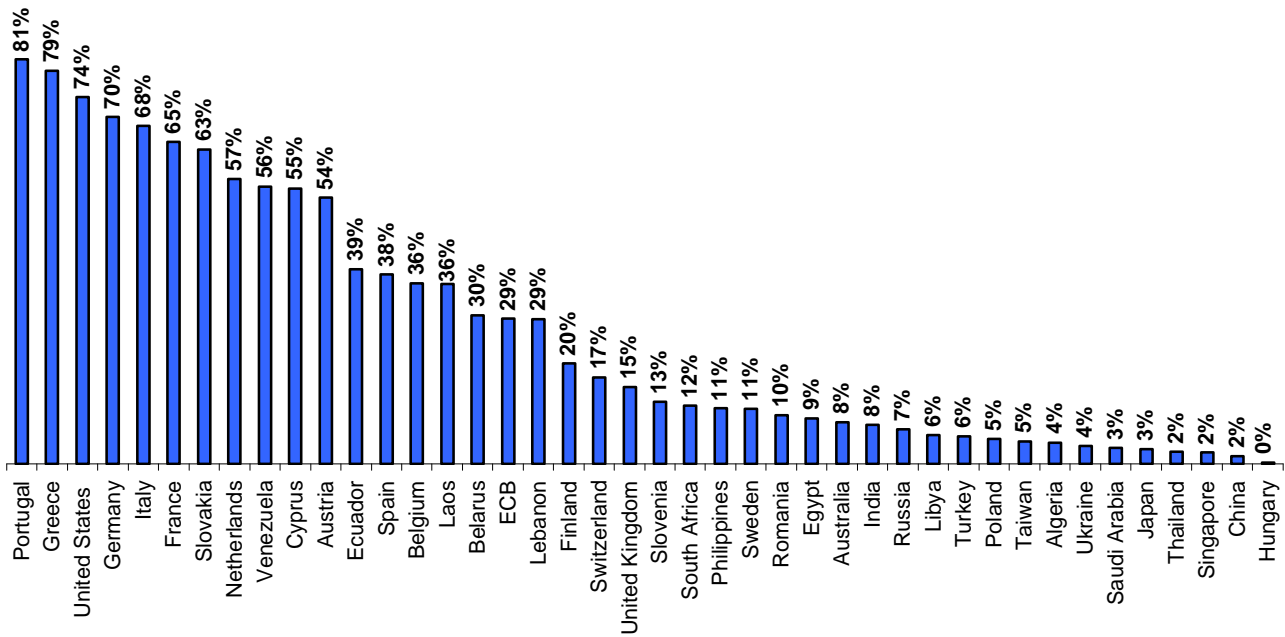
Im letzten CBGA-Jahr (das im September endete) wurden insgesamt lediglich 6,2 Tonnen Gold verkauft, dies entspricht dem geringsten Stand seit Unterzeichnung des Abkommens im Jahr 1999. Am Höhepunkt 2004/2005 waren noch knapp 500 Tonnen verkauft worden. Die problemlose Abwicklung der IWF-Verkäufe in Höhe von 403 Tonnen zeigt auch, dass der Markt solch große Volumina mittlerweile problemlos aufnehmen kann.

**War Gold in den 40er und 50er Jahren noch für knapp 70% der Notenbankreserven weltweit verantwortlich, so sind es heute lediglich 10%.** Dies liegt in erster Linie am massiven Aufbau von Fremdwährungsreserven. Gemäß Bud Conrad<sup>108</sup> stieg die Geldmenge zwischen 1948 und 2008 um den Faktor 485. Heute ist die Verteilung extrem stark segmentiert. 10 Notenbanken verfügen über knapp 80% aller Goldreserven. 51 Nationen besitzen lt. IWF gar keine Goldreserven, 36 Nationen haben lediglich 0,01-5% in Gold allokiert. Darunter Nationen mit riesigen Fremdwährungspositionen wie zB. China, Korea, Japan, Brasilien oder Singapur.

<sup>108</sup> "Profiting from the Worlds Economic Crisis", Bud Conrad, p. 332

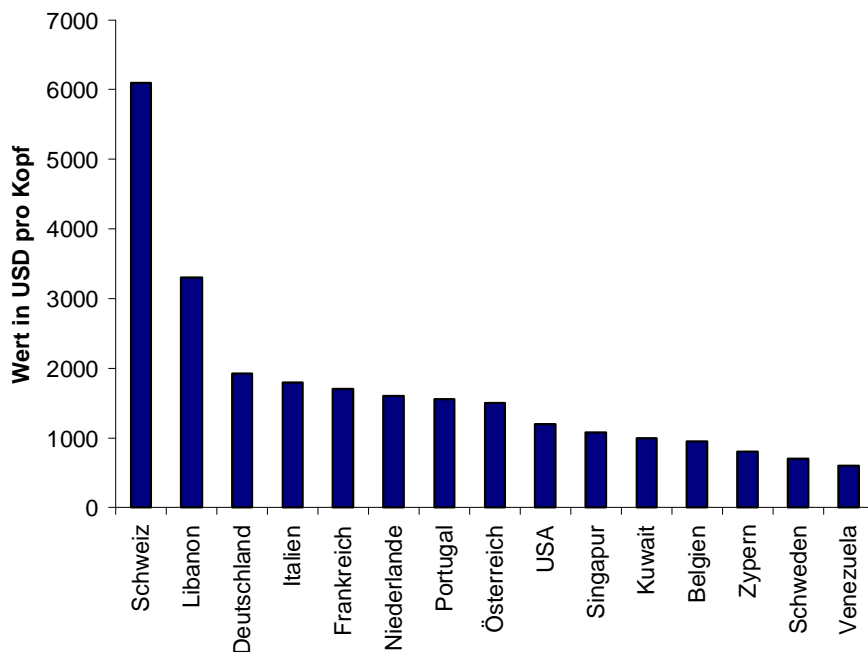
# Spezial Report Gold

## Goldanteil als Prozentsatz der gesamten Notenbankreserven



Quelle: Bloomberg, Datastream, World Gold Council, Erste Group Research

## Zentralbank-Goldbestand pro Kopf (Wert bei Goldpreis von USD 1.500)



Quelle: The Economist, Erste Group Research, World Gold Council, WorldBank

In einer Umfrage unter Notenbankern und Staatsfonds-Managern<sup>109</sup> gehen 22% der Befragten davon aus, dass Gold innerhalb der nächsten 25 Jahre zum wichtigsten Reserve-Asset der Notenbanken wird. Besonders asiatische und arabische Notenbanken zeigten eine klar positive Haltung bezüglich Gold. Nachdem Notenbanken über mehr als 2 Dekaden Nettoverkäufer waren, bestätigt dies den Paradigmenwechsel.

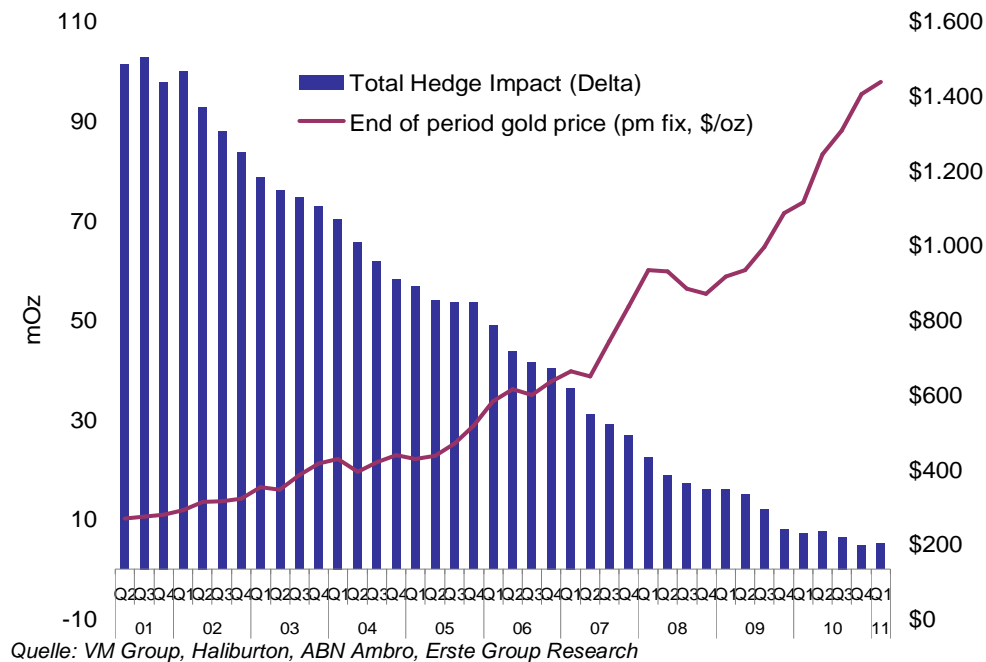
<sup>109</sup> FT.com „Central Banks see growing reserve asset role for Gold“, 23. Juni 2010

# Spezial Report Gold

## De-Hedging

Am Ende des 1. Quartals 2011 stand die Hedgeposition bei knapp 5 Mio. Unzen. Im 1. Quartal wurden sogar wieder neue Hedging-Positionen im Ausmaß von 300.000 Unzen aufgebaut. Wir glauben zwar nicht, dass dies eine große Trendwende in Richtung Hedging bedeutet, jedoch könnte – wie im Vorjahr erläutert - Hedging für die Goldindustrie langfristig wieder zum Thema werden, um Planungssicherheit bei Großprojekten herzustellen.

### De-Hedging seit 2011 in mOz



# Spezial Report Gold

## 16. Angebot

Obwohl der Goldpreis seit 2000 um mehr als 450% gestiegen ist, konnte erst im Vorjahr die Produktionsmenge aus 2000 übertroffen werden.

Angebot	2000	2010
Minenproduktion	2.620	2.672
Recycling/Scrap	629	1.657
Verkäufe Zentralbanken	479	(-76)
Summe	<b>3.713</b>	<b>4.253</b>
Durchschnittlicher Goldpreis	284	1.226

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research Schätzungen

**Die Gold-Produktion verlagert sich zunehmend in Richtung Schwellenländer.** Waren China, Peru, Russland und Indonesien vor 10 Jahren für 19% der Weltproduktion verantwortlich, so sind es heute mehr als 36 %. Die massiven Produktionsrückgänge der größten Fördernationen wurden in erster Linie von zahlreichen kleineren, oft politisch instabilen Ländern mit schlechter Infrastruktur kompensiert. So gibt es insgesamt mehr als 90 Länder in denen mindestens eine Mine Gold fördert. Nachdem China und Russland Nettoimporteure sind, dürften somit der größte (China) und viertgrößte (Russland) Produzent ihre Goldproduktion im eigenen Land horten. Keine eine Unze Gold verlässt die Landesgrenzen.

Country	2009 (Moz)	2010e (Moz)	2011e (Moz)
China	10	10,9	11,7
Australia	7,1	8,2	8,7
USA	7,1	7,3	7,5
Russia	6,6	6,5	6,6
South Africa	6,5	6,2	6,2
Peru	5,9	5,2	5,4
Indonesia	3,9	3,1	3,3
Canada	3,1	2,8	3
Ghana	2,6	2,6	2,8
Uzbekistan	2,6	2,6	2,6

Quelle: Mining Journal, April 2011, CM Group, Erste Group Research

### Zunehmender Ressourcen-nationalismus

**Nachdem die niedrig hängenden goldenen Früchte bereits abgeerntet sind, müssen viele Konzerne in immer unwirtlichere bzw. geopolitisch instabile Regionen ausweichen.** Hier zählen mittlerweile Aufgaben, die wenig mit dem Kerngeschäft (wie zB. der Bau von Infrastruktur oder auch „Community-Building“) zu tun haben, zu zentralen Aufgaben. Der wachsende Ressourcennationalismus erhöht den Druck auf die Unternehmen zusätzlich. So hat sich die Tendenz in Richtung Nationalisierung und höherer Besteuerung der Minenindustrie zuletzt deutlich verstärkt.

**Die chronischen Haushaltsdefizite rund um den Globus wecken Begehrlichkeiten. Zahlreiche neue Steuern und Lizenzgebühren wurden zuletzt eingeführt und vorgeschlagen.** Beispiele gibt es viele: In Namibia wird die Einflussnahme auf die Industrie deutlich vergrößert. Gold, Uran, Kupfer, Blei und Kohle werden zu „strategischen Mineralien“ erklärt, an denen die staatliche Minengesellschaft 100% der Rechte erhalten wird. Ähnliches gilt auch für Bolivien, wo die Royalties erhöht wurden. In Simbabwe sollen zahlreiche Rohstoffproduzenten innerhalb der nächsten Monate Mehrheitsanteile an lokale Investoren verkaufen. Auch in Chile, Sambia, Tansania, Burkina Faso und Südafrika wurden neue Abgaben eingeführt.

# Spezial Report Gold

In Peru, dem zweitgrößten Kupfer- und Silberproduzenten und sechstgrößten Goldproduzenten der Welt, sorgt der Sieg von Ollanta Humala bei den Präsidentschaftswahlen im Juni für Verunsicherung. Es wird sich weisen, ob Humala den Weg von Chavez/Morales/Correa einschlagen wird, oder die gemäßigt linke Variante von Lula da Silva verfolgen wird.

**Insofern ist für den Investor die Wahl der richtigen Jurisdiktion mittlerweile eine der essentiellsten Entscheidungskriterien bei Goldaktien-Investments.** Nachfolgend finden Sie eine Liste der 10 Top/Flop Jurisdiktionen für Minenbetreiber<sup>110</sup>:

## 10 besten Mining-Regionen

1. Quebec
2. Chile
3. Nevada
4. Ontario
5. Yukon
6. West Australien
7. Saskatchewan
8. Alberta
9. Neufundland/Labrador
10. Mexiko

## 10 schlechtesten Mining-Regionen

1. Venezuela
2. Simbabwe
3. Kalifornien
4. Demokratische Republik Kongo
5. Russland
6. Colorado
7. Bolivien
8. Montana
9. Ecuador
10. Honduras

### Produktionskosten je Unze steigen sukzessive an

**Aufgrund des stark gestiegenen Goldpreises werden zunehmend Vorkommen in Produktion gebracht, die noch vor wenigen Jahren unrentabel gewesen wären.** Gemäß Holiday<sup>111</sup> sind derzeit 12% aller produzierenden Minen porphyrische Lagerstätten<sup>112</sup>. Es handelt sich dabei um Lagerstätten mit geringen Erzgehalten, großen Volumen und relativ einfachem Abbau. Der Kapitalaufwand solcher Minen ist enorm. Es scheint, als wären Porphyry-Lagerstätten die Zukunft der Industrie. Von allen nachgewiesenen Ressourcen die größer als 7,5 Millionen Unzen sind, entfielen zuletzt 50% auf CU-AU Lagerstätten. Die stetig fallenden Mineralisierungsgrade bestätigen die wachsende Bedeutung dieser Vorkommen. Lag der durchschnittliche Goldgehalt je Tonne im Jahre 1950 noch bei mehr als 8 Gramm, so sind es heutzutage ca. 0,8 Gramm je Tonne.

### Cash-Kosten steigen 10-15% pro Jahr

**Die Input-Kosten legten auch im Vorjahr zu. Es scheint, als wären 10-15% Kostenplus p.a. mittlerweile die Untergrenze.** Stark steigende Input-Kosten (in erster Linie Energie, Stahl, Arbeitskräfte) und abnehmende Goldgehalte resultieren in sukzessive steigenden Cash-Kosten. In 2010 lagen die Cash-Kosten lt. ABN Gold Mine Cost Report bei USD 558 je Unze. Vorausgesetzt die Energiepreise bleiben auf ähnlichem Niveau, werden die Cash Kosten 2011 wohl um mehr als 20% steigen. Seit Jahresbeginn liegt der Dieselpreis 25% im Plus, der Stahlpreis stieg um knapp 20%. Auch die Preise für Reifen, Zyanid, Sprengstoff oder div. chemische Produkte sind seit Jahresbeginn deutlich angestiegen.

<sup>110</sup> "The 15 best and worst mining jurisdictions in the world", The Underground Investor, April 2011

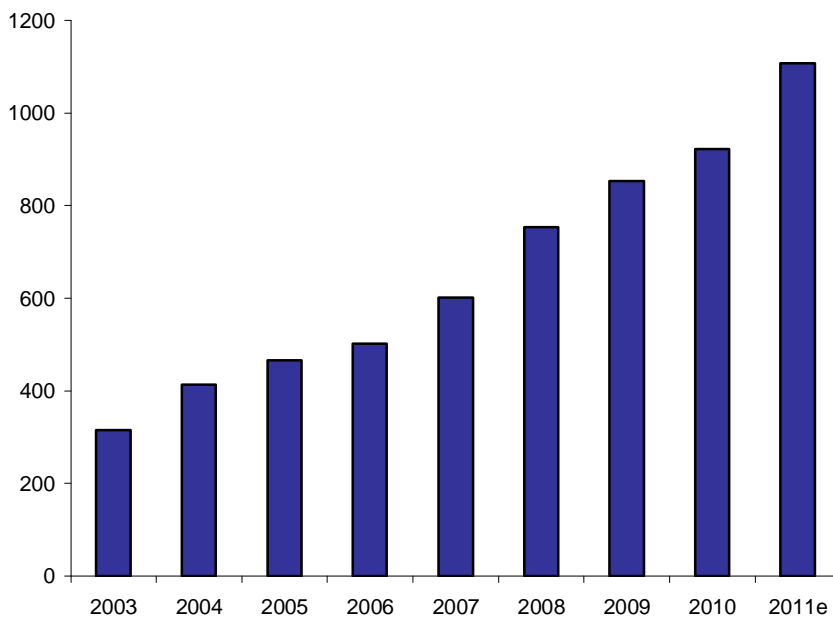
<sup>111</sup> "Discovery and gold in porphyry deposits: an overview", Holliday J.R., 2009

<sup>112</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Iron\\_oxide\\_copper\\_gold\\_ore\\_deposits](http://en.wikipedia.org/wiki/Iron_oxide_copper_gold_ore_deposits)

# Spezial Report Gold

Die „All-in-Kosten“ dürften bereits jenseits der USD 1100 liegen. Sie inkludieren die Cash Kosten sowie die Kosten für Exploration, Kapital, Verwaltung, Royalties, indirekte Kosten für die Schliessung der Mine, etc.

## Gesamtproduktionskosten je Unze in USD



Quelle: Earth Resource Investment Group – Dr. Joachim Berlenbach, Company Reports, Erste Group Research

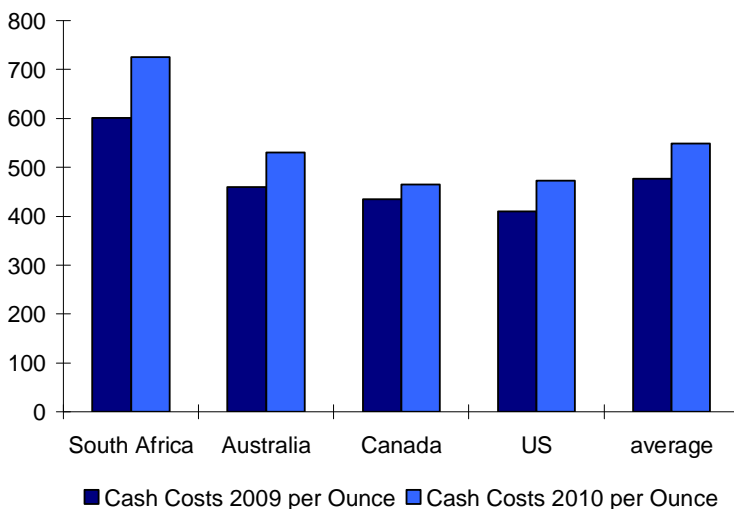
**Arbeitskräftemangel ebenfalls belastend**

### Ein weiterer langfristiger Belastungsfaktor scheint der Mangel an Fachkräften zu sein.

Gemäß einer Deloitte-Studie<sup>113</sup> dürften sich die Engpässe im Personalbereich zunehmend verstärken. So werden in Kanada bis 2020 rund 20.000 hochqualifizierte Arbeitskräfte in Pension gehen. Für Australien wird ein Defizit von knapp 200.000 Fachangestellten in der gesamten Minenindustrie bis 2012 prognostiziert. In Südafrika sind Fachkräfte in der Minenindustrie im Schnitt zwischen 50 und 55 Jahre alt. Dies dürfte weiteren Druck auf die Kosten ausüben.

Regional gesehen ist die Gold-Förderung in Südafrika am kostspieligsten, während Lateinamerika im Schnitt am günstigsten produziert.

## Cash-Kosten nach Regionen 2009 vs. 2010



Quelle: LBMA Alchemist No 61, Bloomberg, Company Reports, Erste Group Research

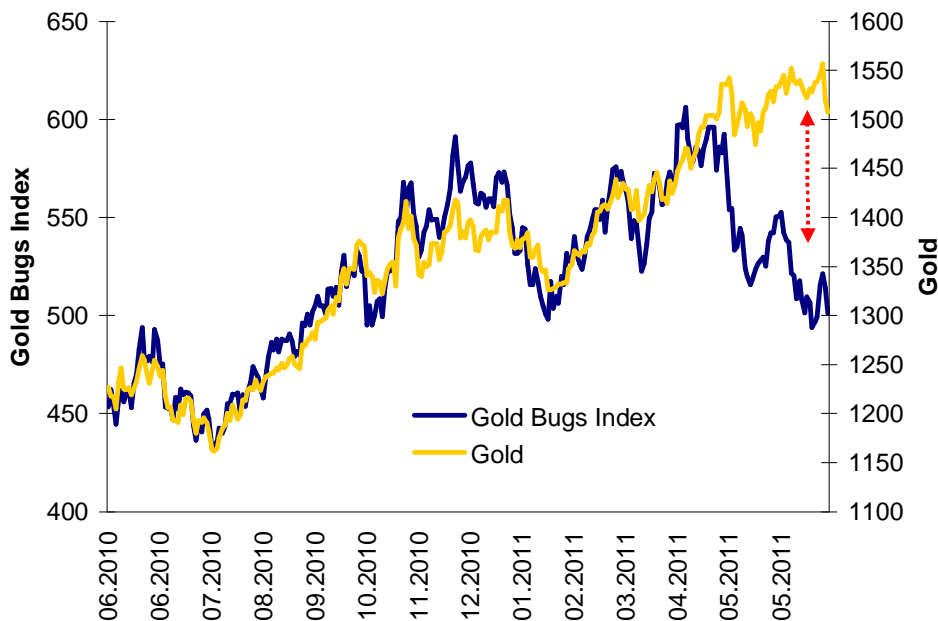
<sup>113</sup> "Tracking the trends 2011 – The top 10 issues mining companies will face in the coming year", Deloitte 2011

# Spezial Report Gold

## 17. Goldaktien

**Mining-Aktien zeigten in den letzten Monaten eine klar negative Divergenz zum Goldpreis.** Seit dem letzten Goldreport bleibt eine Performance von 10% beim Gold Bugs Index vs. einem Plus von 22% beim Goldpreis<sup>114</sup>. Einerseits waren dafür die gestiegenen Input-Kosten (in erster Linie Energie) verantwortlich, andererseits dürfte auch die wachsende Risikoaversion vor dem Ende von QE2 ausschlaggebend gewesen sein, dass vermehrt Gewinnmitnahmen bei Mining-Aktien getätigt wurden.

### HUI Gold Bugs Index vs. Gold seit letztem Goldreport



Quelle: Erste Group Research, Datastream

### Input-Kosten, Verwässerung und ETF's als primäre Gründe für die Under-performance

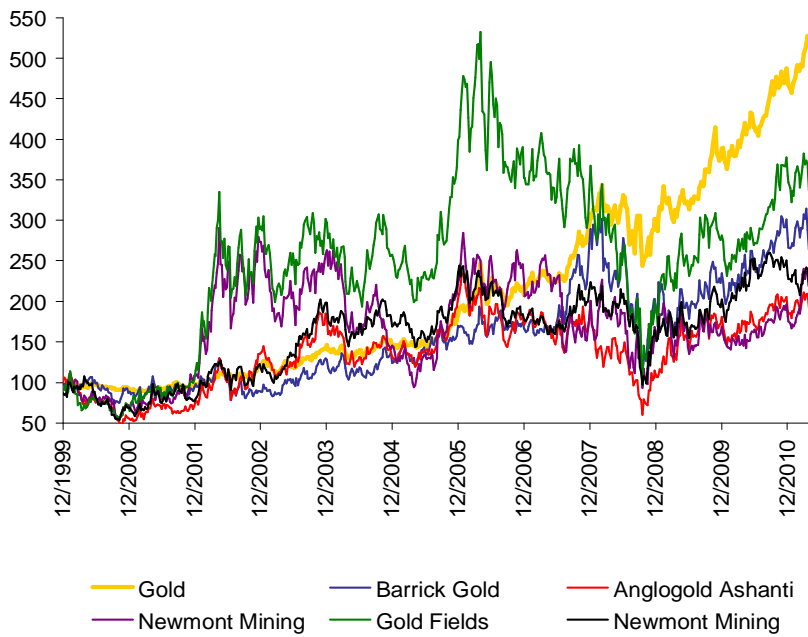
### Nachfolgender Chart illustriert die Underperformance der Major-Produzenten im Vergleich zum Goldpreis seit Beginn der Hausse. Gründe dafür gibt es zuhauf.

Organisches Wachstum ist für Majors kaum möglich, nachdem Greenfield-Exploration in der Vergangenheit sträflich vernachlässigt wurde und die Kapitalkosten signifikant anstiegen. Die Hedging-Programme mussten teuer aufgelöst werden. Die enttäuschende Performance der Major-Aktien gegenüber Gold resultiert natürlich auch aus den deutlich gestiegenen Input-Kosten während dieser Phase. Gewinn und Cash-Flow konnten trotz gestiegenem Goldpreis oft nur geringfügig gesteigert werden. Zudem leiden Gold-Aktien auch unter der enormen Konkurrenz durch ETF's, da der Investor hier keinem operationalem Risiko ausgesetzt ist.

<sup>114</sup> Stand per 29. Juni

# Spezial Report Gold

Performance Gold vs. Major-Produzenten auf USD-Basis



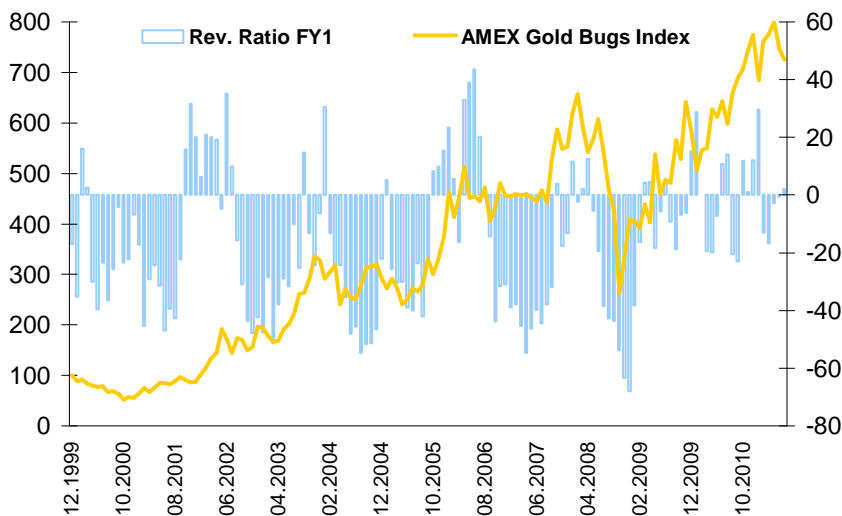
Quelle: Datastream, Erste Group Research

## Majors haben Aktionärsinteressen enttäuscht

Die Majors haben in der Vergangenheit wenig Wert auf Return on Assets, Return on Equity und Dividendenzahlungen gelegt. Wachstum wird in erster Linie durch (zu teure) Akquisitionen generiert, oft werden die Interessen der Aktionäre vernachlässigt. Ein Großteil der Übernahmen wurde über Kapitalerhöhungen finanziert, was die Goldreserven je Aktie deutlich verwässert hat.

Zuletzt war wieder ein leicht positiver Trend bei den Gewinnrevisionen abzulesen. Dies bedeutet, dass die Gewinnschätzungen von mehr Analysten nach oben als nach unten angepasst wurden. Ebenso leicht positives Momentum zeigten zuletzt auch die Umsatzrevisionen, aber auch die Prognosen der Margenentwicklung. Generell lässt sich anhand der Revisionen erkennen, dass seitens der Analysten kaum überbordende Euphorie bez. der Gewinnentwicklung herrscht. Dies kann als beruhigender Kontraindikator interpretiert werden.

Gewinnrevisionen Gold Bugs Index



Quelle: Erste Group Research, Datastream



# Spezial Report Gold

Seit dem letzten Goldreport (Juni 2010 bis Juni 2011) fanden 69 Übernahmen<sup>115</sup> statt. Die durchschnittliche Größe der Deals lag bei USD 881 Mio., die durchschnittlich gezahlte Prämie belief sich auf 40,98%. 86,7% der Übernahme-Angebote waren freundlich. Interessant ist die Tatsache, dass immer mehr Deals auf reiner Cash-Basis abgewickelt werden.

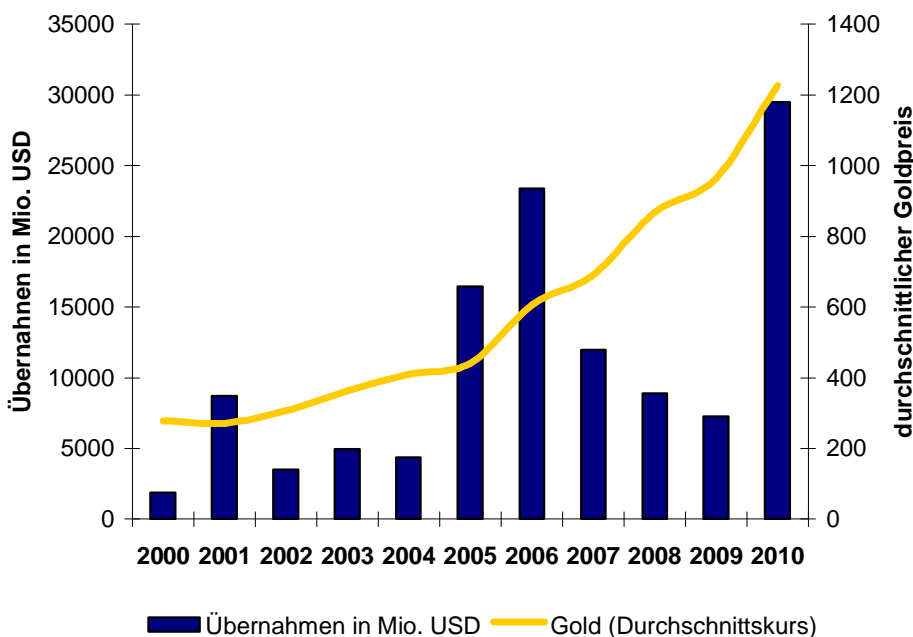
## Top 10 Übernahmen seit letztem Goldreport (Juni 2010)

Ziel	Käufer	Total Value (Mio. USD)	Payment
Lihir Gold	Newcrest Mining	8963	Cash und Aktien
Equinox Minerals	Barrick Gold	7685	Cash
Red Back Mining	Kinross Gold	6671	Aktien
Andean Resources	Goldcorp	3161	Cash oder Aktien
Fronteer Gold	Newmont Mining	2019	Cash
Ventana Gold	EBX Group	1062	Cash
Avoca Resources	Alacer Gold	876	Aktien
Century Mining	White Tiger Gold	763	Aktien
Skyland Mining	China Gold	742	Aktien
Gold Wheaton	Franco-Nevada	732	Cash oder Aktien

Quelle: Bloomberg MA Funktion, Erste Group Research

Im Gesamtjahr 2010 markierte die Übernahmetätigkeit ein neues Allzeithoch. Insgesamt wurden Deals in Höhe von knapp USD 30 Mrd. abgewickelt. Erstmals wurden überwiegend Unternehmen gekauft, die ausschließlich Ressourcen ausweisen. Es scheint als ob Aktien der Firmen die bereits Reserven ausgewiesen haben, zu teuer wären. Zudem wurden überwiegend Projekte in politisch (relativ) stabilen Regionen gekauft.

## Übernahmevolument seit 2000



Quelle: Metals Economics Group, Bloomberg, Erste Group Research

Barrick Gold gab bekannt, den in Sambia tätigen Kupferproduzenten Equinox Minerals für insgesamt CAD 7,3 Mrd. zu übernehmen. Auch diese Akquisition fand auf reiner Cash-Basis statt. Die Übernahme lässt viel Raum für Interpretationen. Einerseits könnte dies bedeuten, dass Barrick bei Kupfer die größere Upside als bei Gold sieht, es könnte andererseits signalisieren, dass Barrick kaum attraktive Übernamekandidaten zu fairen Preisen und in relevanter Größe im Goldsektor sieht. Zudem könnte es ein Eingeständnis sein, dass die großen Gold-Lagerstätten überwiegend vergeben sind, und Barrick nun Wachstum in der

<sup>115</sup> Die Auswertung inkludiert nur Übernahmen größer USD 100 Mio.

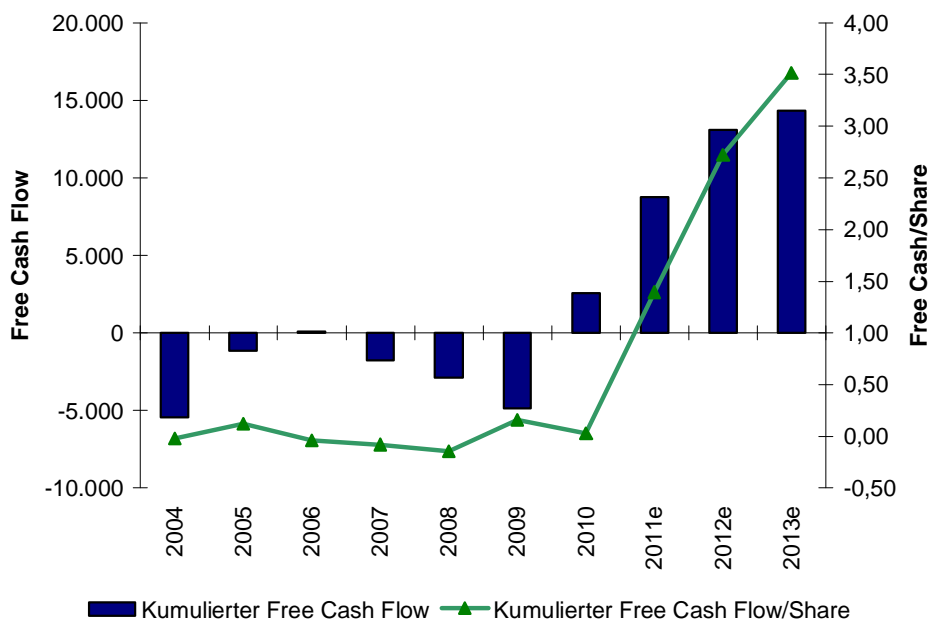
# Spezial Report Gold

Diversifikation in andere Metalle sucht. Nachdem man im Vorjahr African Barrick Gold abgespalten hatte, verwundert der Wiedereintritt in Afrika zusätzlich.

**Branchen-  
konsolidierung  
wird sich  
fortsetzen**

**Wir gehen davon aus, dass sich die Übernahmetätigkeit weiter beschleunigen wird.** So wird sich der kumulierte Free Cash Flow der 16 Unternehmen im Gold Bugs Index heuer auf USD 8,5 Mrd. belaufen, bis 2013 soll er auf USD 14 Mrd. steigen. Allein Barrick Gold wird – bei stabilem Goldpreis – in den nächsten 3 Jahren mehr als USD 15 Mrd. an Free Cash Flow generieren. Die Cash&Near-Cash Bestände der Unternehmen lagen per Ende 2010 bei USD 14 Mrd. **Dies lässt das enorme Potenzial für weitere Konsolidierungen erkennen, nachdem alleine die Top-10 Produzenten in 2011 mehr als 40 Mio. Unzen an Produktion ersetzen müssen.**

**Gold Bugs Index: Kumulierter Free Cash Flow (linke Skala) und Free Cash Flow/Share (rechte Skala)**



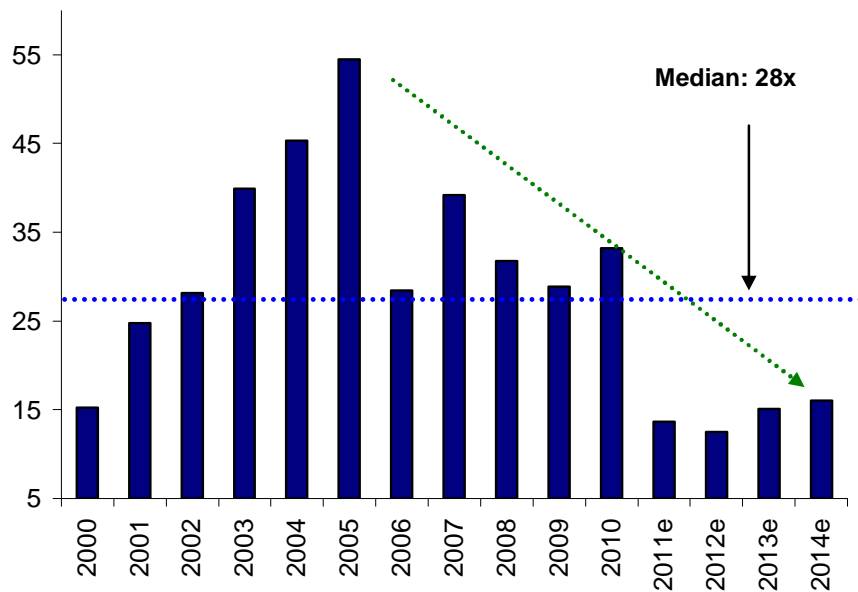
Quelle: JCF Factset, Erste Group Research

## **Goldaktien auf historisch niedrigen Bewertungsniveaus**

**Die fundamentale Bewertung der Goldaktien ist derzeit historisch günstig.** Bei den Aktien aus dem Gold Bugs Index liegt das geschätzte KGV für 2011 derzeit bei 14x. Für 2012 soll es auf 12x absinken. Dies ist im Vergleich zur eigenen Historie (durchschnittliches KGV 2000-2010: 33x) aber auch in Relation zu zahlreichen anderen Branchen eine extrem günstige Bewertung. Zudem bestätigt es die Tatsache, dass der Markt derzeit alles andere als euphorische Erwartungen einpreist.

# Spezial Report Gold

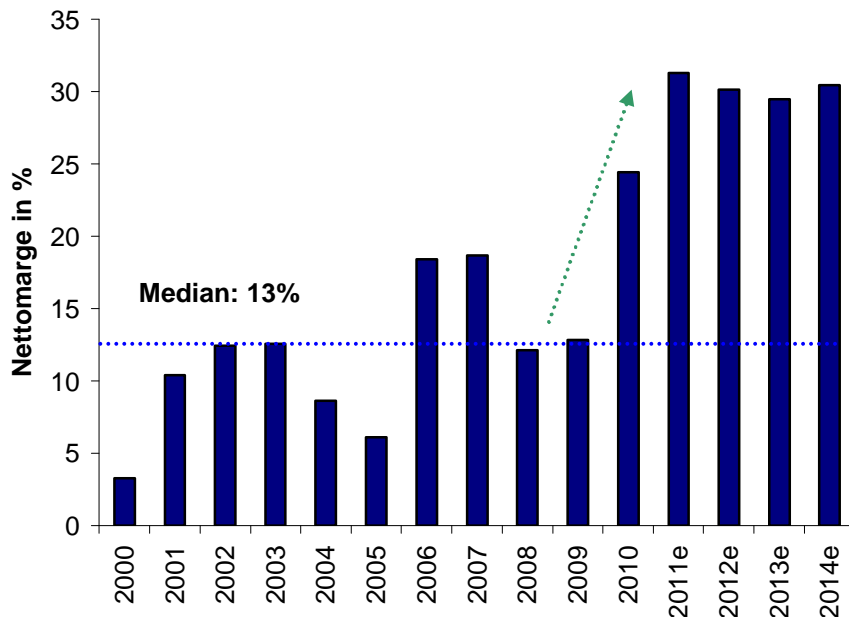
## Historisches und geschätztes KGV Gold Bugs Index



Quelle: JCF Factset, Erste Group Research

Im Median weisen die Titel des Gold Bugs Index in 2011 eine Nettomarge von 31% aus. Im Median der letzten 10 Jahre lag die Nettomarge bei lediglich 13%.

## Gold Bugs Index: Nettomargen 2000-2014e



Quelle: JCF Factset, Erste Group Research

### Dividendenpolitik enttäuschend – beginnt jetzt ein Umdenken?

Die Eigenkapitalrentabilität soll von 8,11% in 2010 auf 13,28% in 2012 steigen. Weiterhin enttäuschend entwickelt sich hingegen die Dividendenrendite. Liegt sie derzeit bei 0,8%, so soll sie bis 2013 auf lediglich 0,98% steigen. Aktuell liegt das Payout-Ratio bei ca. 19%. Würde es auf 40% steigen, so wären Dividendenrenditen von 2,5% problemlos möglich. **Wir sehen im fehlenden Willen höhere Dividenden auszuschütten, einen der größten negativen Eigenschaften des Mining-Sektors.** Vergleicht man das Payout-Ratio mit den Branchen Versorgern (80%), Energie (67%) oder Finanz (52%) so ist verständlich, dass der Mining-Sektor bei Fondsmanagern unbeliebt ist. Nur der Technologiesektor schüttet auf Branchenebene weniger Dividende aus. Es scheint, als würde nun jedoch ein Umdenken stattfinden. Barrick, Goldcorp, Newcrest und Newmont haben ihre Dividendenzahlungen zuletzt erhöht.

# Spezial Report Gold

**Wir gehen davon aus, dass sich die Kombination aus negativen Realzinsen und Verlangsamung der Konjunktur definitiv förderlich auf die weitere Margen- und Kursentwicklung der Goldminingaktien auswirken wird.** Auf unseren Analysen und Prognosen basierend haben wir einen Goldaktien-Basket<sup>47</sup> (ISIN: AT0000A0DY51 bzw. AT0000A0K2X0) modelliert, der Aktien enthält, die von den günstigen Bewertungen und der zu erwartenden Übernahmewelle am stärksten profitieren sollten. Derzeit befinden sich folgende Titel im Basket, die neue Titelselektion- bzw. gewichtung wird per Ende Juli erfolgen<sup>116</sup>.

## Gold Aktienbasket

ISIN-Code	Unternehmen
CA0115271086	ALAMOS GOLD
CA11777Q2099	B2GOLD
CA1520061021	CENTERRA GOLD
CA2506691088	DETOUR GOLD
CA2849021035	ELDORADO GOLD
CA38119T1049	GOLDEN STAR
CA6752221037	OCEANA GOLD
CA6882781009	OSISKO MINING
CA74051D1042	PREMIER GOLD
CA7852461093	SABINA
CA8169221089	SEMAFO

Quelle: Erste Group Research

Seit Emission im Juli 2009 konnte sich unser Goldaktien-Basket verdoppeln und damit praktisch jede Benchmark outperformen

## Erste Goldaktien-Basket seit Juli 2009 (logarithmische Skalierung)



Quelle: Erste Group

<sup>116</sup> Website für Bekanntmachungen: [www.produkte.erstegroup.com](http://www.produkte.erstegroup.com)

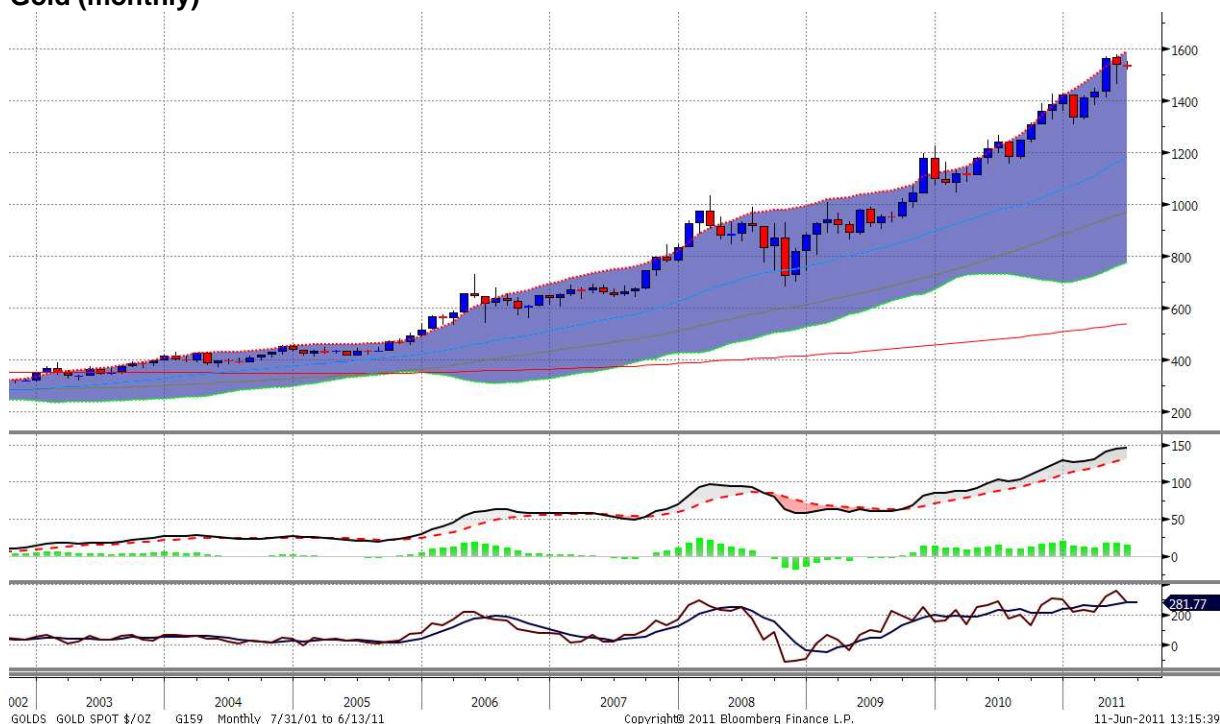
# Spezial Report Gold

## 18. Technische Analyse des Goldpreises

**Es scheint, als ob der Aufwärtstrend stärker und gesünder denn je wäre.** Der langfristige Chart zeigt einen intakten Bullenmarkt. Der Kurs befindet sich stets am oberen Ende der Bollinger-Bänder, dies zeigt das starke Aufwärtsmomentum des Trends. Der MACD zeigt Konvergenz, das Momentum schwächtelt kurzfristig ein wenig. Auch der (nicht perfekt ausgebildete) „Hanging Man“ könnte kurzfristige Schwäche signalisieren. Wir würden dies jedoch als Kaufchance innerhalb eines intakten Aufwärtstrends interpretieren.

Im Monats-Chart befindet sich der Goldpreis klar über den kurz/mittel- und langfristigen Moving Averages. Insofern ist der Aufwärtstrend in allen Zeitebenen intakt. Nachdem zahlreiche neue Allzeithochs markiert wurden, befindet sich der Goldpreis nun im „uncharted territory“. **Die wichtigsten Fibonacci-Projektionen bzw. Fibonacci-Extensions ergeben ein mittelfristiges technisches Kursziel von ca. USD 2.000.**

Gold (monthly)



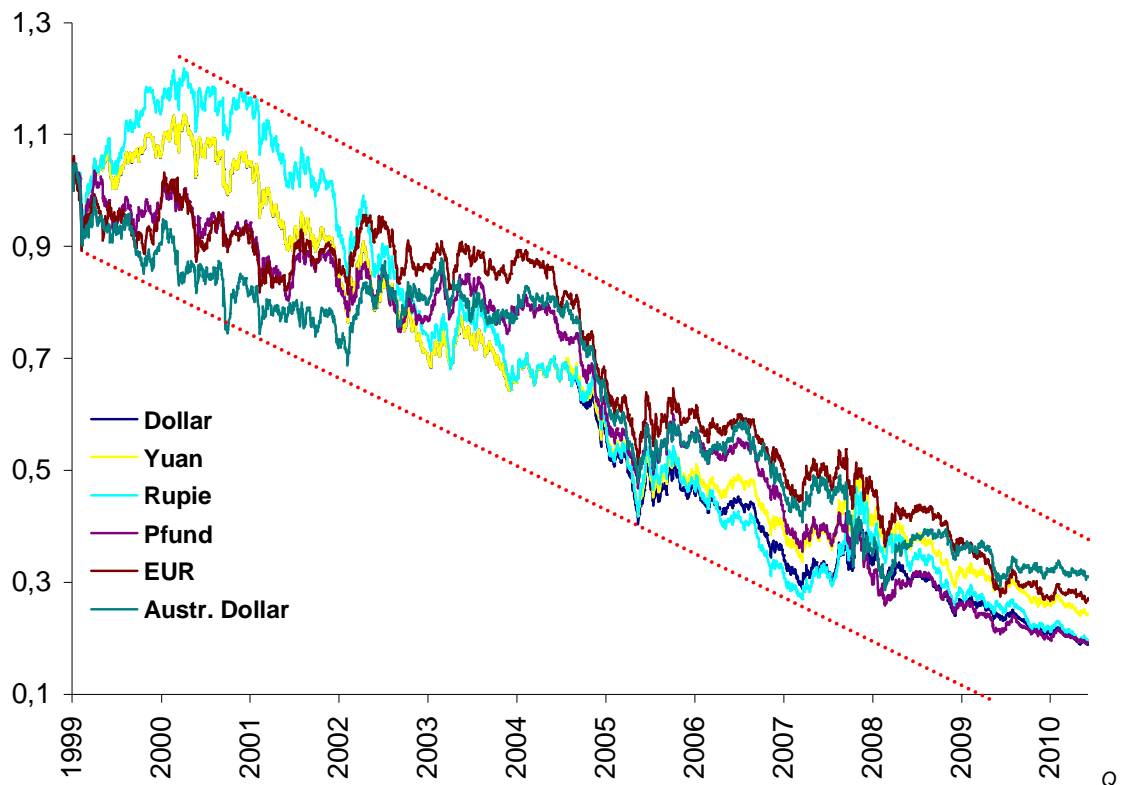
Quelle: Bloomberg

**„Currencies don't float, they just sink at different rates“ Clyde Harrison**

**Zudem ist der Trend in praktisch allen Papiergeldwährungen rund um den Globus intakt.** Anhand des nachfolgenden Charts erkennt man den Abwärtstrend von US-Dollar, Chinesischem Yuan, Indischer Rupie, Britischem Pfund, Euro sowie Australischem Dollar im Vergleich zu Gold. Erst wenn hier erste Divergenzen einsetzen, wird es Zeit, das Bullenszenario zu überdenken. Noch ist es jedoch noch lange nicht so weit.

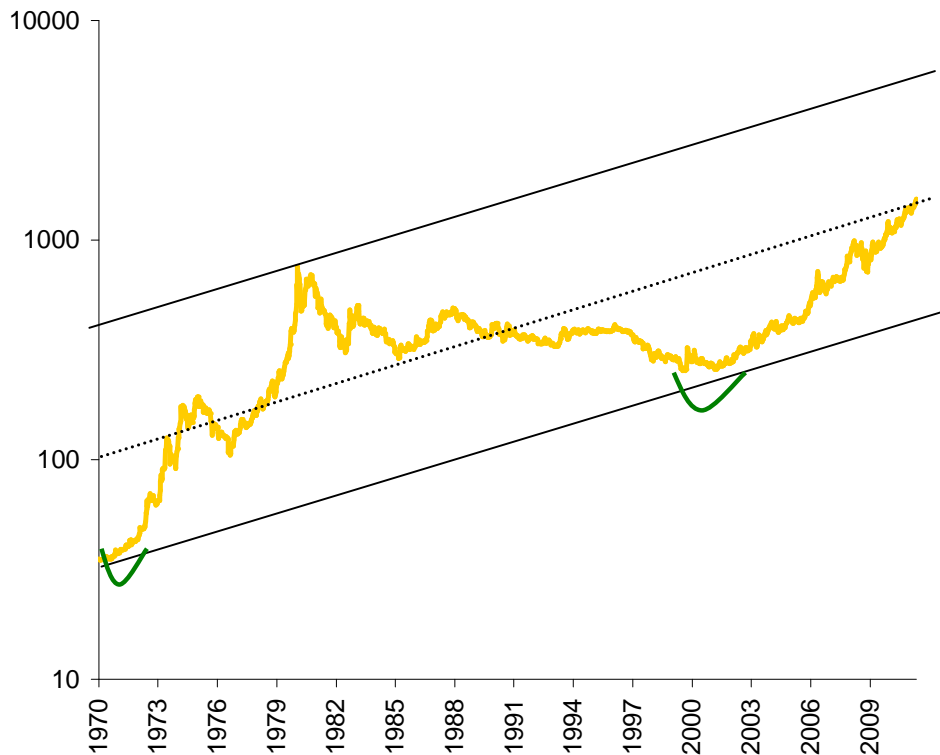
# Spezial Report Gold

## Diverse Währungen vs. Gold seit 1999



Auch anhand der logarithmischen Skalierung erkennt man, dass die Preisentwicklung nicht überzogen ist, sondern sich erst in der Mitte des langjährigen Aufwärtstrends befindet.

## Gold seit 1970 (logarithmische Darstellung)



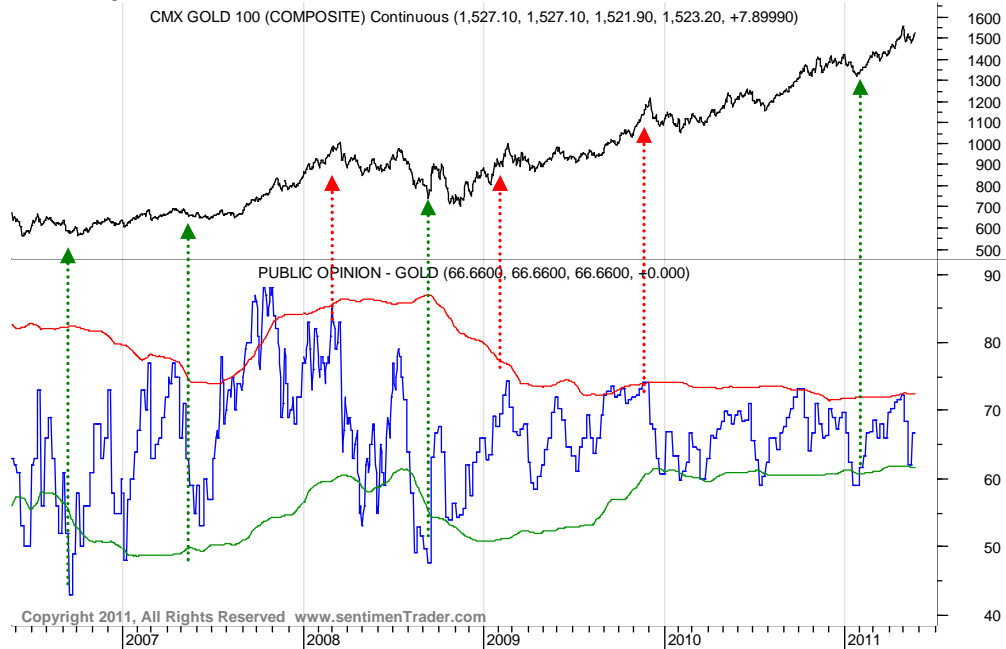
# Spezial Report Gold

## Sentiment gibt positive Kontra-indikation

Die Tatsache, dass das Sentiment während Korrekturen (beispielsweise im Jänner) sehr schnell auf bearish umschlägt, stimmt uns weiterhin positiv. Angesichts der Stimmungs-indikatoren wie zB. Market Vane, Hulbert Survey oder dem Rydex Precious Metals Cash Flow, lässt sich erkennen, dass der Goldpreis von übertriebenen Euphorielevels noch weit entfernt ist. Lt. Hulbert Financial Digest liegt die Gewichtung der Goldnewsletter derzeit bei lediglich 20%<sup>117</sup>. Sie liegt 13 Prozentpunkte höher als beim Preistief Mitte Mai. Das bedeutet, dass sich die Stimmung nicht deutlich aufgehellt hat, obwohl der Goldpreis um mehr als USD 65 gestiegen ist und nahe am Allzeithoch notiert. Beim letzten Allzeithoch lag der Stimmungs-Index noch 54 Prozentpunkte höher.

Auch der „Public Opinion“-Indikator bestätigt die verhaltene Stimmung. Extremwerte (1,5 Standardabweichungen über dem einjährigen Moving Average) geben meist verlässliche Kontraindikationen, dh. die Bullen werden bei steigenden Preisen zu optimistisch und vice versa. Deshalb sieht man vor größeren Trendwenden meist Extremwerte. Zahlreiche Geschlossene Fonds, wie zB. der Central Gold Trust, handeln derzeit mit einer geringfügigen Prämie bzw. teilweise sogar mit einem Discount zum NAV. Auch diese Tatsache signalisiert, dass kaum Euphorie eingepreist wird<sup>118</sup>.

### Public Opinion Index



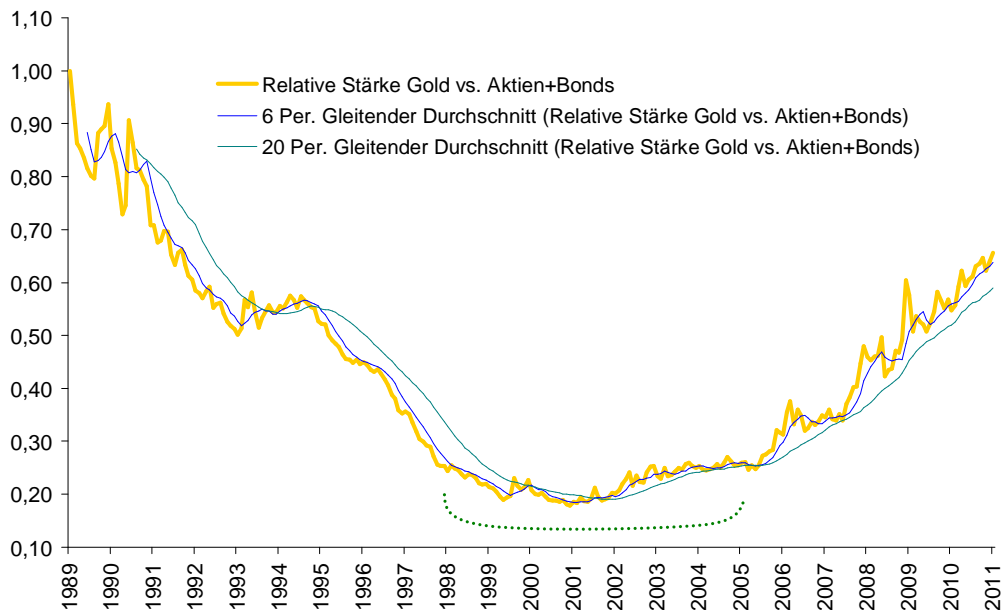
Nachfolgender Chart zeigt die relative Stärke von Gold vs. der addierten relativen Stärke von Aktien (S&P Total Return Index + Datastream Government Total Return Index). Man erkennt eine klare mehrjährige Bodenbildung der relativen Stärke zwischen 1998 und 2005 und einen anschließenden Aufwärtstrend, der bislang keine Anzeichen der Überhitzung zeigt.

<sup>117</sup> Daten per 7. Juni, Vgl. "Gold traders strangely subdued", Marketwatch.com

<sup>118</sup> Vgl. "Gold, Gold Stocks and the Stock Market", [www.acting-man.com](http://www.acting-man.com), Juni 2011

# Spezial Report Gold

## Relative Stärke vs. Aktien+Bonds



Quelle: Erste Group Research, Datastream

**Ein wesentlicher Faktor für die jüngste Seitwärtsphase des Goldpreises ist die ausgeprägte Saisonalität.** Wichtige Gründe für die saisonalen Schwankungen sind die sogenannte Wedding-Season aber auch das Diwali-Fest in Indien. Nachdem in Indien mehrheitlich im Herbst und Frühling geheiratet wird, deckt sich die Schmuckindustrie im dritten und vierten Quartal mit Material ein. Zudem füllen Juweliere ihre Goldbestände für das Weihnachtsfest meist im 3. und 4. Quartal auf.

Deshalb weisen das 4. sowie das 1. Quartal eines Jahres die besten Performances auf, im 2. Quartal korrigiert der Goldpreis deutlich und im 3. Quartal ist oft eine Seitwärtstendenz zu beobachten. Diese Saisonalität hat sich bis zuletzt in 75 - 80% der Fälle bestätigt.

	Jahres-Tiefststand	Jahres-Höchststand
2001	2. April	17. September
2002	4. Jänner	27. Dezember
2003	7. April	31. Dezember
2004	10. Mai	2. Dezember
2005	8. Februar	12. Dezember
2006	5. Jänner	12. Mai
2007	10. Jänner	8. November
2008	24. Oktober	17. März
2009	15. Jänner	2. Dezember
2010	5. Februar	6. Dezember

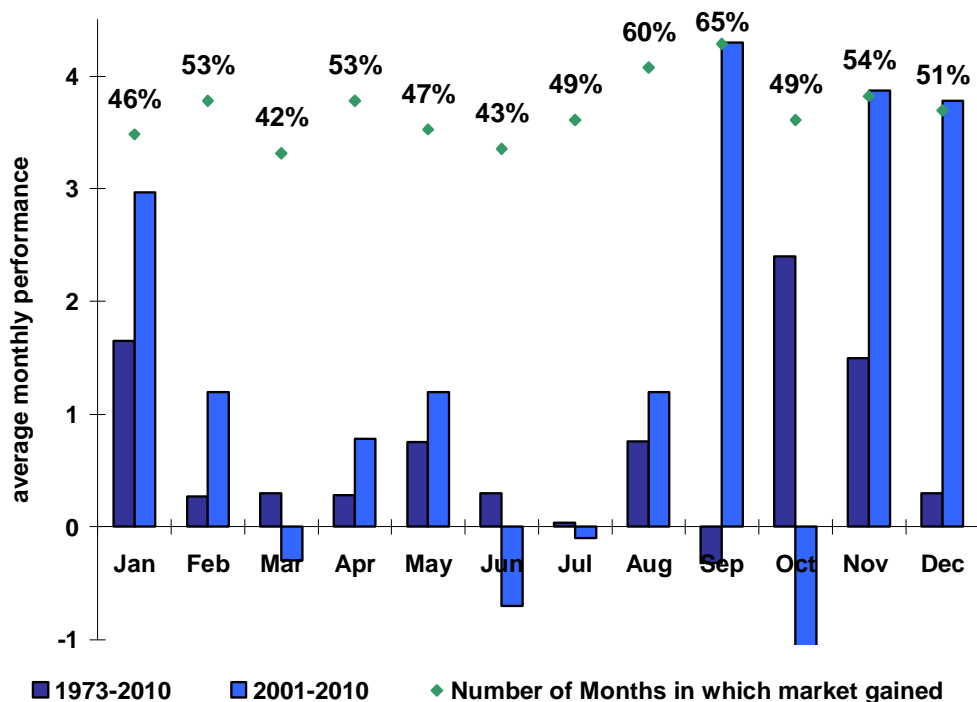
Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

**Aufgrund der starken Saisonalität gehen wir davon aus, dass der Goldpreis zumindest bis Ende Juli wahrscheinlich seitwärts tendieren wird.** Anschließend sollte eine saisonal positive Phase starten. In 65% der Fälle stieg der Goldpreis im September.



# Spezial Report Gold

Saisonalität des Goldpreises und Anzahl der Monate in denen der Goldpreis im Plus notierte

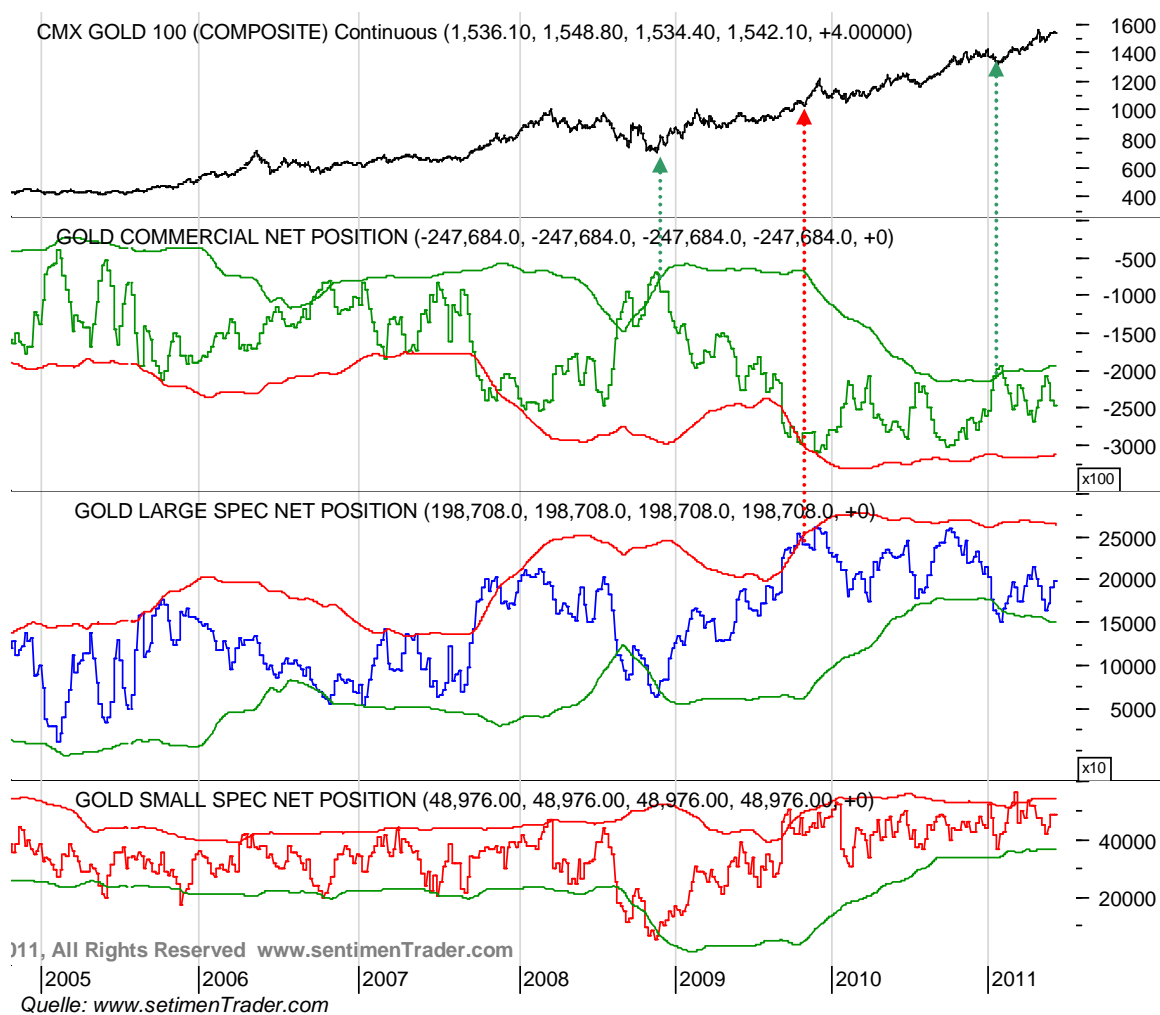


Quelle: Erste Group Research, Macquarie Research

**Der Commitment of Traders-Report (CoT) zeigt derzeit ein überwiegend positives Bild.** Weder Commercials noch Large Speculators sind extrem positioniert. Zwar legt der Optimismus der Spekulanten wieder langsam zu, die Niveaus befinden sich jedoch noch weit von gefährlichem Optimismus entfernt. Die Large Speculators haben ihre Position zuletzt um 6.934 Kontrakte auf 198.708 ausgebaut, die kleineren Spekulanten haben ihre Netto-Long Position auf 48.000 Kontrakte ausgebaut. Die stärksten Anstiege gehen meist mit stark steigenden Long-Positionierungen des Managed Money einher. Obwohl Gold also nur geringfügig unter dem Allzeithoch notiert, sind die Spekulanten alles andere als euphorisch positioniert. Den langsam steigenden Optimismus erkennt man auch an dem deutlich rückläufigen Short-Exposure. Eine negative Divergenz zeigt jedoch das Open Interest, es hat das letzte Rekordhoch nicht bestätigt. Dies könnte für eine kurzfristige Korrektur sprechen. **Insgesamt interpretieren wir den CoT-Report positiv. Kurzfristig scheint es jedoch noch Abwärtspotenzial geben, dies würde auch mit der Saisonalität zusammenpassen.**

# Spezial Report Gold

## CoT Report (Stand per 11. Juni 2011)



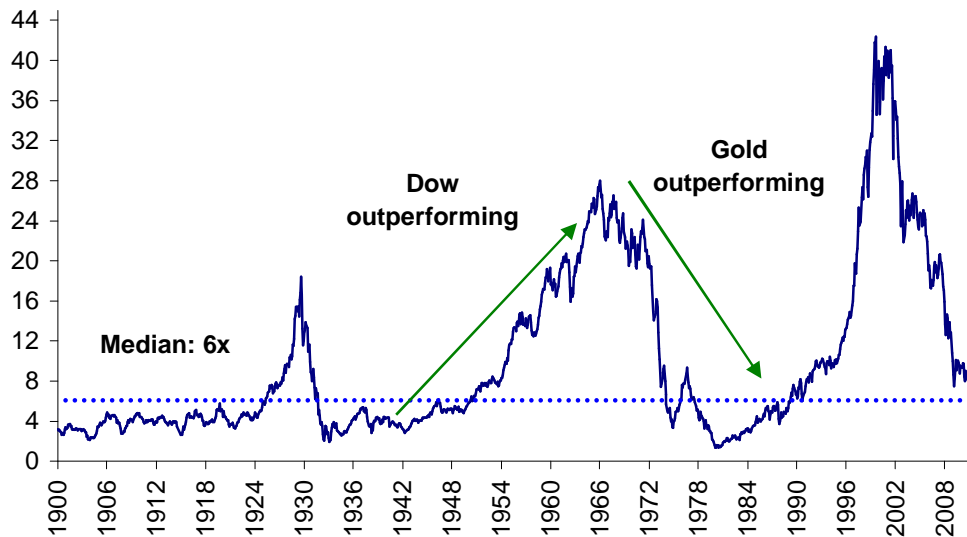
## RATIO-Analyse

Eine Analyse von langfristigen Verhältnissen zwischen Gold und anderen Assets soll dem Anleger zu einer neuen und langfristig orientierten Betrachtungsweise der aktuellen Marktsituation dienen und Über- bzw. Unterbewertungen in Relation zueinander aufdecken.

### 1) Dow / Gold (aktuell 8,1x)

Mit einem Wert von 8,1 liegt das Verhältnis derzeit über dem langfristigen Median von 6x. Das bedeutet, dass Gold in Relation zum Dow Jones aktuell nach wie vor günstig bewertet ist. Bullenmärkte enden jedoch in der Euphorie und im Exzess, insofern gehen wir davon aus, dass noch deutlich niedrigere Werte erreicht werden. Im Jahre 1932 lag das Verhältnis bei 2x, am Ende des letzten Bullenmarktes 1980 lag das Verhältnis bei 1,3x. Wir gehen davon aus, dass im Zuge des säkularen Bullenmarktes wieder Werte von 2x erreicht werden könnten. Bei einem konstanten Dow müsste Gold also auf USD 6.200 steigen.

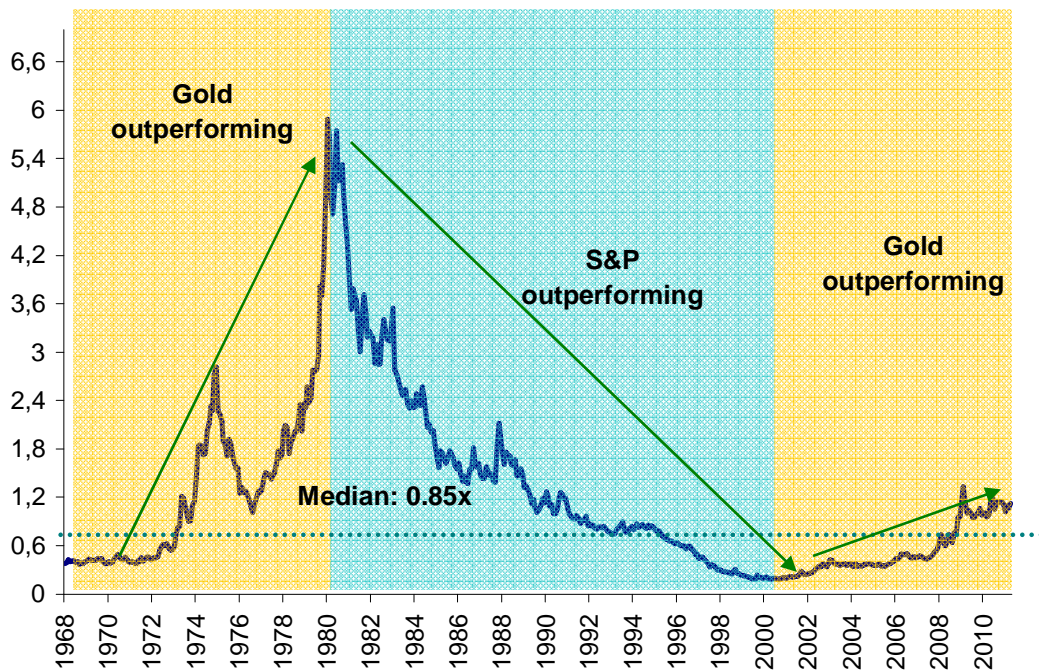
# Spezial Report Gold



Quelle: Erste Group Research, Bloomberg

## 2) Gold / S&P 500 (aktuell 1,12x)

Derzeit liegt das Verhältnis über dem langfristigen Median von 0,85. Vergleicht man die Bewegung der 70er Jahre, so spricht viel für eine dynamische Bewegung in Richtung deutlich höherer Stände. Bullenmärkte enden nicht im Bereich eines langfristigen Medians, sondern im Extrem. Um den Stand von 6 zu erreichen, müsste Gold (bei konstantem S&P) auf mehr als USD 8.000/Unze steigen.



Quelle: Erste Group Research, Bloomberg

## 3) Gold / Silber (aktuell 43x)

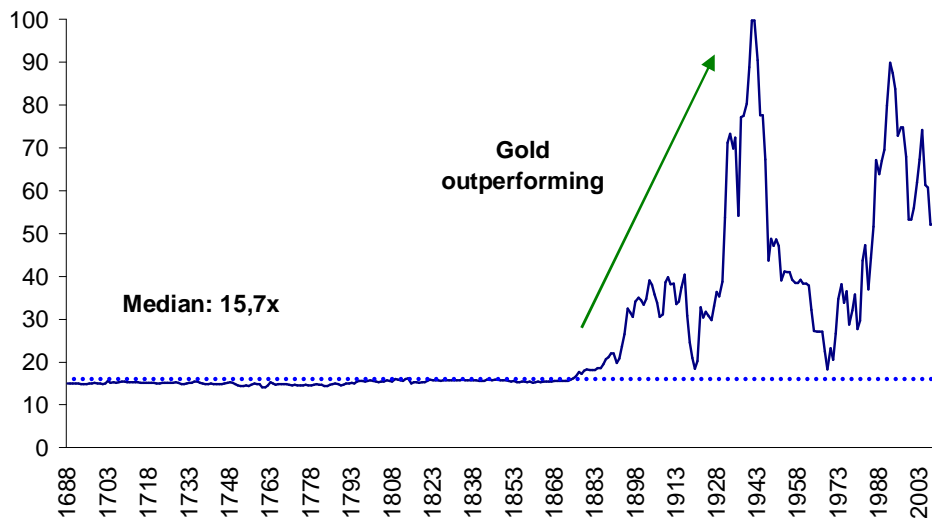
Eine Betrachtung im Verlauf der Jahrhunderte zeigt, dass Gold seit Beginn des 20. Jahrhunderts in Relation deutlich teurer ist als in den 3 Jahrhunderten zuvor. Der langfristige Median (seit 1688) liegt bei 15,7x. Dies deckt sich in etwa auch mit dem Verhältnis der physischen Bestände. So kommt Silber in der Erde ca. 17x häufiger vor als Gold. Lt. USGS

# Spezial Report Gold

sind die gemessenen und vermuteten Ressourcen von Silber sogar lediglich 6x so hoch wie bei Gold.

Silber ist ebenso wie Gold ein monetäres Metall, die industrielle Bedeutung ist jedoch wesentlich größer als bei Gold. Deshalb tendiert Silber während Konjunkturaufschwüngen zu Outperformance, während sich Gold in Stressphasen besser entwickelt. Im langfristigen Schnitt seit 1970 liegt die Korrelation bei 0,68x.

## Gold/Silber-Ratio seit 1688



Quelle: Measuringworth.com, Erste Group Research

Im alten Ägypten war Gold 13,3x so viel wert wie Silber. Das Ratio basierte auf astronomischen Berechnungen (da sich der silberne Mond 13,3x schneller durch den Tierkreis bewegt als die goldene Sonne<sup>119</sup>) und hielt über 800 Jahre bis ins Zeitalter der Lydier. In Zeiten des Bimetallismus lag das Verhältnis meist zwischen 10 und 15. Es ist jedoch klar, dass dies kein vom Markt auserkorenes Verhältnis war, sondern von Regierungen diktiert. **Seit 1870 steigt das Verhältnis an, was auch bedeuten kann, dass der freie Markt Gold als primäres monetäres Metall ansieht.**

## Gold/Silberverhältnis in Zeiten des Bimetallismus

Jahr	Frankreich	England	Venedig	Deutschland	Durchschnitt
1300		9,29	10,84	10	10,04
1350	11,11	11,57	14,44	11,33	12,11
1400	10,74	11,15	11,69	11,37	11,24
1450	11,44	10,33	12,1	11,12	11,25
1500	11,83	11,15	10,97	11,12	11,27
1550	12,07	12,23	11,07	11,38	11,69
1600	11,68	10,9	12,34	11,5	11,61
1650	13,5	13,34	15,37	11,64	13,46
1700				14,81	14,81
1750				14,53	14,53
1800				15,68	15,68
1850		15,7			15,7
1900		26,49			26,49

Quelle: The Prudent Investor, „A History of Money“ John F. Chown

## Gold/Silber-Ratio seit 1970 (aktuell 43x)

Derzeit liegt das Verhältnis bei ca. 43 und somit unter dem Median von 55x. Silber ist somit im 40-jährigen Zeithorizont relativ teuer bewertet. Der Tiefststand des Ratios lag im Jahr 1980,

<sup>119</sup> Vgl. „Geld-Gold-Gewissen“, Gérard Klockenbring bzw. Ferdinand Lips „Gold Wars“

# Spezial Report Gold

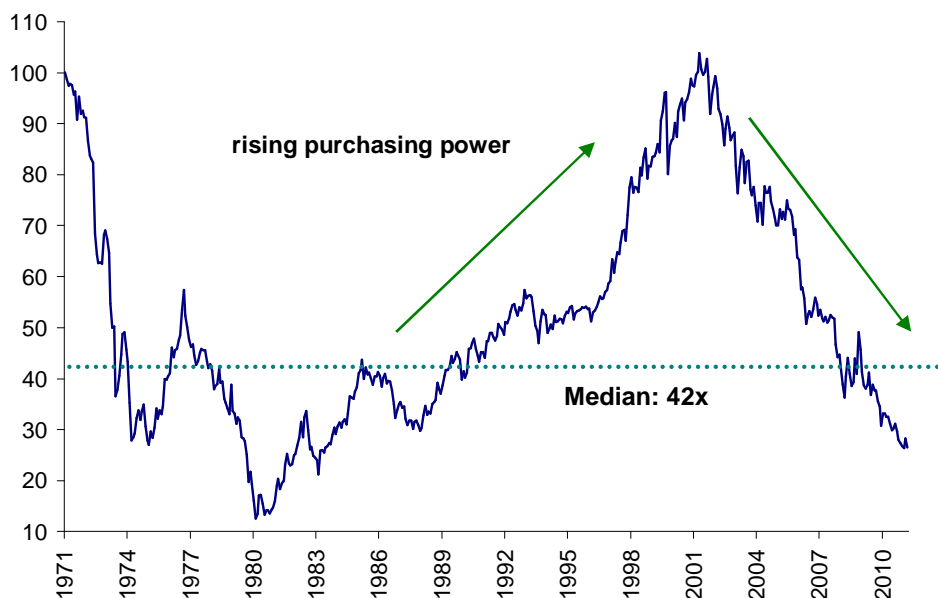
als man für 1 Unze Gold 14 Unzen Silber erhielt. Der historische Höchststand wurde 1940 markiert, damals erhielt man für eine Unze Gold 100 Unzen Silber. Ähnlich hohe Werte wurden auch 1990 erreicht.



Quelle: Erste Group Research, Datastream

## 4) Verfügbares Einkommen / Gold (aktuell 26x)

Vergleicht man das durchschnittliche Pro-Kopf-Einkommen in den USA mit dem Goldpreis, so erkennt man die deutlich nachlassende Kaufkraft in Relation zu Gold. Konnte man mit dem jährlichen verfügbaren Einkommen Anfang 2000 noch mehr als 100 Unzen Gold kaufen, so liegt der Wert aktuell bei 26x. Der Tiefststand des Ratios wurde im Jahre 1980 bei 12x markiert.

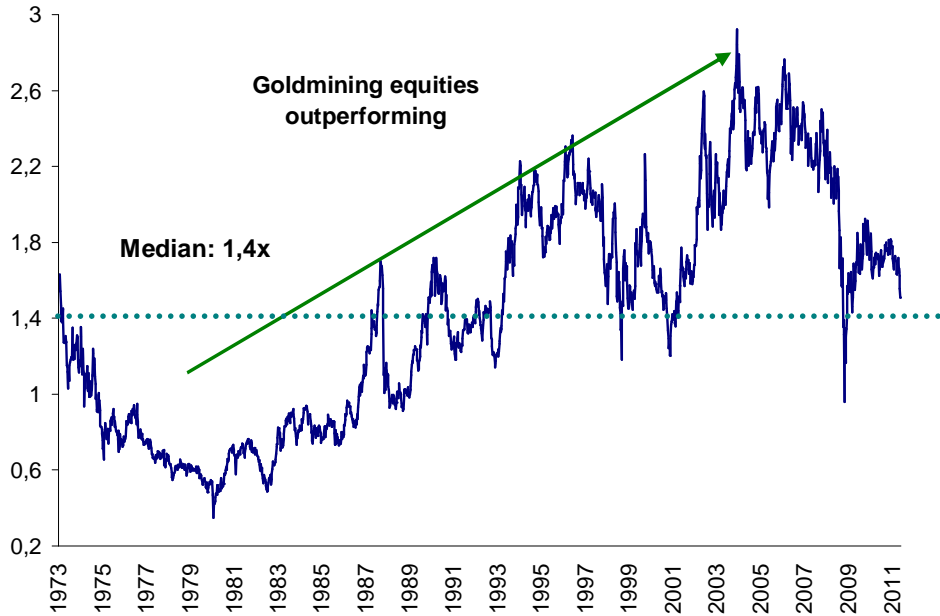


Quelle: Erste Group Research, Datastream

# Spezial Report Gold

## 5) World Gold Mining Index / Gold (aktuell 1,5x)

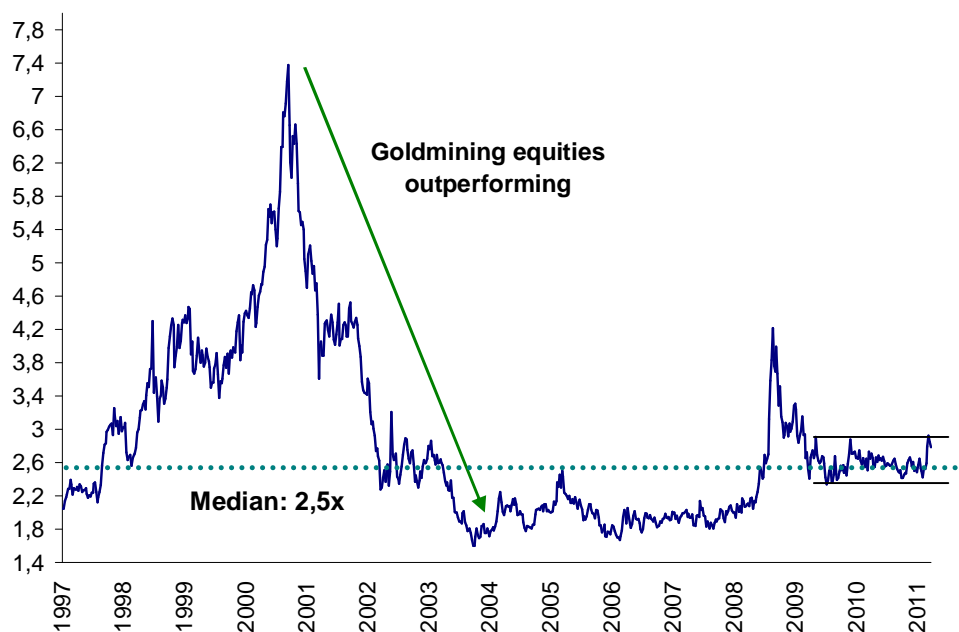
Derzeit liegt das Verhältnis zwischen dem World Gold Mining Index und Gold bei einem Wert von 1,5 und damit geringfügig über dem langfristigen Median von 1,4x. Ein steigendes Verhältnis zeigt Outperformance zugunsten der Aktien an. Anhand der Entwicklung erkennt man, dass Gold-Aktien seit Beginn der Hausse keine Outperformance gebracht haben.



Quelle: Erste Group Research, Datastream

## 6) Gold / HUI (aktuell 2,7x)

Das Verhältnis zwischen Goldpreis und dem Amex Gold Bugs Index (HUI) liegt aktuell bei 2,7. Zwar versucht der Index aus seiner langen und zermürbenden Seitwärtsbewegung auszubrechen, eine nachhaltige relative Stärke konnte jedoch noch nicht ausgebildet werden. Der Seitwärtstrend zeigt also an, dass Goldminen-Aktien im Vergleich zu Gold keine Outperformance aufweisen und seit 2003 mehr oder weniger im Einklang mit dem Goldpreis performen. Der Durchschnitt des Ratios liegt bei 2,8x, im Median liegt es bei 2,5x.

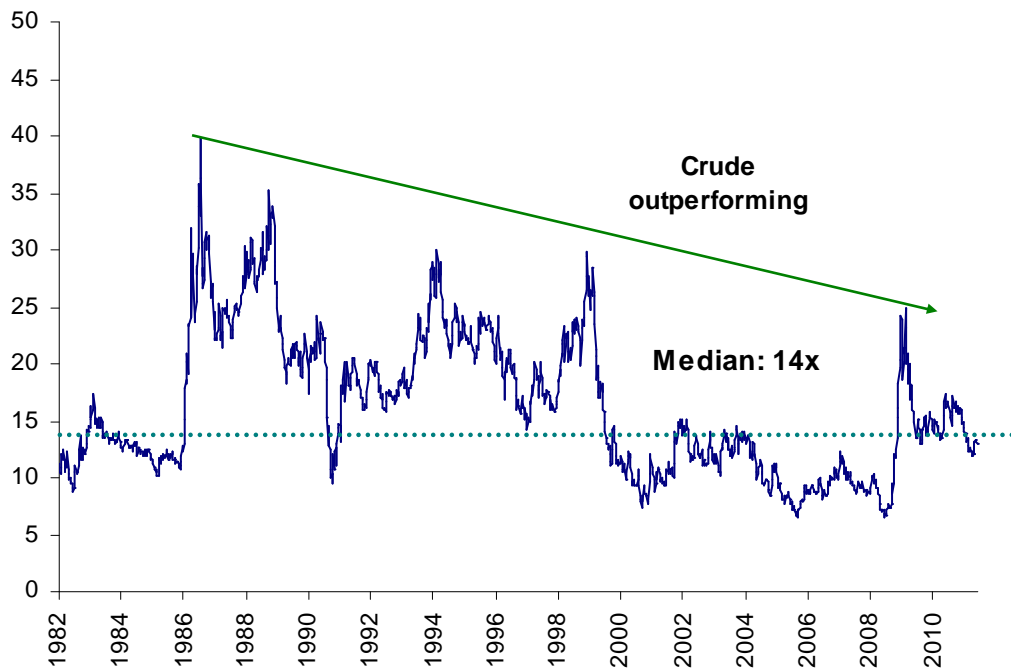


Quelle: Erste Group Research, Datastream

# Spezial Report Gold

## 7) Gold / Öl (aktuell 13x)

Derzeit steht das Verhältnis bei knapp 13 und damit nur geringfügig unter dem langfristigen Median. Das Hoch wurde 1986 markiert, damals konnte man mit einer Unze Gold knapp 40 Barrel Rohöl kaufen. Der historische Tiefstwert lag im Jahre 2008 bei einem Stand von knapp 6 Barrel je Unze.



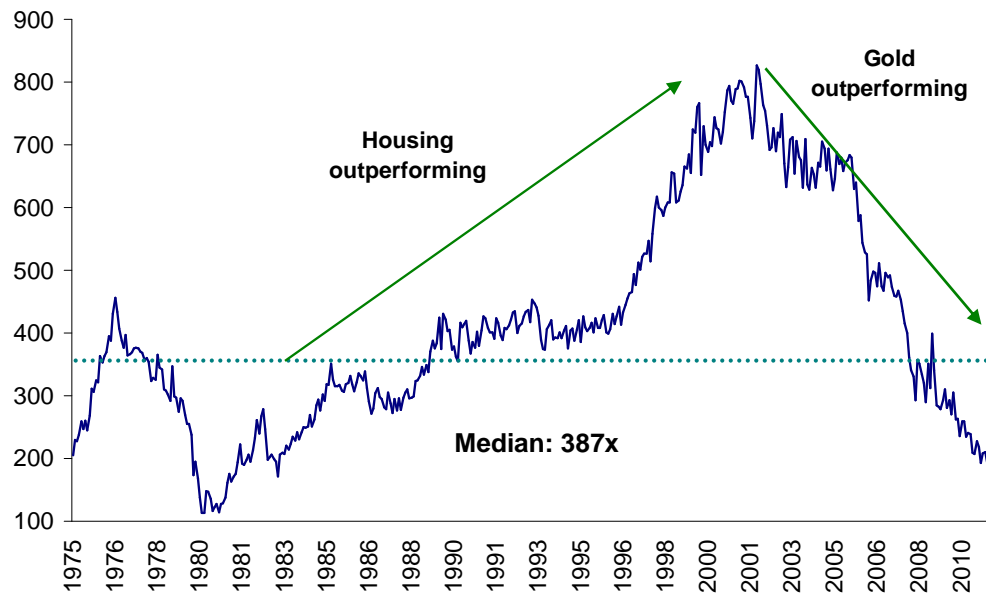
Quelle: Erste Group Research, Datastream

Öl und Gold korrelieren stark positiv. Beide Rohstoffe werden in US-Dollar gehandelt und steigen tendenziell an, wenn der Dollar gegen die wichtigsten Währungen schwächer tendiert. Zudem ist Öl einer der wichtigsten Indikatoren für die Inflation und somit in weiterer Folge auch für den Goldmarkt. Darüber hinaus kann das Argument, wonach die Produktionsspitze des Erdöls erreicht ist bzw. bald erreicht sein wird (Peak Oil), analog auch auf Gold angewandt werden. Auch die beständige Kaufkraft von Gold kann anhand des Ratios gemessen werden. So kann aktuell mit einer Unze Gold beispielsweise die gleiche Menge Öl wie in 1945, 1983 oder 2002 gekauft werden.

## 8) Hauspreis / Gold (aktuell 173x)

Derzeit benötigt man knapp 173 Unzen Gold um ein durchschnittliches Eigenheim in den USA zu erwerben. Im Vergleich zu 2001 bei einem Stand von knapp 800 Unzen je Eigenheim, ist Gold somit in Relation zu Immobilien teuer. Der langfristige Median liegt bei 403x. Der Tiefststand 1980 bei knapp 100 ist jedoch noch weit entfernt.

# Spezial Report Gold



Quelle: Erste Group Research, Datastream

## **Fazit Ratio-Analyse**

Der langfristige Vergleich zwischen Gold und anderen Asset-Klassen zeichnet ein klar positives Szenario. Zwar befinden sich viele Verhältnisse im Rahmen bzw. leicht unter dem langfristigen Median, dies zeigt jedoch, dass die Bewertung derzeit alles andere als exzessiv ist. Das vielzitierte Argument der „Gold-Bubble“ kann somit leicht entkräftet werden. Wir gehen davon aus, dass die Extremwerte aus 1980 angetestet bzw. überschritten werden, nachdem das Ausmaß der Schuldenmisere wesentlich ausgeprägter ist als am Ende des letzten großen Bullenmarktes. **Bullenmärkte enden in der Euphorie, insofern wird unser Argument für den baldigen Eintritt in die Trendbeschleunigungsphase untermauert.**



# Spezial Report Gold

## 19. Fazit

### Gold erlebt derzeit eine Renaissance als Anlageklasse

“Fiat money has no place to go but Gold“  
Alan Greenspan

Die (Finanz)Welt ist derzeit reich an Fragen, aber arm an Antworten. Gold ist unserer Meinung eine der richtigen Antworten in Zeiten chronischer Unsicherheit. Es heißt „Vertrauen ist eine zarte Pflanze; ist es zerstört, so kommt es sobald nicht wieder“<sup>120</sup>. Wir gehen davon aus, dass der Vertrauensverlust der letzten Jahre nicht rasch gutgemacht werden kann und sich noch weiter intensivieren wird. Die Eurozone befindet sich in einer Zerreißprobe, der US-Dollar büßt langsam seinen Status als Weltleitwährung ein.

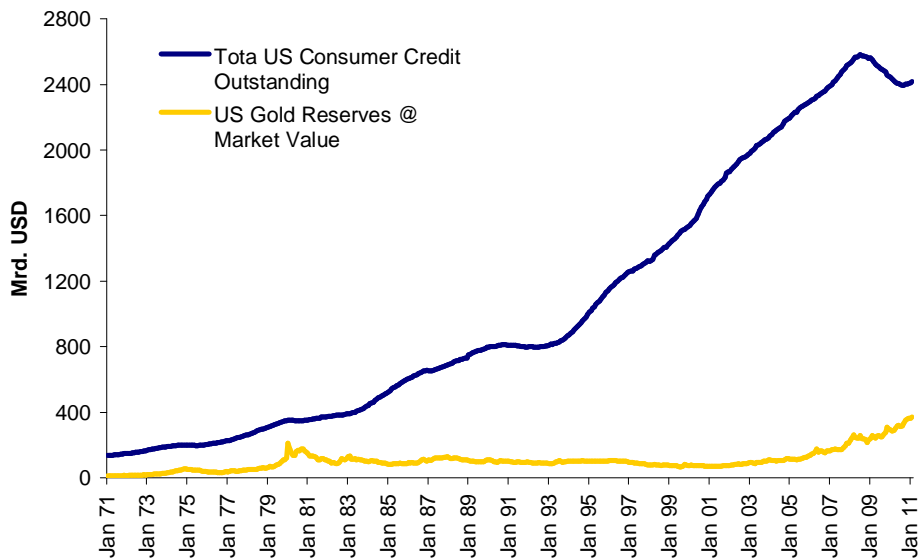
..don't fight the Fed...buy Gold!

Die globale Geldmengenausweitung sollte weiterhin ein positives Umfeld für Goldinvestments garantieren. Die Reaktion auf die aktuelle Krise nährt bereits die nächste Krise. Eine Krise, die durch expansive Geldpolitik entstanden ist, mit denselben Mitteln lösen zu wollen, erscheint kreativ. Die treibenden Kräfte des Wohlstands sind Sparen und Investition, nicht Konsum und Verschuldung. Der schwache US-Dollar ist eine logische Konsequenz der quantitativen Lockerung, was unserer Meinung nach lediglich einen Euphemismus für das Anwerfen der (digitalen) Druckerpresse bedeutet.

Deleveraging hat (noch) nicht stattgefunden

Nachdem ein Großteil der Schulden weder getilgt noch abgeschrieben ist, sondern vielmehr transferiert wurde, ist das Überschuldungsproblem weiterhin nicht gelöst. Es hat (noch) kein Deleveraging stattgefunden, lediglich eine Umbuchung von Privat in Richtung Staat.

### Total Consumer Credit Outstanding vs. US Gold Reserves @ Market Value



Quelle: Fed St. Louis, Datastream, Erste Group Research

“muddling through” statt tiefgreifender Reformen

Eine falsche Diagnose der Ursachen führt zu falschen Lösungsansätzen. Das systemische Problem liegt nicht im zu geringen Steueraufkommen, sondern vielmehr in zu hohen Aufwendungen. Weitere Steuererhöhungen können niemals eine nachhaltige Sanierung der Staatsfinanzen bewirken. Lediglich strukturelle Ausgabenreformen können dies bewirken. Gemäß Schlesinger<sup>121</sup> heißt es, dass heutiges Sparen der Verzicht auf Gegenwartskonsum in der Erwartung vermehrter Konsummöglichkeiten in der Zukunft ist. Beim Kredit verhält es sich umgekehrt, hier steht dem Vorteil heute ein Nachteil morgen gegenüber. Dieser Nachteil scheint jedoch weitgehend ausgeblendet und an die nächsten Generationen weitergegeben zu werden. Obwohl wir mit der höchsten Staatsverschuldung in Friedenszeiten konfrontiert sind, steht eine tiefgreifende Konsolidierung der Staatshaushalte scheinbar nicht zur Diskussion. Die erforderlichen gravierenden

<sup>120</sup> Otto von Bismarck

<sup>121</sup> „Staatsverschuldung ohne Ende? Zur Rationalität und Problematik des öffentlichen Kredits“, Schlesinger, Weber, Ziebarth

# Spezial Report Gold

Einschnitte werden aufgeschoben, die Politik des „muddling through“ munter fortgesetzt. **Eine schmerzlose Therapie der Probleme scheint es nicht zu geben. Wir glauben, dass Gold eine wirksame Medizin ist.**

„flight to quality“ wird sich fortsetzen

**Sowohl der Fear-Trade als auch der Love-Trade<sup>122</sup> sind die treibenden Faktoren für diesen Bullenmarkt.** Die Angst-Komponente wird von den negativen Realzinsen, der überbordenden Staatsverschuldung und der steigenden Angst vor einem Systemkollaps getrieben. Diese Komponente wird derzeit als einziger Grund für den Goldbullenmarkt genannt. Es wird jedoch häufig vergessen, dass China und Indien die treibenden Faktoren auf der Nachfrageseite sind. Die hohe traditionelle Goldaffinität und der steigende Wohlstand werden die Nachfrage langfristig unterstützen. 2020 werden 50% des Welt-BIP's von Emerging Markets erwirtschaftet, im Jahr 2000 betrug der Anteil noch knapp 19%. Ein Großteil der Schwellenländer weist ein deutlich größeres Faible für Gold auf als die Industrienationen.

*“Most great primary bull markets last longer and carry farther than the majority of investors (even the bulls) expect”*

Richard Russel

“The Times They Are a-Changin’”  
Bob Dylan

**Der in den 80er und 90er Jahren geschaffene Ruf des „barbaric relic“ wird schrittweise abgestreift und letztendlich wird Gold wieder zu einer eigenen Anlageklasse avancieren.** Der Wandel hat definitiv psychologische Gründe. Die unerschütterlichen Mythen und Missverständnisse (Gold zahlt keine Zinsen, physischer Goldkauf ist teuer, Gold ist spekulativ und volatil,...) werden derzeit entmystifiziert und relativiert. Nachdem sich im Laufe des 20-jährigen Bärenmarktes zahlreiche solcher Argumente, Diffamierungen und Überzeugungen eingepreßt haben, ist der Meinungsumschwung dementsprechend langwierig und zäh. Trotzdem werden die üblichen (vermeintlichen) Totschlagargumente weiterhin vorgebracht und selbst Ben Bernanke zeigt sich aufgrund des steigenden Goldpreises „verwirrt“ und versteht den Goldpreis nicht<sup>123</sup>.

Die Tatsache, dass nur noch wenige aktive Marktteilnehmer am letzten großen Goldbullenmarkt der 1970er Jahre teilgenommen haben, ist ebenso positiv zu interpretieren. Dies dürfte auch der Grund dafür sein, dass trotz des zehnjährigen Bullenmarktes der Großteil der Investoren noch immer an der Nachhaltigkeit und der Berechtigung des Bullenmarktes zweifelt. **In den 1970er Jahren galt es noch als ungeschriebenes Gesetz, mindestens ein Fünftel des Vermögens in Gold zu investieren.**

*„I prophesy that in 1950 every Treasury in the world will be talking about my ideas, and by that time, of course, the problems will be quite different, and my ideas will be not only obsolete but dangerous.”*

John Maynard Keynes<sup>124</sup>

Gold als Hedge gegen Worst Case Szenarien

**Gold bleibt als Antagonist ungedeckter Papiergeldwährungen ein exzellenter Hedge gegen Worst Case Szenarien.** Das perfekte Umfeld für Gold bedeutet niedriges Realzinsniveau sowie hohes Counterparty-Risiko. Beides ist derzeit klar vorhanden und wir gehen davon aus, dass dies auch weiterhin anhalten wird. Gold ist bei aktuellem Realzinsniveau eine klare Alternative zu kurzlaufenden Staatsanleihen, Girokonto bzw. Termingeld. Nach vielen Jahren chronischer Niedrigzinspolitik, glauben wir nicht, dass Zinsen „à la Paul Volcker“ (ohne einen Systemkollaps) möglich wären. **Insofern dürfte der Goldbullenmarkt aus anderen Gründen enden, als zu Beginn der 1980er Jahre.**

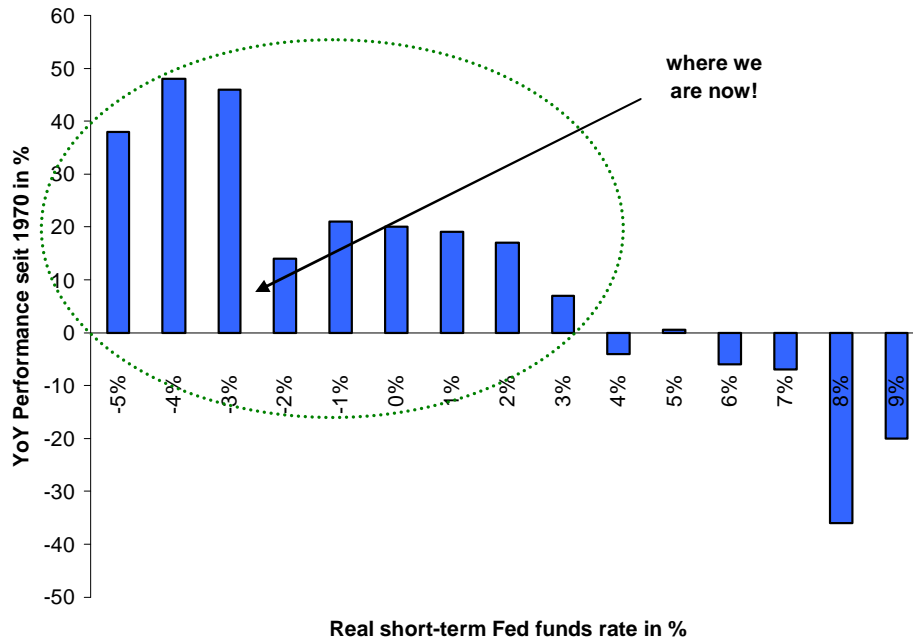
<sup>122</sup> U.S. Global Investors Special Report „Fear Trade and Love Trade“

<sup>123</sup> „Bernanke Puzzled by Gold Rally“, Wall Street Journal, Juni 2010

<sup>124</sup> „The World will save money in the 1950's“, J.M. Keynes, Fortune Magazine

# Spezial Report Gold

## Durchschnittliche Jahresperformance von Gold bei unterschiedlichen Realzinsniveaus



Quelle: Deutsche Bank, Erste Group Research, Datastream

**Niedriges bzw. negatives Realzinsniveau wird weiterhin perfektes Umfeld für Gold garantieren**

**Wir gehen davon aus, dass die Sparbemühungen seitens der US-Regierung angesichts der bevorstehenden Präsidentschaftswahlen nur Lippenbekenntnisse darstellen.**

Angesichts der Wahlen und des anämischen Wirtschaftswachstums scheint eine Neuauflage von Quantitative Easing (unter Einhaltung einer „Beobachtungsfrist“) nicht gänzlich ausgeschlossen zu sein. Um den aktuellen Schwierigkeiten im Finanzbereich aber auch der Realwirtschaft entgegenzuwirken werden Fed und EZB gezwungen sein, die Zinsen vorerst weiterhin auf (historisch betrachtet) extrem niedrigen Niveau zu belassen. Es besteht seit jeher eine **starke Korrelation zwischen negativen Realzinsen und dem Goldpreis. Deshalb denken wir, dass Gold – insb. im aktuell fragilen Umfeld – die unverzichtbare Basis eines Portefeuilles darstellen sollte.**

### Weitere positive Argumente:

- Die weltweite Reflationierungs-Politik wird weiterhin anhalten
- Globale USD-Reserven bei ca. USD 5 Billionen; der Diversifikationsbedarf ist enorm
- De facto Nullzinspolitik in USA, Japan und Europa
- Notenbanken haben ihre Haltung bez. Gold verändert
- Investmentnachfrage wird hoch bleiben, Wall Street entdeckt Gold
- Rohstoff-Zyklus hat noch eine lange Zukunft vor sich
- Geopolitisches Umfeld weiterhin fragil
- Chinesische Notenbank wird Goldbestände weiter aufstocken

### Negative Einflussfaktoren:

- Gold wird oft als eiserne Reserve und Geld letzter Instanz gehalten und somit in finanziellen Extremsituationen liquidiert
- De-Hedging de facto zu Ende
- Futures-Positionierung (CoT) kurzfristig relativ neutral zu interpretieren, Open Interest zeigt negative Divergenz
- Griechenland, Portugal und Italien weisen relative hohe Goldbestände auf und könnten ihre Bestände veräußern (müssen)
- ein Wachstumseinbruch in China würde sich definitiv negativ auf den Goldpreis auswirken
- „Double Dipping“: Rezessionen sind grundsätzlich kein positives Umfeld für den Goldpreis (es sind die Maßnahmen, die während der Rezession gesetzt werden, die den Goldpreis später stimulieren)

# Spezial Report Gold

**Weiterhin  
exzellentes  
Chance/Risiko-  
Verhältnis**

**Nachdem ein Großteil der Schulden weder getilgt noch abgeschrieben, sondern vielmehr transferiert wurde, ist das Überschuldungsproblem weiterhin nicht gelöst.** Was die Stimmungslage betrifft, so sehen wir bei Gold definitiv keine Euphorie-Levels. Skepsis, Angst und Panik sind nie der Endpunkt einer Hausse. Deshalb glauben wir, dass sich unser vor einigen Jahren formuliertes Langfrist-Ziel von USD 2.300 je Unze als konservativ erweisen könnte.

**USD 2.000 bzw.  
USD 2.300 als  
nächste  
Kursziele**

Kurzfristig scheint die Saisonalität für eine weitere Seitwärtstendenz zu sprechen, ab September beginnt die saisonal beste Phase für Gold. Als nächstes **12-Monats-Ziel sehen wir die Marke von USD 2.000. Wir erwarten dass die parabolische Trendphase noch bevorsteht. Im Zuge dieser sollte unser Langfrist-Ziel von USD 2.300 am Ende des Zyklus' erreicht werden.**

*Ronald-Peter Stöferle, CMT*

# Spezial Report Gold

## Contacts

### Group Research

#### Head of Group Research

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

#### Macro/Fixed Income Research

Head: Gudrun Egger, CEFA (Euroland) +43 (0)5 0100 - 11909  
Mildred Hager (SW, JP, Euroland) +43 (0)5 0100 - 17331  
Alihan Karadagoglu (Corporates) +43 (0)5 0100 - 19633  
Peter Kaufmann (Corporates) +43 (0)5 0100 - 11183  
Carmen Riefler-Kowarsch (Corporates) +43 (0)5 0100 - 19632  
Rainer Singer (US) +43 (0)5 0100 - 11185  
Elena Statelov, CIIA (Corporates) +43 (0)5 0100 - 19641

#### Macro/Fixed Income Research CEE

Co-Head CEE: Juraj Kotian (Macro/FI) +43 (0)5 0100 - 17357  
Co-Head CEE: Rainer Singer (Macro/FI) +43 (0)5 0100 - 11185

#### CEE Equity Research

Co-Head: Günther Artner, CFA +43 (0)5 0100 - 11523  
Co-Head: Henning Eßkuchen +43 (0)5 0100 - 19634  
Günter Hohberger (Banks) +43 (0)5 0100 - 17354  
Franz Hörl, CFA (Steel, Construction) +43 (0)5 0100 - 18506  
Elisabeth Springer, (Banks, Real Estate) +43 (0)5 0100 - 11903  
Daniel Lion, CIIA (IT) +43 (0)5 0100 - 17420  
Christoph Schultes, CIIA (Insurance, Utility) +43 (0)5 0100 - 16314  
Thomas Unger, CFA (Oil&Gas) +43 (0)5 0100 - 17344  
Vera Sutudja, CFA (Telecom) +43 (0)5 0100 - 11905  
Vladimira Urbankova, MBA (Pharma) +43 (0)5 0100 - 17343  
Martina Valenta, MBA (Real Estate) +43 (0)5 0100 - 11913  
Gerald Walek, CFA (Machinery) +43 (0)5 0100 - 16360

#### International Equities

Hans Engel (Market strategist) +43 (0)5 0100 - 19835  
Stephan Lingnau (Europe) +43 (0)5 0100 - 16574  
Ronald Stöferle (Asia) +43 (0)5 0100 - 11723

#### Editor Research CEE

Brett Aarons +420 233 005 904

#### Research Croatia/Serbia

Head: Mladen Dodig (Equity) +381 11 22 09 178  
Head: Alen Kovac (Fixed income) +385 62 37 1383  
Anto Augustinovic (Equity) +385 62 37 2833  
Anela Tomic (Fixed income) +385 62 37 2295  
Davor Spoljar, CFA (Equity) +385 62 37 2825

#### Research Czech Republic

Head: David Navratil (Fixed income) +420 224 995 439  
Petr Bittner (Fixed income) +420 224 995 172  
Petr Bartek (Equity) +420 224 995 227  
Vaclav Kminek (Media) +420 224 995 289  
Jana Krajcova (Fixed income) +420 224 995 232  
Martin Krajhanzl (Equity) +420 224 995 434  
Radim Kramule (Oil&Gas) +420 224 995 213  
Martin Lobotka (Fixed income) +420 224 995 192  
Lubos Mokras (Fixed income) +420 224 995 456

#### Research Hungary

Head: József Miró (Equity) +361 235-5131  
Bernadett Papp (Equity) +361 235-5135  
Gergely Gabler (Equity) +361 253-5133  
Zoltan Arokszállasi (Fixed income) +361 373-2830

#### Research Poland

Magda Zabieglik (Equity) +48 22 330 6250  
Tomasz Kasowicz (Equity) +48 22 330 6251  
Piotr Lopaciuk (Equity) +48 22 330 6252  
Marek Czachor (Equity) +48 22 330 6254  
Bianka Madej (Equity) +48 22 330 6260

#### Research Romania

Head: Lucian Claudiu Anghel +40 21 312 6773  
Mihai Caruntu (Equity) +40 21 311 27 54  
Dorina Cobiscan (Fixed Income) +40 21 312 6773 1028  
Dumitru Dulgheru (Fixed income) +40 21 312 6773 1028  
Eugen Sinca (Fixed income) +40 21 312 6773 1028  
Raluca Ungureanu (Equity) +40 21 311 2754

#### Research Slovakia

Head: Juraj Barta, CFA (Fixed income) +421 2 4862 4166  
Michal Musak (Fixed income) +421 2 4862 4512  
Maria Valachyova (Fixed income) +421 2 4862 4185

#### Research Ukraine

Head: Maryan Zablotsky (Fixed income) +38 044 593 - 9188  
Ivan Ulitko (Equity) +38 044 593 - 0003  
Igor Zholonkivskiy (Equity) +38 044 593 - 1784

#### Research Turkey

Head: Erkin Sahinoz (Fixed Income) +90 212 371 2540  
Sevda Sarp (Equity) +90 212 371 2537  
Evrin Dairecioglu (Equity) +90 212 371 2535  
Ozlem Derici (Fixed Income) +90 212 371 2536  
Duygu Kalfaoglu (Equity) +90 212 371 2534  
Mehmet Emin Zumrut (Equity) +90 212 371 2539

### Group Institutional & Retail Sales

#### Institutional Equity Sales Vienna

Head: Brigitte Zeittelberger-Schmid +43 (0)5 0100 - 83123

#### Cash Equity Sales

Dieter Benesch +43 (0)5 0100 - 83131  
Hind Al Jassani +43 (0)5 0100 - 83111  
Werner Fuerst +43 (0)5 0100 - 83121  
Josef Kerekes +43 (0)5 0100 - 83125  
Cormac Lyden +43 (0)5 0100 - 83127  
Stefan Raidl +43 (0)5 0100 - 83113  
Simone Rentschler +43 (0)5 0100 - 83124

#### Derivative Sales

Christian Luig +43 (0)5 0100 - 83181  
Manuel Kessler +43 (0)5 0100 - 83182  
Sabine Kircher +43 (0)5 0100 - 83161  
Christian Klikovich +43 (0)5 0100 - 83162  
Armin Pfingstl +43 (0)5 0100 - 83171  
Roman Rafeiner +43 (0)5 0100 - 83172

#### Institutional Equity Sales London

Head: Michal Rizek +44 20 7623 - 4154  
Jiri Feres +44 20 7623 - 4154  
Tatyana Dachyshyn +44 20 7623 - 4154  
Declan Wooloughan +44 20 7623 - 4154

#### Institutional Equity Sales Croatia

Damir Eror (Equity) +38 562 37 28 13  
Zeljka Kajkut (Equity) +38 562 37 28 11

#### Institutional Sales Czech Republic

Michal Brezna (Equity) +420 224 995-523  
Ondrej Cech (Fixed income) +420 224 995-577  
Michal Rizek +420 224 995-53  
Jiri Smehlik (Equity) +420 224 995-510  
Pavel Zdichynec (Fixed income) +420 224 995-590

#### Institutional Sales Hungary

Gregor Glatzer (Equity) +361 235-5144  
Attila Preisz (Equity) +361 235-5162  
Norbert Siklosi (Fixed income) +361 235-5842

#### Institutional Equity Sales Poland

Head: Andrzej Tabor +4822 330 62 03  
Pawel Czuprynski (Equity) +4822 330 62 12  
Lukasz Mitan (Equity) +4822 330 62 13  
Jacek Krysinski (Equity) +4822 330 62 18

#### Institutional Equity Sales Slovakia

Head: Dusan Svitek +48 62 56 20  
Andrea Slesarova (Client sales) +48 62 56 27

#### Saving Banks & Sales Retail

Head: Thomas Schaulfer +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  
Mag. Martina Kranzl +43 (0)5 0100 - 84147  
Karin Rattay +43 (0)5 0100 - 84112  
Mag. Markus Pistracher +43 (0)5 0100 - 84152  
Günther Gneiss +43 (0)5 0100 - 84145  
Jürgen Flassak, MA +43 (0)5 0100 - 84141  
Antonius Burger-Scheidlin, MBA +43 (0)5 0100 - 84624

#### Fixed Income Institutional Desk

Head G7: Thomas Almen +43 (0)5 0100 - 84323  
Head Germany: Ingo Lusch +43 (0)5 0100 - 84111

#### Fixed Income International & High End Sales Vienna

Jaromir Malak/ Zach Carvell +43 (0)5 100 - 84254  
U. Inhofner/ P. Zagan/ C. Mitu +43 (0)5 100 - 84254

#### Fixed Income International Sales London

Antony Brown +44 20 7623 4159