

In GOLD we trust

Beste Assetklasse der letzten Dekade

Weiches Metall, harte Währung: die REMONETARISIERUNG von Gold hat begonnen

Warum Gold definitiv keine Bubble ist

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

Goldmining-Aktien auf günstigem Niveau

Notenbanken haben ihre Haltung bez. Gold verändert

Neue Phase des Bullenmarktes:
Parabolische Trendphase steht bevor

Investmentnachfrage wird hoch bleiben, Wall Street entdeckt Gold

Weiterhin erstklassiges Chance/
Risikoverhältnis für Goldinvestments

Nächste Kursziel bei USD 1.600,
langfristiges Kursziel: Überschreiten des inflationsbereinigten Allzeithochs bei USD 2.300/Unze

Spezial Report

International Equities

Gold



Spezial Report Gold

Inhalt

	Seite
EINLEITUNG	2
Gold im Kontext der Finanzkrise	7
Inflation vs. Deflation	12
Zunehmende Kritik am Inflationsbegriff	14
Wieso das inflationsbereinigte Hoch bei USD 2.300 unser Kursziel darstellt	16
In welcher Phase des Bullenmarktes befinden wir uns?	18
Wieso Gold definitiv keine Bubble ist	21
Gold ist die optimale Portfolioversicherung	26
Gold is money, nothing else	28
Die Vorzüge eines Goldstandards	28
Manipulation vs. Intervention	30
Papiergold vs. Physisches Gold	31
Exkurs: Die Entstehung von Geld aus dem Blickwinkel der Österreichischen Schule der Nationalökonomie	33
Gold im Kontext einer neuen Weltleitwährung	36
Goldtausch auf Chinesisch	39
Nachfrage	41
Schmucknachfrage	41
Investmentnachfrage	41
ETF's	43
De-Hedging	44
Zentralbanken	44
Industrienachfrage	46
Angebot	47
Minenproduktion	47
Ressourcennationalismus	52
Goldmining-Aktien	53
Charttechnische Analyse	58
Vergleich des aktuellen Chartbildes mit dem letzten Bullenmarkt	62
RATIO-Analyse	64
1) Dow / Gold (aktuell: 9,4x)	64
2) Gold / S&P 500 (aktuell 0,99x)	64
3) Gold / Silber ab Ende Bretton Woods (aktuell 65x)	65
5) World Gold Mining Index / Gold (aktuell 1,7x)	66
6) Gold / Öl (aktuell 13,3x)	67
7) Hauspreis / Gold (aktuell 250x)	67
FAZIT	69
Contacts	72

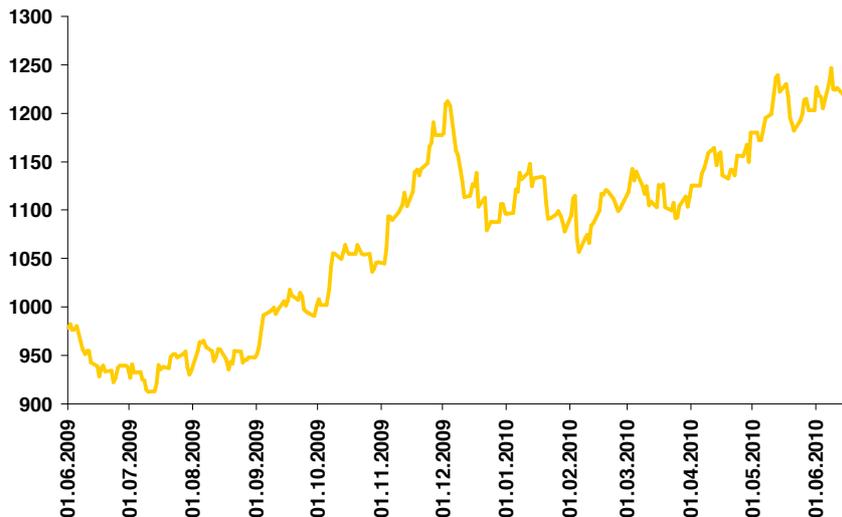
Spezial Report Gold

EINLEITUNG

Glänzende Entwicklung 2009 und 2010

2009 war ein aufregendes und lukratives Jahr für Goldinvestoren. Unser erstes Kursziel von USD 1.300 wurde beinahe erreicht, aber wie bereits öfters formuliert, liegt unser langfristiges Ziel bei USD 2.300/Unze. Die USD 1.000 Marke konnte nachhaltig überschritten werden. Auf Jahressicht legte Gold in USD 24 % und auf Eurobasis 20,5% zu. **2010 und darüber hinaus dürfte aber noch interessanter für Goldinvestoren werden, auf die Gründe wollen wir in unserem 4. jährlichen Goldreport eingehen.**

Entwicklung des Goldpreises seit letztem Goldreport



Quelle: Datastream, Erste Group Research

Gold glänzt zum 9. Mal in Folge

Gold war die beste Assetklasse der vergangenen 10 Jahre. In Dollar gemessen konnte Gold seit 2001 jährlich im Schnitt 16,5% zulegen, auf Euro-Basis waren es 13,5%. Zwar konnten Kupfer und auch Erdöl ähnlich positive Performances markieren, jedoch waren die Volatilitäten deutlich größer und die Trends erratischer. Seit unserer erstmaligen Empfehlung 2007 bei USD 650 konnte Gold praktisch jede andere Anlageklasse eindrucksvoll outperformen. **Auch in 2010 sieht die Performance glänzend aus. Das Plus beläuft sich auf 10,5% (in USD) bzw. 28,5% (in Euro)¹**

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%
2010ytd	28,49%	10,54%	23,13%	16,71%	11,61%	10,59%
Durchschnitt	13,55%	16,46%	17,22%	11,99%	12,63%	14,25%
Median	10,60%	18,90%	12,40%	13,95%	11,56%	17,00%

Quelle: Datastream, Erste Group Research

¹ Stand per 1. Juni 2010

Spezial Report Gold

Gold ist Seismograph für Gesundheitszustand des Systems

Dass Gold schon seit Jahrtausenden Geld ist, dürfte nun im Zuge der weltweiten Vertrauenskrise wiederentdeckt werden. In einer Zeit in der die "black swans" praktisch in Schwärmen fliegen, hat sich der Status des sicheren Hafens einmal mehr bewährt. Gold ist das Geld, für das sich der freie Markt im Laufe der letzten Jahrtausende entschieden hat. Gold war schon immer ein Seismograph für den Gesundheitszustand des Finanzsystems, des Geldwesens und der Inflation. Zwar steht die Eurozone derzeit im Blickpunkt der Diskussion, die Turbulenzen sollten jedoch nicht von der weitaus größeren Misere in den USA bzw. Großbritannien ablenken.

Die Remonetarisierung von Gold hat begonnen

Gold ist ein exzellenter Gradmesser für die Qualität von Papiergeld. Es hat kein Liquiditätsrisiko, es wird rund um die Uhr weltweit akzeptiert und gehandelt. Ein Bonitätsrisiko ist bei Gold ebenfalls nicht gegeben, Gold kann nicht wertlos werden. Das Bedürfnis Gold zu besitzen, beruht auf zwei menschlichen Grundbedürfnissen: Einerseits dem Bedürfnis nach Sicherheit, andererseits dem Wunsch nach Schönheit. Diese beiden Motive verändern sich nicht im Laufe der Geschichte. Wirtschaft verläuft immer in Zyklen. In Zeiten von Prosperität und Wachstum steigt das Vertrauen und der Risikoappetit nimmt zu. Der Wunsch nach einem sicheren Hafen wird vernachlässigt. Dieses Verhalten dreht sich derzeit radikal um, wir glauben dass die Remonetarisierung von Gold nun endgültig begonnen hat.

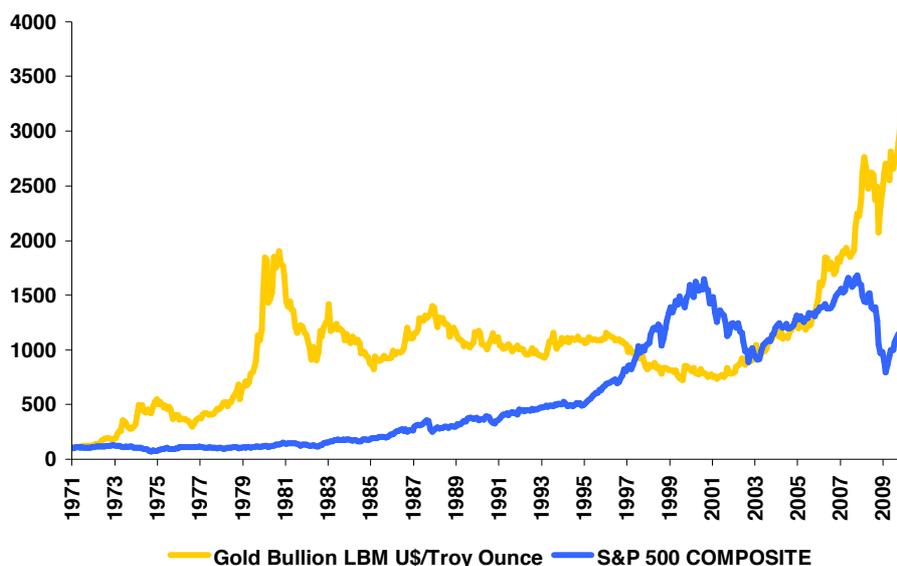
"Gold and silver are money. Everything else is credit"
J.P. Morgan

Warum Gold keine Bubble ist

Vielerorts heißt es, dass der Goldpreis eine „Bubble“ wäre. Dies wollen wir dezidiert verneinen, und auf den nachfolgenden Seiten zahlreiche Gründe geben, wieso die parabolische Phase noch vor uns steht. Auch dass es für einen Einstieg bereits zu spät sei, hört man vielerorts. Aber wer hat beispielsweise Aktien am Boden des Bärenmarktes 1974 gekauft oder Öl 1994 bei USD 14? Zahlreiche Argumente wieso Gold noch weit von einer Blasenbildung entfernt ist, geben wir auf den nachfolgenden Seiten.

Vielerorts heißt es auch, dass Gold ein schlechtes Investment sei. Wenn man Gold im zyklischen Hoch 1980 gekauft hätte, würde dies sicherlich zutreffen, allerdings dauerte der explosivste Anstieg lediglich 3 Monate (Ende 1979 bis Anfang 1980). Vergleicht man Gold mit Aktien so relativiert sich die Aussage. Der Dow Jones benötigte bis 1954, um die Höchststände von 1929 zu überschreiten. Der Nikkei liegt immer noch gut 75 % unter seinem Allzeithoch von 1989. Die kumulierte Performance des Dow Jones seit 1971 beträgt 1400 %, während Gold (ab diesem Zeitpunkt war der Goldpreis nicht mehr gebunden) um den Faktor 40 stieg.

Gold vs. S&P500 seit 1971 (Start 100, beide in USD)



Quelle: Datastream, Erste Group Research

Spezial Report Gold

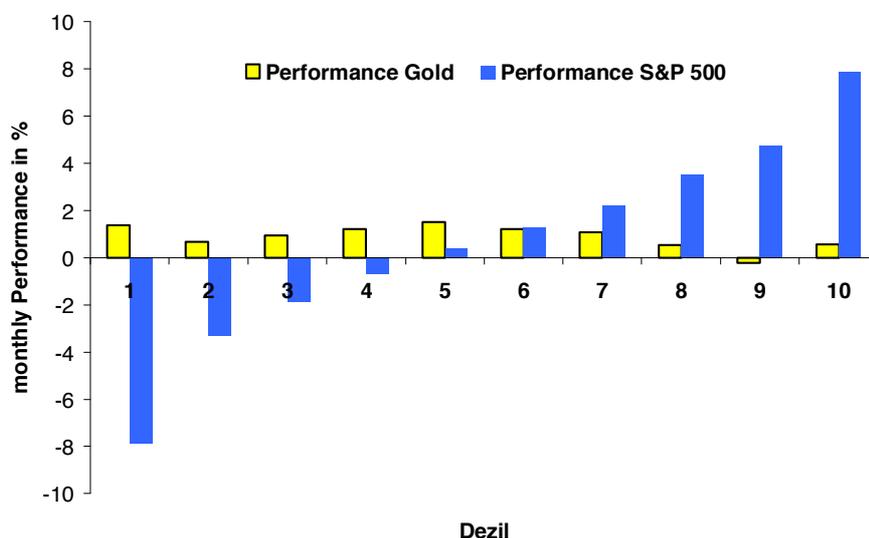
Gold als perfekte Depot-versicherung

Gold wird manchmal als Investment für Untergangspropheten, Pessimisten und Schwarzmalern, die sich den Untergang des Finanzsystems wünschen, bezeichnet. Der Aspekt, dass Gold eine exzellente Depot-Versicherung mit jahrtausenderlanger Geschichte ist, wird jedoch vergessen. Wir folgen insofern dem Motto „Hope for the best, but prepare for the worst“. Niemand der sich eine Feuerversicherung kauft, wünscht sich dass sein Haus abbrennt. Man will sich lediglich gegen ein Ereignis mit negativen Folgen absichern und muss dafür eine Prämie bezahlen. Allerdings muss man die Versicherung besitzen bevor der Schadensfall eintritt.

“Betting against gold is the same as betting on governments. He who bets on governments and government money bets against 6.000 years of recorded human history”
Charles DeGaulle

Nachfolgend sieht man die Entwicklung von Gold in 10 Performance-Dezilen des S&P 500. Dass Gold ein exzellenter „Event-Hedge“ ist, erkennt man daran, dass in 40% der schwächsten Tage des S&P, Gold nicht nur relativ outperformen kann, sondern auch absolut positive Performance ausweist.

Performance Gold vs. S&P in Dezilen



Quelle: Datastream, Erste Group Research

Notenbanken erstmals seit 1988 Nettokäufer

2009 markierte einen Paradigmenwechsel. Die Notenbanken avancierten erstmals seit 20 Jahren wieder zu Nettokäufern. Und dies obwohl Gold – wie vielerorts zu hören und lesen ist – bereits „zu teuer“ wäre. Insb. die indische und die chinesische Notenbank waren einmal mehr auf der Käuferseite vertreten, während innerhalb des Central Bank Gold Agreements (CBGA) kaum Verkäufe gemeldet wurden. Dieser Strukturwandel läutet unserer Meinung nach eine neue Phase des Bullenmarktes ein.

Die ultimative Währung

In einem Umfeld in dem man lediglich nur noch den „Stärksten unter den Schwachen“ sucht, sollte Gold weiterhin glänzende Aussichten vorfinden. Man könnte somit auch sagen, dass nicht Gold aufwertet, sondern die Papiergeldwährungen abwerten, was dazu führt, dass immer mehr Geldeinheiten für den Kauf einer Unze Gold benötigt werden.

Sukzessive Abwertungen der Papiergeldwährungen vs. Gold

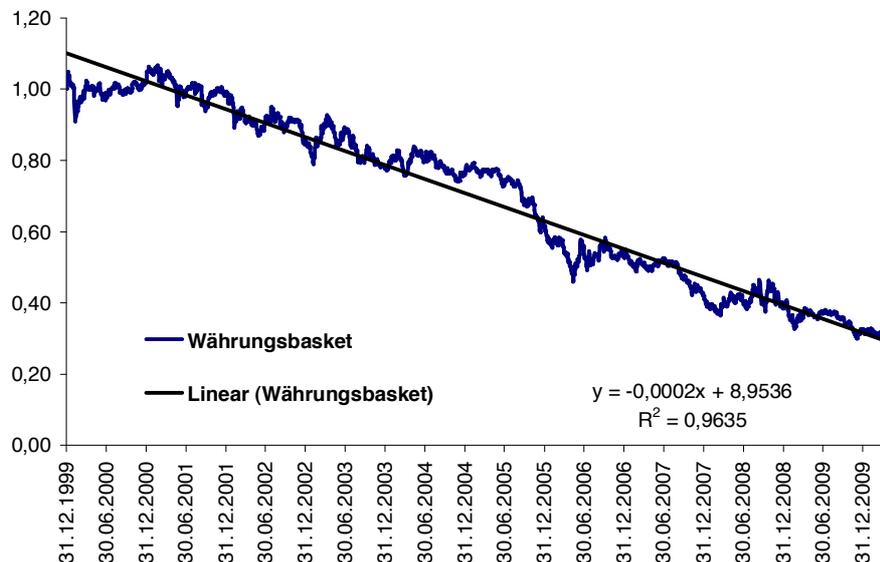
Den klar intakten Abwärtstrend der meisten Fiat-Währungen² im Vergleich zu Gold erkennt man auch anhand des nachfolgenden Charts. Der gleichgewichtete Währungs-Basket besteht aus US-Dollar, Euro, Schweizer Franken, Yuan, Indischer Rupie, Britischem Pfund und Australischem Dollar. Der Abwärtstrend ist klar intakt und befindet sich derzeit exakt auf der Trendlinie. Es gibt wenig Grund zur Annahme, dass sich der Abwärtstrend in naher Zukunft

² 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

abschwächen könnte, insofern verbleiben wir selbstverständlich bei unserer positiven Einschätzung der künftigen Goldpreisentwicklung.

Währungsbasket vs. Gold seit 1999



Quelle: Datastream, Erste Group Research

Abkopplung vom US-Dollar spricht für neue Phase des Bullenmarktes

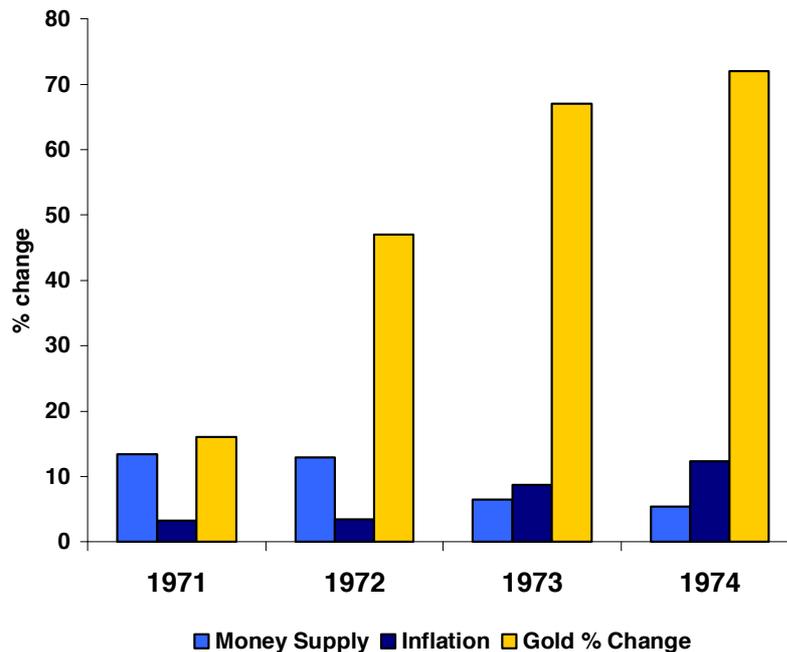
2010 hat sich der Goldpreis nun auch von der Entwicklung des Dollars abgekoppelt. Die jüngste Entwicklung zeigt, dass ein stärkerer Greenback nicht zwangsläufig einen schwächeren Goldpreis bedeutet. Trotz Dollar-Rally hielt sich der Goldpreis auf hohem Niveau und markierte ein neues Allzeithoch. Dies ist insb. aufgrund der schwachen Saisonalität bemerkenswert und könnte ebenfalls für eine neue Phase im Bullenmarkt sprechen. **Bullenmärkte bei Gold charakterisieren sich durch zwei extrem starke menschliche Emotionen: Furcht UND Gier³.** Die Kombination dieser beiden Faktoren dürfte in der letzten Phase des Trends einen parabolischen Anstieg auslösen. Im Zuge dessen erwarten wir, dass unser langfristiges Kursziel von USD 2.300 am Ende des Zyklus³ erreicht wird.

Zahlreiche Punkte erinnern an den letzten großen Bullenmarkt in den 70er Jahren. Ähnlich wie in der letzten Dekade (damals waren es knapp 5.000 Tonnen) wurde auch vor dem letzten Bullenmarkt (insb. von 1961-1972) seitens der Notenbanken massiv verkauft. Nachfolgend erkennt man den Anstieg der Geldmenge, der Inflation sowie die Outperformance von Gold in diesem Zeitraum.

³ Siehe „Beware Counterfeiters“, in „Markets at a Glance“ von Sprott Asset Management

Spezial Report Gold

Geldmengenwachstum, Inflation und Goldpreisentwicklung 1971-1974



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

„Es ereignet sich nichts Neues. Es sind immer dieselben alten Geschichten, die von immer neuen Menschen erlebt werden.“
William Faulkner

Historisch hat jeder Reflations-Zyklus zu einer weiteren Asset-Blase geführt, in den 70er Jahren waren es Rohstoffe. Vieles deutet darauf hin, dass wir vor einer ähnlichen Entwicklung wie 1974 stehen könnten. Kräftige Angebotsverknappungen, wachsende Risikoaversion, fehlendes Vertrauen in Papiergeldwährungen, stark steigende Geldmengen und – früher oder später – eine Erholung des globalen Wirtschaftswachstums könnten zu einer ähnlich impulsiven Entwicklung führen. Zudem geht es der Minenindustrie zwar besser, die Margen sind jedoch nach wie vor nicht sehr hoch und die Grenzkosten liegen teilweise gefährlich nahe am Spot-Goldpreis. Derzeit dürfte jedoch auch bei den westlichen Notenbanken ein Umdenken stattfinden, die Zeit der großen Verkäufe ist definitiv vorüber, während die Notenbanken in den Emerging Markets weiter zukaufen. Der Anstieg mit dem größten Momentum stünde uns also unmittelbar bevor. **Im Zuge dessen erwarten wir das Erreichen unseres langfristigen Kursziels von USD 2.300 je Unze. Der Bullenmarkt der 70er Jahre liess Gold um den Faktor 24 steigen. Auf den aktuellen Bullenmarkt umgemünzt, würde dies ein Kursziel von USD 6.000 bedeuten.**

Spezial Report Gold

Gold im Kontext der Finanzkrise

Positives Umfeld für Gold auf Sicht der nächsten Jahre wahrscheinlich

Das Paradoxon, dass der Auslöser der Krise - also zu billiges Geld - nun mit den gleichen Mitteln bekämpft wird, könnte sich als Treppenwitz der Geschichte herausstellen. Vor 3 Jahren hätte wohl niemand für möglich gehalten, dass die Federal Reserve 1.250 Mrd. an verbrieften Hypothekenkrediten in ihre Bilanz aufnimmt. Dies, sowie unzählige verzweifelte Stimulus- und Rettungsmaßnahmen in den letzten Jahren, sind kaum vertrauensbildende Maßnahmen in Papiergeld-Währungen. Andererseits ist es ein klar positives Argument für Gold und sollte auf Sicht der nächsten Jahre ein positives Umfeld für Goldinvestments garantieren.

Dass sich die Geschichte wiederholt, unterstreicht folgendes Zitat eindrucksvoll:

“We have tried spending money. We are spending more than we have ever spent before and it does not work... We have never made good on our promises.... I say after 8 years of the Administration we have just as much unemployment as when we started, and an enormous debt to boot!”

Henry Morgenthau, Secretary of the Treasury während des New Deal, **Mai 1939**

Geldwertstabilität ein Lippenbekenntnis

Die Federal Reserve wurde seit ihrer Gründung im Jahre 1913, nicht einmal auditiert. Nun dürfte – nach jahrelangen Diskussionen – ein abgeschwächter Vorschlag angenommen werden, der Senat muss jedoch noch darüber abstimmen. Seitens der Fed zeigte man sich empört, einzig Jeffrey Lacker, Präsident der Federal Reserve in Richmond, zeigte sich offen für den Vorschlag⁴. Dass Geldwertstabilität im Mittelpunkt des Handelns steht, dürfte ein Lippenbekenntnis sein. Seit Gründung im Jahre 1913, hat der Dollar 95% an Wert verloren, seit dem Ende von Bretton Woods 1971 sind es 82%. Die Staatsverschuldung hat sich seitdem um den Faktor 44 erhöht. Das Schließen des „Goldfensters“ am 15. August 1971 von Präsident Nixon war de facto eine Bankrotterklärung der USA, innerhalb von 20 Monaten verlor der USD zur D-Mark fast 40%. Die Abwertung im Vergleich zu Gold war noch wesentlich dramatischer. 1971 erhielt man für USD 1000 noch knapp 25 Unzen, 10 Jahre später waren es nur noch 2 Unzen.

Exit-Strategie der Federal Reserve meist zu spät

Die Frage nach dem optimalen Zeitpunkt vom Abschied der Nullzinspolitik ist schwer zu beantworten und – wie so oft – nur im Nachhinein klar ersichtlich. In der Studie „Exits from Recessions“⁵ der beiden US-Ökonomen John Landon Lane und Michael Bordo zeigt sich, dass die Federal Reserve die Zinsen meist zu spät anhebt. Selbst in „normalen“ Rezessionen, die nicht mit schweren Banken- und Finanzmarktkrisen einhergingen, reagierte die Fed meist zu spät. Seit Ende der 60er Jahre misst man seitens der Fed dem Arbeitsmarkt größere Bedeutung zu. Erst nach einer nachhaltigen Erholung am Arbeitsmarkt, wurden die Zinsen üblicherweise angehoben. Die aktuelle Situation erinnert teilweise an die Phase der späten 90er Jahre. Anfang 1997 wollte die Fed die Zinsen langsam anheben. Die Asienkrise, gefolgt von der Russlandkrise und dem LTCM Kollaps machten die damaligen Erhöhungen obsolet, die Fed senkte die Zinsen sogar weiter, was die Nasdaq Bubble zusätzlich befeuerte.

Von der größten Gläubigernation zum größten Schuldner

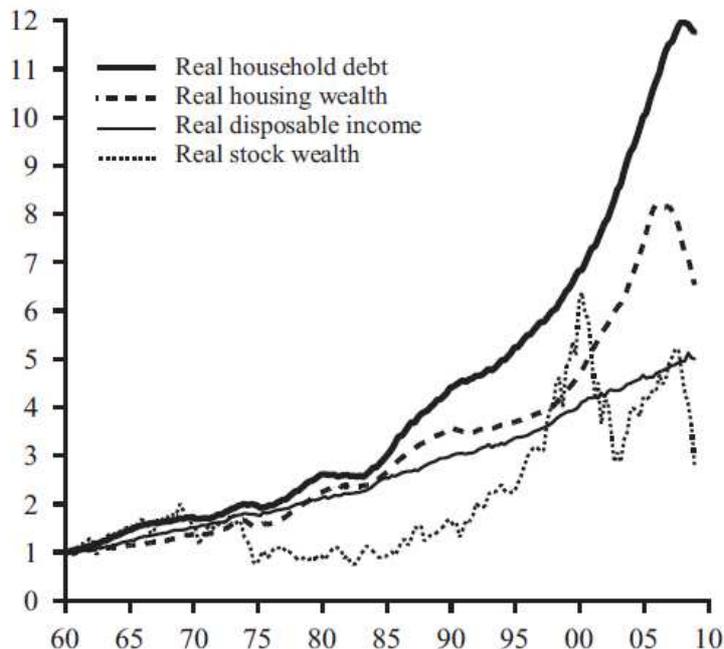
Vor einigen Dekaden waren die USA noch die größte Gläubigernation. In den 60er Jahren begann der Privatkonsum schneller zu wachsen als die Produktion, Wohlstand wurde sukzessive „verkonsumiert“. Die Haushaltsverschuldung in den USA (gemessen als Verhältnis von Schulden zu verfügbarem Einkommen) stieg zwischen 1960 und 1985 von 55% auf 65%. Im Verlauf der anschließenden 2 Dekaden hat sich die Verschuldung mehr als verdoppelt und zwar auf 133% im Jahre 2008. Während dieser Phase wurden die Sparquoten deutlich verringert, weshalb der private Konsum schneller als das verfügbare Einkommen stieg und die US-Wirtschaft antrieb.

⁴ Reuters, 11.05.2010, “Senate OK’s Fed audit as part of bank overhaul”

⁵ Handelsblatt, 15.03.2010, “Auf der Suche nach der Exit-Strategie”

Spezial Report Gold

Real household debt, wealth and income



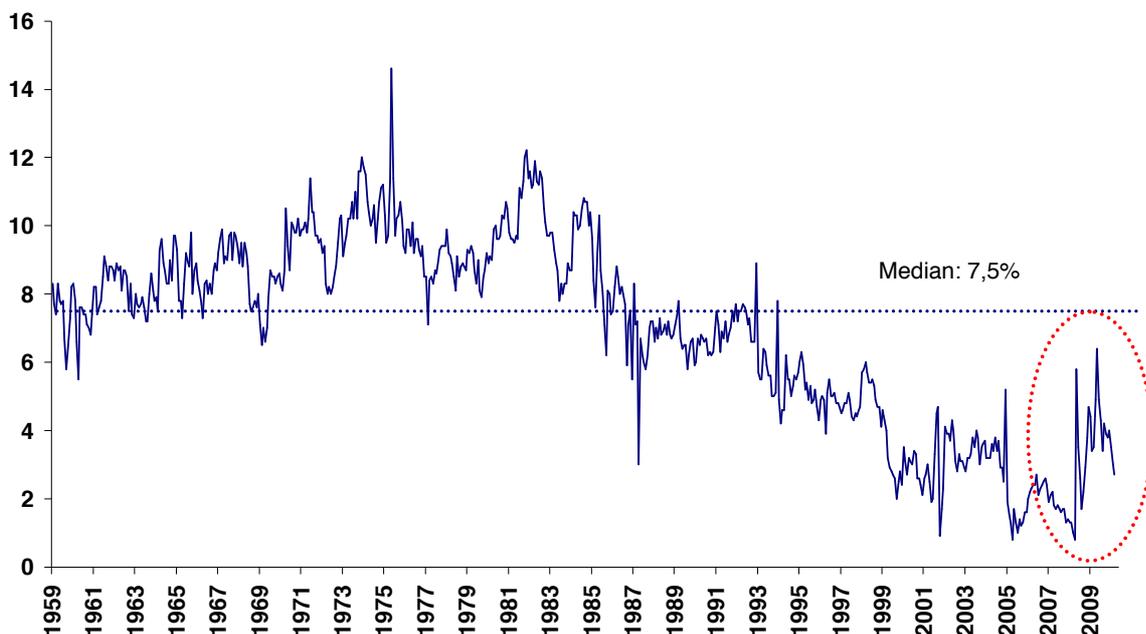
Quelle: Federal Reserve San Francisco

Demonstrativkonsum kann nicht zu Wohlstand führen

Die Entschuldung auf privater Ebene ist somit unvermeidlich. Wenn es durch höhere Sparleistung erreicht wird, würde dies den US-Konsum und in weiterer Folge die Weltkonjunktur treffen. Die zweite Möglichkeit wäre eine Verlagerung der Probleme auf Banken, in Form von weiteren Zwangsliquidierungen. In jedem Fall wird der Prozess schmerzvoll. Der Anteil staatlicher Transferleistungen am Privateinkommen ist zuletzt auf 17,5% gestiegen. Ein Wert der 1960 noch bei 5,6% lag. Dass der US-amerikanische Sparwillen nur kurzfristig im Aufwind war, erkennt man an nachfolgender Grafik. Derzeit wird knapp 3% des verfügbaren Einkommens gespart, im langfristigen Median sind es 7,5%. Dass Wohlstand nicht durch exzessiven hedonistischen Demonstrativkonsum erreicht wird, dürfte in den USA weiterhin unbekannt sein.

Spezial Report Gold

US PERSONAL SAVING AS % OF DISPOSABLE PERSONAL INCOME



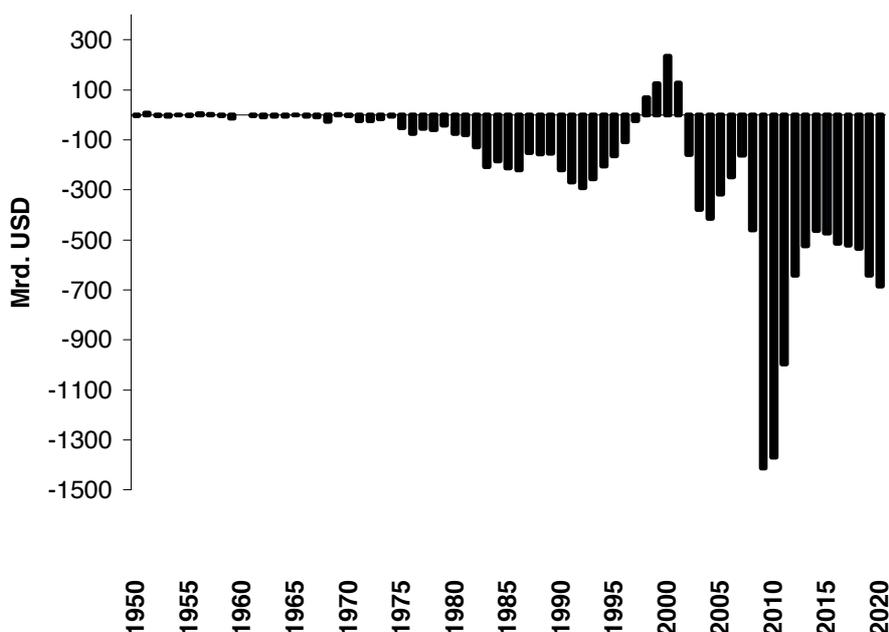
Quelle: Datastream, Erste Group Research

Keine Budget-überschüsse bis 2080?

Überschuldung ist aber nicht nur auf privater, sondern auch auf staatlicher Ebene gegeben. Der „Long Term Budget Outlook“⁶ des Congressional Budget Office (CBO) zeichnet ein trübes Bild. Die Studie für die Periode von 2010 bis 2080 (!!)

beginnt mit den Worten *“Under current law, the federal budget is on an unsustainable path – meaning that federal debt will continue to grow much faster than the economy over the long run...”*. Lt. Bericht werden die USA in den nächsten 70 Jahren kein Budgetplus erwirtschaften können.

CBO BUDGET PROJECTION: DEFICIT OR SURPLUS



Quelle: CBO Budget Estimates, Datastream

⁶ <http://www.cbo.gov/ftpdocs/102xx/doc10297/06-25-LTBO.pdf>

Spezial Report Gold

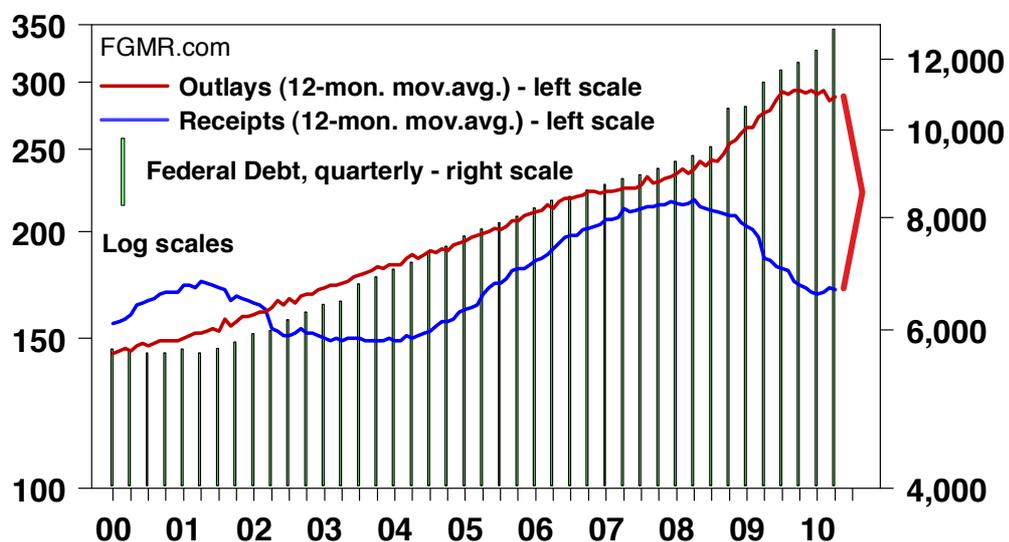
Überschuldung in USA oder GB ähnlich prekär

Auch wenn derzeit Griechenland und die restlichen PIGS Staaten im Fokus stehen, so ist die Situation in den USA und Großbritannien ähnlich prekär. Die Dimensionen sind jedoch weitaus größer. In den USA lassen sich keine Sparmaßnahmen erkennen. Im August letzten Jahres wurde die Prognose für die Neuverschuldung der nächsten Dekade von USD 7 auf 9 Billionen angehoben. Zwischen Mai 2009 und April 2010 stieg der Schuldenstand um USD 1.710 Mrd bzw. 11,7% des BIP. Detail am Rande: 2000 hatte Bill Clinton noch verkündet, dass bis 2010 sämtliche US-Staatsschulden abgebaut sein sollten. Aktuell liegt die US-Verschuldung bei USD 13 Billionen, dies entspricht einer ProKopf-Verschuldung von USD 42.000.

Überschuldung ist ein Teufelskreis

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 wachsen Schulden exponentiell, was langfristig für enorme Probleme sorgt. Sobald die Schulden und die Zinsleistung schneller steigen als die Einnahmen, beginnt der Teufelskreis der Überschuldung. Dass die Kluft zwischen Ausgaben und Einnahmen immer weiter auseinanderklafft, erkennt man auch an nachfolgendem Chart:

Ausgaben, Einnahmen und Budgetdefizit USA (logarithmische Skalierung)



Quelle: www.fgmr.com, James Turk

Die Rinde wurde repariert, das Holz bleibt morsch

Auch die Bilanz der Federal Reserve hat sich dramatisch verschlechtert. Zwischen Dezember 2008 und März 2009 wurden festverzinsliche Wertpapiere in Höhe von USD 1.700 Mrd. erworben. Dies entspricht knapp 12% des BIP. Ein Großteil davon (1.250 Mrd.) waren hypothekenbesicherte Anleihen, deren Marktwert zweifelhaft ist.

Deleveraging dauert im Schnitt 6-8 Jahre

In einer Studie von McKinsey⁷ wurden mehr als 45 Deleveraging-Phasen seit 1930 analysiert. In 50% der Fälle wurden die Schulden durch gesteigertes Sparverhalten abgebaut, was praktisch immer zu Deflation führte. Der Wachstumsweg wurde in der jüngeren Geschichte 3 Mal gegangen, allerdings wurde das Wachstum oft teuer und blutig – in Form von Kriegen – erkaufte. Im Schnitt setzt die Entschuldung 2 Jahre nach Ausbruch der Finanzkrise ein und dauert lt. Studie ca. 6-8 Jahre. Von 1929-1933, also in der "Blüte" der Großen Depression, sank die US-Privatverschuldung um 32%. Im Zuge des privaten Schuldenabbaus muss der Staat sich weiter verschulden um die mangelnde Nachfrage zu kompensieren. Dank dieser Maßnahmen ist das Wachstum zwar positiv, jedoch deutlich unter Potenzial.

History repeats

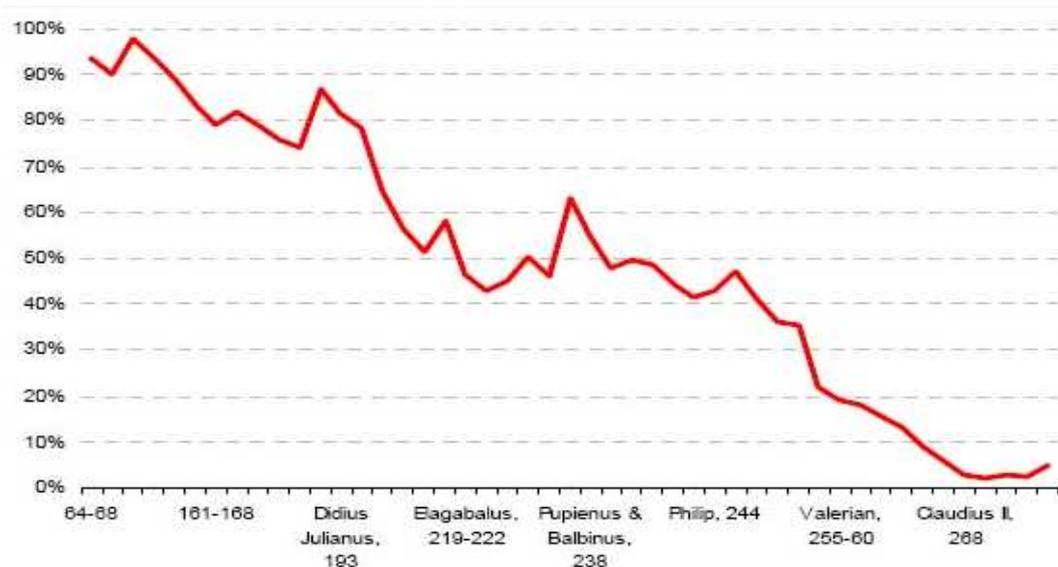
Ein Blick in die Geschichtsbücher offenbart interessante Analogien zum status Quo. Im alten Rom wurde der Silbergehalt des Denarius sukzessive verringert. „Brot und Spiele“, der

⁷ McKinsey&Company, "Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences", Jänner 2010

Spezial Report Gold

übergroße Bürokratie-Apparat und die steigenden Militärausgaben ließen die Staatsfinanzen aus dem Ruder laufen. Zudem wurde die Güterproduktion immer weiter in die Peripherie verlegt. Die Steuerquote stieg bis auf zwei Drittel der Einkünfte, die Größe und Komplexität des Verwaltungsapparates stieg sukzessive. Aufgrund dessen musste die Währung sukzessive abgewertet werden. Im 1. Jahrhundert vor Christus lag der Silber-Anteil noch bei knapp 95%, 286 n. Chr. Bestand der Denarius nur noch zu 0,5% aus Silber⁸. Das Beispiel vom Untergang des Römischen Reiches zeigt eindrucksvoll wie zunehmende Bürokratie und Fehlallokation von Ressourcen zu Inflation und a la longue zum Kollaps führen.

Silberanteil römischer Denarius



Quelle: Société Générale, Tulane University

“The Budget should be balanced, the Treasury should be refilled, public debt should be reduced, the arrogance of officialdom should be tempered and controlled, and the assistance of foreign lands should be curtailed lest the Republic become bankrupt. People must again learn to work, instead of living on public assistance.”

Marcus Tullius Cicero, 55 vor Christus

⁸ Vgl. “Inflation and the Fall of Roman Empire”, Joseph R. Peden, Mises Institute

Spezial Report Gold

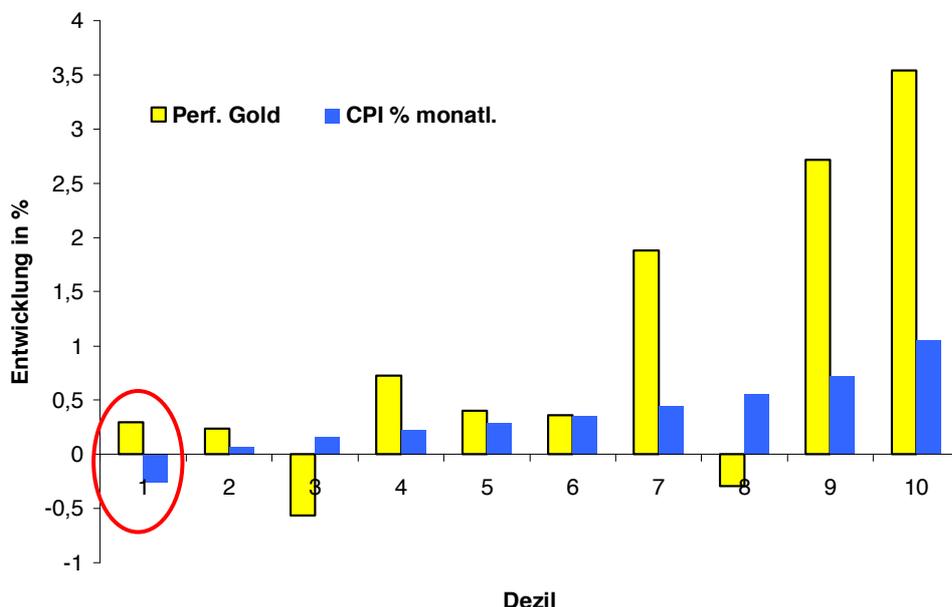
Inflation vs. Deflation

Liquidität in der Deflation, Substanz in der Inflation – Gold erfüllt beide Kriterien

Die zentrale Frage ob Inflation oder Deflation das bestimmende Umfeld der nächsten Jahre sein wird, ist weiterhin unbeantwortet. In inflationären Zeiten sind Sachwerte die bevorzugte Anlageklasse, in der Deflation Cash. Gold ist liquide, teilbar, unzerstörbar und leicht transportierbar. Zudem gibt es einen weltweiten Markt und es gibt kein Default-Risiko, es ist somit Cash oberster Güte. **Insofern ist Gold das optimale Investment in Deflation und Inflation.**

Dies erkennt man auch auf nachfolgendem Chart. Im 1. (deflationären) Dezil kann Gold eine positive Performance ausweisen. Die schwächste Entwicklung zeigt sich bei niedrigen Inflationsraten, im 7., 9. und 10. Dezil der CPI-Entwicklung kann Gold ebenfalls deutlich outperformen.

Entwicklung Gold vs. Inflation in Dezilen



Quelle: Erste Group Research

Inflationierung als einzige Exit-Strategie?

Mittlerweile mehren sich die Stimmen, die eine Inflationierung als einzige gangbare Lösung der Überschuldung bezeichnen. Kenneth Rogoff, ehem. Chefökonom des IWF sagte bereits Ende 2008⁹ im Central Banking Journal, dass eine höhere, aber kontrollierte Inflation in Höhe von 5-6% für die nächsten Jahre gesünder sei, als Deflation in Höhe von 2-3%. Außergewöhnliche Zeiten erfordern außergewöhnliche Maßnahmen, so Rogoff. Er glaubt, dass die Steuern in den USA ansonsten um 30-50 % erhöht werden müssten, was illusorisch sei. So bleibe nur Inflation als „Exit-Strategie“. Auch sein Nachfolger, Chefvolkswirt Olivier Blanchard, legte den Notenbanken nahe¹⁰, statt 2% künftig rund 4 % Inflation zuzulassen. Dies ist insofern bemerkenswert, da der IWF in Vergangenheit stets Geldwertstabilität als oberstes Ziel definierte.

Goldpreis korreliert stark mit Inflationsentwicklung

Zwar ist aktuell ein Absinken der Inflationsraten zu bemerken, ein erheblicher Teil daraus ergibt sich jedoch aus dem statistischen Basiseffekt. Die Goldpreisentwicklung korreliert besonders stark mit Inflation, sobald die Teuerung Extremwerte erreicht. Von 1971 bis 2009 lag der monatliche Korrelationskoeffizient zwischen Gold und der Inflationsrate bei 0,48. In der hochinflationären Phase von 1978 bis 1982 bei 0,76. Als die Inflation in den USA und Europa Ende der 70er auf neue Hochs stieg, tat dies auch der Goldpreis. Ähnliches war auch im Zuge

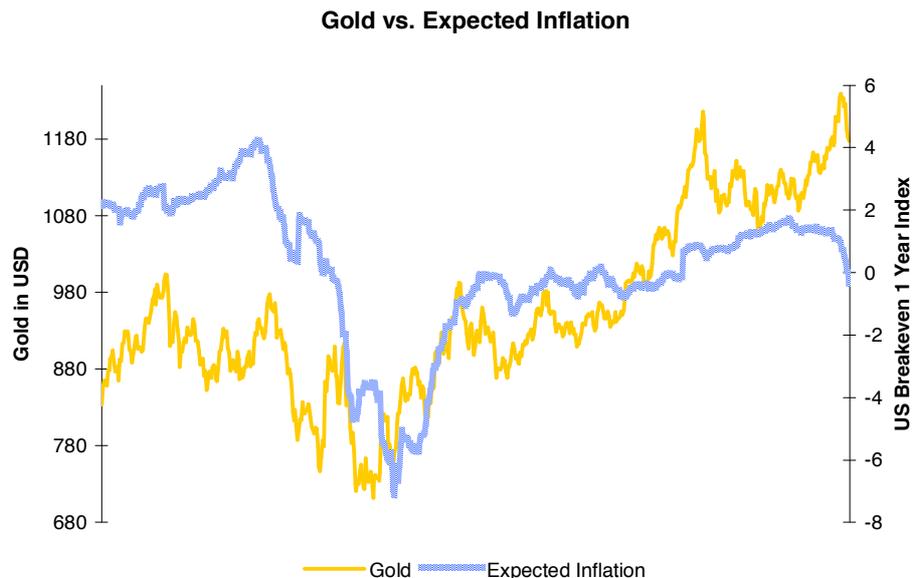
⁹ „Ken Rogoff says Fed needs to set inflation target of 6% to help ease crisis“ Telegraph, 20.02. 2009

¹⁰ „Rethinking Macroeconomic Policy“, 12.2.2010

Spezial Report Gold

der Weltkriege bzw. der Weimarer Republik zu bemerken. Von 1914 bis 1918 stieg die deutsche Geldmenge von 8,5 Mrd. Reichsmark auf 55 Mrd. an, dies ebnete den Weg für die Hyperinflation historischen Ausmaßes. Im Jänner 1919 kostete eine Unze Gold 170 Mark, im November 1923 waren es bereits 87 Billionen Mark. Ein wichtiges Merkmal hoher Inflationsraten ist der rasche Verlust von Vertrauen in die eigene Währung.

Es ist bewiesen, dass ein Goldstandard den besten Schutz vor Inflation bietet. So lag die durchschnittliche jährliche Inflation von 1879 – 1914 bei 0,2 %, bei einer Volatilität von lediglich 2,2 %. Seit 1971 (Ende von Bretton Woods) lag die Volatilität bei 2,8 %, die durchschnittliche Inflation bei 4,6 %.



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

"You have a choice between the natural stability of gold and the honesty and intelligence of the members of government. And with all due respect for those gentlemen, I advise you, as long as the capitalist system lasts, vote for gold"
George Bernard Shaw

Gold ist exzellenter Deflations-Hedge

Gold ist aber auch ein guter Hedge in deflationären Zeiten. Was passiert normalerweise während einer ausgeprägten Deflation? Staatshaushalte werden überstrapaziert, der Finanzsektor steht vor systemischen Problemen, Währungen werden abgewertet um das System zu reflationieren, die Geldmenge steigt sukzessive an. Die Bonität von Unternehmen und Staaten wird in Frage gestellt, das Vertrauen in Papiergeldwährungen sinkt, es findet eine Remonetarisierung von Gold statt.

Deflation	Gold	Silver	Commodities
1814-1830	100%	89%	-50%
1864-1897	40%	27%	-65%
1929-1933	44%	-5%	-31%

Quelle: Roy Jastram, "The Golden Constant" bzw. "Silver, the Restless Metal", Erste Group Research

Goldsektor florierte während der Großen Depression

1933 hob Präsident Roosevelt – im Bemühen die Wirtschaft wieder anzukurbeln – den Goldpreis von USD 20,67 auf USD 35 an, der private Goldbesitz wurde verboten. Im Zuge der Gold-Konfiszierung florierte einerseits der Schwarzmarkt, andererseits flossen enorme Mittel in den Minensektor. Lt. US Bureau of Mines gab es 1940 in den USA 9.000 produzierende Goldminen. Zahlreiche Goldminenaktien verzehnfachten sich, auch die Majors. Heute werden die US-Goldreserven weiterhin mit USD 42,22 bewertet, eine Anpassung an den Marktpreis wird vielerorts gefordert. Nachdem der Goldpreis in den 30er Jahren fixiert war, gibt die Entwicklung der Aktien somit eine gute Indikation:

Spezial Report Gold

Kurs und Dividende Homestake Mining & Dome Mines 1929-1936

	Homestake Mining	Dividende	Dome Mines	Dividende
Low 1929	USD 65	USD 7	USD 6	USD 1
High 1931	USD 138	USD 8,45	USD 13,5	USD 1
High 1933	USD 373	USD 15	USD 39,5	USD 1,8
Hig 1934	USD 430	USD 30	USD 46,25	USD 3,50
High 1936	USD 544	USD 36	USD 61,25	USD 4

Quelle: Ian Gordon, Longwave Group, 19. Oktober 2009

Stärkster Kursanstieg erst in inflationärer Phase

Allerdings war der stärkste Kursanstieg erst nach Ablaufen der deflationären Periode (1929-1932) und dem plötzlichen Einsetzen von Inflation 1932-1935 zu bemerken. Ein ähnliches Szenario könnten wir uns auch für die weitere Zukunft gut vorstellen. Die Stabilität der Goldaktien während des Aktien-Crashes ist wohl damit zu erklären, dass der Goldpreis fixiert war und die Einnahmen der Produzenten somit stabil blieben, wohingegen sämtliche andere Rohstoffpreise kollabierten.

Die Angst vor Deflation dürfte – wenn man sich div. Aufsätze und Reden von Ben Bernanke ansieht (zB. „Deflation: Making Sure “It” Doesn’t Happen Here”¹¹) ganz klar für weitere Interventionen sprechen. Die natürliche Marktbereinigung während einer deflationären Rezession wird wohl um jeden Preis verhindert werden. Dies sollte für Gold ein weiterhin positives Umfeld garantieren.

Zunehmende Kritik am Inflationsbegriff

Warenkorb zeigt Symptome, nicht die Ursache auf

Die Inflations-Diskussion konzentriert sich heutzutage in erster Linie auf die Wirkung der Teuerung, nicht auf deren Ursachen. Dass die Ausweitung der ungedeckten Geldmenge für steigende Preisniveaus verantwortlich ist, wird meist vergessen. Man konzentriert sich lediglich auf die Entwicklung des Warenkorbes, der lediglich die Symptome der Teuerung sichtbar macht.

Geometrische Gewichtung und hedonische Berechnung haben ausgewiesene Inflation deutlich verringert

Die ausgewiesenen Teuerungsraten sind definitiv fragwürdig. Gemäß Shadow Stats, müsste Gold auf USD 7.494 steigen, um den realen Wert von 1980 widerzuspiegeln. 1999 wurde die CPI-Berechnung dramatisch verändert. Die geometrische Gewichtung (steigende Preise werden geringer gewichtet als fallende Preise) und insb. die hedonische Berechnung verringerten die Inflationsdaten von 1999-2003 um mehr als 20%. Bei dieser Methode werden Qualitätsverbesserungen von Produkten in die Berechnung miteinbezogen¹². So verursachen beispielsweise Leistungssteigerungen bei PC's, dass die ausgewiesene Inflation deutlich fällt. Ein Beispiel: Kauft man einen PC um USD 1.000, so würde man beim hedonischen Ansatz nach 2 Jahren (wenn man um USD 1.000 einen PC mit doppelter Leistung) kauft und somit doppelt so viel Leistung für den gleichen Preis erhält, die Inflationsrate (in dieser Teilkomponente des Warenkorbes) mit Minus 50% ausgewiesen werden. Sogar angebliche „Qualitätssteigerungen“ bei Bananen oder Milch wirken sich inflationshemmend aus¹³. Qualitätsverschlechterungen haben hingegen keine Auswirkungen.

Zahlreiche Gründe für (zu) niedrige Teuerungsraten

Zudem sind die Gewichtungen im Warenkorb fragwürdig. So repräsentieren Healthcare-Kosten knapp 17% am BIP, jedoch nur 6% am Preisindex. Zudem wird die Entwicklung der Preise von Vermögenswerten ebenfalls nicht in den Warenkorb einbezogen, er bildet lediglich Konsumgüter ab. Auch das Ignorieren der deutlich gestiegenen Steuerquoten ist ein weiterer Kritikpunkt. Der Hintergrund, niedrigere Inflationsdaten auszuweisen, liegt auf der Hand. Zahlreiche sozialversicherungsabhängige Ausgaben, Transferleistungen, Beamtengehälter, Essensmarken etc. sind von der Valorisierung abhängig. Zudem fällt so auch die Rechtfertigung für (zu) niedrige Zinsen leichter.

¹¹ <http://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/SPEECHES/2002/20021121/default.htm>

¹² Vgl. http://www.gold-eagle.com/editorials_04/evans061304.html

¹³ Vgl. „Das Wagnis der wundersamen Geldvermehrung und ihre Folgen“, Thomas Bachheimer

Spezial Report Gold

Dass die (zumindest gespürte) Inflation deutlich höher als ausgewiesen ist, beweisen zahlreiche Alltagsvergleiche. So stieg der Preis für eine Gallone Benzin seit 1960 um 2.150%, ein durchschnittliches Haus kostet 1.400% mehr. Im Vergleich zu 1970 sind die monatlichen Sozialversicherungsprämien um 1.900% gestiegen¹⁴.

Cantillon Effekt beschreibt Distribution von neu geschaffenen Geld Zudem betrifft Inflation nicht alle Bürger gleichmäßig. Der Cantillon Effekt umschreibt 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.

¹⁴ Grandfather Economic Report, "Who says Inflation is dead ?"

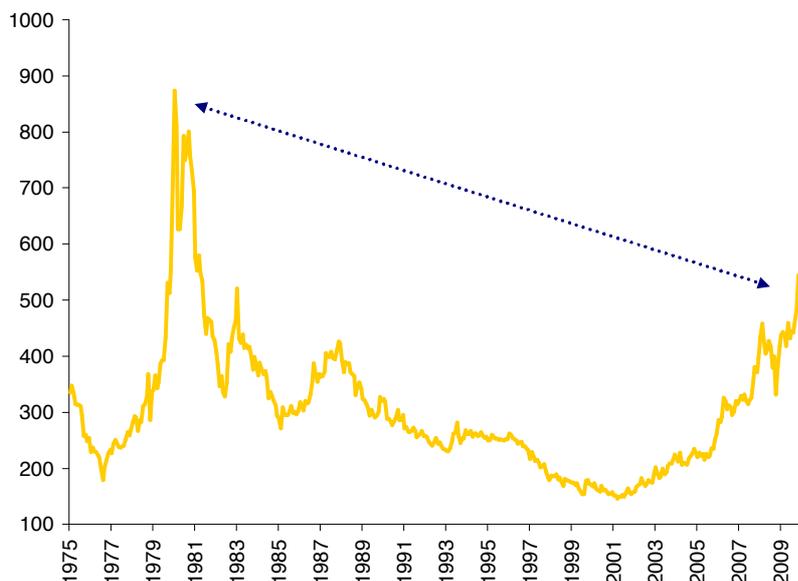
Spezial Report Gold

Wieso das inflationsbereinigte Hoch bei USD 2.300 unser Kursziel darstellt

Inflationsbereinigtes Hoch bei USD 2.300 bzw. USD 7.500

Die jüngsten Kurssteigerungen und das Überschreiten der (psychologisch) wichtigen Marke von USD 1.000 relativieren sich, wenn man den inflationsbereinigten Goldchart betrachtet. Inflationsbereinigt liegt das Hoch vom 21. Jänner 1980 (USD 850) bei USD 2.300 je Unze. Freilich sind dies die offiziellen Daten des Bureau auf Labor Statistics¹⁵. Wenn man die alte Berechnungsweise von 1980 lt. Shadow Stats¹⁶ heranzieht, so müsste Gold auf USD 7.494 steigen um das Hoch aus 1980 real zu übertreffen. Würde man die MZM-Geldmenge von 1980 zum Vergleich heranziehen, so müsste Gold auf knapp USD 10.000 steigen.

Inflationsbereinigter Goldpreis



Quelle: Datastream, Erste Group Research

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 USD 1.897 steigen. Dennoch ist es klar, dass nominelle Vergleiche hinken. Die Qualität eines Dollars heute, unterscheidet sich maßgeblich von einem Dollar des Jahres 1980 oder 2000.

Nominaler Vergleich wenig sinnvoll

Während der Goldpreis Ende der 70er/Anfang der 80er Jahre bei bis zu 850 USD notierte, lag das durchschnittliche amerikanische Haushaltseinkommen bei rund 17.000 USD/Jahr. Heutzutage würde ein vierköpfiger Haushalt mit einem Jahreseinkommen von USD 17.000 bereits weit unter der Armutsgrenze leben. Auch die Verschuldung der amerikanischen Haushalte hat sich innerhalb der letzten Dekaden dramatisch ausgeweitet. Während die Privathaushalte 1987 noch mit USD 10 Billionen verschuldet waren, so liegt der Schuldenstand der US-Haushalte heute bei USD 28 Billionen. Somit ist ein nominaler Vergleich der Goldpreise auf Dekaden zurück nur bedingt sinnvoll, weshalb unser Ziel beim inflationsbereinigten Allzeithoch von USD 2.300 liegt.

Öl hat inflationsbereinigte Hoch überschritten, wann folgt Gold?

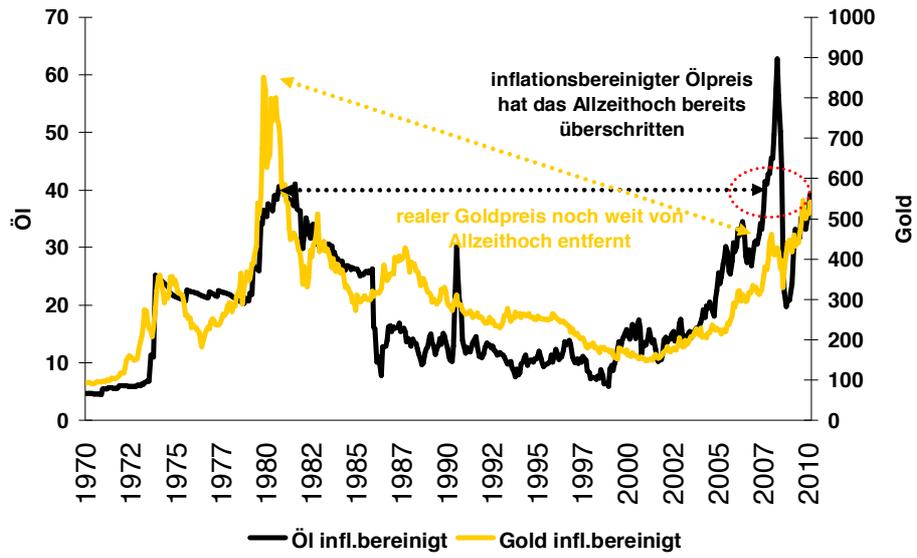
Dass das Überschreiten der inflationsbereinigten Allzeithochs im Zuge eines Bullenmarktes normal ist, hat Erdöl bereits im Jahre 2008 vorexerziert. Das inflationsbereinigte Hoch wurde am Ende des Zyklus in der parabolischen Phase um mehr als 50% überstiegen. Analog dazu müsste Gold inflationsbereinigt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

¹⁵ <http://data.bls.gov/cgi-bin/cpicalc.pl>

¹⁶ <http://www.shadowstats.com>

Spezial Report Gold

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



Quelle: Datastream, Erste Group Research

Spezial Report Gold

In welcher Phase des Bullenmarktes befinden wir uns?

Ein Eckpfeiler der Dow-Theorie ist die Beschreibung der Phasen einer Hausse. Laut Dow spiegeln die 3 Phasen die Zuversicht bzw. das Vertrauen der Investoren wider:

- 1. Akkumulation
- 2. Beteiligung der Öffentlichkeit
- 3. Distribution

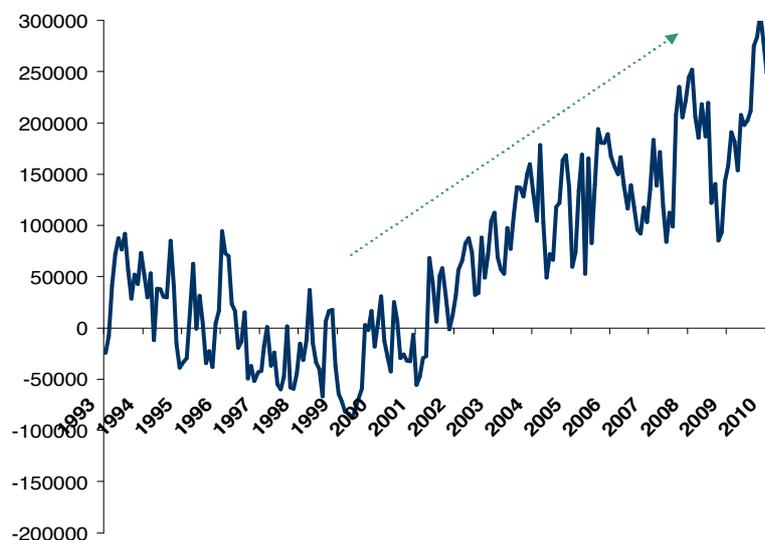
Je länger die Konsolidierung, desto impulsiver der anschließende Bullenmarkt

In der 1. Phase findet ein langwieriger Prozess statt. Wir glauben, dass diese Phase von 1999-2003 ablief. Zu Beginn sind nur „early adapters“ investiert, das fundamentale Bild ist meist schlecht, die Verkäufe überwiegen. Je länger diese Phase andauert, desto stärker die Entwicklung in den Phasen 2 und 3. Der Ölpreis handelte beispielsweise für mehr als 25 Jahre innerhalb einer Bandbreite von USD 10-35. 2004 brach der Preis aus dieser Range aus und stieg innerhalb von 4 Jahren bis auf USD 147 je Barrel. Ähnliches kann man auch an den Aktienmärkten beobachten. Der Dow Jones handelte von 1962 bis 1982 innerhalb einer Spanne von 600 bis 1000 Punkte. Dem Ausbruch folgte ein 18-jähriger Bullenmarkt bis 11.700 Punkte oder 1400% (annualisierte Performance von 16,5%). Das ist die Natur eines Bullenmarktes.

Die zweite Trendphase wird durch bessere Fundamentaldaten, gesteigertem Vertrauen und neuen Investorenschichten geprägt. Die dritte Phase ist schließlich die Euphoriephase die in einem „blow-off“, also einem parabolischen Anstieg endet. Am Ende jedes Zyklus' findet die Distribution des Smart Money statt.

Das steigende Interesse im Zuge des Bullenmarktes erkennt man auch am klar steigenden Kontraktvolumen an der COMEX:

Netto Long-Positionen (COMEX)



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Überschreiten der USD 1.000 als Übergang zu Phase 3?

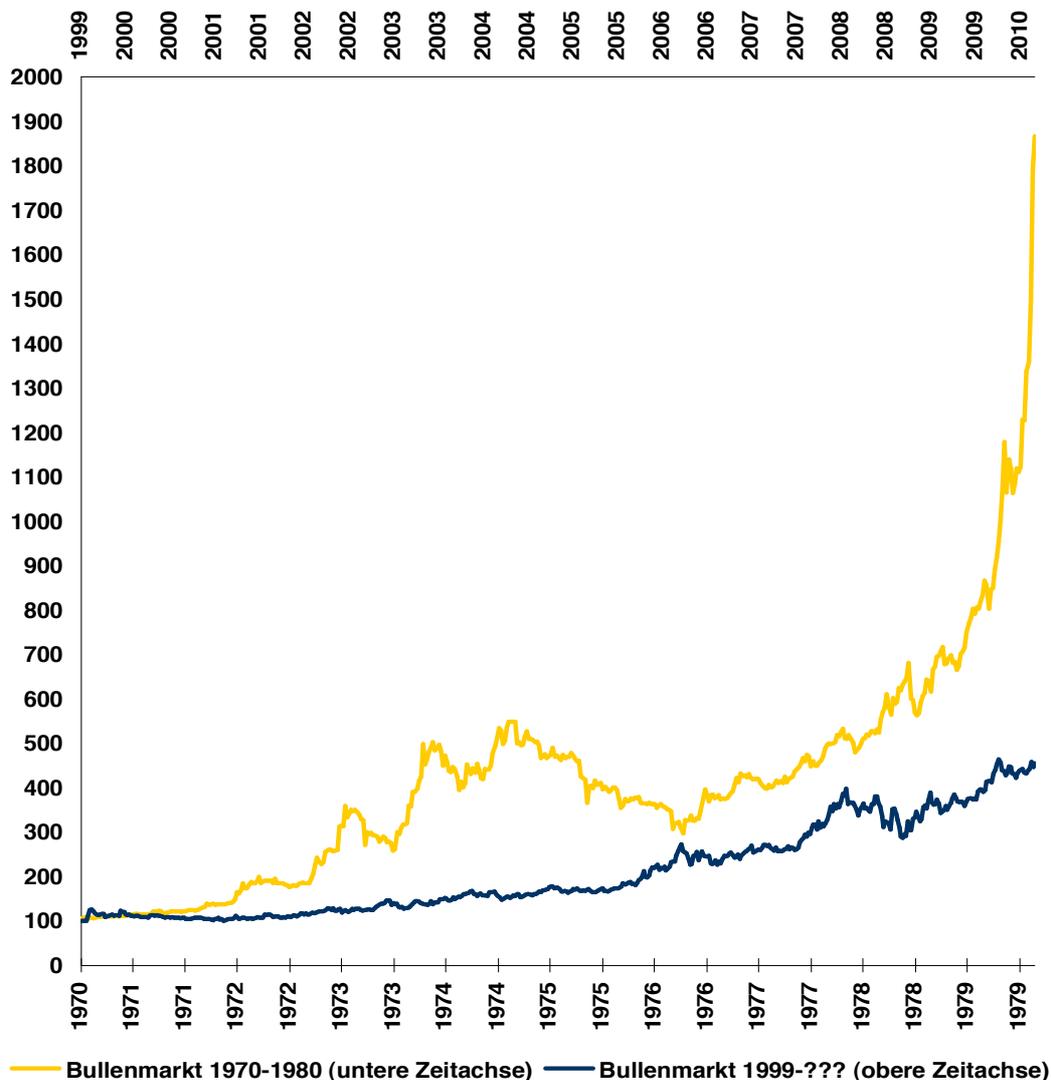
Unserer Meinung nach befinden wir uns gerade am Übergang von Phase 2 zu Phase 3. Gold gewinnt als Investment immer mehr an Akzeptanz. Investoren wie Paul Tudor Jones, John Paulson und David Einhorn melden öffentlich Goldkäufe, die Handelsvolumina nehmen zu, zahlreiche neue Produkte werden lanciert. Zudem gewinnt Gold auch in Asset-Allocations institutioneller Investoren immer mehr an Bedeutung. Wir denken, dass das Überschreiten der „magischen“ USD 1.000 bzw. EUR 1.000 je Unze, das Signal für den baldigen Beginn der Trendbeschleunigungsphase bedeutet. Ähnliches war auch beim Überschreiten bei Rohöl bei USD 100 je Barrel der Fall.

Spezial Report Gold

Bullenmärkte enden in „blowoff“

Wenn wir den aktuellen Bullenmarkt mit dem letzten großen Goldrausch vergleichen, so erkennen wir eine ausgeprägte Distributionsphase, die in einem parabolischen „blow off“ endet. Die letzte, finale Phase endete im Januar 1980 beim Hoch von USD 850 je Unze. Im Laufe der letzten 10 Handelstage stieg dabei der Preis um 35%, in den letzten 6 Wochen hat sich der Preis beinahe verdoppelt (+94%). Ähnliches könnte auch in der finalen Phase des aktuellen Bullenmarktes passieren.

Entwicklung Gold (indexiert ab 100) 1970-1980 bzw. 1999-aktuell



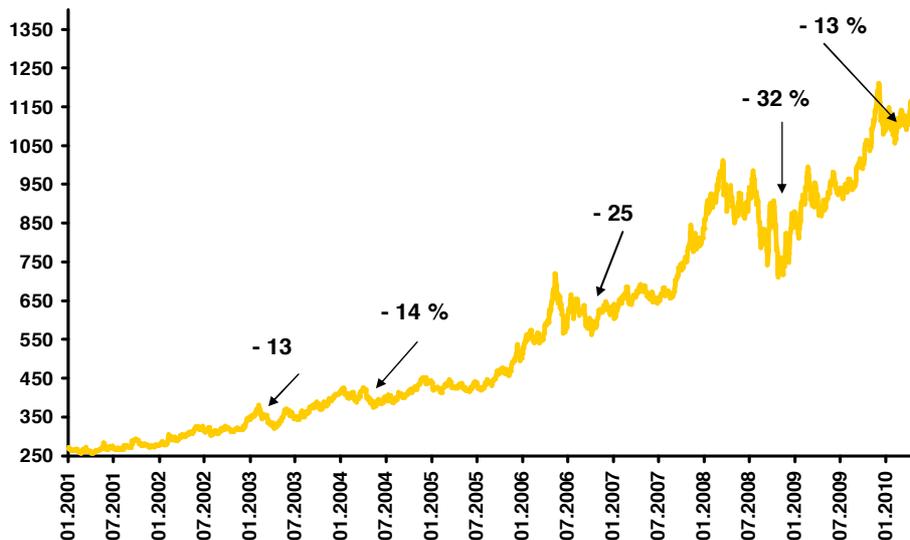
Quelle: Datastream, Erste Group Research

Korrekturen werden immer kürzer

In der aktuellen Phase scheint „buying the dips“ das Motto zu sein. Innerhalb der Korrekturen wechselt das Gold von schwachen in starke Hände. 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 Phase. 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 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.

Spezial Report Gold

Korrekturen seit Beginn des Bullenmarktes



Quelle: Datastream, Erste Group Research

Gold ist ein Gradmesser für Risiko und die Währung der Angst. Insofern könnten sowohl Angst als auch Gier in der finalen Phase des Bullenmarktes die vielzitierte „Irrational Exuberance“ und somit einen parabolischen Anstieg auslösen.

“I can measure the motion of the heavenly bodies, but not the madness of crowds” Sir Isaac Newton

Fest steht, dass Gold – im Vergleich zu 2000 – sicherlich kein Contrarian-Investment mehr ist, obwohl die Skepsis nach wie vor groß ist und zahlreiche Argumente nach wie vor omnipräsent sind. Wenn man sich das Stimmungsbild näher ansieht, dann sind wir von Euphorie weit entfernt, Gold ist definitiv kein Mainstream-Investment. Im Vergleich zur Nasdaq Anfang 2000, ist Gold ein unbeschriebenes Blatt. Würde man heutzutage 10 Personen nach 3 Goldminenaktien befragen, so würde man kaum Antworten erhalten. Ein klarer Unterschied zur Situation vor wenigen Jahren als die breite Masse von Technologieaktien sprach, in hochspekulative Start-Ups investierte, oder US-Konsumenten im Vertrauen auf stetig steigende Immobilienpreise Hypotheken aufnahmen.

Auch in Zahlen ausgedrückt, erkennt man, dass die parabolische Phase bei Gold noch bevorstehen dürfte. So stieg der Nasdaq100 Index 1998 um 85%, 1999 sogar um 102%. Bis zum jähren Ende im März waren es weitere 27% im Jahr 2000. Am Ende der Hausse gab es 30 Aktien die 1999 um mehr als 1.000% zulegen konnten. Ist der Vergleich von Trends unterschiedlicher Asset-Klassen überhaupt zulässig? Unser Meinung nach Ja, weil das menschliche Verhalten und die Emotionen in Extremphasen gleich sind. Gier und Angst und Panik bestimmen den Anfang und das Ende von Bullenmärkten. Insofern gehen wir davon aus, dass sich Gold bzw. Goldaktien ähnlich wie die Nasdaq Ende der 90er entwickeln könnten.

Der letzte Bullenmarkt wurde 1980 jäh beendet. Der damalige Chairman der Federal Reserve, Paul Volcker, erhöht innerhalb weniger Monate den Leitzins auf 20%. Wäre dies heutzutage ebenso möglich? Definitiv nicht! 1980 waren die USA eine der größten Gläubigernationen mit einer positiven Handelsbilanz. Zudem war die Finanzindustrie im Vergleich zum BIP deutlich kleiner, Überschuldung war weder auf privater noch auf staatlicher Ebene ein Thema.

Spezial Report Gold

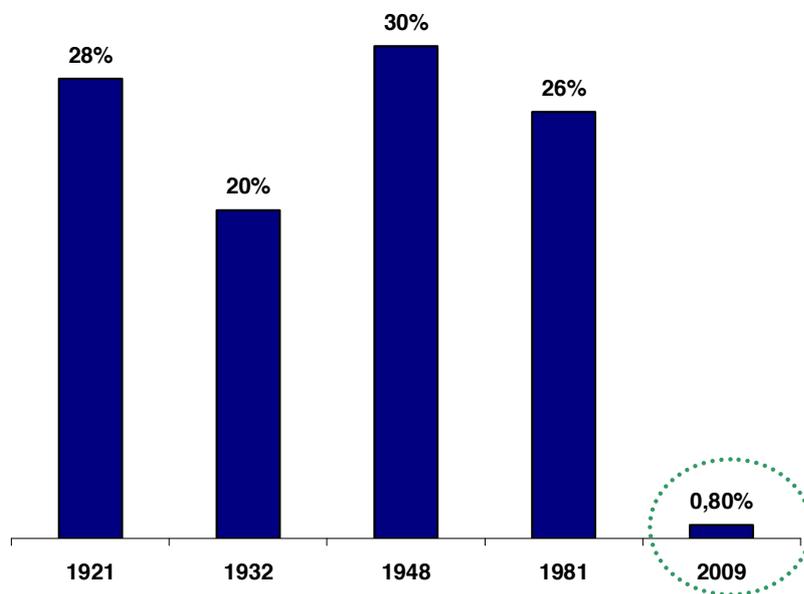
Wieso Gold definitiv keine Bubble ist

Die Unterscheidung zwischen einem Bullenmarkt und einer Bubble fällt vielen Marktteilnehmern und Kommentatoren sichtlich schwer. Immer öfter liest man von der bald platzenden "Gold-Bubble" und einem angeblichen „crowded trade“. Doch sind die Cassandra-Rufe begründet?

Nur 0,8% aller Finanzassets sind in Gold allokiert

Bei Betrachtung der Fakten, relativiert sich die Panikmache rasch. Derzeit sind knapp 0,8% aller globalen Finanzassets in Gold, Goldaktien und ETF's investiert. 1932 lag die Allokation bei 20%, im letzten Bullenmarkt Anfang der 80er Jahre bei 26%. Würden insgesamt 2% aller Assets in Gold allokiert werden, so würde die zusätzliche Nachfrage ca. 85.000 Tonnen betragen. Dies entspricht der Minenproduktion für knapp 34 Jahre. Zwar ist dies ein reines Zahlenspiel, es zeigt jedoch auf, wie unbegründet der Mythos von einer Gold-Bubble ist. Einer alten Weisheit nach, sieht man spekulative Blasen immer dort, wo man selbst nicht investiert ist.

Gold und Goldminenaktien in % des Weltfinanzvermögens



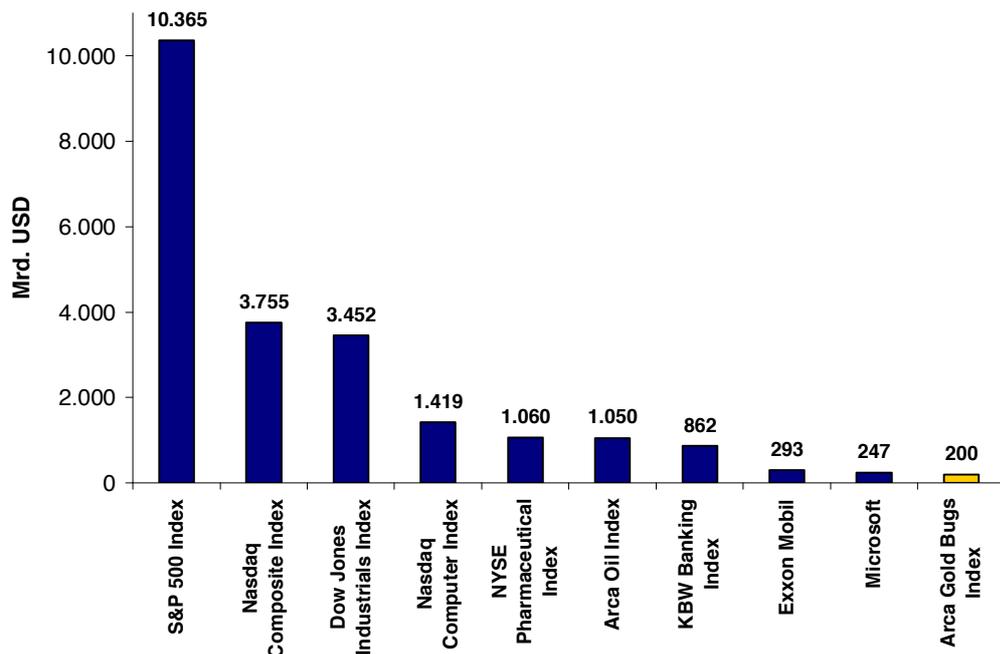
Quelle: Silberjunge.de, Erste Group Research

Amex Gold Bugs Index mit Marktkapitalisierung von USD 200 Mrd.

Ein Blick auf die Marktkapitalisierungen am Aktienmarkt zeigt ähnliches. Derzeit ist der Gold Bugs Index insgesamt mit knapp USD 200 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 (per 20. Mai) auf 1,9% der gesamten Marktkapitalisierung. Verglichen zu Pharmatiteln sind es knapp 20%, selbst Exxon Mobil ist um 50% höher kapitalisiert als alle 16 Aktien aus dem Gold Bugs Index.

Spezial Report Gold

Marktkapitalisierung Aktienindizes und Einzeltitel vs. Gold Bugs Index



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research, Stand per 20. Mai 2010

Physischer Markt teilweise leergefegt

Der physische Markt ist weiterhin im Aufwind. Die Münze Österreich (die zu den 5 größten Prägeanstalten der Welt zählt) feierte 2009 ein Rekordjahr. Es wurden 1,6 Mio. Unzen (in erster Linie Wiener Philharmoniker) abgesetzt. 2007 waren es noch 137.000 Stück gewesen. Insgesamt (inkl. Handelsgold, Barren etc.) stieg das Volumen von 277.600 auf 2.083.000 Unzen in 2009. 2010 dürfte sich dieser Trend fortgesetzt haben, in den 2 Wochen Ende April und Anfang Mai wurden knapp 250.000 Unzen verkauft, dies ist mehr als im gesamten 1. Quartal. Aufgrund der stark gestiegenen Nachfrage mussten Mitte Mai die Online-Shops von Pro-Aurum (einer der größten Edelmetallhändler Europas) kurzfristig geschlossen werden, um die enorme Nachfrage abzuarbeiten.

Verkaufszahlen sind im Vergleich zur Vergangenheit gering

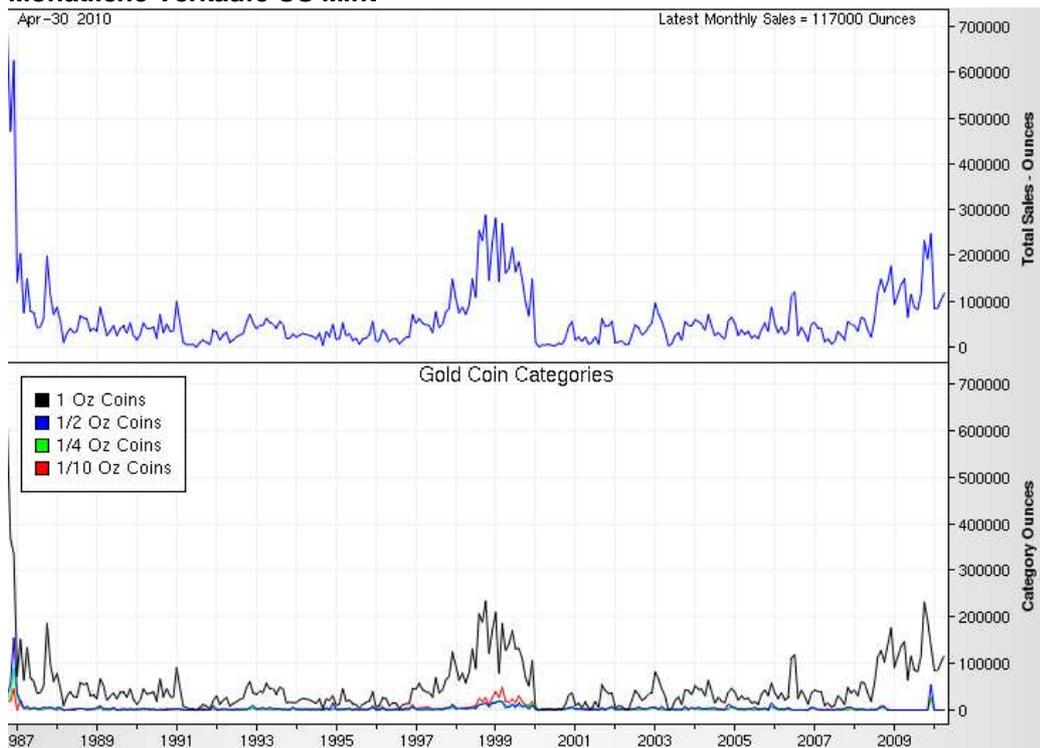
Die hohen Verkaufszahlen relativieren sich jedoch, wenn man sie mit dem letzten großen Goldboom vergleicht. So erwartet Rand Refinery, die den weltberühmten Krügerrand prägt, für 2010 einen Absatz von 1 Million Krügerrand und damit den höchsten Stand seit 26 Jahren. Zwischen 1974 und 1984 wurden allerdings 2-6 Millionen Unzen pro Jahr abgesetzt¹⁷. Auch die Verkäufe der US-Prägeanstalt sind im langfristigen Vergleich nur geringfügig über dem Mittelwert. In den ersten 5 Monaten des Jahres wurden insgesamt 521.500 Unzen Gold verkauft¹⁸.

¹⁷ Financial Times Deutschland, „Überstunden für den Goldkaufrausch“, 28.05.2010

¹⁸ http://www.usmint.gov/mint_programs/american_eagles/index.cfm?action=sales&year=2010#GoldTotals

Spezial Report Gold

Monatliche Verkäufe US Mint



Physische Käufe sind weiterhin auf marginalem Niveau

Trotzdem wird derzeit vielerorts vor Panikkäufen und einer Goldbubble gewarnt. Setzt man die Zahlen in Relation erkennt man aber, dass die Skepsis absolut unbegründet ist. Der Rekordabsatz der Münze Österreich in Höhe von 250.000 Stück in 2 Wochen entspricht (bei EUR 1.000 je Unze) einem Volumen von EUR 250 Mio. Die österreichischen Spareinlagen liegen aktuell bei EUR 260 Mrd. Das bedeutet, dass während der turbulenten „Griechenland-Wochen“ lediglich 0,0961% der österreichischen Spareinlagen in Gold allokiert wurden. Eine Bubble sieht wohl anders aus. Lt. Bloomberg sind aktuell USD 82 Billionen in Anleihen investiert. Die Frage nach einer Bubble wäre hier wohl begründeter.

Bei einem Vergleich von Institutionellem Cash zeigt sich Ähnliches. Die Marktkapitalisierung von US-Geldmarktfonds beträgt per 20. Mai USD 4.123 Mrd. Alle Gold ETF's haben derzeit eine Market Cap von knapp USD 70 Mrd., also lediglich 1,7% des Volumens.

Volumen Gold ETF's vs. Geldmarktfonds



Quelle: Bloomberg, Datastream, Erste Group Research

Spezial Report Gold

Auch seitens der Analysten sind die Prognosen alles andere als euphorisch, wie folgender Screenshot aus Bloomberg beweist. **Die Kursziele liegen im Median bei USD 1.147 (2010), USD 1.163 (2011), USD 1.035 (2012) und USD 988 (2013)**

Bloomberg Screenshot – Analystenschätzungen Gold:



Quelle: Bloomberg, 20. Mai 2010

**Goldaktien
weiterhin
Contrarian-
Investment**

Zudem notieren zahlreiche Major-Produzenten unter ihren Allzeithochs bzw. unter ihrem Buchwert. Auch der Barrons Gold Mining Index notiert unter dem Allzeithoch sowie unter dem Stand von 1981.

Barrons Gold Mining Index 1981-2010



Quelle: Sharelynx.com

Spezial Report Gold

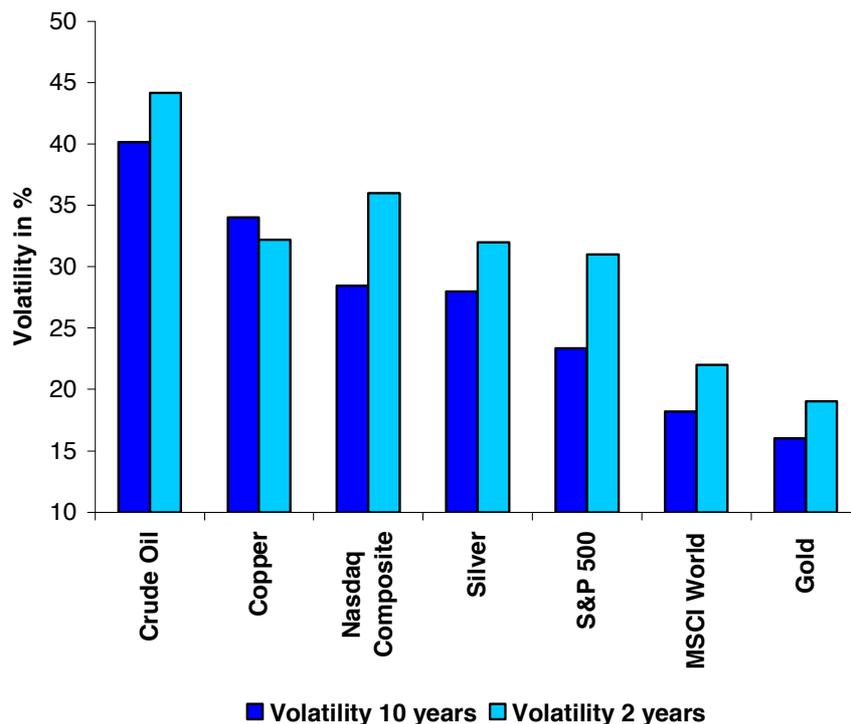
Breite Masse ist noch kaum in Gold investiert Um von einer Bubble sprechen zu können, muss die breite Masse investiert sein. Im Vergleich zur Housing-Bubble oder auch der Internet-Bubble, ist die Beteiligung der Bevölkerung im Goldbereich eher eine diskrete Privatveranstaltung. Oft ist auch zu lesen, dass die TV-Werbungen die zum Verkauf ermutigen, ebenso ein Anzeichen einer Blase sind. Unserer Meinung nach ist genau gegenteiliges der Fall. Im Falle einer Bubble müsste das fernsehende Publikum zu Käufen, nicht zu Verkäufen animiert werden.

Spezial Report Gold

Gold ist die optimale Portfolioversicherung

Auch wenn die weitverbreitete Meinung besteht, dass Gold volatil und somit riskant ist, so sprechen die Fakten eine klar andere Sprache. Sowohl auf Sicht der letzten Monate, als auch langfristig lässt sich erkennen, dass Gold deutlich weniger volatil ist als Aktien (zB MSCI World) oder Commodities (Öl, Silber, Kupfer). Dies bestätigt auch eine Studie des World Gold Council¹⁹. So war die Volatilität der letzten 20 Jahre deutlich geringer als die von Öl, anderen Edelmetallen, dem GSCI Rohstoffindex oder den meisten Aktienindizes. Lediglich Aktien von Junior-Explorern mit geringen Marktkapitalisierungen verdienen die Bezeichnung „hochspekulativ“.

Volatilität 10 bzw. 2 Jahre



Quelle: Bloomberg, Datastream, Erste Group Research

Gold korreliert kaum bzw. negativ zu anderen Anlageklassen

Edelmetalle haben zudem eine geringe Korrelation mit Aktien. Gold weist zum MSCI World (wöchentliche Korrelationskoeffizienten für 3 Jahre) -0,18, zum DAX -0,17 und zu Bond-Indizes de facto keine Korrelation auf. Seit 1990 liegt die Korrelation zwischen Gold und dem S&P 500 bei -0,15.

Ein Indiz für die Remonetarisierung?

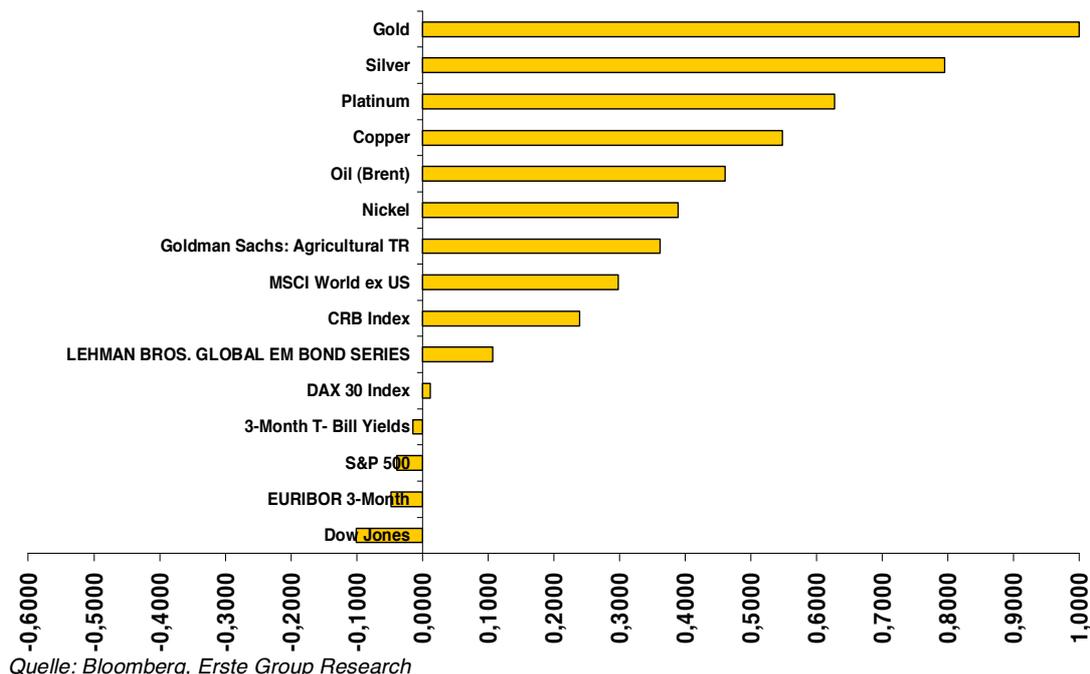
Die traditionellen Korrelationen haben sich zuletzt stark geändert. Die Korrelation zum Euro (die auf 12-Monats-Sicht bei 0,52 lag), drehte sich im Monat Mai auf -0,187 um. Die Korrelation zwischen dem US-Dollar und Gold lag im gleichen Zeitraum bei 0,042, während sie auf 12-Monats-Sicht bei -0,54 lag. Auch zum Rohstoffsektor hat sich die Korrelation abgebaut, so lag sie zum CRB-Rohstoffindex im Mai bei praktisch 0. Auf 12-Monats-Sicht waren es 0,48 gewesen. Gold kann sich somit von Commodities aber auch von den Weltleitwährungen abkoppeln. **Dies könnte bedeuten, dass die monetäre Bedeutung immer stärker wird und Gold nun wieder als Währung gehandelt wird.**

Nachfolgende Grafik zeigt die **fünfjährigen Korrelationskoeffizienten** der wöchentlichen Performances zu anderen Commodities, Aktien- sowie Rohstoffindizes:

¹⁹ "Is gold a volatile asset?", Rozanna Wozniak, World Gold Council

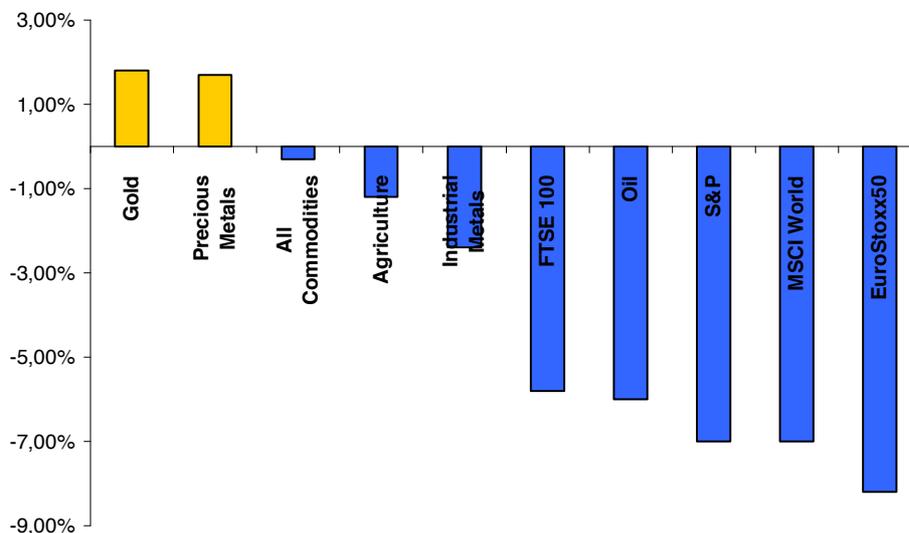
Spezial Report Gold

Korrelation Gold vs. andere Assetklassen



Dass Gold ein exzellenter „Event-Hedge“ ist, erkennt man auch an nachfolgender Grafik. In den 20% der schwächsten Tage im S&P 500, können Edelmetalle und insb. Gold eine klare Outperformance ausweisen.

Performance an 20% der schwächsten Tage im S&P



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

Spezial Report Gold

Gold is money, nothing else

„...we have a problem, trying to define exactly what money is...“²⁰

Geld werden im Allgemeinen 3 wesentliche Funktionen zugeschrieben²¹:

- Tauschmittel
- Wertaufbewahrung
- Wertmessung

Der Markt hat sich im Laufe der Jahrhunderte für Gold und Silber entschieden

Gold erfüllt diese 3 zentralen Funktionen mühelos. Gold ist universell akzeptiertes Geld. Menschen unterschiedlichster Rassen, Klassen, Kulturen und Religionen sehen Gold als Geld an. Oft werden die Begriffe Geld und Währung miteinander verwechselt. Seit Menschen gedenken gibt es den Bedarf nach einem stabilen Tauschmittel. Zwischenzeitlich waren es Zigaretten, Muscheln, Salz oder getrockneter Fisch, à la longue setzten sich jedoch nur Gold und Silber durch. Murray Rothbard erkannte, dass der Markt im Laufe der Jahrhunderte Gold und Silber als Geld gewählt hat. Währungen sind per Definition Tauschmittel, verfügen jedoch nicht über eine Wertaufbewahrungsfunktion oder über einen intrinsischen Wert.

Weitere zentrale Anforderungen an Geld:

- Es muss leicht in standardisierte Einheiten teilbar sein
- Es muss fungibel sein
- Es muss haltbar und praktisch unzerstörbar sein
- Es muss leicht erkennbar sein und bekannte Standards erfüllen, die leicht zu überprüfen sind
- Es muss einen hohen Wert im Vergleich zu Gewicht und Volumen haben
- Es darf nicht beliebig vermehrbar sein
- Der Bestand muss im Verhältnis zum jährlichen Zuwachs groß sein
- Es muss mobil sein und geringe Lagerkosten verursachen
- Es muss niedrige Transaktionskosten aufweisen

Die Vorzüge eines Goldstandards

Dass es ohne Goldstandard keine Möglichkeit gibt, Ersparnisse vor Entwertung durch Inflation zu schützen, schrieb Alan Greenspan in seinem lesenswerten Aufsatz “Gold und wirtschaftliche Freiheit” aus dem Jahre 1966: **“In the absence of the gold standard, there is no way to protect savings from confiscation through inflation. There is no safe store of value.”**

Gold = Stabilität

Goldgedeckte Währungen dürften auch 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.

1815 wurde in England ein Goldstandard eingeführt, im Laufe der nächsten Dekaden folgten 50 weitere Nationen. Die Phase zwischen 1880 und 1914 wird oft als sprichwörtliche „Goldene Ära“²² bezeichnet. Die Zeit des klassischen Goldstandards war geprägt von stetem Wirtschaftswachstum, freiem Kapitalfluss über die Landesgrenzen hinweg, weitgehendem Weltfrieden, politischer und wirtschaftlicher Demokratie, sowie kultureller bzw. gesellschaftlicher Fortschrittlichkeit. Der Lebensstandard der Arbeiterklasse stieg dramatisch an, Sklaverei und Leibeigenschaft wurden beendet. Gold und Freiheit sind unzertrennbar

²⁰ Alan Greenspan, 17. Feb. 2000

²¹ Vgl. Gregor Hochreiter, “Krankes Geld, Kranke Welt”, S.30

²² Murray Rothbard, 1980, “What has Government done to our Money?”, S.46

Spezial Report Gold

miteinander verbunden. 1914 verließ die Welt schließlich den Goldstandard, die europäischen Regierungen konnten es sich nicht leisten, einen Weltkrieg unter den Beschränkungen des Goldstandards zu führen.

Goldstandard bedeutet Gift für die Politik

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. Dass Gold Freiheit bedeutet, unterstreicht auch die Tatsache, dass sowohl Lenin, als auch Mussolini und Hitler zu Beginn ihrer Diktaturen den privaten Goldbesitz verboten²³.

²³ Vgl. Ferdinand Lips, "Why Gold-Backed Currencies Help Prevent Wars"

Spezial Report Gold

Manipulation vs. Intervention

Ein schmaler Grat zwischen Intervention und Manipulation

Es ist ein schmaler Grat zwischen Intervention (meist staatlicher bzw. politischer Eingriff) und Manipulation (negative Besetzung im Sinne von „Einflussnahme“). Dass bei Anleihen und Währungen massiv interveniert wird, ist offiziell und legitimisiert. Zuletzt bestätigte der deutsche Wirtschaftsminister Rainer Brüderle, dass die Federal Reserve am Währungsmarkt interveniert²⁴. Es sei normal und üblich, dass Notenbanken am FX-Market einschreiten, jede Notenbank habe einen Zielkorridor für den Wechselkurs der eigenen Währung. Es wäre also naiv zu glauben, dass dies bei Gold nicht stattfinden würde.

„So far as manipulation was concerned, it appeared to have one of 3 objects: Making the public buy, sell or keep out. And I judged that the manipulators were endeavouring to do the opposite.“ Richard D. Wyckoff

Besonders im Goldsektor stehen Verschwörungstheorien an der Tagesordnung. Im Laufe der letzten Jahre wurden jedoch viele Beweise gefunden, die ganz klar für eine Preisdrückung von Gold und Silber sprechen. Dass ein steigender Goldpreis nachlassendes Vertrauen in das Finanz- und Währungssystem signalisiert, liegt auf der Hand. Dass daran weder Notenbanken noch Politik Interesse haben, ist ebenso logisch. Insofern sind die Motive für eine Preisdrückung klar und plausibel.

Dies belegen auch zahlreiche Zitate honoriger Protagonisten:

*“That’s why the possibility that gold would be sold caused the gold price to drop by \$5. You don’t have to sell gold, you just have to breathe [that you may] one day”*²⁵

*“...Joint intervention in gold sales to prevent a steep rise in the price of gold, however, was not undertaken. That was a mistake”*²⁶

*“Nor can private counterparties restrict supplies of gold, another commodity whose derivatives are often traded over-the-counter, where central banks stand ready to lease gold in increasing quantities should the price rise.”*²⁷

*“If we are dealing with psychology, then the thermometers one uses to measure it have an effect. I was raising the question on the side with Governor Mullins of what would happen if the Treasury sold a little gold in this market. There’s an interesting question here because if the gold price broke in that context, the thermometer would not be just a measuring tool. It would basically affect the underlying psychology.”*²⁸

Letztere Aussage ist besonders bemerkenswert, da der Goldpreis hier als Thermometer des Finanzsystems bezeichnet wird. Die Diskrepanz zwischen Greenspans Aussagen als Wissenschaftler (Vgl. „Gold und wirtschaftliche Freiheit“) und späterer Notenbanker sind enorm.

Dass am Goldmarkt interveniert wird, lässt sich auch quantitativ belegen. Der nachfolgende Chart zeigt die Intraday-Bewegungen von Gold innerhalb der letzten 4 Jahre. Die ca. 1000 inkludierten Handelstage zeigen einen klaren Intraday-Kursverlauf. Während der Goldpreis im frühen (asiatischen) Handel tendenziell steigt, bricht er nach dem 1. und dem 2. Fixing in London (zeitgleich mit Handelsbeginn in New York) dramatisch ein, um sich im weiteren Verlauf langsam wieder zu erholen.

²⁴ „German Economics Minister confirms Federal Reserve Active in FX Markets“, The Prudent Investor, 28. Mai 2010

²⁵ Chairman Miller (Fed chairman 1978 - 1979)

<http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC19780321meeting.pdf>

²⁶ Paul Volcker, ehemals Federal Reserve Chairman und nun Berater von Barack Obama, 12. Februar 1973

²⁷ Alan Greenspan, 24. Juli 1998

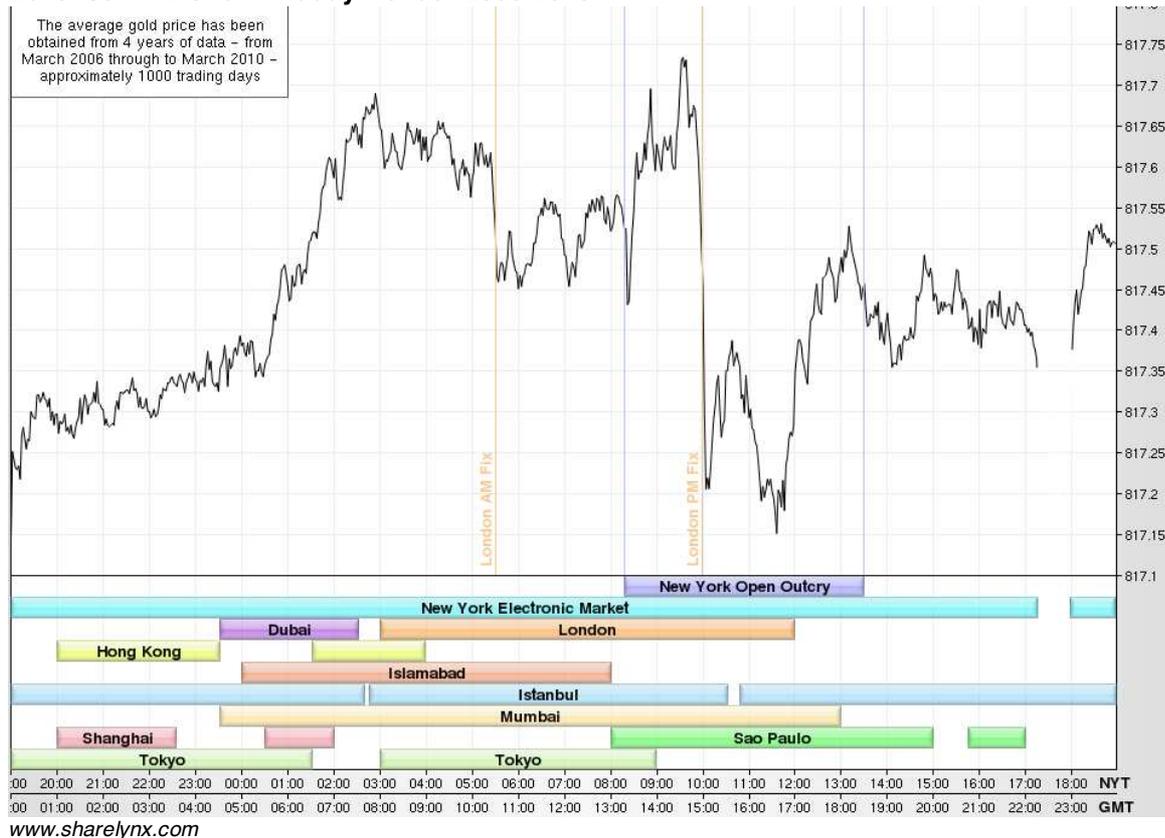
<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/testimony/1998/19980724.htm>

²⁸ Alan Greenspan, 18. Mai 1993

www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC19930518meeting.pdf, S. 42

Spezial Report Gold

Durchschnittlicher Intraday-Verlauf 2006-2010



„Whistleblower“ Andrew Maguire

Im April wurde dem großen Manipulationsbild ein weiteres Puzzlestückchen hinzugefügt. Andrew Maguire, ein professioneller Silber-Händler in London, erklärte die Rolle von Großbanken bei Interventionen am Gold- und Silbermarkt²⁹. Zudem warnte Maguire die CFTC bereits einige Tage im Voraus über Manipulationen im Silber. Die prognostizierten Kursbewegungen traten 1:1 ein. Wenige Tage später wurde Maguire bei einem mysteriösen Autounfall schwer verletzt. Nun dürfte lt. NY Post³⁰ eine Untersuchung der Manipulationen am Silbermarkt stattfinden. Sollten sich die Vorwürfe bewahrheiten, wäre ein Short-Squeeze die Folge.

Der Primärtrend bei Gold und Silber ist jedoch ganz klar nach oben gerichtet. **Laut Dow Theorie kann der Primärtrend nicht manipuliert werden**, da die inhärenten Marktkräfte zu stark sind.

Papiergold vs. Physisches Gold

Diskrepanzen zwischen physischem Markt und Papiergold

Es gibt massive Unterschiede zwischen den auf Kontrakten basierenden Goldpreisnotierungen an der COMEX und dem Preis von physischem Gold. Derzeit werden für physisches Gold Aufschläge von bis zu 20% gezahlt. Lt. Paul Mylchreest werden täglich am Londoner OTC Markt 2.134 Tonnen Gold gehandelt. Dies ist das 346-fache der täglichen Produktion bzw. knapp so viel wie die Gesamtjahresproduktion.

Goldmarkt basiert auf Fractional Reserve System

Lt. Jeff Christian, Gründer der CPM Group, basiert der Handel an der LBMA auf einem Leverage-Faktor von 100:1³¹. Dh. jeder physische Bestand wird 100-fach gehandelt. Sollten somit mehrere Marktteilnehmer gleichzeitig physische Lieferung fordern, so könnte dies nie

²⁹ www.gata.org, "A London trader walks the CFTC through a silver manipulation in advance"

³⁰ „Feds probing JPMorgan trades in silver pit“, New York Post, 16. Mai 2010

³¹ www.gata.org, "It's admitted to the CFTC: London gold market is a Ponzi scheme"

Spezial Report Gold

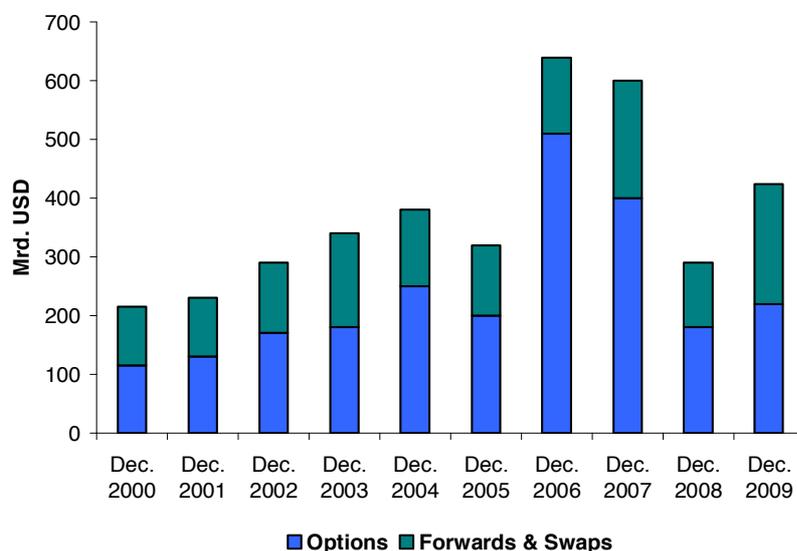
abgewickelt werden. Normalerweise wird nur ein kleiner Prozentanteil wirklich physisch geliefert, trotzdem ist es der eigentliche zentrale Bestandteil der Vertragsvereinbarung. Besonders bei einem Investitionsgut wie Gold, das oft aus „safe haven“ Aspekten gekauft wird, ist dies bedenklich. Das Prinzip der „Überbuchung“ kennt man zwar auch von Fluglinien oder Restaurants, die Verhältnisse bei Gold und auch Silber sind jedoch wesentlich dramatischer.

Ein Default wäre historisch gesehen nicht ungewöhnlich. An der LME, der größten Basismetallbörse der Welt, mussten die Lieferverpflichtungen für Nickel 2006 eingestellt werden, was einem Default gleichkam.

Financial Weapons of Mass Destruction

Auch der Bestand an Gold-Derivaten ist besorgniserregend. Lt. Bank for International Settlements, beläuft sich der Nominalwert aller Gold-Derivate per Ende 2009 auf USD 423 Mrd. Der Nominalwert aller OTC-Derivate weltweit stieg (per Dez. 2009) auf USD 615 Billionen. Lt. OCC stand der gesamte Derivatbestand in den USA Ende 2009 bei 212,8 Billionen USD. Nur 5 US-Banken decken 97% des Marktes ab.

OTC Gold Derivate



Quelle: BIS Dez. 2009, Erste Group Research

CFTC Anhörung/Position Limits

Auch wenn derzeit über Positionsobergrenzen an den Terminbörsen diskutiert wird, so hätte dies langfristig kaum Auswirkungen. Vermutlich würden sich die Märkte rasch anpassen. Historisch gesehen waren die Haupthandelsplätze von Gold in Spanien, Antwerpen, Amsterdam und zuletzt in London und eben New York. Zudem ist der Trend schon intakt: Lt. Futures Industry Association (FIA) verringerte sich der Handel in Europa und den USA um rund 9%, während der Terminhandel in Asien um knapp 26% zulegte. An der MCX (Multi Commodity Exchange of India) stieg das Handelsvolumen 2009 um 273%, die Shanghai Futures Exchange meldete ein Plus von 210%. Mittlerweile sind asiatische Terminbörsen für knapp 35% des Handelsvolumens verantwortlich.

Mumbai und Shanghai statt London und New York?

Am Aktienmarkt fand der Paradigmenwechsel bereits statt: Shanghai überholte die Tokyo Stock Exchange im letzten Jahr beim Umsatz. Nur noch an der NYSE wird mehr umgesetzt. Dies bedeutet, dass unserer Meinung nach die Bedeutung der COMEX in Zukunft schwinden wird. Die Referenzbörsen für Gold werden wohl dort sein, wo der größte Bedarf besteht. In Shanghai und Mumbai.

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

Geld – ein dunkles Kapitel der Volkswirtschaftslehre

Im Vorwort zu seinem Klassiker ‚Theorie des Geldes‘ führt Ludwig von Mises wie folgt aus: *„Nichtsdestoweniger ist das Geldproblem bis in die jüngste Zeit eines der dunkelsten Kapitel der Volkswirtschaftslehre geblieben“*³². Leider muss man sagen, dass sich an diesem Umstand bis heute nicht viel geändert hat. Wir möchten daher im Folgenden kurz ausführen, wie und warum Geld entstanden ist. Im Laufe der Jahrtausende haben Menschen erkannt, dass eine arbeitsteilige Wirtschaftsordnung, durch Möglichkeit der Spezialisierung, deutliche materielle Vorteile mit sich bringt. Damit Individuen in einer arbeitsteiligen Wirtschaftsordnung überleben können ist der Tausch von Waren allerdings unerlässlich. Das Geld wurde entdeckt, um den Austausch von Waren zu erleichtern. Ludwig von Mises beschreibt die Voraussetzung zur Entstehung von Geld wie folgt: *„Die volkswirtschaftliche Erscheinung des Geldes setzt eine Wirtschaftsverfassung voraus, in der arbeitsteilig produziert wird und Privateigentum nicht nur an Gütern erster Ordnung (Konsumgütern), sondern auch an denen entfernterer Ordnungen (Kapitalgütern) besteht“*³³.

Geld wurzelt in indirekten Tauschakten

Stellen wir uns einen Bäcker (nennen wir ihn Ludwig) vor, der in einer freien Dorfgemeinschaft vor 2000 Jahren lebt. Seine tägliche Produktion umfasst 10 Laib Brot. Um die Bäckerei am Laufen zu halten sowie all seine übrigen Bedürfnisse über Brot hinaus zu befriedigen, muss Ludwig den Weg des direkten Tauschs gehen. Nehmen wir an, Ludwig hat heute Lust auf Tomaten; um mit einem Überschuss an Brot Tomaten erwerben zu können, muss Ludwig einen Tauschpartner finden der über einen Tomatenüberschuss verfügt und gleichzeitig selbst einen ungedeckten Bedarf an Brot hat. Wenn Ludwig niemanden findet der Brot in Tomaten direkt tauschen möchte, wird er wahrscheinlich versuchen einen Tauschpartner zu finden der ein haltbares Gut in Brot tauschen möchte. Ludwig wird also versuchen sein Tauschziel indirekt zu erreichen. Den indirekten Weg würde Ludwig auch gehen, wenn er ein unteilbares Gut gegen mehrere verschiedenartige im Besitz verschiedener Personen befindlicher Güter tauschen möchte.

Beim indirekten Tausch wird Ludwig zwei wesentliche Faktoren berücksichtigen: (1) je haltbarer das Tauschgut ist umso besser (2) Marktgängigkeit / Absatzfähigkeit: die Nachfrage nach manchen Gütern ist konstanter und allgemeiner, Ludwig wird daher versuchen ein sehr haltbares, absatzfähiges Gut bei seinem indirekten Tausch zu erwerben.

Ludwig wird daher versuchen auf dem Markt im ersten Schritt sein Brot gegen das gebräuchlichste Tauschmittel zu tauschen. Mit dem gebräuchlichen Tauschmittel in Händen kann Ludwig nun recht bequem und ohne weitere Umschweife (also ohne weitere indirekte Tauschakte) seine Tauschziele erreichen. In diesem Prozess entsteht ein ‚Positive Feedback Loop‘. Dadurch, dass die marktgängigsten Güter zu Tauschmitteln werden, steigt ihre Differenzierung und Marktgängigkeit gegenüber anderen Gütern weiter an. Die Wahl der Tauschmittel war zunächst von Dorf zu Dorf und von Land zu Land unterschiedlich. Aber mit fortlaufender Erweiterung der Tauschkreise (Globalisierung ist nichts anderes als die kontinuierliche Erweiterung von Tauschkreisen) fiel die Wahl der Menschen auf zwei wirtschaftliche Güter: Gold und Silber³⁴. Gold und Silber haben aufgrund Ihrer herausragenden Eigenschaften bezüglich Haltbarkeit, Teilbarkeit und natürlich auch aufgrund der begrenzten Verfügbarkeit, alle anderen marktgängigen Tauschmittel im Verlauf der Jahrhunderte aus dem Rennen geworfen.

Geld = marktgängigstes Tauschmittel

Geld ist daher nichts anderes, als die Bezeichnung für das marktgängigste Tauschmittel einer Volkswirtschaft. Und um in den Besitz des marktgängigsten Tauschmittels zu kommen muss jedes Wirtschaftssubjekt eine entsprechende auf dem Markt nachgefragte Gegenleistung erbringen. Man spricht daher auch von einem durch Waren gedecktes Geld. Der geübte

³² Ludwig von Mises: Theorie des Geldes und der Umlaufmittel, Vorwort Seite III

³³ Ludwig von Mises: Theorie des Geldes und der Umlaufmittel, Seite 3

³⁴ Ludwig von Mises: Theorie des Geldes und der Umlaufmittel, Seite 8

Spezial Report Gold

Beobachter kann schnell erkennen, dass dieses System sehr clever ist, denn es gewährleistet, dass alle Wirtschaftssubjekte eine vom Markt gewünschte Leistung erbringen müssen um in den Besitz der Tauschmittel zu kommen und damit ihr Überleben zu sichern. Marktteilnehmer die leere Versprechungen abgeben und mangelhafte Leistungen abliefern werden frühzeitig zurechtgestutzt und können ihren Einfluss nicht ausbreiten. Abgesehen von Diebstahl gibt es keine andere Möglichkeit, als den Dienst an der Allgemeinheit, um in den Besitz des marktgängigsten Tauschmittels zu kommen und damit seinen Lebensunterhalt zu bestreiten. Aus dem marktgängigsten Tauschmittel wird auf natürlichem Weg das Zahlungsmittel einer Volkswirtschaft.

Freier Markt sollte Zahlungsmittel selbst wählen dürfen

Leider wird dieses clevere System durchbrochen wenn nicht der Markt selbst über das Zahlungsmittel bestimmen darf, sondern das Zahlungsmittel von einer übergeordneten Instanz festgelegt und kontrolliert wird. Wird dieser Kreislauf durchbrochen, so eröffnen sich allerlei Schlupflöcher. Insbesondere jene Wirtschaftssubjekte, die der übergeordneten Instanz am nächsten stehen, können andere Marktteilnehmer um die wohlverdienten Früchte Ihrer Arbeit bringen, ohne dass der Diebstahl offensichtlich wird. Es reicht daher nicht aus, dass Privateigentum an Produktions- und Konsumgütern erworben werden kann, um bereits von einer freien Marktwirtschaft sprechen zu können. Die andere wichtige und absolut unerlässliche Komponente ist die freie Wahl des Zahlungsmittels. Wirklich erstaunlich ist der Umstand wie absurd dieser Gedanke für uns heutzutage geworden ist. Die freie Wahl des Zahlungsmittels durch Marktkräfte ist fast unvorstellbar; wahrscheinlich auch deshalb weil historisch betrachtet vollkommen unabhängig von der Staats- oder Regierungsform das Zahlungsmittel immer zentral kontrolliert und manipuliert wurde und wird. Diese Kontrolle und Manipulation erfolgt bis heute natürlich auch aus gutem Grund, da sie für die Regierenden die Kontrolle und Manipulation über die Ressourcenverteilung vereinfacht. Dem Großteil der Bevölkerung ist der Schaden der ihnen durch die zentrale Geldmanipulation zugefügt wird, nicht einmal bewusst. Die freie Wahl des Zahlungsmittels würde zu einer gerechteren Realgüterverteilung führen und den Lebensstandard für alle Wirtschaftssubjekte erhöhen. Denn ohne Leistung, die vom Markt gewünscht ist, gäbe es keine Chance auf Gegenleistung, also in den Besitz des marktgängigsten Tauschmittels zu kommen. Ein Markt basierend auf einem freien Tauschmittel, wäre die Kontrollinstanz zum Wohle Aller, er würde bereits das geringste Aufflackern von Misswirtschaft ausmerzen und im Keim ersticken. Jedes Wirtschaftssubjekt müsste sich ehrlich zum Wohle und Besten seiner Mitmenschen anstrengen, um das eigene Überleben zu sichern. Ein Leben auf Kosten anderer wäre nicht möglich, es sei denn offensichtlich durch Diebstahl.

Wohlstand beruht auf Realgüterausstattung

Obwohl es uns nicht mehr so ganz bewusst ist, leben wir nach wie vor in einer arbeitsteiligen Tauschgesellschaft. Jeder Arbeitnehmer, jedes Unternehmen, tauscht in einem ersten Schritt seine Waren und Dienstleistungen in das marktgängigste Tauschmittel bzw. das offizielle Zahlungsmittel. Reale Wohlstandszuwächse könne nur erzielt werden wenn mehr Tauschgüter in besserer Qualität allen Menschen zur Verfügung stehen. Entgegen dem Irrglauben so mancher Theoretiker führt eine Erhöhung der zentral kontrollierten Zahlungsmittelenheiten zu keinem Wohlstandszuwachs. Das ist so als würde man allen Ernstes glauben, dass ein von blau auf rot umlackiertes Auto, danach in roter Farbe schneller fahren könnte als mit blauer Farbe.

Keynes würde auf Maupiti „Heureka“ rufen

Stellen wir uns beispielsweise eine einsame Inselgemeinschaft, wir wollen sie Maupiti nennen, vor. Maupiti verfügt über eine arbeitsteilige Wirtschaft, die als marktgängigstes Tauschmittel Kaurimuscheln verwendet und zwar genau 1,000 Stück. Plötzlich wird über Nacht, ein Großteil der Produktionsmittel von Maupiti durch einen Tropensturm ausgelöscht. Von der Naturkatastrophe ist jedoch der Bestand an Kaurimuscheln gänzlich unversehrt geblieben, ganz im Gegenteil durch den Sturm wurden sogar noch weitere 1,000 Kaurimuscheln an den Strand gespült. Nachdem sich durch den Tropensturm die Anzahl der Kaurimuscheln auf Maupiti verdoppelt hat, würde John Maynard Keynes ‚Heureka‘ rufen, und feststellen, dass nun wie durch ein Wunder alle Bewohner Maupiti's doppelt so reich geworden sind und der Tropensturm ein wahrer Segen war. Befragen wir jedoch die Einwohner unmittelbar nach der Katastrophe, so werden diese eine andere Sichtweise der Dinge haben. Durch den plötzlichen Verlust von Produktionsmitteln müssen die Bewohner Einschränkungen ihres realen Lebensstandards hinnehmen, obwohl sich ihr Bestand an Zahlungsmitteln verdoppelt hat.

Spezial Report Gold

Dieses Beispiel soll verdeutlichen, dass die Messung des Wohlstandes einer Gesellschaft in Zahlungsmitteln vollkommen absurd ist. Wir leben in einer arbeitsteiligen Tauschgesellschaft und unser Wohlstand hängt einzig und allein von der Anzahl und Qualität der Konsum- und Produktionsgüter ab, über die wir als Gesellschaft verfügen.

Exkurs von Gerald Walek, CFA

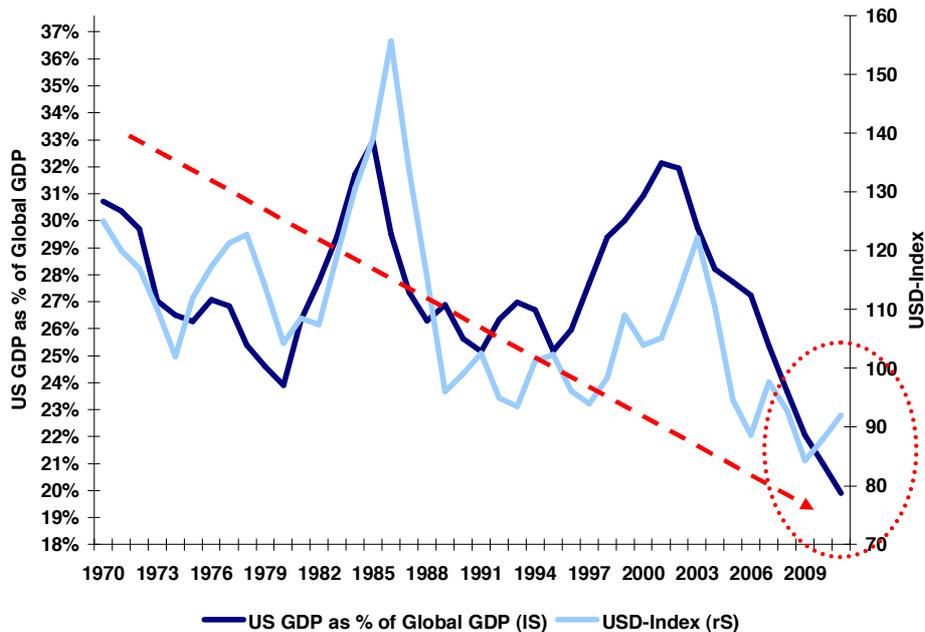
Spezial Report Gold

Gold im Kontext einer neuen Weltleitwahrung

Die Welt bereitet sich auf Ende der US-Wahrungshegemonie vor

Die Diversifikation aus dem Dollar hinaus ist ein langsamer, aber stetiger Prozess. Als Weltreservewahrung verliert der Greenback sukzessive an Bedeutung. Waren 1999 noch mehr als 70% aller Zentralbankreserven allokiert, so sind es heute nur noch 63%. Einer Reuters-Umfrage zufolge soll der Anteil innerhalb der nächsten 20 Jahre auf 48% sinken. Angesichts dieser Grafik erkennt man auch die fallende Bedeutung der US-Wirtschaft in Relation zur Weltwirtschaft sowie die hohe positive Korrelation des US-Dollars.

US-BIP als Anteil der Weltwirtschaftsleistung vs. USD-Index



Quelle: Datastream, Bloomberg, IWF, Erste Group Research

Economist prognostizierte „Phoenix“ für 2018

Der Economist hat bereits **1988** prognostiziert, dass es im Jahre **2018** eine weltweite Einheitswährung geben würde. Im Zuge des 1987er Crashes wurde die Idee einer gemeinsamen Währung namens „Phoenix“ entwickelt, die quasi aus der Asche wiederaufersteht. Der IWF sollte die neue Zentralbank sein, wirtschaftliche Souveränität ginge komplett verloren.

Spezial Report Gold

Economist, Cover 09/01/1988



Quelle: <http://www.globalresearch.ca/index.php?context=va&aid=13070>

Im Oktober berichtete „The Independent“³⁵, dass China, Russland, Brasilien, Japan sowie einige Golfstaaten planen, den Ölhandel bis 2018 nicht mehr in US-Dollar abwickeln zu wollen. Ein Währungskorb aus Yuan, japanischem Yen, Rubel, dem Euro, Gold und anderen Rohstoffen soll stattdessen entwickelt werden. Die politische Brisanz einer solchen Entscheidung wäre enorm.

Zahlreiche Beweise für abnehmendes Vertrauen in Greenback

Die iranische Ölborse akzeptiert Settlement in verschiedenen Währungen, ausgenommen US-Dollar. Saudi Arabien gab zudem bekannt, keine Öl-Futures mehr an der NYMEX zu handeln. Zudem einigten sich im Vorjahr 9 Staaten aus Zentral- und Südamerika sowie der Karibik, eine Währungsunion (zuerst für bilaterale Geschäfte), später auch in physischer Form zu kreieren. Die Teilnehmerstaaten sind ua. Venezuela, Kuba, Nicaragua, Honduras, Ecuador und Bolivien. Die Türkei wird die internationalen Geschäfte mit Russland, Iran und China fortan in lokalen Währung fakturieren. Der Umfang der Handelsbeziehungen belief sich zuletzt auf knapp USD 70 Mrd. Zudem wird Russland im Handel mit China das Settlement in Yuan oder Rubel erlauben. Ähnliche Verhandlungen gibt es auch mit Indien und Brasilien. Weißrussland, Kasachstan und Russland werden zudem ihre Kooperation vertiefen. Eine Zollunion wurde per 1. Januar beschlossen, bis 2012 möchte man einen gemeinsamen Wirtschaftsraum etablieren. Eine gemeinsame Währung wäre der nächste logische Schritt.

Arabische Währungsunion plant Einführung des „Gulfo“

4 Golfnationen (Saudi Arabien, Kuwait, Bahrain, Qatar) haben sich ebenfalls auf eine Währungsunion geeinigt. Langfristig wird eine physische Währung, der „Gulfo“ mit eigener Zentralbank geplant. Innerhalb der Zone werden Ölkontrakte nicht mehr in Dollar abgewickelt. Die Zone verfügt über ein BIP von USD 1,2 Billionen und 40% der weltweiten Ölreserven.

Internationales Interesse an US-Treasuries nimmt ab

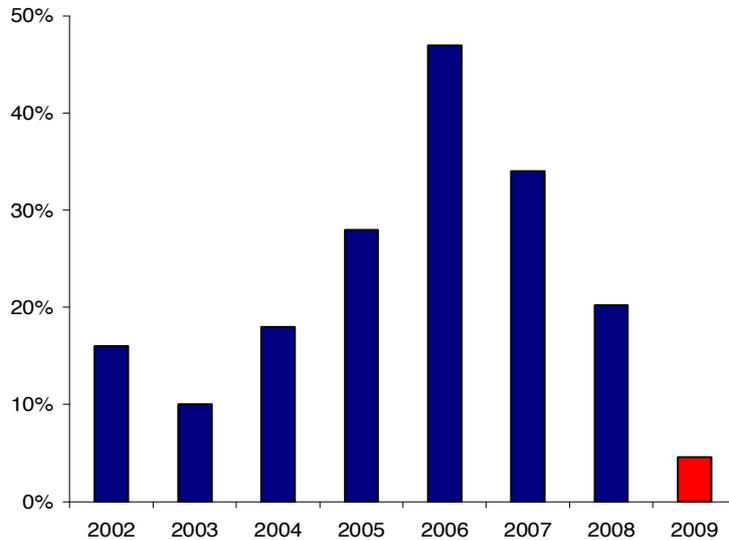
Die Liebe zu US-Treasuries dürfte sich sukzessive abkühlen. 2009 wurden von China lediglich US-Staatsanleihen im Ausmaß von USD 62 Mrd. gekauft. Mit einem Bestand von USD 790 Mrd. ist China somit weiterhin größter Gläubiger, in einem Jahr in dem die USA so viel Schulden wie noch nie zuvor gemacht haben, dürfte nun das Vertrauen des größten Gläubigers sukzessive verloren gehen. Im Vorjahr wurden insgesamt nur noch 39% der Anleihen im Ausland platziert, der Löwenanteil verblieb also innerhalb der USA. 2007 wurde

³⁵ „The demise of the dollar“, The Independent, 6. Oktober 2009

Spezial Report Gold

noch ein überwiegender Teil von Ausländern gekauft. 2010 emittieren die USA übrigens mehr Staatsanleihen als der Rest der Welt zusammen.

Anteil an chinesischen Käufen bei Auktionen von US-Treasuries



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Dass die Bonität der vermeintlich „risikolosen“ US-Treasuries immer mehr angezweifelt wird, zeigt auch die Tatsache, dass die Yields von 2-year-notes zeitweise höher lagen als vergleichbare Papiere von Berkshire Hathaway, Procter & Gamble, Johnson&Johnson oder Lowe's. Dies kam in der Geschichte bisher nur einige wenige Male vor³⁶.

³⁶ Bloomberg, „Obama Pays more than Buffett as US Risks AAA Rating“, 22. März 2010

Spezial Report Gold

Goldrausch auf Chinesisch

Gold hat in China eine jahrhundertelange Tradition. Bereits im Jahre 1.024 n.Chr. brachte man in China offizielle, staatliche Banknoten in Umlauf, die durch kaiserliches Gold und Silber gedeckt waren und sich im 12. Jahrhundert als anerkannte und stabile Währung weit über die Landesgrenzen hinweg etablierten³⁷.

Notenbank und Private weiterhin auf Käuferseite

Mao Tse Tung verbot im Jahre 1949 den privaten Goldbesitz, bis 2003 war das Verbot aufrecht. Nicht nur die chinesische Notenbank, sondern auch Privatpersonen befinden sich seitdem auf der Käuferseite und haben den Goldbullienmarkt maßgeblich geprägt. War China 2002 noch für 5% des gesamten Weltbedarfs an Gold verantwortlich, so sind es heute knapp 12%. Mittlerweile wird bereits in Werbespots im öffentlichen Fernsehen empfohlen, physisches Gold und Silber zu kaufen. Die Nachfrage in China liegt derzeit bei lediglich 0,26 Gramm pro Kopf. Innerhalb der letzten 5 Jahre stieg sie im Schnitt um 13% pro Jahr. In den USA oder Japan liegt der Pro-Kopf Verbrauch bei etwa 1 Gramm pro Jahr. Würden die 1,3 Mrd. Chinesen nur 1 Gramm Gold kaufen, so wären dies 1.300 Tonnen und mehr als die halbe Jahresproduktion an Gold.

Kapital wird aus Immobilien abgezogen und in Gold investiert

Der chinesische Goldmarkt boomt weiterhin. Die Goldverkäufe im Mai stiegen im Vergleich zum Vorjahr um 70%, die Verkäufe von 50g Barren haben sich nahezu verdoppelt. Lt. CNTV³⁸ dürfte zunehmend Geld aus dem Immobiliensektor in den Goldsektor fließen. Wir zeigen uns bezüglich des chinesischen Häusermarktes besorgt, der Immobilienboom hat jedoch klar andere Ausprägungen als in den USA oder auch Südeuropa, nachdem ein Großteil mit Eigenkapital finanziert wurde. Die US-Krise war durch exzessive Überschuldung geprägt, im Zuge derer die Kreditvergabe-Standards de facto auf Null gesenkt wurden. In China ist zwar die Leerstandsrate alarmierend, ein Großteil der privaten Immobilienkäufe wird jedoch bar bezahlt. Zudem muss die Grundsteuer nicht jährlich, sondern nur 1x beim Erwerb der Immobilie gezahlt werden.

10.000 Tonnen Gold in 10 Jahren?

Hu Xiaolian, der ehemalige Chef der chinesischen Fremdwährungsagentur, meldete im Vorjahr eine Aufstockung der Goldreserven um 454 Tonnen auf nun 1.054 Tonnen. Die Aufstockung führte jedoch nicht zu einem Anstieg des Anteils von Gold an den Gesamtreserven. Per Saldo fiel der Anteil von 2,2% auf 1,6%, da die chinesischen Währungsreserven deutlich stärker stiegen als der Goldbestand. Dass China in Zukunft weiter massiv zukaufen wird, steht jedoch fest. Das belegen zahlreiche Aussagen honorierter Repräsentanten der Volksrepublik. Erfahrungsgemäß werden solche Aussagen mit der Staats- und Parteiführung akkordiert. Ji Xianonan, Chef der chinesischen Finanzaufsicht, schlug unlängst vor, dass China's Goldreserven innerhalb der nächsten 3-5 Jahre auf 6.000 Tonnen gesteigert werden sollten. In den nächsten 10 Jahren wolle man 10.000 Tonnen Gold besitzen. Demnach müsste China bis 2020 jährlich knapp 40% der Jahresproduktion aufkaufen.

Gold nun mit „Beijing Put“

Dies bemerkte auch Cheng Siwei, hochrangiger wirtschaftspolitischer Repräsentant der Volksrepublik. *“Gold is definitely an alternative, but when we buy, the price goes up. We have to do it carefully so as not stimulate the market...China is buying the dips”*³⁹. Diese Aussagen passen in das aktuelle Chartbild von Gold, China kauft antizyklisch in fallenden Phasen. Der Leiter des Wirtschaftsausschusses der KP hat ebenfalls medienwirksam empfohlen, mehr Gold zu kaufen.

China bereitet sich auf Post-Dollar Ära vor

Im September 2009 gab China bekannt, die in Yuan denominierten Staatsanleihen nun auch internationalen Investoren anbieten zu wollen. Sollte à la longue die Konvertibilität des Yuan erreicht werden, so wäre dies ein großer Schritt in Richtung neuer Weltleitwährung. Dies zeigt ganz klar, dass sich China währungspolitisch auf die „Post-Dollar“ Ära vorbereitet. Gold spielt in den Planungen eine zentrale Rolle.

³⁷ http://de.wikipedia.org/wiki/Chinesische_W%C3%A4hrung

³⁸ CNTV, “Wenzhou speculators dump property for gold”, 18. Mai 2010

³⁹ Telegraph, “China alarmed by US money printing”, 6. September 2009

Spezial Report Gold

China erinnert an USA in den 20er Jahren

Die immensen Währungsreserven könnten aber durchaus auch als Zeichen der Schwäche interpretiert werden. Das heutige China ähnelt den USA in den 20er Jahren. Das industrielle Wachstum wurde in erster Linie durch hohe Exporte – unterstützt durch eine künstlich niedrig gehaltene Währung – befeuert. Zudem ist China heute ebenso die weltweit größte Gläubigernation, die Verschuldungsquote von Privaten und Unternehmen gleicht der Situation der Vereinigten Staaten in den 20er Jahren. Damals hatten die USA innerhalb einer Dekade aussergewöhnlicher Prosperität, knapp 6 % des weltweiten BIP in Form von Währungsreserven gehortet. Sollte sich die Analogie fortsetzen, so stünde China wohl eine ähnliche Krise wie den USA in den 30er Jahren ins Haus. Dies würde eine tiefe Depression sowie einen möglichen Kollaps des Bankensektors bedeuten. Aufgrund der frappanten Parallelen halten wir eine solche Entwicklung für möglich. Langfristig würde dies aber auch bedeuten, dass China nach dem Überwinden dieser tiefen Krise als stärkste politische, wirtschaftliche und finanzielle Kraft auferstehen würde. Auch dies halten wir für ein realistisches Szenario⁴⁰.

Grundgesetze des Wirtschaftens können auch nicht in China ausgehebelt werden

Wir zeigen uns somit gegenüber dem – mittlerweile generell akzeptierten – Glauben an das chinesische Wirtschaftswunder skeptisch. Eine reine Extrapolation der Vergangenheit ist verheerend. Die exorbitant hohen Stimuli konnten einen dramatischen Konjunkturerinbruch verhindern und den Einbruch des Exportsektors abfangen. Die – bereits zuvor erheblichen - Überkapazitäten haben sich jedoch zusätzlich vergrößert. Der Staatsanteil an der Gesamtwirtschaftsleistung wird sukzessive größer, staatliche Infrastrukturprojekte sind für einen Großteil des Wachstums verantwortlich. Die überfällige Aufwertung des Renminbi wurde indes aufgeschoben, China sorgt sich um die Exporte in die EU. Die chinesische Währung konnte seit November 2009 um 22% zum Euro zulegen.

Einen Vorgeschmack eines klassischen Boom/Bust Cycles dürfte hier Dubai gegeben haben, wenngleich die Dimensionen (BIP Dubai: USD 54 Mrd vs. China USD 4.400 Mrd) 81 x größer sind. Nachdem China keine offene Volkswirtschaft darstellt, kann der Wachstumspfad ev. noch länger gegangen werden, langfristig wird auch China die Grundgesetze der Ökonomie und des Wirtschaftens nicht aushebeln können. Die Auswirkungen eines solchen Szenarios für Gold wären wohl eher positiv. Ein Vergleich der letzten Boom/Bust-Zyklen zeigt, dass Gold als traditionell sicherer Hafen klar outperformen konnte, insbesondere der physische Markt.

⁴⁰ Vgl. Erste Group Spezialreport Öl 2010 "Too fast, too furious...now time for a break"

Spezial Report Gold

Nachfrage

Allmähliche Veränderung der Investorenpräferenzen

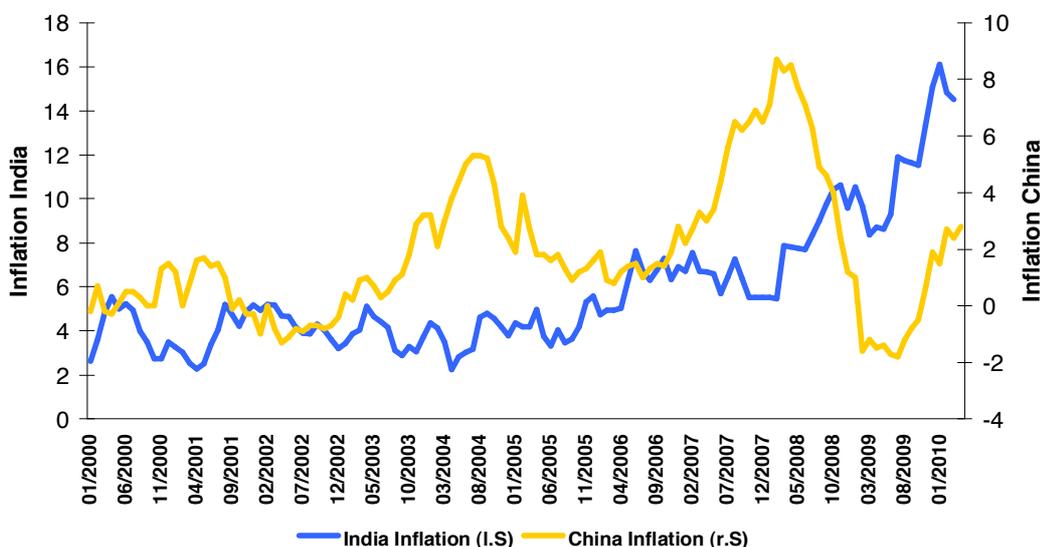
Erstmals seit vielen Jahren könnte die Investorennachfrage 2010 die Schmucknachfrage übersteigen. 2000 war die Investmentnachfrage noch knapp 4,8% der Gesamtnachfrage, in 2009 waren es bereits 37%. Dies ist unserer Meinung nach eine klar bullische Trendwende und markiert eine neue Phase des Bullenmarktes. Wir denken, dass von nun an Investoren die Nachfrageseite dominieren werden.

Schmucknachfrage

Schmucknachfrage fällt – Konsumenten zeigen sich preissensitiv

Auch 2009 fiel die Schmucknachfrage, die Konsumenten reagierten weiter preissensitiv. Die größten Rückgänge verzeichneten Thailand und die Türkei, während China ein kleines Plus verbuchen konnte. Die indische Schmucknachfrage fiel 2009 um knapp 20% auf 340 Tonnen. Ausschlaggebend dafür war – neben dem hohen Preisniveau – die extreme Dürre, die einen Großteil der Ernte vernichtete. Die indischen Bauern litten an den niedrigeren Einnahmen, was man an den geringen Käufen im Zuge des Diwali-Festes ablesen konnte. Im 4. Quartal stieg die Nachfrage jedoch wieder deutlich über 100 Tonnen. Auch in 2010 hat sich die Nachfrage bislang markant verbessert. In den ersten 4 Monaten lag die Schmucknachfrage aus Indien deutlich über dem Niveau des Vorjahres. Die Bombay Bullion Association meldete, dass die Nachfrage in den ersten 4 Monaten um 74% auf 126 Tonnen gestiegen ist. Besonders bemerkenswert ist dies, nachdem die Goldimport-Steuer um 50% auf 300 Rupien (ca. USD 18/Unze) erhöht wurde. Bereits im Juli 2009 wurden die Steuern angehoben, was zu höherem Angebot an Altgold und weniger Importen führte.

Inflationsraten China vs. Indien



Quelle: Datastream, Erste Group Research

Investmentnachfrage

Die Nachfrage nach Gold seitens Investoren ist weiterhin im Aufwind. 2009 stieg sie auf 1.270 Tonnen. Besonders ETF's (594 Tonnen) konnten deutlich zulegen. Langsam dürfte Gold in die Asset Allocation einfließen, nachdem es zahlreiche portfoliooptimierende Eigenschaften hat. Aufgrund der negativen Korrelation zu zahlreichen anderen Asset-Klassen, der vergleichsweise geringen Volatilität und der Verbesserung der Efficient Frontier⁴¹, erleben Edelmetalle eine

⁴¹ Unter Efficient Frontier versteht man die maximal erwartete Rendite zu gegebenem Risiko

Spezial Report Gold

Renaissance als Investmentklasse (siehe dazu Kapitel „Gold ist die optimale Portfolioversicherung“). Zudem besinnt man sich darauf, dass der Goldbesitz an kein Versprechen einer Regierung, Institution oder Person geknüpft ist.

„Smart Money“ weiterhin goldaffin

Ein Trend, den wir bereits vor 2 Jahren beschrieben haben, hat sich nun weiter verstärkt: Hedgefonds-Größen entdecken sukzessive ihr Faible für Gold. John Paulson, einer der bedeutendsten Hedgefondsmanager der Welt, hat zuletzt einen Gold-Fonds lanciert. Paulson hält große Aktienpakete an AngloGold Ashanti, Gold Fields, Kinross Gold, Gabriel Resources und Centamin. Zudem hält er knapp 8% der Bestände am SPDR Gold Trust, dem größten Gold-ETF der Welt. George Soros, der in Davos noch verkündete, dass Gold derzeit die „ultimative Vermögensblase“ und die Bewertung „übertrieben“⁴² sei, verdoppelte seine Beteiligung am SPDR Gold im Vorjahr. Hinter der negativen öffentlichen Aussage dürfte also ein eigennütziges Motiv gestanden haben. Auch Thomas Kaplan⁴³, CEO von Tigris Financial, schichtete seine Assets komplett in Gold um. Neben physischem Gold auch in Unternehmen wie NovaGold und Gabriel Resources. Die Tatsache, dass vermehrt in Junior-Explorer investiert wird, spricht für das Vertrauen in die Dauer des Bullenmarktes.

„I have never been a gold bug, it is just an asset that, like everything else in life, has its time and place. And now is that time!“ Paul Tudor Jones⁴⁴

Screenshot: Größte Anteilseigner SPDR Gold Trust

Holder Name	Portfolio Name	Source	Amt Held	% Out	Latest Chg	File Dt
1) PAULSON & CO	PAULSON & CO	13F	31,500,000	7.90	0	12/31/09
2) BANK OF AMERICA CORP	BANK OF AMERICA	13F	8,750,532	2.19	2,304,053	3/31/10
3) BLACKROCK ADVISERS	BLACKROCK ADVISOR	13F	6,320,705	1.58	-59,000	3/31/10
4) SOROS FUND MANAGEME	SOROS FUND MANAGE	13F	6,178,342	1.55	3,728,022	12/31/09
5) MORGAN STANLEY & CO I	MORGAN STANLEY	13F	6,131,890	1.54	-339,298	12/31/09
6) JP MORGAN CHASE & CO	JP MORGAN CHASE &	13F	4,739,869	1.19	-434,554	3/31/10
7) NORTHERN TRUST CORP	NORTHERN TRUST CO	13F	3,653,559	0.92	365,931	12/31/09
8) WELLINGTON MANAGEMEN	WELLINGTON MANAGE	13F	2,791,370	0.70	-30,870	12/31/09
9) MASON STREET ADVISOR	MASON STREET ADVI	13F	2,774,800	0.70	97,500	3/31/10
10) SCHRODER INVESTMENT	SCHRODER INVESTME	13F	2,655,425	0.67	2,581,925	3/31/10

Quelle: Bloomberg Screenshot, 14. Mai 2010

Aber nicht nur Hedgefonds entdecken die Attraktivität des gelben Edelmetalls. Zuletzt gaben zahlreiche US-Pensionsfonds (zB. Teachers Retirement Scheme Texas und New Jersey Division of Investment) bekannt, in Gold ETF's sowie Mining-Aktien investiert zu haben.

Generell sollte sich die Investmentnachfrage aus Asien weiterhin beschleunigen. Dafür verantwortlich sind die neuen Futures-Märkte, die Deregulierung des physischen Handels bzw. auch die neuen ETF's, die derzeit in Asien massiv promotet werden. Die aufstrebenden Nationen wie China und Indien, aber auch Russland, Brasilien, oder Indonesien, weisen eine deutlich höhere Affinität zu Gold auf, als die G7-Staaten. Nachdem das Bevölkerungswachstum in den Schwellenländern signifikant höher ist, sollte dies langfristig klar positive Implikationen für die Goldnachfrage bedeuten.

Höherer Stellenwert von Gold in Asien

In Vietnam beispielsweise hat Gold einen anderen Stellenwert als in der westlichen Welt. Die vietnamesische Pro-Kopf-Nachfrage ist ähnlich hoch wie in Deutschland, obwohl das BIP in Deutschland 40x größer ist. Lt. WGC soll sich der chinesische Goldkonsum auf Sicht der nächsten 10 Jahre verdoppeln. Würde China den gleichen Pro-Kopf-Verbrauch wie Hong Kong oder Saudi Arabien erreichen, so würde die Schmucknachfrage auf mindestens 4.000 Tonnen steigen.

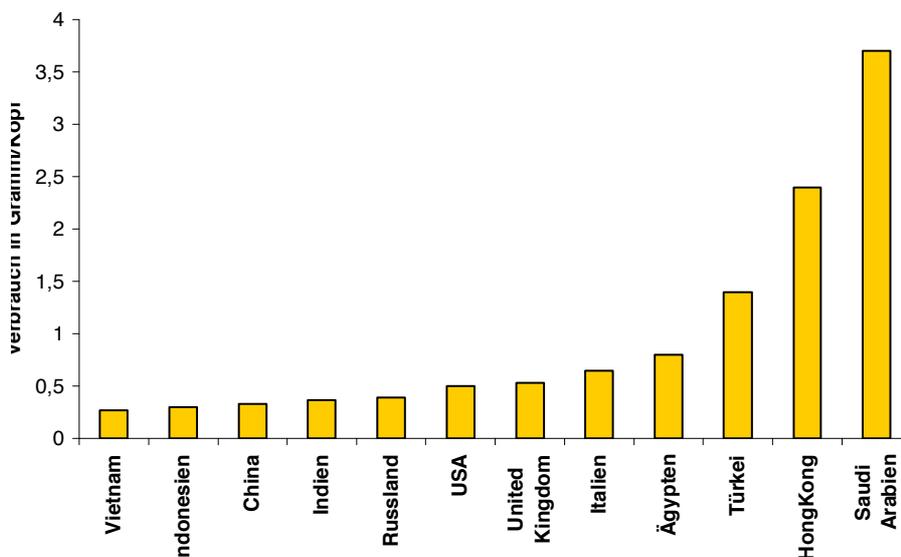
⁴² Bloomberg.com, „Soros signals Gold Bubble as Goldman Predicts Record“, 1. März, 2010

⁴³ Wall Street Journal, „A billionaire goes all-in on gold“, 22. Mai 2010

⁴⁴ FT Alphaville, „Paul Tudor Jones loves gold“, 29. Oktober 2009

Spezial Report Gold

Goldnachfrage in Gramm/Kopf



Quelle: Bloomberg, Datastream, Erste Group Research

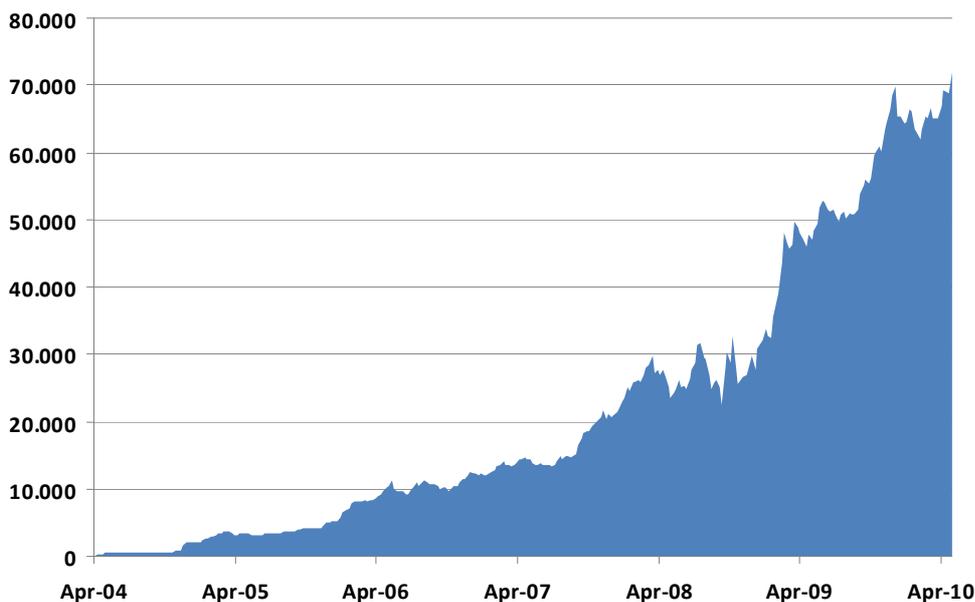
Die Anzahl der gefälschten Goldbarren steigt indes rapide an. In Hong Kong wurden zahlreiche vergoldete Wolframbarren entdeckt. Die größte private Affinerie W.C. Heraeus meldete, zahlreiche 16-Unzen-Barren angeboten bekommen zu haben, die mit Wolfram gefüllt waren.

ETF's

"A Gold Mine is a Hole in the Ground with a Liar on Top", Mark Twain

Seit der Einführung 2004 ist die Market Cap aller ETF's auf aktuell USD 70 Mrd. gestiegen. Wir denken, dass Goldminenaktien darunter litten und neues Gold- Exposure überwiegend in ETF's allokiert wurde. Die spezifischen Bewertungskriterien, das operationale Risiko, politische Unwägbarkeiten (Verstaatlichungen, Gesetzgebung), alte Skandale (Bre-X) und fehlende Erfahrung, dürften viele Institutionelle Anleger dazu bewogen haben, ETF's gegenüber Goldaktien zu bevorzugen.

Physisch gedeckte Gold ETF's



Quelle: ETF Securities, Bloomberg (30. April 2010)

Spezial Report Gold

De-Hedging⁴⁵

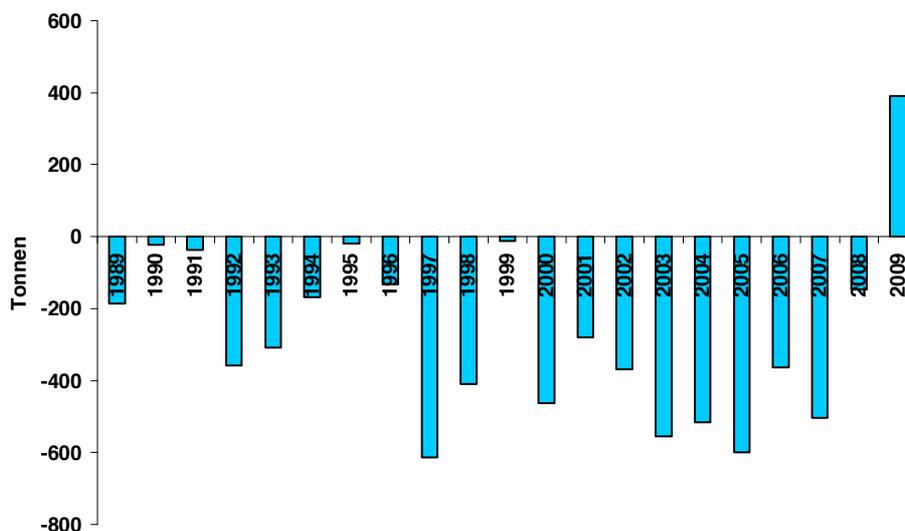
De-Hedging immer unbedeutender für Nachfrage

Am Ende des Jahres 2009 stand die Hedgeposition bei knapp 8 Mio. Unzen (also knapp 250 Tonnen). Barrick Gold hat sein Hedge-Book dramatisch verringert. Der kanadische Branchenprimus hat 5,3 Mio. Unzen (165T) an Hedge-Positionen abgebaut. Dafür wurde ua. eine Kapitalerhöhung im Volumen von 4 Mrd. platziert, zudem wurde USD 1 Mrd. an Schuldverschreibungen aufgenommen. Im Hoch hatte Barrick mehr als 20 Mio. Unzen gehedged. Der Großteil der bestehenden Position (knapp 45%) geht auf das Konto von AngloGold Ashanti. Wir gehen davon aus, dass die De-Hedging Nachfrage sukzessive sinken wird. Wir denken, dass Hedging für die Goldindustrie langfristig wieder zum Thema werden könnte, um Planungssicherheit bei Großprojekten herzustellen.

Zentralbanken

In 2009 fand eine der dramatischsten Trendwenden der letzten Jahrzehnte statt: Zentralbanken waren erstmals seit 1988 Jahre Nettokäufer von Gold. Insgesamt wurden knapp 400 Tonnen gekauft. Darin sind auch die Käufe Chinas inkludiert. Nachdem Zentralbanken keine Goldhändler sind, sondern langfristig engagierte Investoren, war dies ein klarer Trendbruch. Für 2010 und darüber hinaus gehen wir davon aus, dass sich dieser Trend fortsetzt.

Bestandsveränderungen der offiziell ausgewiesenen Goldreserven von Zentralbanken und internationalen Organisationen 1989-2009



Quelle: Wirtschaftswoche, Bloomberg, Wikipedia

CBGA 3 klar positiv für den Goldmarkt

Das Central Bank Gold Agreement (CBGA) wurde im August 2009 erneuert und für 5 weitere Jahre verlängert. Es sieht nun eine maximale Verkaufsmenge von 400 Tonnen (zuvor 500) pro Jahr vor. Neben den Zentralbanken des Eurosystems waren auch die Schwedische Riksbank und die Schweizerische Nationalbank bei den Unterzeichnern. Wir interpretieren die Verlängerung des Abkommens als klar positiv. Generell haben die Abkommen den Goldmarkt stabilisiert und beruhigt. Nach Bekanntgabe des 1. Abkommens stieg der Goldpreis in 3 Tagen um 14%.

IWF-Verkäufe im Rahmen von CBGA3

Die IWF-Verkäufe in Höhe von 403,3 Tonnen werden im CBGA 3 berücksichtigt. 200 Tonnen wurden bereits an die indische Notenbank, sowie 10 Tonnen an Sri Lanka und 2 Tonnen an

⁴⁵ Unter De-Hedging versteht man die Auflösung von Absicherungspositionen durch die Miningesellschaften

Spezial Report Gold

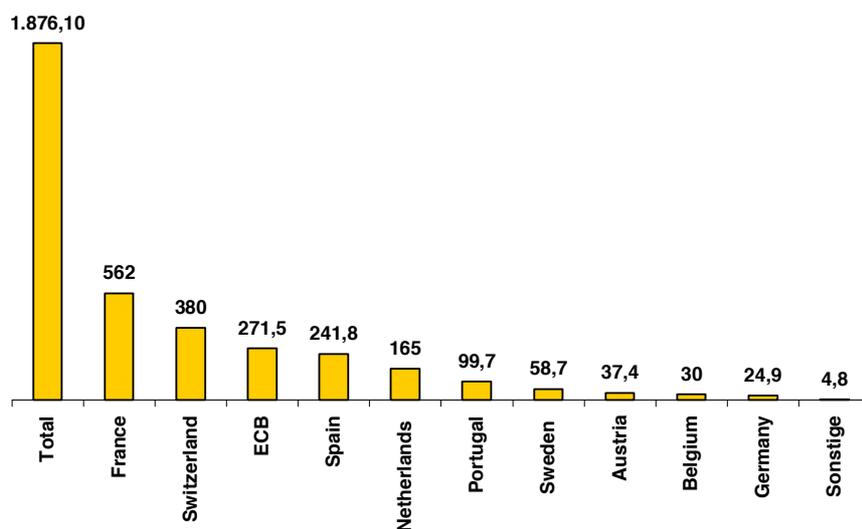
Mauritius verkauft. Die Verkäufe fanden somit außerhalb des Marktes statt. Die restlichen 191,3 Tonnen wolle man über den Markt, jedoch „marktschonend“ veräußern. Eric Sprott von Sprott Asset Management zeigte Interesse am Kauf der 191,3 Tonnen, wurde jedoch aus fadenscheinigen Gründen abgewiesen. In 2010 hat der IWF bereits 5,6 Tonnen im Februar sowie 18,5 Tonnen im März über den Markt verkauft. Die Zentralbanken haben seit Beginn des 3. Abkommens lediglich 1,3 Tonnen veräußert. Wir gehen davon aus, dass die Obergrenzen von 400 Tonnen klar unterschritten werden, nachdem die großen Verkaufsprogramme der europäischen Notenbanken bereits abgeschlossen sind.

Obergrenzen werden in CBGA 3 kaum ausgenutzt werden

Die größten Gold-Besitzer sind Deutschland, Frankreich und Italien mit insgesamt 8.305 Tonnen. Deutschland hat bereits angekündigt, maximal kleine Mengen verkaufen zu wollen, ebenso Frankreich. Das größte Fragezeichen könnte Italien sein. Axel Weber hat mehrmals vor Goldverkäufen der Bundesbank gewarnt. So meinte er „Goldverkäufe können kein Ersatz für eine nachhaltige Konsolidierungsstrategie der Finanzpolitik sein“⁴⁶. Die PIGS-Staaten (Portugal, Italien, Griechenland, Spanien) verfügen über mehr als 3.300 Tonnen Gold. Es besteht die Möglichkeit, dass hier Goldverkäufe erwägt werden, um die Budgets kurzfristig zu konsolidieren.

Im Rahmen von CBGA 2 wurden insgesamt 1.876 Tonnen Gold verkauft, dies bedeutet, dass 616 Tonnen weniger als möglich veräußert wurden.

Goldverkäufe im Rahmen von CBGA2



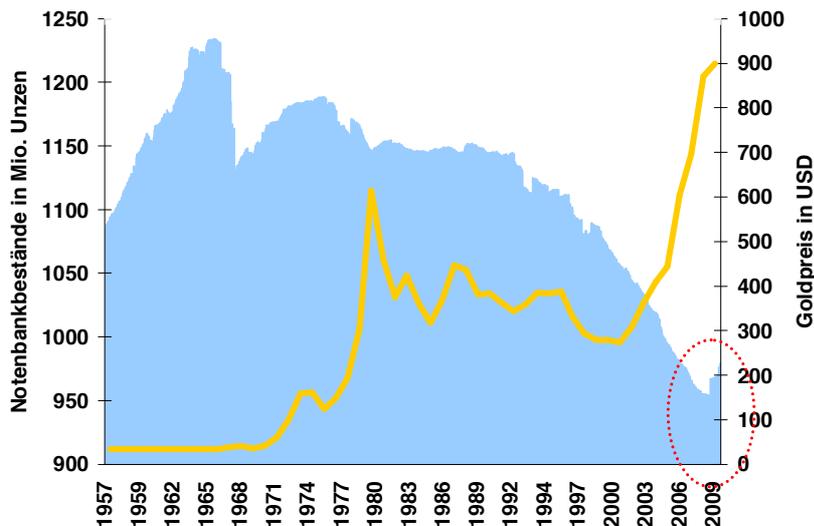
Quelle: Bloomberg, Erste Group Research, FuW

Der Kauf der indischen Notenbank im Dezember hatte ein Volumen von USD 6,7 Mrd. Vergleicht man die chinesischen Währungsreserven in Höhe von USD 2,27 Billionen, so sind das „Peanuts“. Die Royal Bank of India hält derzeit knapp USD 20 Mrd. bzw. 6,5 % ihrer Reserven in Gold. Der Kauf zeigt jedoch einen klaren Paradigmenwechsel: Zentralbanken der Schwellenländer sind mittlerweile bereit Gold zu Marktpreisen zu kaufen, um ihre Reserven zu diversifizieren. Venezuela hat angekündigt weiter zukaufen zu wollen. 20 Tonnen sollen aus heimischer Produktion kommen, die restlichen 20 Tonnen vom Weltmarkt. Auch Russland hat 2010 bereits 20 Tonnen zugekauft, Kasachstan 3,1 Tonnen.

⁴⁶ Die Welt, Interview mit Axel Weber, Dez. 2004

Spezial Report Gold

Notenbankbestände in Mio. Unzen vs. Goldpreis



Quelle: Bloomberg

China verfügt derzeit über offiziell 1.054 Tonnen Gold, dies sind in etwa 1,8 % der Devisenreserven. Sollte China insgesamt 5% in Gold halten wollen, so wären dies knapp 2.400 Tonnen. Wollte China die USA überholen, so müsste man das gesamte Gold von Frankreich, Italien, GB und Deutschland kaufen. Abgesehen davon wird China weiterhin Gold akkumulieren, allein um den Anteil an den Gesamtreserven (derzeit knapp 1,9%) halten zu können.

Industrienachfrage

Die Industrienachfrage fiel 2009 um knapp 13% im Vergleich zu 2008. Im Q3 und Q4 konnte sich die Nachfrage seitens der Elektronikindustrie deutlich erholen. Der steigende Goldpreis weckt Begehrlichkeit, vermehrt Kupfer einzusetzen, jedoch hat Kupfer in den meisten industriellen Applikationen schlechtere Eigenschaften. Zudem werden meist nur minimale Mengen benötigt, insofern ist der Kostenfaktor marginal.

Die chemischen Eigenschaften von Gold und die Bedeutung für vielfältige technologische Anwendungen sind verblüffend. So kann man eine Unze Gold zu einem Draht von 150km Länge ziehen. Zudem ist es leicht hämmerbar, man kann aus einer Unze eine hauchdünne, knapp 40m² große Platte machen. Gold wird mittlerweile als Lichtreflektor, im hochwelligen Infrarotbereich (zB. in der Raumfahrt) oder als thermischer Isolator (bei Fenstern) eingesetzt.

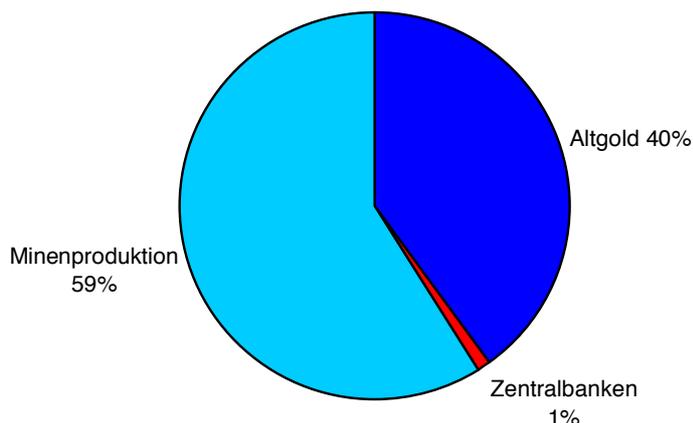
Spezial Report Gold

Angebot

Altgoldangebot glättet den Trend

Nur knapp 60% der Angebotsseite werden durch die Minenproduktion abgedeckt. Das Altgoldangebot stieg im Vorjahr auf knapp 40%. Die gestiegenen Preise haben zu vermehrtem Recycling von Altgold geführt. Dies ist unserer Meinung nach ein gesunder Prozess, der den Aufwärtstrend zwar verlangsamt, jedoch auch stabiler macht. Ein „Heislaufen“ wird verhindert und ein steter, konstanter und langfristiger Aufwärtstrend ermöglicht. Es findet ein Wechsel der Investorenschichten statt, der sukzessive fallende physische Bestände bedeuten wird.

Goldangebot 2009 (3.890 Tonnen)



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research, VM Group, Kitco.com

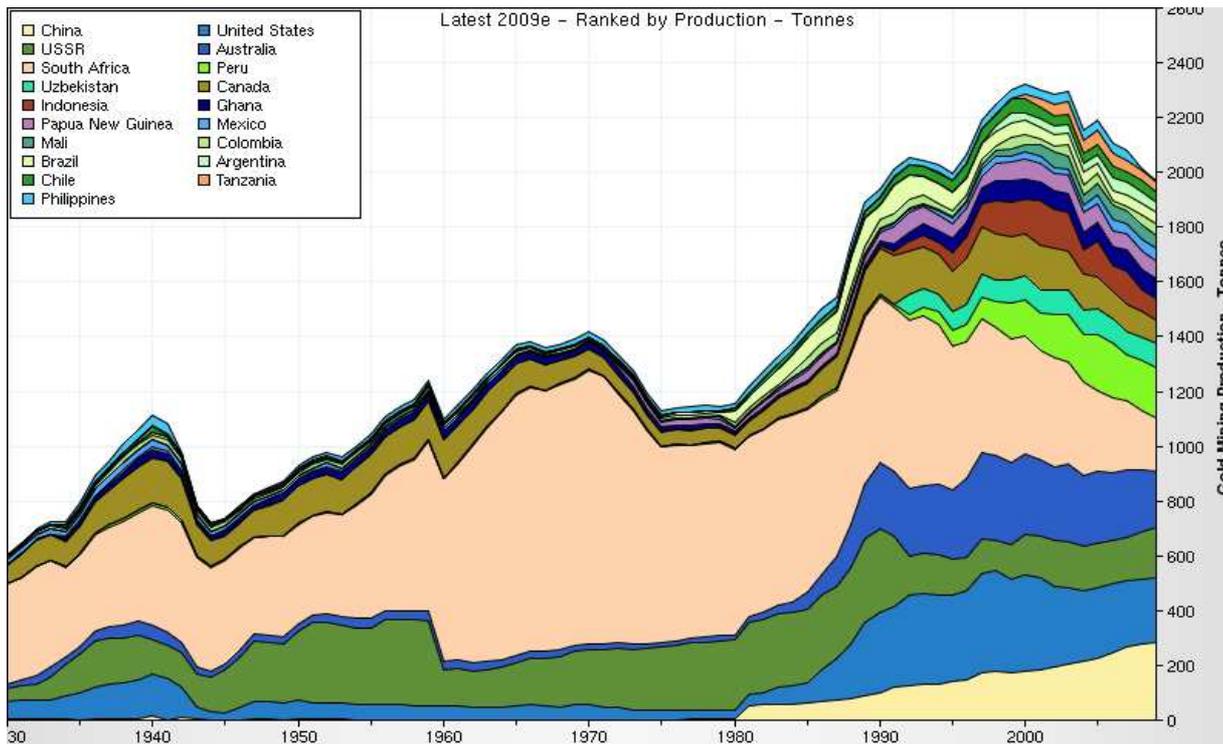
Minenproduktion

Minenangebot geringfügig höher – „Peak Gold“ Szenario weiter intakt

Der Höchststand der jährlichen Goldproduktion wurde 2001 bei 2.600 Tonnen markiert. Obwohl 2009 die Produktion auf knapp 2.550 Tonnen anstieg, sehen wir uns in unserem vor 3 Jahren formulierten Peak-Gold-Szenario weiterhin bestätigt. Im Vergleich zu 2001 lag die Produktion 2009 noch immer 9,6% unter dem Höchststand. Wir glauben, dass die Goldproduktion auch 2010 leicht steigen könnte, die langfristigen strukturellen Defizite können aber nicht gelöst werden.

Spezial Report Gold

Produktion der größten Fördernationen

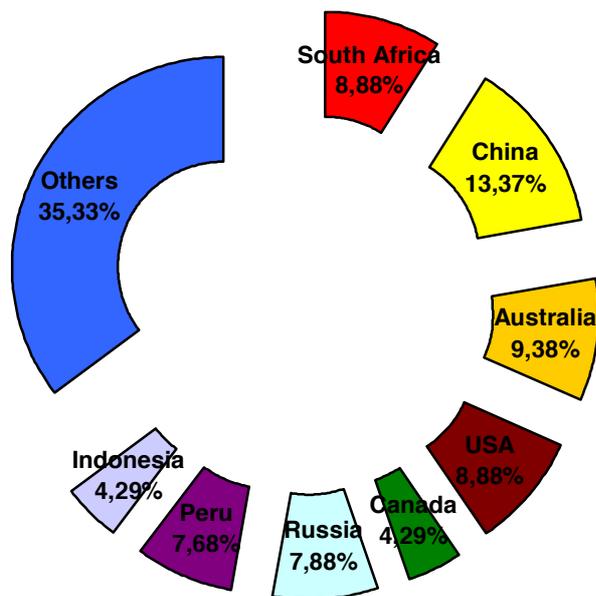


Quelle: Sharelynx.com

Traditionelle Fördernationen verlieren sukzessive an Bedeutung

Im Vorjahr konnten insb. Russland, Indonesien und China deutliches Produktionswachstum melden. Die traditionellen Fördernationen (USA, Kanada, Australien und Südafrika) sind nach wie vor für 45% der Minenproduktion verantwortlich. Alle 4 Nationen dürften ihr Fördermaximum bereits überschritten haben. Obwohl Kanada die führende Nation in Sachen Goldmining ist (mehr als 50% aller Unternehmen aus dem Sektor sind in Kanada notiert), befindet sich die heimische Produktion weiterhin im Abwärtstrend. Seit 1991 fiel sie um 43%. Einige interessante Projekte die 2011 in Produktion gehen (ua. Malartic von Osisko Mining) sollten den Abwärtstrend abschwächen.

Goldproduktion nach Ländern



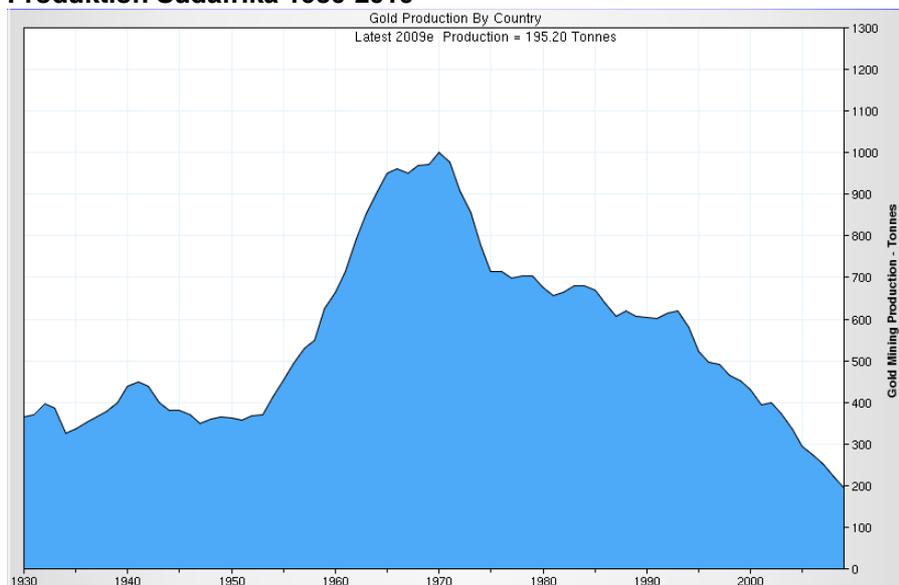
Quelle: USGS 2009

Spezial Report Gold

China weiterhin größte Förderung 2007 hat China Südafrika als den weltgrößten Produzenten abgelöst. 2009 war China für 314 Tonnen Goldausstoß verantwortlich (+11% im Vergleich zu 2008). In den letzten 10 Jahren konnte die Produktion um 80% ausgeweitet werden. China wird jedoch die Pole Position nur schwer verteidigen können. Lt. USGS verfügt China derzeit über knapp 6% der weltweiten Goldvorkommen. Vorausgesetzt die Schätzungen sind korrekt, so wären die nachgewiesenen Reserven in 7 Jahren abgebaut. Anders als in Südafrika, das Gold in erster Linie exportiert, bleibt das chinesische Gold jedoch innerhalb der eigenen Grenzen der Volksrepublik. Australien konnte sich (trotz eines Rückgangs von 2,3%) auf Platz 2 vorarbeiten.

Südafrika gutes Beispiel für "Peak Gold" Die Goldadern im Witwatersrand erinnern frappant an große Ölfelder (wie zB. Ghawar) die ebenfalls vor mehr als 30 Jahren ihre Maximalproduktion sahen. Lt. South African Journal of Science, sind die weltbekannten Minen im Witwatersrand bereits zu 95% ausgebeutet. Innerhalb der nächsten 10 Jahre wird die Produktion endgültig unter die Marke von 100 Tonnen fallen. Der Energieversorger Eskom kündigte zudem an, die Strompreise bis 2013 um 45% p.a anzuheben, damit man das chronisch marode Leitungsnetz modernisieren könnte. Verschärfte Umwelt-Richtlinien und überzogene Forderungen seitens der Gewerkschaften machen das Dilemma perfekt. So stiegen die Gesamt-Cashkosten bei Harmony Gold im Vorjahr auf USD 829 je Unze.

Produktion Südafrika 1930-2010

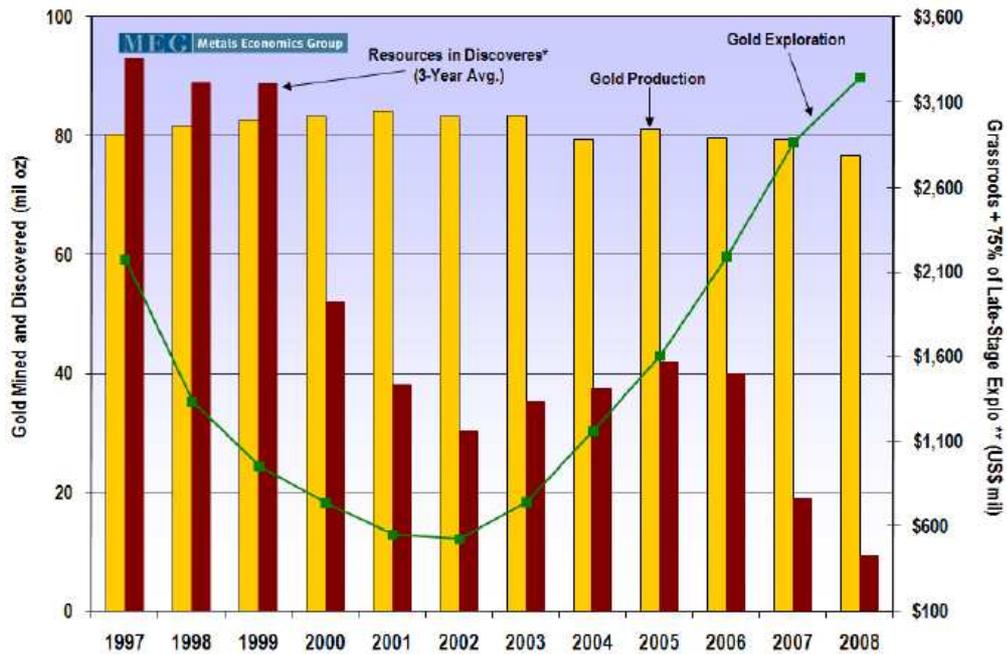


Quelle: Sharelynx.com

Neue Funde können Produktion nur halb ersetzen Seit 1997 wurden lt. Metals Economics Group 62 signifikante Funde (mehr als 2 Mio. Unzen in Reserven und Ressourcen) gemacht. Diese Funde weisen insgesamt 377 Mio. Unzen an Reserven aus. Dies ist halb so viel wie im gleichen Zeitraum produziert wurde. Die Majors (Produktion größer 450.000 Unzen) konnten ihre Reserven im Zeitraum 1999-2008 erfolgreich ersetzen. Die Kosten zur Ersetzung einer Unze im Reservestatus lagen (inkl. Exploration und Akquisitionen) bei USD 83 je Unze. Lt. MEG befinden sich von insgesamt 228 fortgeschrittenen Projekten, 19% in politisch stabilen Jurisdiktionen, 57% in gefährlichen Gebieten und 24% in High Risk-Regionen. Gregory Wilkins, ehem. CEO von Barrick Gold, meinte diesbezüglich, dass die Liste der Länder die Barrick meidet, immer länger wird. Die Instabilität vieler Länder in Lateinamerika – die von Hugo Chávez beeinflusst werden – ist für Barrick ein zu großes Risiko. Auch Peter Munk, der legendäre Gründer von Barrick, spricht von einer tragischen Situation auf der Angebotsseite sowie großen Lagerstätten, die zur Neige gehen, während es immer schwieriger und teurer werde, neue Produktion hochzufahren.

Spezial Report Gold

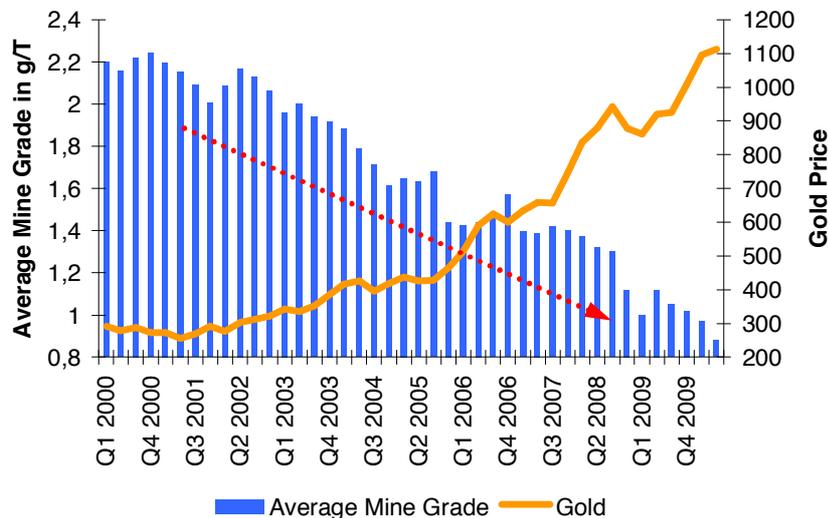
Ressourcen vs. Goldproduktion 1997-2008



Quelle: Metal Economics Group

Die niedrig hängenden Früchte sind bereits abgeerntet, dies erkennt man auch an den stetig fallenden Mineralisierungsgraden. Von 1830 bis 1920 lag der durchschnittliche Goldgehalt pro Tonne bei 22 Gramm, heute sind es knapp 0,8 Gramm/Tonne. Einerseits sind dafür Skaleneffekte, der gestiegene Goldpreis und neue Technologien (Heap Leaching etc.) verantwortlich, andererseits sind die einfach abzubauenen, hochgradigen Vorkommen bereits abgebaut.

Durchschnittlicher Mineralisierungsgrad vs. Gold



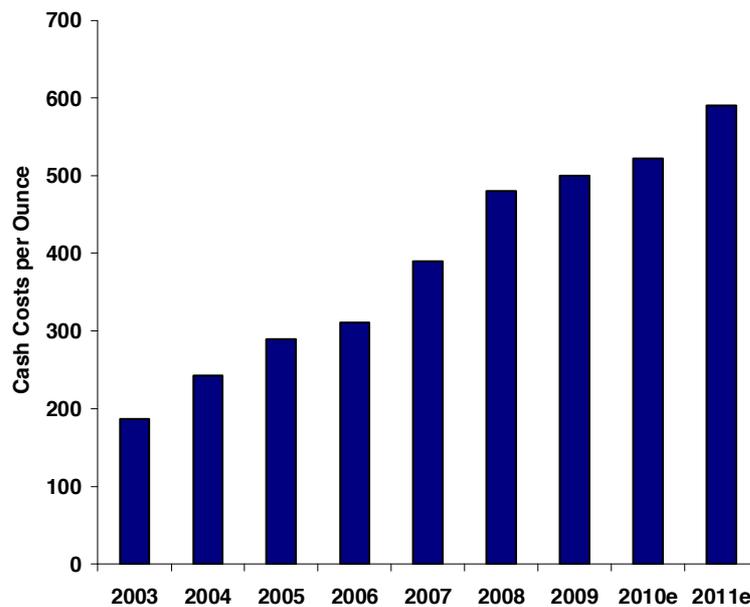
Quelle: Company Data, MEG, Bloomberg, Erste Group Research

„All-In“-Kosten bei USD 740 je Unze

Im Zuge dessen stiegen die Cash-Kosten deutlich an, sie lagen 2009 bei knapp USD 500 je Unze. Die „All-in Kosten“ stiegen indes auf USD 740 je Unze. Nicht nur die Produktionskosten, auch der Aufwand beim Bau von neuen Minen stieg exponentiell. Jamie Sokalsky (CFO von Barrick Gold) meinte unlängst, dass zum Bau einer Mine vor einigen Jahren noch USD 300-500 Mio. nötig waren, heute wären es bis zu USD 3 – 5 Milliarden. Barrick rechnet weiterhin mit Produktionsrückgängen von 1 Mio. Unzen pro Jahr, 2009 war ein „statistischer Ausreißer“.

Spezial Report Gold

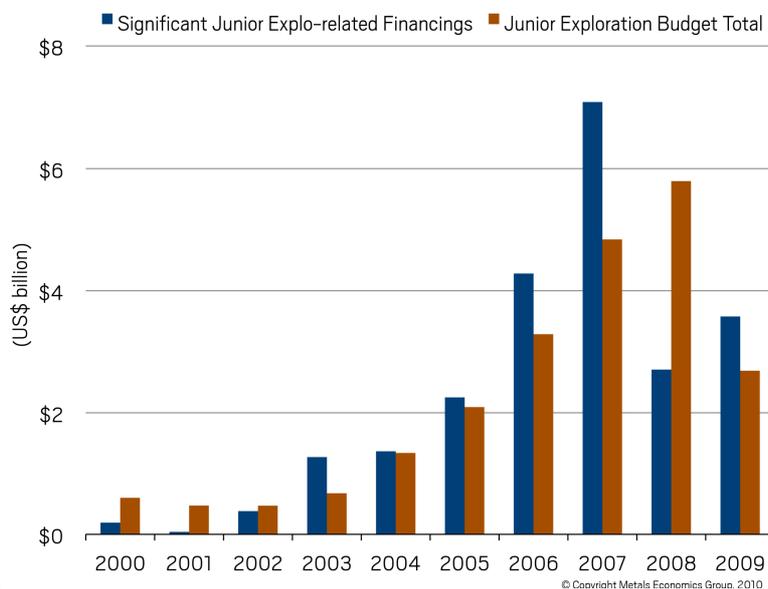
Cash Kosten 2003 – 2011e



Quelle: Erste Group Research, Company Data

Brownfields statt Greenfields

Die Ausgaben für Greenfield-Exploration sind klar zu niedrig. Wir sehen hier – im Segment der Junior-Explorer erhebliches Potenzial. Der Fokus der Exploration liegt klar auf der Erschließung von Brownfields bzw. der Aktualisierung vorhandener Ressourcen, nicht auf der Suche neuer Lagerstätten. 2003 entfielen noch 50% auf Greenfield-Exploration, heute sind es nur noch 38%. Ausschlaggebend dafür ist auch der seit 2008 deutlich verringerte Zugang der Juniors zu Finanzierungen.



Quelle: Metals Economics Group

© Copyright Metals Economics Group, 2010

Spezial Report Gold

Ressourcennationalismus

***“If it moves, tax it. If it keeps moving, regulate it. And if it stops moving, subsidize it.”
Ronald Reagan***

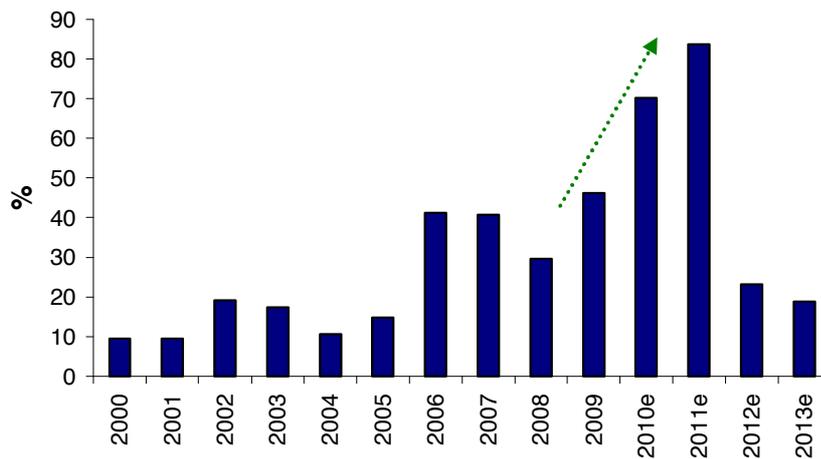
Der Plan der australischen Regierung eine Gewinnsteuer in Höhe von 40% einzuführen, sorgte für Unmut und Kursstürze. Die Einführung der Steuer wird für 2012 geplant, Ende 2010 soll das Gesetz verabschiedet werden. Die Gewinne der Branchenriesen BHP Billiton, Xstrata und Rio Tinto würden deutlich belastet, als erste Reaktion kürzten die Majors ihre Explorationsbudgets für Australien. Wir denken nicht, dass die Steuer in dieser Form eingeführt wird. Lobbyisten und der massive Widerstand der Bevölkerung sollten zumindest einen Kompromiss ermöglichen. Trotzdem ist die australische Mining-Tax für uns exemplarisch für die Zukunft der Branche, es besteht die Möglichkeit, dass nun weitere Staaten nachziehen. Erste Pressemeldungen gab es diesbezüglich in Brasilien, Südafrika, Peru und Kanada. In Chile wurde bereits eine temporäre Steuererhöhung durchgesetzt, deren Erlöse für die Aufbauarbeiten der Erdbebenkatastrophe verwendet werden. In Brasilien erwägt man, den Export von Eisenerz zu besteuern. Diese Maßnahmen unterstreichen eindrucksvoll die Kurzsichtigkeit der Gesetzgebung.

Spezial Report Gold

Goldmining-Aktien

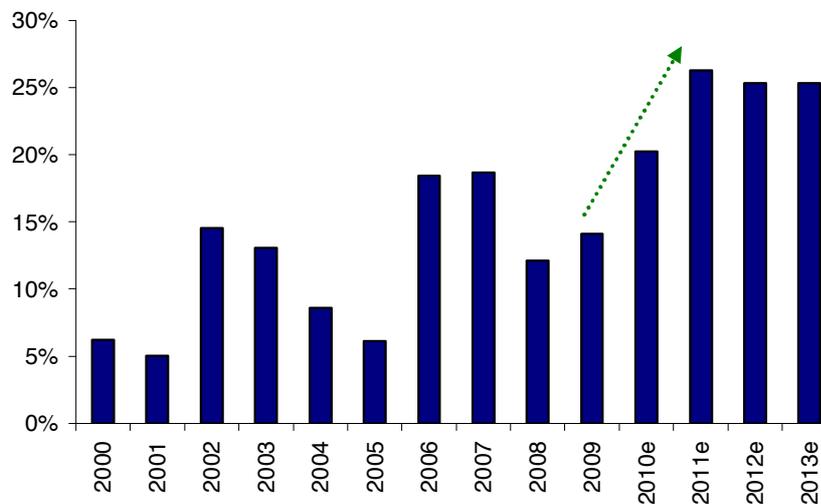
2010 werden nur wenige Branchen eine Kombination aus hohem Umsatzwachstum, steigenden Margen und Gewinnwachstum ausweisen können. Der Goldsektor wird definitiv dazuzählen.

Veränderung Earnings Per Share Gold Bugs Index 2000-2013e (%)



Quelle: JCF Factset, Bloomberg, Erste Group Research

Nettomarge Gold Bugs Index 2000-2013e (%)



Quelle: JCF Factset, Bloomberg, Erste Group Research

Darauf basierend haben wir einen Goldaktien-Basket⁴⁷ (ISIN: AT0000A0DY51) modelliert, der Aktien enthält die von diesen Entwicklungen besonders profitieren sollten. Derzeit befinden sich folgende Titel im Basket, die neue Titelselektion- bzw. gewichtung wird per Ende Juli erfolgen.

⁴⁷ Website für Bekanntmachungen: www.produkte.erstegroup.com

Spezial Report Gold

Gold Aktienbasket	
ISIN-Code	Unternehmen
CA0084741085	AGNICO EAGLE
CA0115271086	ALAMOS GOLD
CA1520061021	CENTERRA GOLD
CA2506691088	DETOUR GOLD CORP
CA2849021035	ELDORADO GOLD
CA3809564097	GOLDCORP
CA36467T1066	GAMMON GOLD
CA3901241057	GREAT BASIN GLD
CA6882781009	OSISKO MINING
CA7562971076	RED BACK MINING
CA98462Y1007	YAMANA GOLD INC

Seit Emission im Juli 2009 konnte sich unser Gold-Basket beinahe verdoppeln und damit jede Benchmark outperformen:

Entwicklung: Erste Goldaktien-Basket

BASKET ZERTIFIKAT AUF GOLD AKTIENKORB EUR 206,01 -0,03% Hoch: 206,01
0A0DY5 / AT0000A0DY51 / außerbörslich Österreich 21.06. 09:05:55 -0,06 Tief: 206,01



Quelle: <http://produkte.erstegroup.com>

Verwässerung als negativster Faktor bei Goldaktien

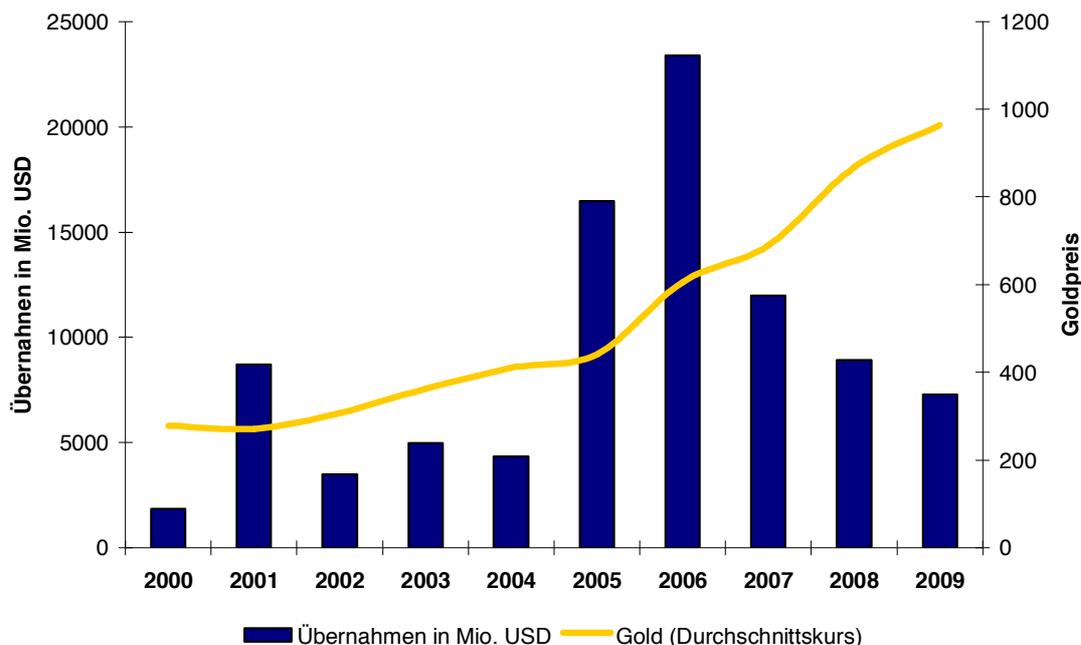
Das Ergebnis unserer Analysen zeigt, dass Unternehmen die auf organisches Wachstum – durch Exploration statt Akquisition – setzten, ganz klare Outperformer waren und einen klar höheren ROIC generierten. Seit 2005 hat sich die Aktienanzahl im gesamten Sektor verdoppelt. Diese massive Verwässerung ist ein Grund für die enttäuschende Performance des Sektors. Auch die Produktion je Aktie fällt sukzessive. So lag sie 2003 noch bei einem Faktor von 2,4, heute liegt sie bei 1,2.

Spezial Report Gold

Branchen-konsolidierung wird sich fortsetzen

Wie bereits in den letzten Goldreports geschrieben, dürfte sich die Konsolidierung des Goldsektors weiter fortsetzen. Die Nachwirkungen der Finanzkrise waren jedoch auch 2009 zu spüren. Im Vergleich zu 2000 war das Niveau von USD 7 Mrd. Akquisitionsvolumen zwar deutlich höher, jedoch nur ein Drittel des Spitzenwertes von 2006. Zu den größten Akquisitionen zählten der Kauf von Comaplex durch Agnico Eagle, Brett Resources durch Osisko Mining, Underworld durch Kinross und Moto Gold Mines durch Randgold und AngloGold Ashanti. Auf regionaler Basis fanden 28% aller Übernahmen in Afrika statt, 18% in Lateinamerika, 18% in Asien, 15% in Australien, 14% in Europa und 7% in Nordamerika⁴⁸.

Übernahmen seit 2000



Quelle: Metals Economics Group Strategic Report, Erste Group Research

Die langfristige Analyse der M&A Aktivitäten zeigt, dass in erster Linie Unternehmen zw. USD 200 und USD 500 Mio. Market Cap die attraktivsten Übernahmekandidaten darstellten. Der Median der letzten 10 Jahre beläuft sich auf USD 140 Mio., der Durchschnitt auf USD 280 Mio. Waren es in den Vorjahren tendenziell produzierende Unternehmen, so sind es nun in erster Linie Unternehmen aus der Development-Phase. Im Schnitt lagen die Prämien bei 32%, wobei ein klarer Trend zu höheren Prämien zu erkennen ist.

Der Druck auf die Unternehmen ist enorm. Barrick Gold muss beispielsweise jedes Jahr knapp 8 Mio. Unzen an Reserven ersetzen. Nachdem niemals 100% abgebaut werden können, müssen somit jährlich knapp 10 Mio. Unzen gefunden bzw. ersetzt werden. Wir gehen davon aus, dass sich die Konsolidierungswelle fortsetzen wird. Am Ende des Zyklus sollten zunehmend Majors akquiriert werden.

Stilanalyse mit interessanten Ergebnissen

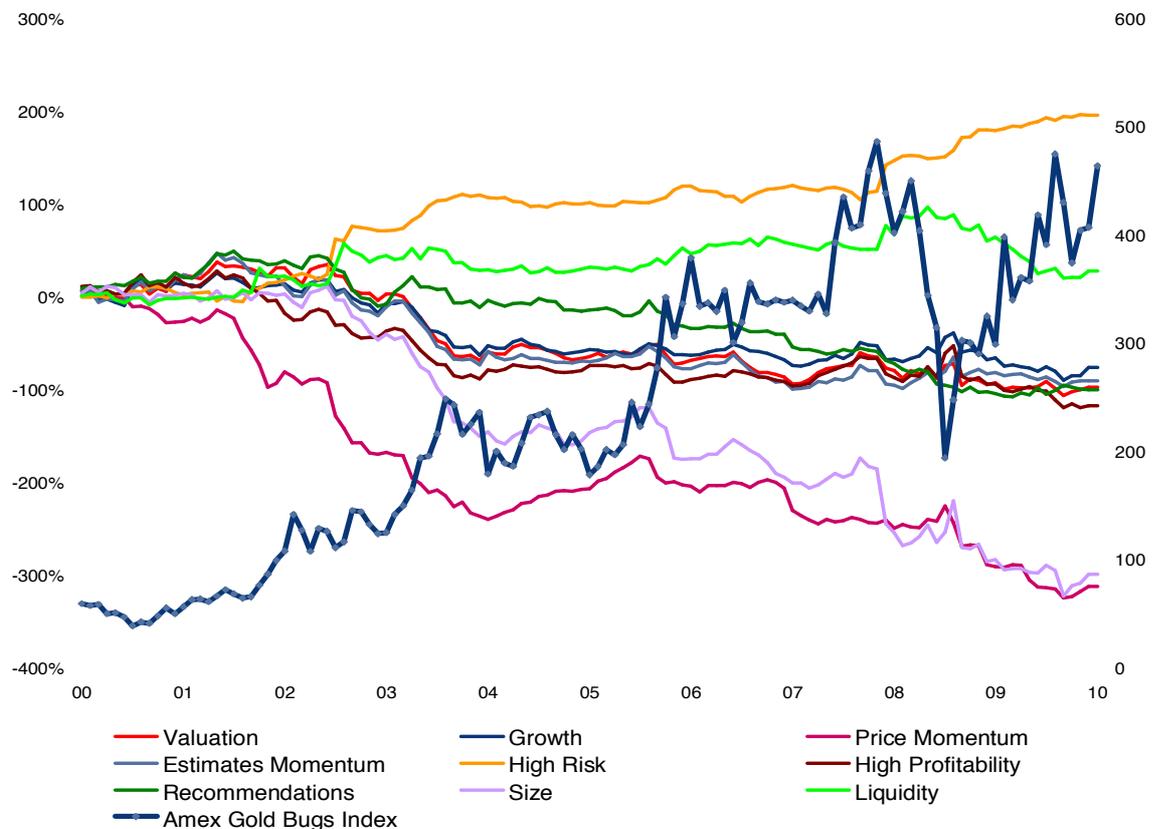
Welche fundamentalen und technischen Faktoren bei Goldminenaktien eine signifikante Rolle auf die Kursentwicklung spielen, zeigt eine Stilanalyse. Dabei haben wir eine Grundgesamtheit von 153 Aktien gebildet und diese über einen Zeitraum von 10 Jahren analysiert. Zur Berechnung wurden die Firmen nach 34 unterschiedlichen Faktoren sortiert und ihrer jeweiligen Monatsperformance gegenübergestellt. Danach subtrahierten wir die durchschnittliche Performance des untersten Quantils (20%) eines Faktors von der Performance des obersten Quantils (80%). Die Differenz erklärt wie hoch zum Beispiel die relative Performance der auf KGV-Basis am niedrigsten bewerteten Aktien im Vergleich zu den am höchsten bewerteten in einem Monat ausgefallen ist. Es gilt jedoch bei dieser 10 Jahres

⁴⁸ Metals Economics Group Strategic Report, May 18, 2010

Spezial Report Gold

Analyse zu beachten, dass ein gewisser „Survivorship-Bias“ (Firmenpleiten) nicht ausgeschlossen werden kann.

Stilanalyse Goldaktien (monatlich kumulierte Returns)



Quelle: Factset, Bloomberg, Erste Group Research

Risk, Size und Momentum als wichtigste Faktoren

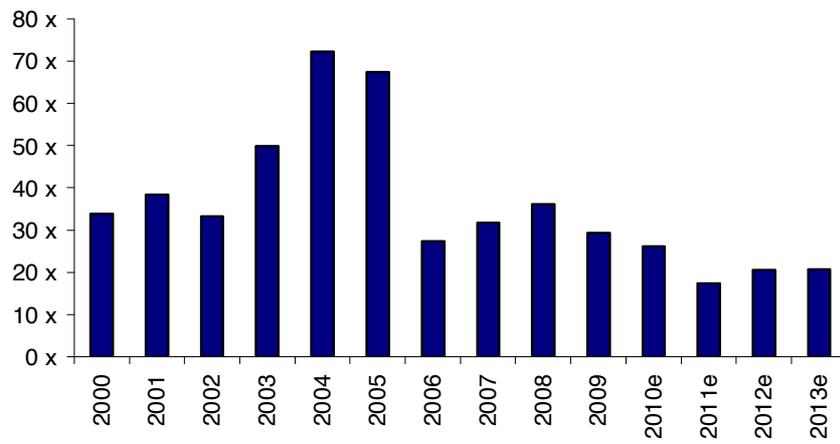
Bei den Goldaktien in unserer Grundgesamtheit sind drei langfristig markante Trends auszumachen: Aktien mit hoher Volatilität (Risk), geringer Marktkapitalisierung (Size) und niedrigem Preismomentum zeigten eine klare Outperformance. Oder anders ausgedrückt: Das Risiko in kleine Goldfirmen mit einer bisher schwachen Performance und hoher Volatilität zu investieren, hat Investoren in den vergangenen 10 Jahren mit einer überdurchschnittlichen Performance belohnt.

Im Gegensatz zu klassischen Aktienindizes zeigt sich, dass bei Goldminenaktien Faktoren wie Bewertung, Wachstum, das Momentum der Gewinnschätzungen oder auch die Profitabilität der Firmen keinen signifikanten Einfluss auf die Kursentwicklung in den letzten 10 Jahren hatten. Einzig ein hohes Umsatzwachstum wirkte sich seit ca. 2006 leicht positiv auf den Kursverlauf aus. Die Empfehlungen von Primäranalysten (sowohl Buys/Sells als auch Target-Preis Upside) können hingegen vernachlässigt werden und zeigen längerfristig eine leichte Underperformance. Mit Ausnahme von 2008 bis Mitte 2009 war es zudem von Vorteil Aktien zu besitzen, die einen überdurchschnittlichen Volumensanstieg (Liquidität) aufzuweisen hatten.

Bei den Gold- und Silberproduzenten aus dem Gold Bugs Index liegt das geschätzte KGV für 2010 derzeit bei 26, bis 2013 soll es auf 20 fallen. Dies bedeutet, dass der Markt keineswegs euphorische Erwartungen hat.

Spezial Report Gold

Gold Bugs Index - PE-Ratio



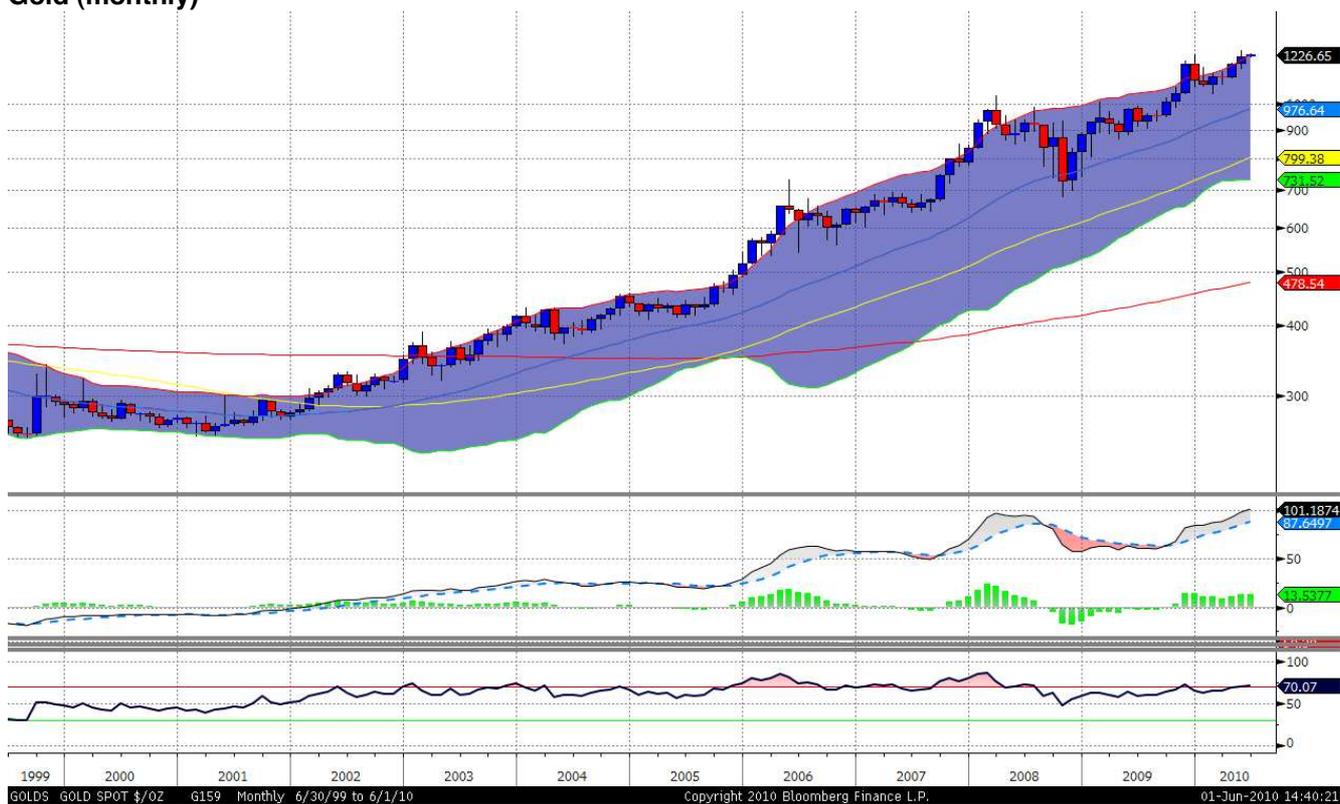
Quelle: JCF Factset, Bloomberg, Erste Group Research

Spezial Report Gold

Charttechnische Analyse

Der langfristige Chart zeigt einen intakten, langfristigen Bullenmarkt. Der Kurs befindet sich stets am oberen Ende der Bollinger-Bänder, dies zeigt das starke Aufwärtsmomentum des Trends. Der RSI befindet sich stets in der „Bullmarket-Range“, der MACD zeigt Konvergenz. Im Monats-Chart befindet sich der Preis über dem kurz/mittel- und langfristigen Moving Average. Insofern ist der Aufwärtstrend in allen Zeitebenen intakt. Nachdem nun zahlreiche neue Allzeithochs markiert wurden, befindet sich der Goldpreis nun im „uncharted territory“. **Das Fibonacci-Projektionslevel (261,8% der letzten Korrektur) ergibt ein Kursziel von USD 1.600.**

Gold (monthly)



Widerstand wird zur Unterstützung

Der Goldpreis ist im Herbst letzten Jahres aus einer knapp 18-monatigen Konsolidierungsphase ausgebrochen. Die kritische USD 1.000-Marke wurde 4x erfolglos getestet, anschließend erfolgte der impulsive Ausbruch. Nach der charttechnischen Grundregel dürfte die USD 1.000 eine massive Unterstützung darstellen. Auch die Marke von USD 1.150 stellt eine feste Unterstützung dar. Während der Korrektur hat sich eine inverse Schulter-Kopf-Schulter Formation ausgebildet, deren Kursziel bei USD 1.300 liegt. Die Indikatoren (MACD und RSI) zeigen Konvergenz, dh. sie bestätigen die Validität des Aufwärtstrends.

Spezial Report Gold

Gold (weekly)



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

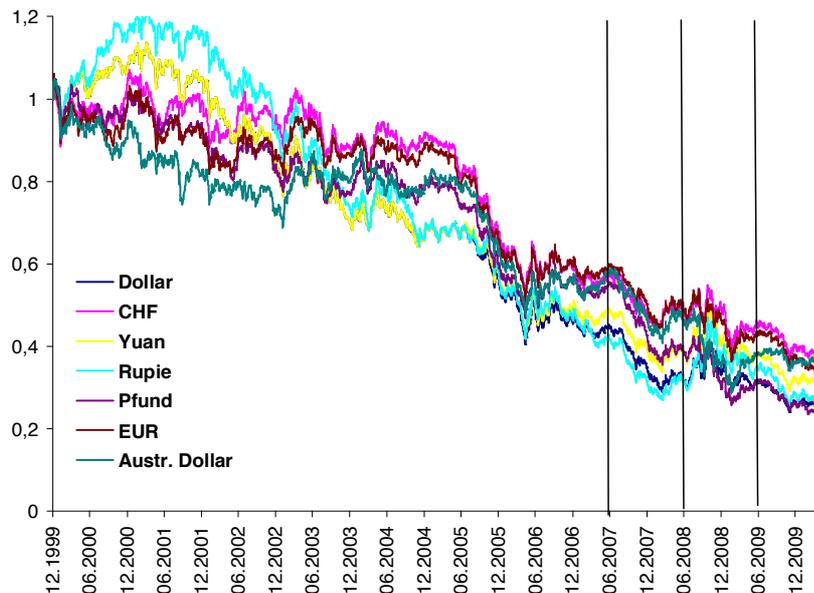
Die Tatsache, dass Gold während einer so schwachen saisonalen Phase so stark performt und nun im Gleichklang mit dem US-Dollar steigt, stimmt uns zuversichtlich. Insofern könnte die saisonal positivste Phase ab September eine Phase mit deutlich höherem Momentum einläuten. Die finale „blow-off“ Phase mit parabolischen Steigerungen steht jedenfalls noch bevor. Im Elliott Wave Terminus spricht man von einer „5th wave extension“, die im Rohstoffbereich oft stattfindet. Aus Sentiment-Gesichtspunkten ist diese Phase geprägt von überbordendem Optimismus und „this time it’s different“ Mentalität. **Im Zuge dieser abschließenden Trendphase erwarten wir, dass unser Kursziel von USD 2.300 erreicht wird.**

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

Der Aufwärtstrend ist auf allen Zeitebenen intakt. Zudem ist der Trend in praktisch allen Papiergeldwährungen rund um den Globus intakt. Anhand des nachfolgenden Charts erkennt man den Abwärtstrend von US-Dollar, Schweizer Franken, 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.

Spezial Report Gold

Div. Währungen vs. Gold

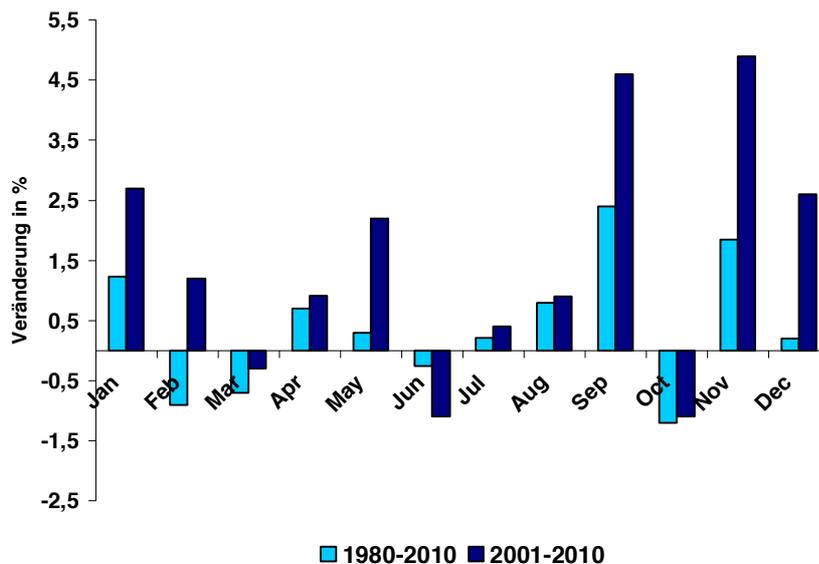


Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Saisonalität

Dass Gold eine ausgeprägte Saisonalität besitzt, haben wir bereits in den letzten 3 Reports ausführlich beschrieben. Traditionell ist Juni ein guter Kauf-Zeitpunkt. In der 2. Jahreshälfte ist das Aufwärts-Momentum klar am höchsten. September ist traditionell der stärkste Monat. Ausschlaggebend dafür sind die Wedding-Season bzw. das Diwali Fest in Indien. Auch Ramadan, die vorweihnachtlichen Schmuckkäufe sowie der chinesische Nationalfeiertag und das Neujahrs-Fest spielen eine große Rolle. Zudem ist die Saisonalität kein Geheimnis mehr und insofern verstärkt sich die Entwicklung als „selffulfilling prophecy“.

Saisonalität des Goldpreises (durchschnittliche monatliche Returns)



Quelle: Datastream, Erste Group Research

Spezial Report Gold

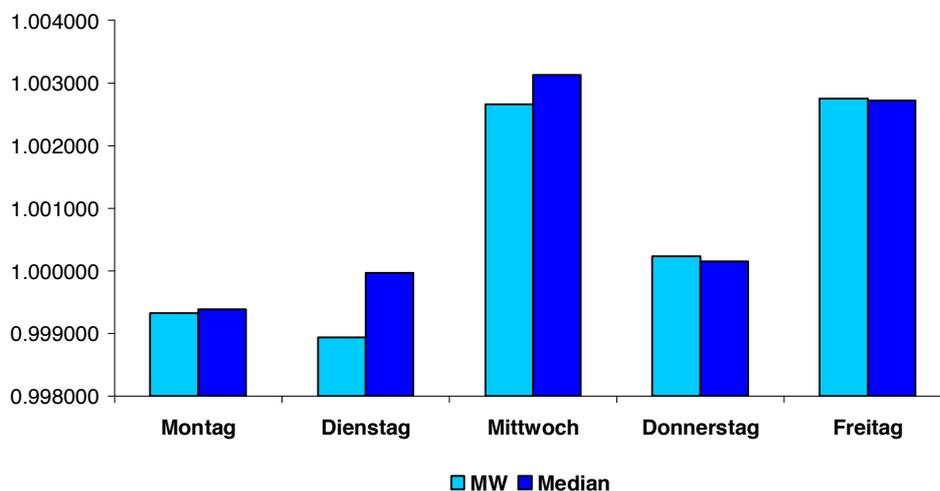
Anhand der nachfolgenden Tabelle erkennt man die jährlichen Tiefst- und Höchststände seit Beginn des Bullenmarktes 2001. Die Jahrestiefs werden meist zwischen Jänner und Mai markiert, der Höchststand zwischen September und Dezember.

	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

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Auch auf Wochenbasis lassen sich klare Muster erkennen. So ist die Entwicklung am Mittwoch und Freitag klar überdurchschnittlich, während zu Wochenbeginn meist schwächere Performances markiert werden.

Gold 3 Yr (1d-return: average & median)



Quelle: Datastream, Bloomberg, Erste Group Research

Der „Hulbert Gold Newsletter Sentiment Index“ (HGNSI) zeigt ebenfalls kaum „Irrational Exuberance“ an. Im Vergleich zum Allzeithoch im Dezember, war die Stimmung beim neuen Allzeithoch im Mai deutlich verhaltener. Der Index stand bei 46%, im Dezember bei 68%. Auch der nachfolgende Sentiment-Index stand im Mai auf tieferem Niveau als im Dezember 2009 bzw. in 2008. Dies spricht ebenfalls ganz klar gegen ein Ende des Bullenmarktes.

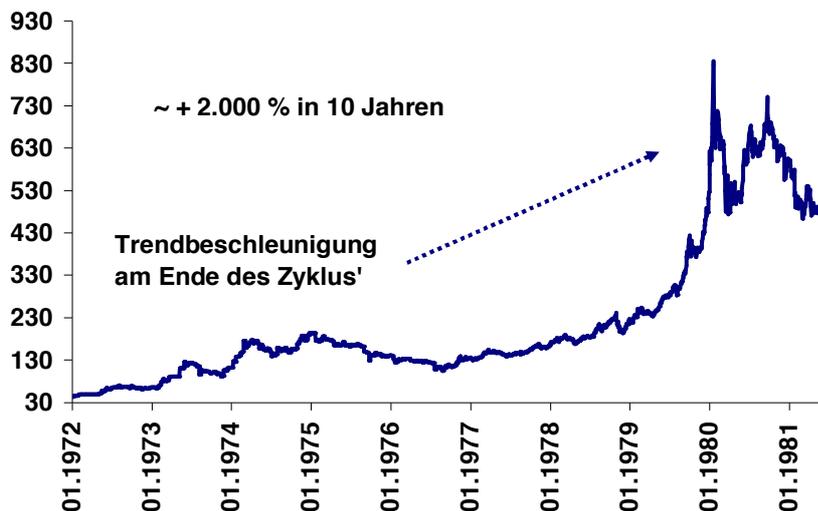
Spezial Report Gold



Vergleich des aktuellen Chartbildes mit dem letzten Bullenmarkt

Im Jänner 1980 stieg der Goldpreis innerhalb kurzer Zeit um mehr als 50 % bis zum bisherigen Allzeithoch bei USD 850 je Unze. Anschließend fiel der Preis innerhalb kurzer Zeit um 30 % um schließlich in einen zwanzigjährigen Dornröschenschlaf zu verfallen. Wird sich der Verfall von 1980 also wiederholen?

Gold 1972 - 1981

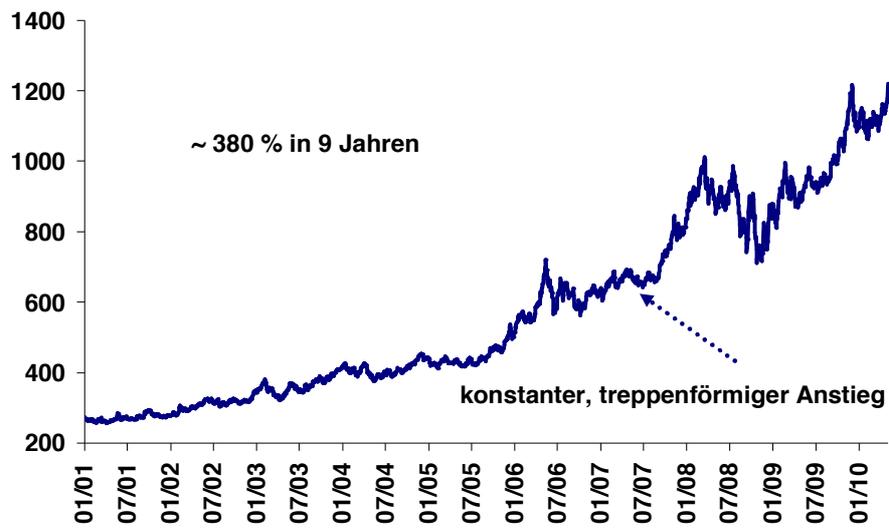


Quelle: Datastream, Erste Group Research

Anders als 1980 haben wir seit der Jahrtausendwende jedoch einen steten, treppenförmigen Anstieg erlebt, was für einen bleibenden Paradigmenwechsel spricht. 1980 war der Anstieg in erster Linie spekulativer Natur, heute wird er von wesentlich unterschiedlicheren und zahlreicheren Marktteilnehmern getragen und basiert auf einem strukturellen Angebots/Nachfragedefizit. Zudem haben wir das im Rohstoffsegment übliche "Blowoff-Top" - also einen parabolischen Anstieg innerhalb kürzester Zeit (ähnlich 1980) - noch nicht gesehen.

Spezial Report Gold

Gold 2001-2010



Quelle: Datastream, Erste Group Research

Spezial Report Gold

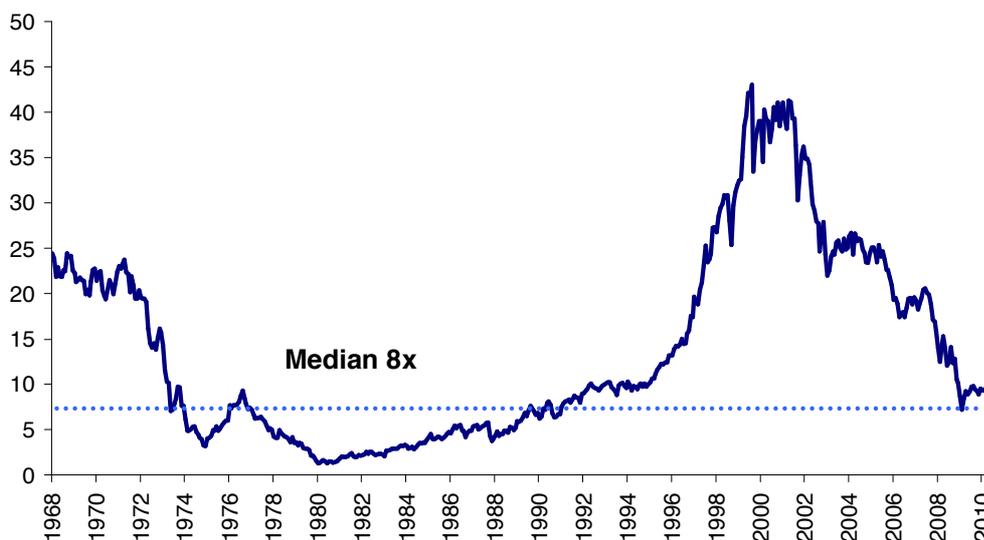
RATIO-Analyse

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: 9,4x)

Mit einem Wert von 9,4 liegt das Verhältnis derzeit leicht über dem langfristigen Median von 8. 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 deutlich niedrigere Werte erreicht werden. Im Jahre 1932 lag das Verhältnis bei 2x, am Ende des letzten Bullenmarktes 1980 lag das Verhältnis bei 1x. Wir gehen davon aus, dass im Zuge des säkularen Bullenmarktes wieder Werte von 1-2x erreicht werden könnten. Bei einem konstanten Dow müsste Gold also auf USD 10.400 steigen.

Dow Gold Ratio



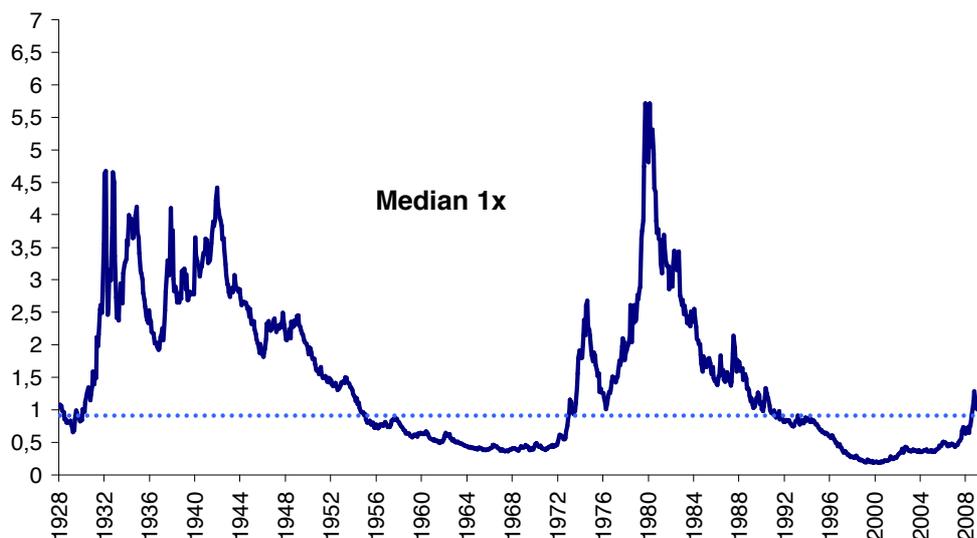
Quelle: Datastream, Erste Group Research

2) Gold / S&P 500 (aktuell 0,99x)

Derzeit liegt das Verhältnis exakt im Bereich des langfristigen Median von 1. 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 je 6.000/Unze steigen.

Spezial Report Gold

Gold / S&P 500



Quelle: Datastream, Erste Group Research

3) Gold / Silber ab Ende Bretton Woods (aktuell 65x)

Derzeit liegt das Verhältnis bei ca. 65x und somit über dem Median von 55x. Silber ist somit im Vergleich zu Gold günstig bewertet. Historisch gesehen lag das Tief im Jahre 1920 bei 15 Unzen Silber für eine Unze Gold. 1980 fiel das Ratio kurzfristig unter 15x. Der historische Höchststand wurde 1940 markiert, damals erhielt man für eine Unze Gold 100 Unzen Silber. Ähnlich hohe Werte wurden auch 1990 erreicht.

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 1687) 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 sind die gemessenen und vermuteten Ressourcen von Silber ca. 6x so hoch wie bei Gold. Insofern ist Silber in Relation zu Gold bei einem aktuellen Verhältnis von 65 klar unterbewertet.

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

Spezial Report Gold

Gold/Silber Ratio



Quelle: Datastream, Erste Group Research

5) World Gold Mining Index / Gold (aktuell 1,7x)

Derzeit liegt das Verhältnis zwischen dem World Gold Mining Index und Gold bei einem Wert von 1,7x und damit über dem langfristigen Median von 1,4x. Ein steigendes Verhältnis zeigt Outperformance zugunsten der Aktien an. Anhand der Entwicklung erkennt man, dass seit Beginn der Hausse Aktien keine Outperformance gebracht haben, Goldminen-Aktien haben mehr oder weniger im Einklang mit dem Goldpreis performt.

World Gold Mining Index / Gold



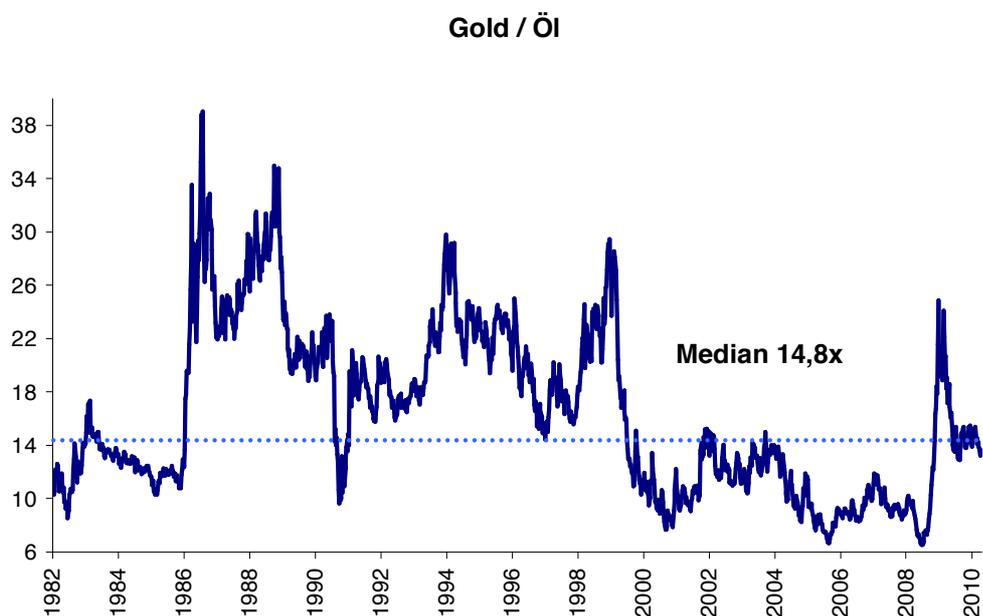
Quelle: Datastream, Erste Group Research

Spezial Report Gold

6) Gold / Öl (aktuell 13,3x)

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. Die beständige Kaufkraft von Gold kann auch anhand des Ratios gemessen werden. So kann aktuell mit einer Unze Gold beispielsweise die gleiche Menge Öl wie in 1945, 1982 oder 2000 gekauft werden.

Derzeit steht das Verhältnis bei 13,3 und damit nur geringfügig unter dem langfristigen Median. Das Allzeithoch wurde 1973 erreicht, damals konnte man mit einer Unze Gold 42 Barrel Rohöl kaufen. Der historische Tiefstwert lag im Jahre 2008 bei einem Stand von knapp 6 Barrel je Unze.

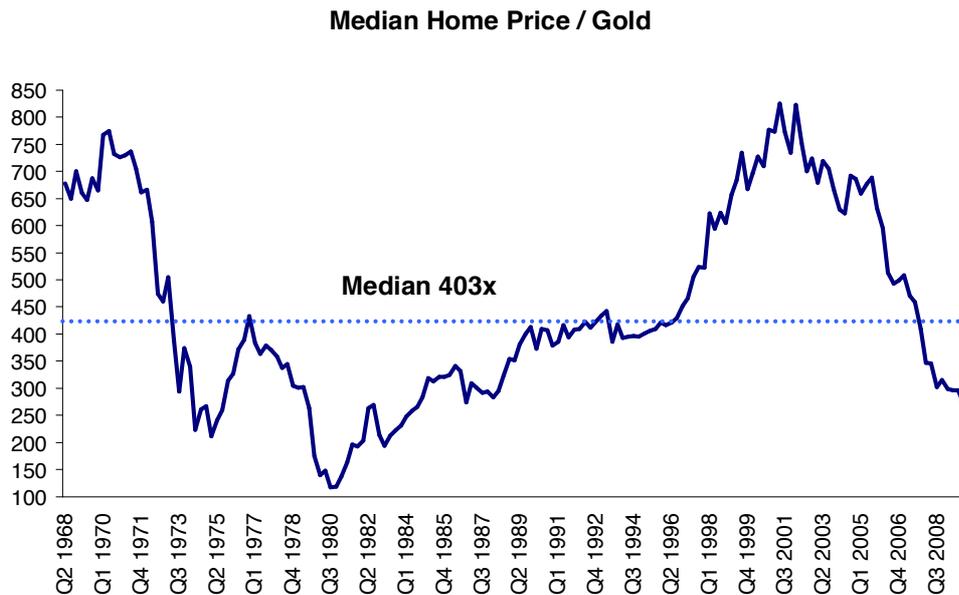


Quelle: Datastream, Erste Group Research

7) Hauspreis / Gold (aktuell 250x)

Derzeit benötigt man knapp 250 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 teuer und Immobilien günstig, der langfristige Median liegt bei 403x. Der Tiefststand 1980 bei knapp 100 ist jedoch noch weit entfernt.

Spezial Report Gold



Quelle: Datastream, Erste Group Research

Fazit Ratio-Analyse

Der langfristige Vergleich von Gold und anderen Asset-Klassen zeichnet ein klar positives Szenario. Zwar befinden sich viele Verhältnisse im Rahmen des Medians, dies zeigt jedoch dass die Bewertung derzeit alles andere als exzessiv ist. Auch das vielzitierte Argument der „Gold-Bubble“ kann somit leicht entkräftet werden. **Bullenmärkte enden in der Euphorie, insofern wird unser Argument für den baldigen Eintritt in die Trendbeschleunigungsphase untermauert.**

Spezial Report Gold

FAZIT

Paradigmen- wechsel wird kaum wahrgenommen

Gold hat sich seit 2001 knapp verfünffacht, dennoch wird die Nachhaltigkeit des Anstieges nach wie vor nicht wirklich wahrgenommen. Ausschlaggebend dafür ist der mehr als 20-jährige Bullenmarkt bei Aktien, Bonds und Immobilien bzw. der konträre Goldpreisverlauf. Zudem gibt es wenige Marktteilnehmer die das letzte Goldpreishoch in 1980 aktiv erlebt haben. In den 1970er Jahren galt es noch als ungeschriebenes Gesetz, mindestens ein Fünftel des Vermögens in Gold zu investieren. **1980 machten Gold & Goldminenaktien über 26 % des Weltfinanzvermögens aus, heute sind es lediglich 0,8 % des Weltvermögens.**

Defizit zwischen Angebot und Nachfrage weiterhin intakt

Die kumulierte Nachfrage stieg in den letzten 3 Jahren um 62%, während das Angebot (in erster Linie Altgold) um 59% stieg. Wie wir bereits vor 4 Jahren geschrieben haben, kann dieses Angebots/Nachfragedefizit nur über Preissteigerungen geschlossen werden. Auch wenn sowohl Schmuckindustrie als auch das Recycling-Angebot sensitiv auf Preissteigerungen reagieren, denken wir, dass die Investorennachfrage für die nächsten Jahre der entscheidende Faktor sein wird. Die Produktion stagniert weiterhin, zudem haben nun Zentralbanken von der Angebots- auf die Nachfrageseite gewechselt. Wir prognostizieren, dass Zentralbanken von nun an immer stärker zukaufen werden. Selbst traditionelle Verkäufernationalen innerhalb des CBGA könnten à la longue wieder auf die Käuferseite wechseln.

Expansive Geldpolitik und Überschuldung sollten gutes Umfeld für Gold garantieren

Das globale Wetteifern der 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, ist naiv. Die treibende Kraft des Wohlstands sind Sparen und Investition, nicht Konsum. Um den aktuellen Schwierigkeiten im Finanzbereich aber auch der Realwirtschaft entgegenzuwirken werden Fed und EZB gezwungen sein, die Zinsen vorerst weiterhin gen Null 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 darstellt.**

“Picking these currencies is like choosing my favourite dental procedure. And I decided holding gold is better than holding cash, especially now that both offer no yield”
David Einhorn

Unterschiede zum letzten Bullenmarkt der 70er Jahre

Im Vergleich zum letzten Bullenmarkt der 70er Jahre gibt es zahlreiche gravierende Unterschiede. Damals waren Emerging Markets wirtschaftlich unbedeutend, die Kaufkraft war deutlich geringer. Die Goldnachfrage kam in erster Linie aus Industrienationen. Die chinesische Mittelschicht, die mittlerweile auf knapp 100 Mio. Menschen angewachsen ist, durfte am letzten Bullenmarkt nicht teilnehmen, der private Goldbesitz war bis vor wenigen Jahren verboten. Eine starke Anhebung des Zinsniveaus (ähnlich wie Anfang 1980) ist hingegen de facto unmöglich.

Folgende Faktoren sprechen ebenfalls für einen weiter steigenden Goldpreis:

- Gold und Edelmetalle sind die einzige Asset-Klasse, die sich sowohl in einem **inflationären** aber auch **deflationären Szenario** nachhaltig behaupten kann.
- Ein rascher **Ausbau der Produktionskapazitäten** scheint äußerst unwahrscheinlich. Die stark gestiegenen Abbau-, Energie und Lohnkosten haben die Preissteigerungen teilweise überkompensiert. Weiters sind die **leicht abzubauenen Reserven bereits größtenteils erschöpft**, sodass immer tiefer gelegene und somit teurer zu erschließende Vorkommen abgebaut werden müssen. Dies sollte ein gutes Unterstützungsniveau bieten.
- Auch die Tatsache, dass **institutionelle Investoren, Staatsfonds** und **rohölproduzierende Nationen** derzeit **noch unterproportional in Commodities** und insbesondere in Gold **investiert** sind, spricht für eine **weiterhin steigende Investmentnachfrage**.

Spezial Report Gold

- Die **Anlageklasse Rohstoffe** wird im Rahmen der strategischen Asset Allocation aufgrund der beschriebenen Eigenschaften in den nächsten Jahren auch bei privaten Investoren immer mehr an Bedeutung gewinnen.
- **Zudem bietet sich Gold allein schon aus Diversifikationsgründen an.** Gold hat eine negative Korrelation zu Aktien und weist eine niedrigere Volatilität auf.
- Auch die **geopolitischen Risiken** sind ein Argument pro Gold. Die schwelenden Konflikte in Pakistan, Iran, Afghanistan, die Spannungen zwischen Nord- und Südkorea, Terror-Gefahren etc. sprechen für den klassischen sicheren Hafen Gold.
- Die Kreditkrise ist noch nicht vorbei, die US-Makrodaten zeigen ein zwiespältiges Bild der US-Wirtschaft und die Probleme am amerikanischen Gewerbeimmobilienmarkt nehmen zu. **Die vielzitierte „double dip“- Rezession kann nicht ausgeschlossen werden.**
- Aufgrund der jüngsten Krise dürfte man sich wieder auf den eigentlichen Nutzen von Gold besinnen. **Die Remonetarisierung von Gold hat begonnen.**

Negative Einflussfaktoren:

- Weiterhin rückläufige Schmucknachfrage
- Realzinsen könnten in 2010 in positives Terrain drehen
- Gold wird oft als eiserne Reserve und Geld letzter Instanz gehalten und somit in finanziellen Extremsituationen liquidiert. Nachdem mehr als 70 % des Schmucks am indischen Subkontinent gekauft wird, könnte das Altgold-Angebot weiter ansteigen
- De-Hedging geht zu Ende
- Futures-Positionierung (CoT) spricht für kurzfristige Korrektur
- Das Sentiment ist teilweise überzogen, der „Titelblatt-Indikator“ spricht für überbordenden Optimismus, insbesondere in Europa.

Gold zahlt keine Zinsen, kann aber auch nicht wertlos werden

Gold bezahlt keine Zinsen, dies dürfte hinlänglich bekannt sein. Es wurde im Laufe der Jahrhunderte und Jahrtausende aber auch noch nie wertlos. Commodities wie Öl oder Technologieaktien zahlen auch keine Zinsen bzw. Dividenden, trotzdem hört man dieses Argument nur bei Gold. Geld muss riskiert werden, um einen Zins erwarten zu können. Je riskanter das Investment, desto höher die mögliche Rendite. Im Umkehrschluss würde dies bedeuten, dass Gold geringes Risiko aufweist. **Gold ist der einzige Vermögenswert, dem keine Verpflichtung einer Gläubigerbeziehung gegenübersteht. Es ist das einzige staatenunabhängige, international anerkannte Zahlungsmittel und hat jeden Krieg und Staatsbankrott überlebt.**

*“If I told you I was going to give you a large steel box for your kids, and that box was **not to be opened for 50 years**, would you rather put three million in cash in that box or three million in diamonds or gold? Me, I'd rather pick the diamonds or the gold. Which would you choose?”*
Richard Russel

Gold ist ein weiches Metall aber eine harte Währung

Die monetäre Bedeutung, die sich während der letzten Jahrhunderte etabliert und manifestiert hat, wird derzeit wiederentdeckt. Gold steht seit Jahrhunderten für Wertbeständigkeit, Unabhängigkeit und Stabilität. Dies hat sich in den aktuellen Turbulenzen einmal mehr unter Beweis gestellt und wir gehen davon aus, dass es auch in den nächsten Jahren der Fall sein wird. Die Antwort auf die Frage ob Gold teurer wird oder die Kaufkraft der Papiergeldwährungen sinkt, liegt im Auge des Betrachters.

Zur Herleitung eines Kurszieles kann man auch die Staatsverschuldung in Relation zum Goldbestand der jeweiligen Notenbanken setzen und anschließend mit den historischen Ständen vergleichen⁴⁹.

⁴⁹Vgl. „Deckung der Staatsverschuldung: Wie hoch müsste der Goldpreis steigen?“, Robert Rethfeld, 11.6.2010

Spezial Report Gold

Übersicht: Theoretischer Goldpreis bei 100% bzw. 10% Deckungsgrad der Staatsverschuldung⁵⁰

	Goldpreis bei Deckungsgrad 100%	Goldpreis bei Deckungsgrad 10%
Deutschland	16.000	1.600
Frankreich	20.000	2.000
Italien	20.600	2.060
USA	45.000	4.500
Spanien	53.000	5.300
UK	121.000	12.100

Quelle: Wellenreiter-Invest

Deutschland (Goldbestand 3.400 Tonnen), Frankreich (2.435 Tonnen) und Italien (2.451 Tonnen)⁵¹ verfügen von den großen Goldhaltern somit ganz klar über die besten Voraussetzungen. In den USA müsste (bei einem Verschuldungsstand von USD 13 Billionen) der Goldpreis auf USD 45.000 je Unze steigen, um die Verschuldung komplett abzudecken. Fairerweise muß man jedoch sagen dass eine 100%ige Golddeckung de facto nie gegeben war. 1915 sowie 1938 lag sie im Hoch (in den USA) bei knapp 55%, Ende der 70er Jahre lag der Deckungsgrad bei 17%. Derzeit sind 1,8% der US-Schulden mit Gold gedeckt, allein im Sinne einer Mean Reversion wären deutlich höhere Goldpreise also nur logisch.

Definitiv keine Bubble

Die Unterscheidung zwischen einem Bullenmarkt und einer Bubble fällt vielen Marktteilnehmern offenbar schwer. Einige historische Beispiele belegen, dass Gold definitiv keine Bubble ist. Derzeit beträgt der Wert der US-Goldbestände knapp 1,85% des US-BIP's. 1940 lag der Wert bei über 20%, 1980 bei knapp 7%. Wenn man nun Gold mit der historischen Geldmenge vergleicht, so erscheint das aktuelle Preisniveau ebenfalls günstig. 1980 war die Geldmenge M1 noch mit knapp 45% Gold gedeckt, heute sind es knapp 5 %. Dh. es müsste ca. um den Faktor 8,5 steigen. Würde man die MZM-Geldmenge decken, so müsste der Goldpreis auf ca. USD 10.000 klettern. Bei einer Deckung des Geldmengenaggregates M2 mit Gold, müsste der Goldpreis auf knapp USD 30.000 je Unze steigen.

Weiterhin exzellentes Chance/Risiko verhältnis

Wir sehen den Goldpreis - mehr denn je in - einem intakten langfristigen Aufwärtstrend. **Das Chance/Risikoverhältnis für Goldinvestments ist weiterhin exzellent.** Nach der technischen Grundannahme „Resistance becomes Support“ dürfte die USD 1.000 Marke eine feste Unterstützung sein. Wir glauben nicht, dass diese Marke im Laufe des nächsten Jahres unterschritten wird.

Ein Kursziel von USD 2.300 zu prognostizieren klingt extrem optimistisch bzw. illusorisch. Doch wer hätte Anfang der 90er Jahre bei einem Stand von 300 Punkten gedacht, dass der S&P 500 innerhalb einer Dekade auf 1.500 Punkte steigen würde? Wer hätte es Anfang 2002 bei einem Stand von USD 20 je Barrel für möglich gehalten, dass der Ölpreis bis auf USD 150 je Barrel steigen würde? Das ist das Wesen eines Bullenmarktes. Jeder Trend endet in der Euphorie und im Exzess.

Am Ende der parabolischen Trendphase erwarten wir USD 2.300

Kurzfristig scheint das Stimmungsbild ein wenig zu positiv, zudem spricht die CoT-Positionierung für eine Korrektur. Ab dem dritten und vierten Quartal sollten positive Seasonals weitere Unterstützung geben. Als nächstes **12-Monats-Ziel sehen wir die Marke von USD 1.600. Wir erwarten dass die parabolische Trendphase noch bevorsteht. Im Zuge dieser sollte unser Kursziel von USD 2.300 am Ende des Zyklus' erreicht werden.**

Ronald-Peter Stöferle, CMT

⁵⁰ <http://www.goldseiten.de/content/diverses/artikel.php?storyid=13685>

⁵¹ <http://de.wikipedia.org/wiki/Goldreserve>

Spezial Report Gold

Contacts

Group Research

Head of Group Research

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

CEE Equity Research

Co-Head: Günther Artner, CFA +43 (0)5 0100 - 11523

Co-Head: Henning EBKuchen +43 (0)5 0100 - 19634

Günter Hohberger (Banks) +43 (0)5 0100 - 17354

Franz Hörli, CFA (Steel, Construction) +43 (0)5 0100 - 18506

Gernot Jany, CFA (Banks, Real Estate) +43 (0)5 0100 - 11903

Daniel Lion, CIA (IT) +43 (0)5 0100 - 17420

Christoph Schultes, CIA (Insurance, Utility) +43 (0)5 0100 - 16314

Thomas Unger, CFA (Oil&Gas) +43 (0)5 0100 - 17344

Vera Sutedja, CFA (Telecom) +43 (0)5 0100 - 11905

Vladimira Urbankova, MBA (Pharma) +43 (0)5 0100 - 17343

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

Macro/Fixed Income Research

Head: Gudrun Egger, CEFA (Euroland) +43 (0)5 0100 - 11909

Alihan Karadagoglu (Corporates) +43 (0)5 0100 - 19633

Peter Kaufmann (Corporates) +43 (0)5 0100 - 11183

Rainer Singer (US) +43 (0)5 0100 - 11185

Elena Statelov, CIA (Corporates) +43 (0)5 0100 - 19641

Mildred Hager (SW, Japan) +43 (0)5 0100 - 17331

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

Editor Research CEE

Brett Aarons +420 233 005 904

Research Croatia/Serbia

Head: Mladen Dodig +381 11 22 00 866

Damir Cukman (Equity) +385 62 37 2812

Alen Kovac (Fixed income) +385 62 37 1383

Davor Spoljar (Equity) +385 62 37 2825

Research Czech Republic

Head: David Navratil (Fixed income) +420 224 995 439

Petr Bartek (Equity) +420 224 995 227

Vaclav Krminek (Media) +420 224 995 289

Jana Krajcova (Fixed income) +420 224 995 232

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

Head: Artur Iwanski (Equity) +48 22 330 6253

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

Dumitru Dulgheru (Fixed income) +40 21 312 6773 1028

Cristian Mladin (Fixed income) +40 21312 6773 1028

Eugen Sinca (Fixed income) +40 21312 6773 1028

Raluca Ungureanu (Equity) +40 21311 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: Victor Stefanyszyn (Fixed Income) +38 044 593 - 1784

Svitlana Bazilevich (Equity) +38 044 593 - 9286

Maryan Zablotsky (Fixed income) +38 044 593 - 9188

Research Turkey

Head: Erkin Sahinoz (Fixed Income) +90 212 371 2540

Ali Cakiroglu (Fixed Income) +90 212 371 2536

Sadrettin Bagci (Equity) +90 212 371 2537

Can Oztoprak (Equity) +90 212 371 2539

Group Institutional & Retail Sales

Institutional Equity Sales Vienna

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

Cash Equity Sales

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

Neil Owen +43 (0)5 0100 - 83114

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

Dieter Benesch +44 20 7623 - 4154

Tatyana Dachyshyn +44 20 7623 - 4154

Declan Wooloughan +44 20 7623 - 4154

Institutional Equity Sales Croatia

Zeljka Kajkut (Equity) +38 562 37 28 11

Damir Eror (Equity) +38 562 37 28 13

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

Krisztián Kandik (Equity) +361 235-5140

Istvan Kovacs (Fixed income) +361 235-5846

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

Rado Stopiak (Derivatives) +48 62 56 01

Andrea Slesarova (Client sales) +48 62 56 27

Saving Banks & Sales Retail

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

Equity Retail Sales

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

Fixed Income & Certificate Sales

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

Treasury Domestic Sales

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

Corporate Desk

Head: Leopold Sokolicek +43 (0)5 0100 - 84601

Alexandra Blach +43 (0)5 0100 - 84141

Markus Pistracher +43 (0)5 0100 - 84100

Roman Friesacher +43 (0)5 0100 - 84143

Helmut Kirchner +43 (0)5 0100 - 84144

Christian Skopek +43 (0)5 0100 - 84146

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

Spezial Report Gold

Diese Unterlage dient als zusätzliche wirtschaftliche Information für unsere Kunden und basiert auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Finanzanalysten unseres Hauses. Die Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Bedürfnisse unserer Anleger hinsichtlich Ertrag, steuerlicher Situation oder Risikobereitschaft. Hinweise auf die frühere Performance garantieren nicht notwendigerweise positive Entwicklungen in der Zukunft. Obwohl wir die von uns beanspruchten Quellen als verlässlich einstufen, übernehmen wir für die Vollständigkeit und Richtigkeit der hier wiedergegebenen Informationen keine Haftung. Diese Unterlage ist weder ein Anbot, noch eine Einladung zur Anbotsstellung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren.

**Published by Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG Börsegasse 14, OE 543
A-1010 Vienna, Austria. Tel. +43 (0)5 0100-ext.**

Erste Bank Homepage: www.erstebank.at On Bloomberg please type: **E RBK <GO>.**

Spezial Report Gold

Notizen