

Erstklassiges Chance/Risiko-
verhältnis für Goldinvestments

Stark gefallene Produktionskosten
sprechen für Goldminenaktien

Wall Street entdeckt Gold

Österreichische Schule der
Nationalökonomie: Massive
Geldmengenausweitung als
Fundament für Goldhausse?

Gold ist nach wie vor in den
Frühphasen eines Bullenmarktes

CoT Positionierung spricht für
Korrektur

Erstes Kursziel bei USD 1.300,
langfristiges Kursziel: Über-
schreiten des inflationsbereinigten
Allzeithochs bei USD 2.300/Unze

Spezial Report Gold

International Research

In Gold we trust



Spezial Report Gold

Inhalt

	Seite
Einleitung	2
Häufige Argumente, Mythen und Kritikpunkte rund um Gold	6
Mythos # 1: Gold ist (zu) teuer	6
Mythos # 2: Für Euro-Investoren ist Gold uninteressant	7
Mythos # 3: Gold zahlt keine Zinsen	8
Mythos # 4: Der Goldpreis ist volatil und spekulativ	9
Mythos # 5: In der Deflation ist Gold ein schlechtes Investment	9
Mythos # 6: Gold hat in unserer heutigen modernen Gesellschaft keine Bedeutung mehr	12
Mythos # 7: Gold ist ein reines Kriseninvestment	12
Angebot	14
Minenproduktion	15
Historische Goldproduktion in Südafrika – Musterbeispiel für „Peak Gold“?	19
Recycling	21
Nachfrage	22
Industrienachfrage	23
De-Hedging	23
Schmucknachfrage	24
Zentralbanken	24
(spätes) Umdenken der Zentralbanken	24
Goldenes China	26
Central Bank Gold Agreements	28
Investmentnachfrage	29
Exchange Traded Funds (ETF's)	29
Münzen	30
Gold Lease / Backwardation	30
Goldminen-Aktien	32
Preist Gold eine kommende Inflation ein?	34
Geldmengenentwicklung nach der Österreichischen Schule der Ökonomie	36
Gold wird weiter von Dollardiversifizierung profitieren	38
Ein neuer Goldstandard?	38
Wird der Goldpreis manipuliert?	39
Gold im Kontext einer neuen Weltwährung?	39
Rezessionen sind kein positives Umfeld für Gold	42
History repeats: 2009 = 1974?	42
Paradigmenwechsel ähnlich 1974?	43
Technische Analyse	45
Ratio-Analyse	45
1. Immobilien/Gold-Ratio	45
2. Gold/Öl Ratio	45
3. Gold/Silber	46
4. Dow/Gold Ratio	46
Charttechnischer Ausblick	47
Vergleich der aktuellen Situation mit dem letzten großen Bullenmarkt	49
Commitment of Traders (COT) indiziert massive Short-Konzentration	50
Fazit	52
Contacts	54

Spezial Report Gold

Einleitung

Glänzende Entwicklung 2008 und 2009

Seit unserer erstmaligen Empfehlung 2007 bei USD 650, konnte Gold praktisch jede andere Anlageklasse eindrucksvoll outperformen. Der Gold-Bullenmarkt dauert nun bereits **seit 2001 an, die annualisierte Performance beträgt 16 %**. **Gold beendete das Jahr 2008 mit dem insgesamt 8. Jahresgewinn in Folge. Auch in 2009 sieht die Performance glänzend aus aus. Das Plus beläuft sich auf 7 % (in USD) bzw. 8 % (in Euro)**¹ Der Durchschnittspreis 2008 lag bei USD 872 je Unze und damit um 25 % höher als 2007(695).

Trendumkehr oder „Durchatmen“ vor nächstem Aufwärtsschub?

Ist der Goldrausch bereits am Ende? Die berechnete Frage ob wir kurz vor einer Trendumkehr stehen, oder die jüngste Korrektur lediglich ein „tiefes Durchatmen“ vor der nächsten impulsiven Aufwärtswelle darstellt, wollen wir im nachfolgenden Goldreport beantworten. Was könnte ein potenzieller Katalysator für eine Fortsetzung der Hausse sein? Was sind die Gefahren? In der 3. Ausgabe unseres jährlichen Spezialreports Gold wollen wir erläutern, warum wir davon ausgehen, dass der Goldsektor weiterhin „glänzende Aussichten“ für bestehende und potenzielle Investoren bieten sollte.

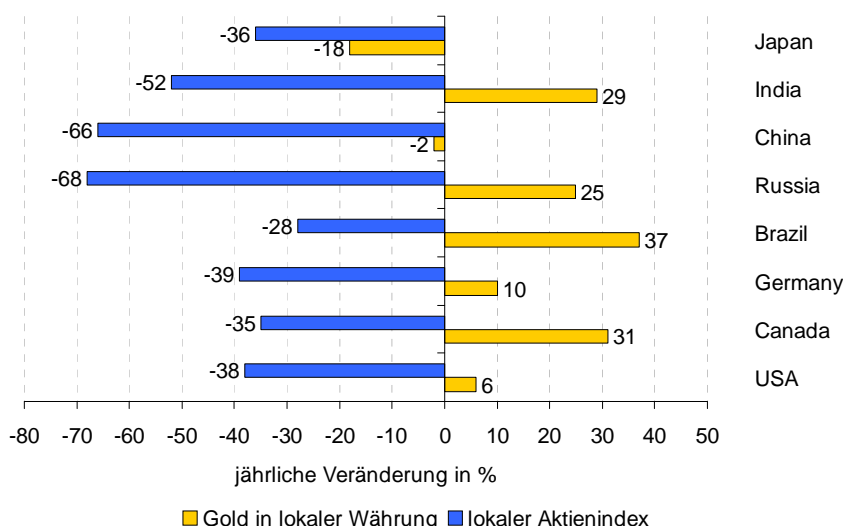
Notenbanken bereiten perfektes Umfeld

Die stark expansive Notenbankpolitik (und die damit verbundene Geldschöpfung historischen Ausmaßes), sowie die massive Ausweitung der Staatsverschuldung rund um den Globus könnten Inflation zum großen Problem der nächsten Jahre machen. Dies gepaart mit nahezu weltweiter Nullzinspolitik sowie zunehmender Kritik am Dollar als Weltreservewährung, bedeutet unserer Meinung nach eine perfekte Ausgangsposition für weitere Goldpreisanstiege.

Enttäuschende Performance 2008? Weder relativ noch absolut...

Viele Marktteilnehmer erwarteten aufgrund der panischen und turbulenten Ereignisse des vergangenen Jahres, einen explodierenden Goldpreis und waren letztendlich von der Performance enttäuscht. Doch selbst der kollabierende Ölpreis oder der haussierende US-Dollar konnten den Goldpreis nicht stoppen. Gold konnte sowohl absolut, aber insbesondere relativ klar positiver performen als die meisten anderen Investments. Gold hat zudem neue Allzeithochs im Euro, dem britischen Pfund, dem kanadischen Dollar, dem südafrikanischen Rand, dem russischen Rubel, der indischen Rupie und zahlreichen anderen Währungen markiert. Besonders interessant ist der Vergleich mit Aktien wenn man die Aktienindizes in lokaler Währung betrachtet:

Gold in lokaler Währung vs. Aktienindizes 2008



Quelle: Datastream

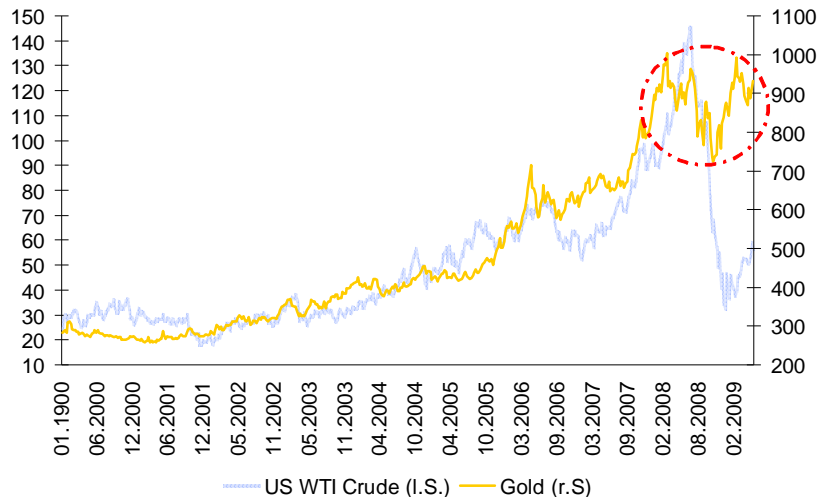
Ein Grund für die verheerende Auswirkung der Finanzkrise ist die hohe positive Korrelation vieler Anlageklassen. Portfoliodiversifikation mittels alternativer Investments, Aktien und

¹ Stand per 28. Juni bei USD 940/Unze

Spezial Report Gold

Rohstoffen schlug 2008 klar fehl. So verlor der S&P 500 in 2008 beispielsweise knapp 40 %, ebenso wie der GSCI Rohstoff-Index. Gold verhielt sich gegengleich. Und das obwohl im 3. und 4. Quartal zahlreiche gehebelte Positionen zwangsliquidiert werden mussten. Gold sticht hier also klar hervor, mit einer Jahresperformance von 6 % in USD bzw. knapp 10 % in Euro gerechnet.

Gold „emanzipiert“ sich von Öl und anderen Rohstoffen



Quelle: Datastream, Erste Group Research

Weiches Metall, harte Währung: Wiederent- deckung der monetären Bedeutung von Gold

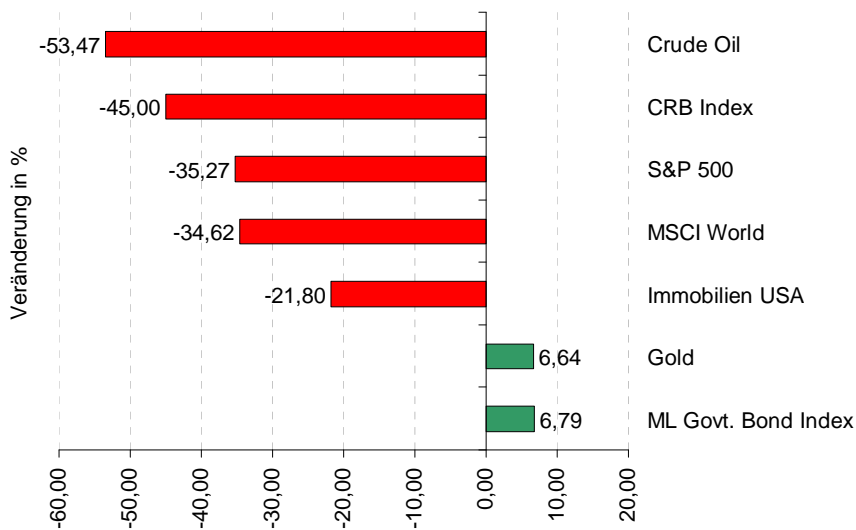
Neben dem Inflationsschutz wird Gold auch zunehmend wieder die monetäre Rolle, die es seit tausenden Jahren spielt – zugestanden. Gold ist ein weltweit anerkanntes Tauschmittel das die Kaufkraft und somit Werterhalt über lange Perioden sichert und aufgrund der natürlichen Begrenztheit die wesentlichen Funktionen einer Währung in sich vereint. Im Zuge der Finanzkrise hat sich auch die Wertschätzung des gelben Metalls seitens der Notenbanken wieder verbessert. Allein das Vorhandensein einer Goldreserve schafft Vertrauen, die Wahrnehmung von Gold als „barbarische Relikt“ (Keynes) dürfte ausgedient haben.

Angebot und Nachfrage: Licht und Schatten im 1. Quartal 2009

Das 1. Quartal sah lt. World Gold Council eine um 38 % gesteigerte Goldnachfrage im Vergleich zum Vorjahresquartal. Insgesamt lag die Nachfrage bei 1.015,5 Tonnen. Die Investmentnachfrage explodierte um 248 % auf 595,5 Tonnen. Insbesondere die Zuflüsse in Exchange Traded Funds (ETF's) sowie die physische Nachfrage nach Münzen (+ 154 %) und Barren zeigte sich robust. Allein in den ersten beiden Monaten des neuen Jahres wurde mehr als im Gesamtjahr 2008 in ETF's investiert. Die Schmucknachfrage brach hingegen um 24 % auf 339,4 Tonnen ein. Auch die Elektronikindustrie benötigte deutlich weniger Gold (-36 % auf 51,3 Tonnen), der hohe Goldpreis wurde aber auch vermehrt zu Altgoldverwertung genutzt. Insgesamt wurden 55 % mehr Gold (558 Tonnen) recycelt.

Spezial Report Gold

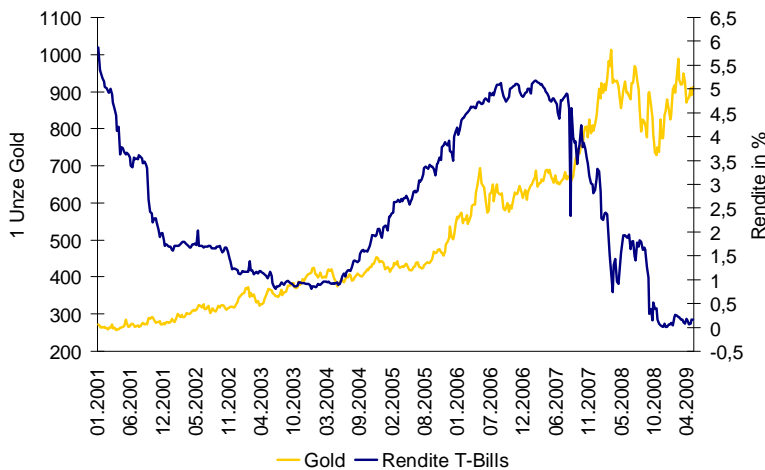
Gold vs. andere Anlageklassen seit letztem Goldreport (Juni 2008)



Quelle: Datastream

Zudem sinken die Opportunitätskosten immer weiter. Die Rendite der 3M US-Bills war im Dezember sogar kurze Zeit negativ, dies relativiert die Bezeichnung „smart money“.

Rendite 0-3 M T-Bills vs. Gold



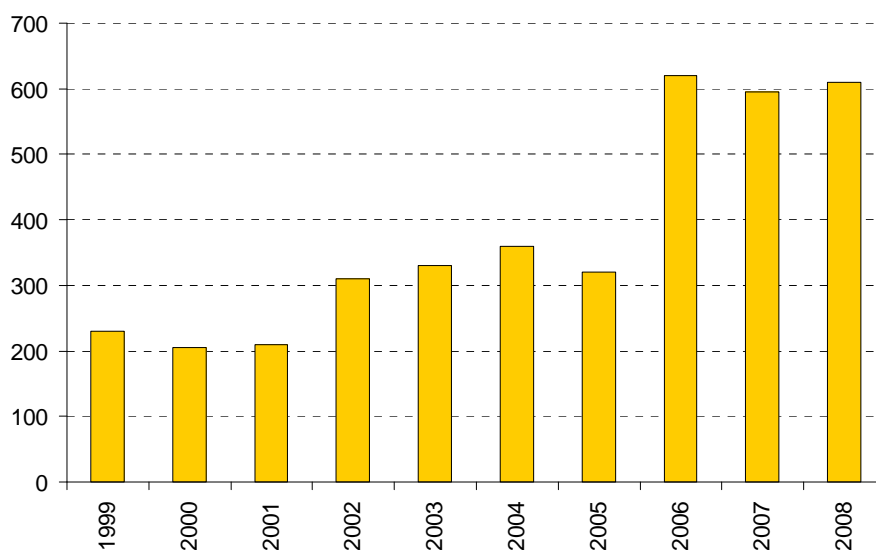
Quelle: Datastream, Erste Group Research

Diskrepanz zwischen physischem Gold und Papiergold

2008 war aber auch geprägt von einer extremen Diskrepanz zwischen dem physischen und dem „Papiergold“ Markt. Der Preis für Barren oder Münzen lag teilweise 20-30 % über dem Kurs an den Terminmärkten (in erster Linie COMEX). In den USA stiegen die Münzverkäufe um 123 %, in Österreich sogar um mehr als 200 %. Die US-amerikanische, südafrikanische und die australische Prägeanstalt konnten teilweise keine neuen Aufträge erfüllen und mussten Sonderschichten einlegen um die enorme Nachfrage zu befriedigen. Normalerweise werden Prämien von knapp 5 % gezahlt. Bei Silber lagen die Aufschläge bei Münzen teilweise sogar 100 % über dem Preis an der Terminbörse. Aktuell sind weniger als 3 % aller COMEX-Positionen mit echtem physischem Gold hinterlegt, der Nominalwert aller ausstehenden Derivate lag Ende 2008 bei besorgniserregenden USD 600 Mrd.

Spezial Report Gold

Nominale aller OTC Gold Derivate in Mrd. USD



Quelle: BIS, Erste Group Research

Notenbanker rund um den Globus versuchen händerringend und verzweifelt Deflation zu verhindern, obwohl unserer Meinung nach Inflation die eigentliche Gefahr darstellt. Dies bestätigt folgendes Zitat von Ben Bernanke:

“The conclusion that deflation is always reversible under a fiat money system follows from basic economic reasoning. A little parable may prove useful: Today an ounce of gold sells for \$300, more or less. Now suppose that a modern alchemist solves his subject’s oldest problem by finding a way to produce unlimited amounts of new gold at essentially no cost. Moreover, his invention is widely publicized and scientifically verified, and he announces his intention to begin massive production of gold within days. What would happen to the price of gold? Presumably, the potentially unlimited supply of cheap gold would cause the market price of gold to plummet. Indeed, if the market for gold is to any degree efficient, the price of gold would collapse immediately after the announcement of the invention, before the alchemist had produced and marketed a single ounce of yellow metal.

*What has this got to do with monetary policy? **Like gold, U.S. dollars have value only to the extent that they are strictly limited in supply. But the U.S. government has a technology, called a printing press (or, today, its electronic equivalent), that allows it to produce as many U.S. dollars as it wishes at essentially no cost.** By increasing the number of U.S. dollars in circulation, or even by credibly threatening to do so, the U.S. government can also reduce the value of a dollar in terms of goods and services, which is equivalent to raising the prices in dollars of those goods and services. We conclude that, **under a paper-money system, a determined government can always generate higher spending and hence positive inflation.**¹²*

¹² Ben Bernanke, 21. Nov. 2002, “Deflation: Making Sure “IT” doesn’t happen here, <http://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/SPEECHES/2002/20021121/default.htm>

Spezial Report Gold

Häufige Argumente, Mythen und Kritikpunkte rund um Gold

Es gibt zahlreiche Assoziationen, Kritikpunkte und Argumente rund um Gold, die zum Teil schlichtweg falsch sind. Auf den nachfolgenden Seiten wollen wir 7 dieser Standardfragen beantworten bzw. entmystifizieren.

Mythos # 1: Gold ist (zu) teuer

Steigt der Goldpreis oder fällt der Wert der Papiergeldwährung?

Man könnte genauso sagen dass nicht Gold steigt, sondern der Wert der jeweiligen Papiergeldwährung fällt. Gold erhält die Kaufkraft und erhöht sie sogar sukzessive. Konkret kann man dies beantworten, indem man vergleicht wie viele reale Güter man im historischen Kontext für eine Unze Gold erhält. Im Jahre 1980 hatte die amerikanische Währung eine wesentlich höhere Kaufkraft als heute. Wenn man den offiziellen Inflationsrechner der Federal Reserve verwendet, läge das inflationsbereinigte Allzeithoch aktuell für eine Unze Gold aktuell bei 2.300 Dollar. Das bedeutet, dass Gold mehr 2.300 Dollar kosten müsste um den realen Gegenwert von 1980 widerzuspiegeln. Öl - das schwarze Gold - konnte die realen Höchststände aus den 80er Jahren zuletzt erstmals übersteigen, ähnliches erwarten wir früher oder später auch für den Goldpreis.

Öl vs. Gold inflationsbereinigt



Quelle: Datastream, Erste Group Research

Inflationsbereinigt ist Gold nach wie vor extrem günstig

Die jüngsten Kurssteigerungen relativieren sich, wenn man den inflationsbereinigten Goldchart betrachtet. 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 nun bei 28 Billionen USD, also knapp 350 % des BIP. Somit ist ein nominaler Vergleich der Goldpreise auf Dekaden zurück nur bedingt sinnvoll. Aufgrund dessen stellen wir nachfolgend den Goldpreis inflationsbereinigt dar:

Spezial Report Gold

Goldpreis inflationsbereinigt



Quelle: Datastream, Bloomberg

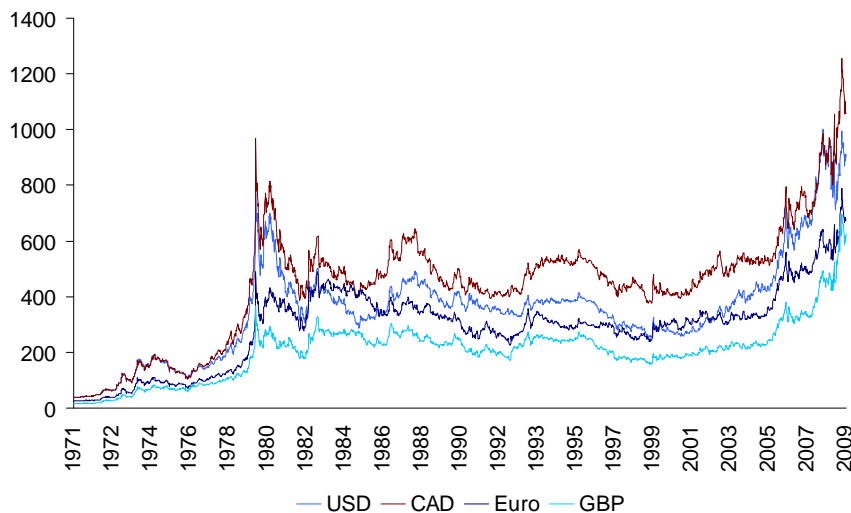
**Erst bei USD
2.300 wäre
Gold langsam
kostspielig**

In einen längerfristigen Rahmen gesetzt, sieht die Entwicklung des Goldpreises also keineswegs überhitzt aus, vielmehr hat eine Umkehr des Abwärtstrends stattgefunden. Im obigen Chart sieht man, dass der Goldkurs von seinen Höchstständen zu Beginn der 80er Jahre inflationsbereinigt noch knapp 260 % entfernt ist. Um ein reales Allzeithoch zu erreichen, müsste das gelbe Metall also bis USD 2.300 steigen, erst dann könnte man sagen, dass Gold teuer ist.

Mythos # 2: Für Euro-Investoren ist Gold uninteressant

Dies lässt sich wohl anhand der nachfolgenden Grafik leicht entkräften.

Gold in USD, CAD, Euro und GBP seit 1971



Quelle: Datastream

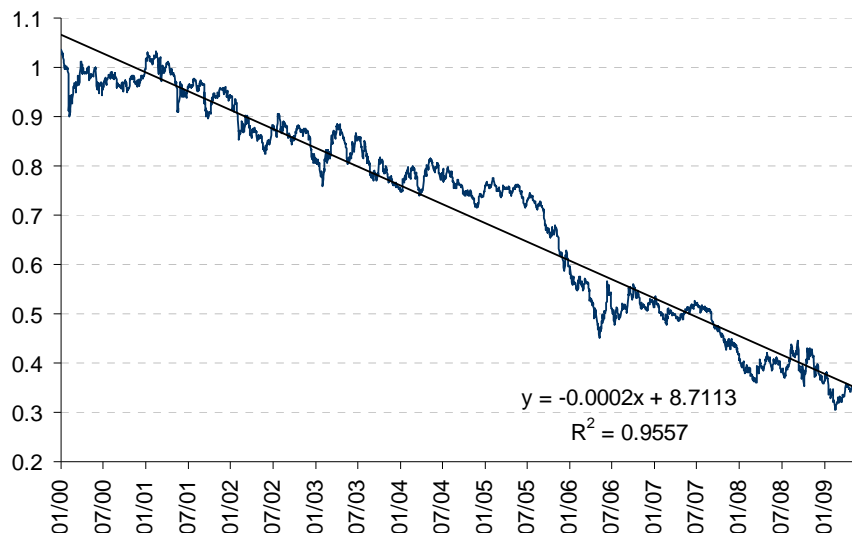
Seit 1971 beträgt die annualisierte Performance:

- in USD: 10,8 %
- in EUR: 9,5 %
- in GBP: 6,5 %

Spezial Report Gold

Auch im kürzerfristigen Bild bestätigt sich die positive Entwicklung des Goldpreises in den wichtigsten Währungen. Ein gleichgewichteter Währungskorb aus US-Dollar, Euro, australischem Dollar, Yuan, Schweizer Franken, indischer Rupie und britischem Pfund entwickelt sich folgendermaßen im Vergleich zu Gold:

Währungsbasket vs. Gold



Quelle: Datastream

Es gibt wenig Grund zur Annahme dass sich der Abwärtstrend in naher Zukunft abschwächen könnte, insofern verbleiben wir selbstverständlich bei unserer positiven Einschätzung des Goldpreises.

Kursgewinne in verschiedenen Währungen seit 2001

	USD	AUD	CNY	EUR	INR	CHF	GBP	Durchschnitt:
2001	2,50	11,30	2,50	8,10	5,80	5,00	5,40	5,80
2002	24,70	13,50	24,80	5,90	24,00	3,90	12,70	15,64
2003	19,60	-10,50	19,50	-0,50	13,50	7,00	7,90	8,07
2004	5,20	1,40	5,20	-2,10	0,00	-3,00	-2,00	0,67
2005	18,20	25,60	15,20	35,10	22,80	36,20	31,80	26,41
2006	22,80	14,40	18,80	10,20	20,50	13,90	7,80	15,49
2007	31,40	18,60	23,00	17,90	17,50	21,50	29,20	22,73
2008	5,80	32,50	-1,10	11,90	30,40	0,20	44,30	17,71
Durchschnitt	16,28	13,35	13,49	10,81	16,81	10,59	17,14	14,07
Median	18,90	13,95	17,00	9,15	19,00	6,00	10,30	15,56

Quelle: Erste Group Research, Datastream

Mythos # 3: Gold zahlt keine Zinsen

Dies stimmt, jedoch wird das durch den Wert- und Kaufkraftverlust bzw. die Preissteigerung deutlich überkompensiert. So verlor der Dollar seit der Gründung der Federal Reserve im Jahre 1913 mehr als 95 % seiner Kaufkraft, während Gold im gleichen Zeitraum um den Faktor 50 stieg. Besonders rapide schwindet die Kaufkraft des USD seit der endgültigen Auflösung der Goldbindung, so hat der Dollar seit 1971 80 % an Kaufkraft verloren. Um heute den gleichen Warenkorb zu erhalten, den man 1980 um 1 Unze Gold (zu USD 850) bekommen hätte, müsste man heute ca. 2.300 USD bezahlen. Dies belegt den Kaufkraftverlust des gelben Edelmetalles eindrucksvoll.

Spezial Report Gold

Zudem scheint ein Vergleich mit Wachstumsaktien ebenfalls angebracht, da sie ebenfalls keine Dividenden zahlen, trotzdem Value-Aktien oft outperformen. Man könnte das Argument dass Gold keine Zinsen zahlt aber auch als Qualitätsmerkmal betrachten. Analog zu Anleihen könnte man Mythos # 3 auch kontern dass lediglich Emittenten schlechter Bonität hohe Zinsen zahlen (müssen). Gold ist somit quasi ein Emittent oberster Bonität und Verlässlichkeit

Weiters gibt es kein regelmäßiges Einkommen, das steuerlich relevant wäre.

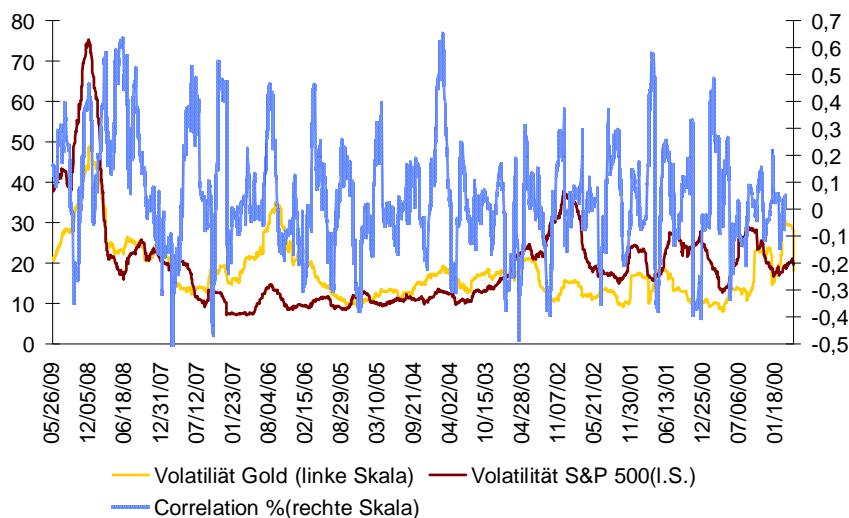
Mythos # 4: Der Goldpreis ist volatil und spekulativ

Geringere Volatilität als Aktien und andere Rohstoffe

Sowohl auf Sicht der letzten Monate, als auch langfristig lässt sich erkennen, dass Gold deutlich weniger volatil ist als Aktien (zB MSCI World). Lediglich Aktien von Junior-Explorern mit geringen Marktkapitalisierungen verdienen die Bezeichnung „hochspekulativ“. In den letzten 10 Jahren lag die Volatilität des Dow Jones bei 16 %, während sie bei Gold bei 12 % lag . Seit 1990 liegt die Korrelation zwischen Gold und dem S&P 500 bei -0,15. Dies bestätigt auch eine Studie des World Gold Council³. So war die Volatilität der letzten 20 Jahre deutlich geringer als die von Öl, anderen Edelmetallen, dem GSCI Rohstoffindex oder den meisten Aktienindizes.

Einer Studie von Lawrence und Colin⁴ zufolge, verfügt Gold über keine bzw. eine negative Korrelation zu sämtlichen anderen Asset-Klassen. Auf Sicht der letzten 10 Jahre betrug sie lediglich 0,049 %. Die durchschnittliche (60-Tages)Volatilität lag seit 1999 bei 17, während sie bei Aktien (S&P 500) bei 19,4 lag. Zudem gibt es keine statistisch signifikante Korrelation zu makroökonomischen Daten wie zB. Industrieproduktion oder BIP.

Volatilität und Korrelation Gold vs. S&P500



Quelle: Erste Group Research, Bloomberg

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 und kann somit nur auf seinen inneren Wert – der in etwa bei der Höhe der gesamten Produktionskosten liegt - fallen.

Mythos # 5: In der Deflation ist Gold ein schlechtes Investment

Dass Gold ein exzellenter Inflations-Hedge ist, dürfte mittlerweile allgemein bekannt sein. Anleger versuchen sich so gegen die erodierende Kaufkraft abzusichern. Die Entwicklung von

³ "Is gold a volatile asset?", Rozanna Wozniak, World Gold Council

⁴ "Why is Gold Different from Other Assets? An Empirical Investigation, London, World Gold Council, 2003.

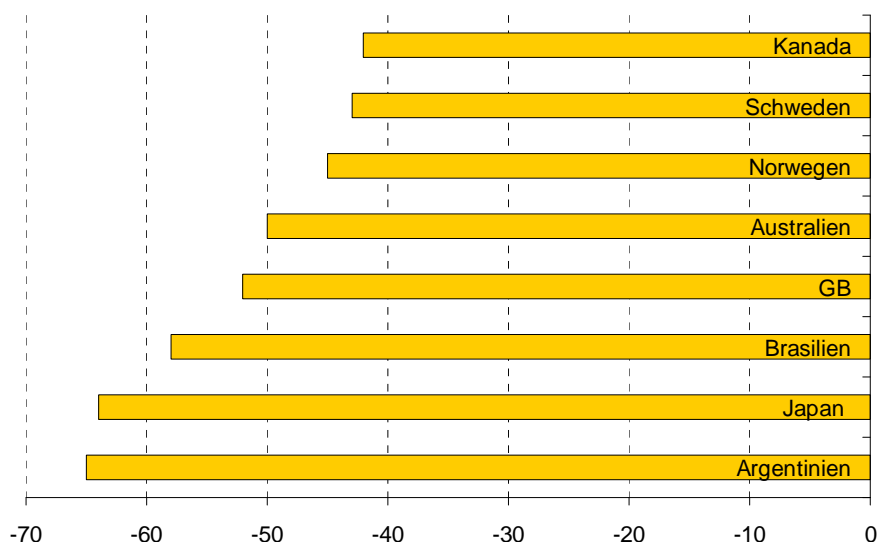
Spezial Report Gold

Gold in einem tief deflationären Umfeld wird hingegen kaum analysiert. Als einzige relevante Periode kann man hier die große Depression der Dreissigerjahre zum Vergleich heranziehen. Allerdings galt zu dieser Zeit rund um den Globus ein Goldstandard, der Goldpreis war somit fixiert.

1934 war die Industrieproduktion um 50 % gefallen, die Arbeitslosenrate lag bei mehr als 30 %. Regierungen rund um den Globus mussten Staatsausgaben drastisch ausweiten und die Preisrückgänge stoppen. Sukzessive werteten die westlichen Währungen ab. Allerdings war die wirtschaftliche Verfassung der Vereinigten Staaten in den 30er Jahren wohl kaum mit der aktuellen Lage zu vergleichen. Während man früher die größte Gläubigernation war, ist man heute der größte Schuldner.

Wie sich der Goldpreis entwickelt hätte, lässt sich erahnen, wenn man die anschließende Abwertung diverser Währungen nach der Abkehr vom Goldstandard betrachtet. So wertete Großbritannien im September 1931 das Pfund um 52 % ab, die USA folgten 1933 mit der Aufwertung des Goldes von rund 60 % (von USD 20,67 auf USD 35 je Unze).

% Abwertung einzelner Währungen vs. Gold – Ende März 1934 verglichen mit Goldparitäten 1929:



Quelle: Datastream, ETF Securities, Erste Group Research

Dies bedeutet, dass sich während des Goldstandards ein enormer Kaufdruck aufgestaut hat. Als jedoch 1933 die Goldreserven nahe an die minimalen Anforderungen sank, forderte Präsident Roosevelt die Konfiszierung aller privater Goldbestände an. Sämtliche Goldexporte wurden gestoppt, der Dollar wertete massiv gegen Gold ab.

Goldaktien performten jedoch prächtig. So kann man annäherungsweise den Kursverlauf des wichtigsten Goldproduzenten – Homestake Mining – zum Vergleich heranziehen. Von 1929 bis Ende 1935 stieg der Kurs von USD 75 auf über 500, die Dividenden beliefen sich auf insgesamt USD 130. **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 allgemeinen Aktien-Crashes ist wohl damit zu erklären, dass der Goldpreis fixiert war und die Einnahmen der Produzenten somit stabil blieben, wohingegen sämtliche anderen Rohstoffpreise kollabierten.

Spezial Report Gold

Vergleich Homestake Mining vs. Dow Jones 1929-1937



Quelle: www.sharelynx.com

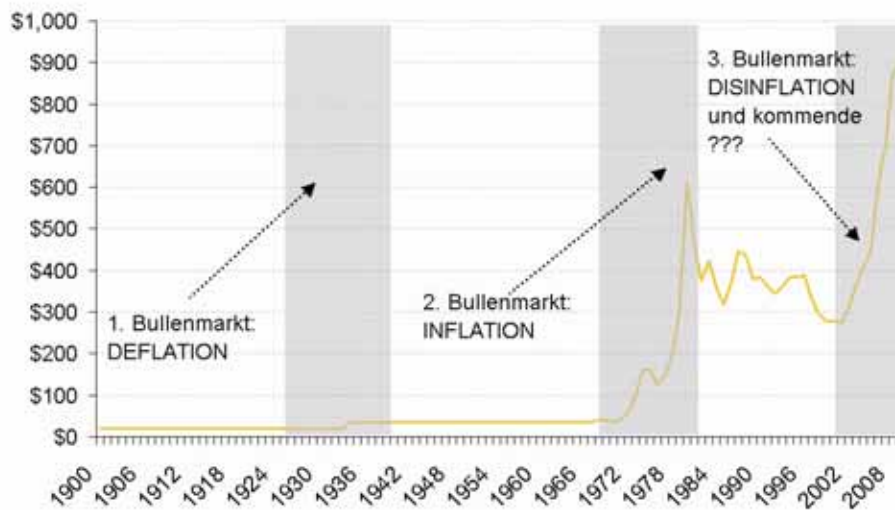
Aber auch andere Goldminentitel lieferten eine eindrucksvolle Outperformance. Dome stieg in der Zeit von 1929 bis 1936 um knapp 1.100 %, Anteilscheine von Battlemountain haussierten 1.200 %. Jedoch war die Performance auch mit deutlich gesteigerten Ressourcen, höherer Produktion sowie höheren Margen zu begründen.

Gold UND Silber waren schon immer die beiden einzigen Metalle von monetärer Bedeutung und weisen auch eine hohe positive Korrelation aus. Insofern sollte man den Silberpreis – der nicht gebunden war – ebenfalls zum Vergleich heranziehen können. 1931 und 1932 fielen Aktien um 42 % bzw. 51 %, während Silber 8 % 1931 und 16 % 1932 fiel. Gold hätte in diesem Umfeld also Silber outperformen müssen, nachdem Silber eine wesentlich größere industrielle Bedeutung hat, somit weniger von konjunkturbedingter Nachfrage beeinflusst wird.

Nachdem in der Deflation Cash alle anderen Anlage-Klassen outperformt, müsste dies somit auch auf Gold zutreffen. Gerade im Umfeld stark expansiver Notenbankpolitik ist Gold sicherlich eine Währung höchster Qualität und sollte somit relativ und absolut Outperformance zeigen. **Gold scheint somit auch in der Deflation ein exzellentes Investment zu sein.**

Spezial Report Gold

Durchschnittlicher Goldpreis seit 1900



Quelle: Erste Group Research, Sharelynx.com

Mythos # 6: Gold hat in unserer heutigen modernen Gesellschaft keine Bedeutung mehr

Wenn dies so wäre, so hätten Zentralbanken wohl bereits ihre gesamten Bestände verkauft. Tatsächlich sind Notenbanken – ausserhalb des Central Bank Gold Agreements – nun Nettokäufer von Gold, da es die einzige Reservewährung ist, die nicht an Versprechen oder Verpflichtungen anderer Institutionen oder Nationen geknüpft ist.

Zudem findet Gold – aufgrund seiner einzigartigen Eigenschaften - immer mehr industrielle Nutzungen, zB. für Satellitenbauteile, Wind- und Solarenergie, der Computerbranche oder im Bereich der Lasertechnologien. Auch wenn die Mengen hier nur marginal sind, multiplizieren sie sich zu maßgeblichen Größenordnungen.

Weiters hat Gold einige Eigenschaften die es zu einem einzigartigen Gut machen:

- **Goldbesitz ist an kein Versprechen einer Regierung, Institution oder Person geknüpft**
- tragbar und leicht transportierbar
- nahezu unzerstörbar
- leicht erkennbar
- einfach teilbar
- hohe Wertdichte (= hoher Wert im Vergleich zu Gewicht bzw. Volumen)
- weltweit anerkannte Universalwährung

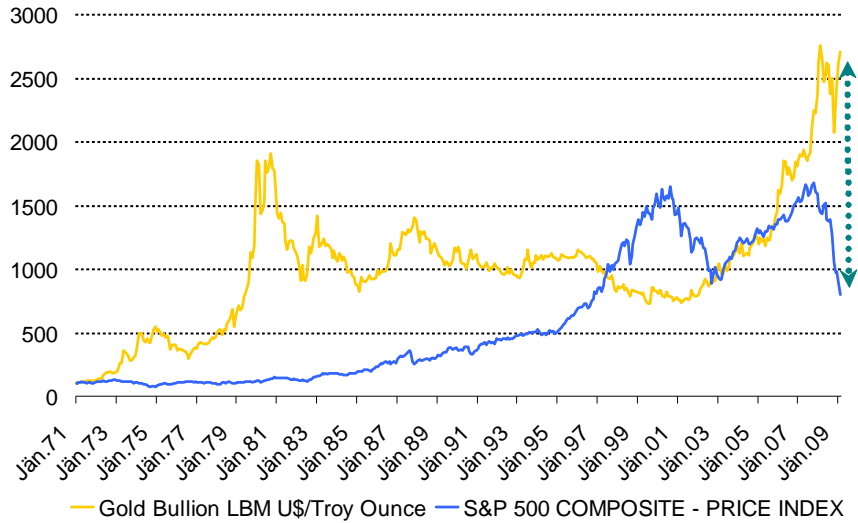
Mythos # 7: Gold ist ein reines Kriseninvestment

“Hope for the best, prepare for the worst”

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 27 stieg.

Spezial Report Gold

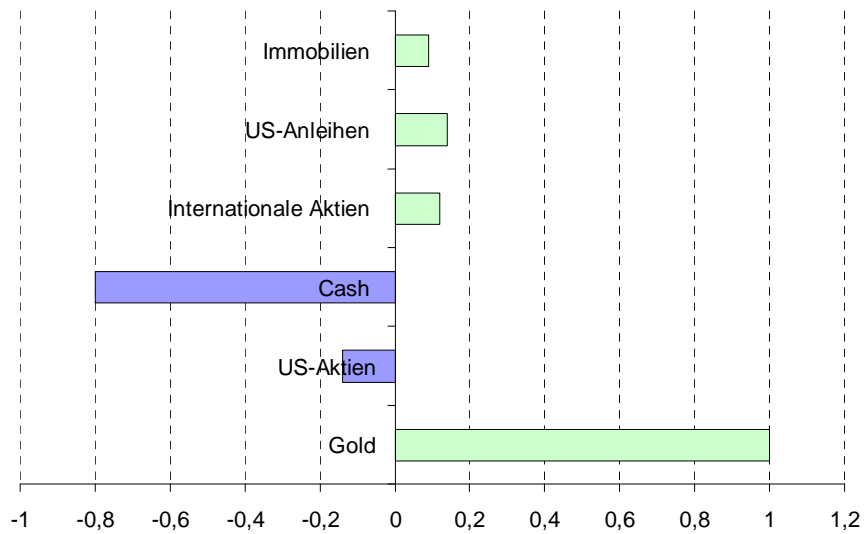
GOLD vs. S&P 500 seit 1971 (Start: 100, beide in USD)



Quelle: Erste Group Research, Datastream

Zudem haben zahlreiche Studien bewiesen, 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. Gold empfiehlt sich somit ganz klar zur Diversifikation.

10-Jährige Korrelationen



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research US-Aktien (S&P 500), Cash (Citigroup 3M-T-Bill-Index), Internationale Aktien (MSCI World), US-Anleihen (Lehman Brothers Aggregate Bond Index), Immobilien (Dow Jones REIT Index)

Spezial Report Gold

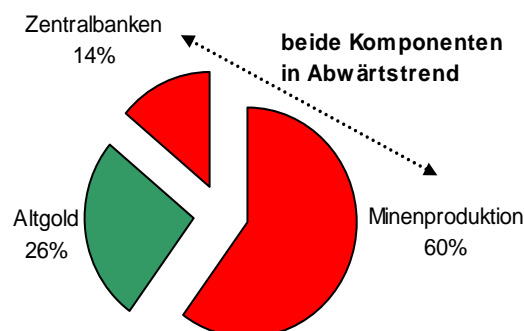
Angebot

Angebot

**Jahres-
produktion:
Würfel mit
4,2m**

Gold weist seit vielen Jahren ein strukturelles Primärdefizit auf, dh. es wird jedes Jahr 40 % mehr nachgefragt als produziert. Dieses Defizit kann lediglich durch Zentralbankverkäufe und Altgold ausgeglichen werden. Jährlich werden in etwa 2.500 Tonnen Gold produziert. Zur Veranschaulichung: dies ist ein Würfel von lediglich 4,2 Metern Kantenlänge.

Angebot (5 Jahres-Schnitt)



Quelle: Bloomberg, World Gold Council, Erste Group Research

Die Komponenten Minenproduktion sowie Zentralbankverkäufe sind seit Jahren und trotz rekordhoher Goldpreise im Rückgang. Lediglich das Angebot an Recycling konnte die Angebotslücke zuletzt schließen. Während der Goldpreis seit 2000 um mehr als 250 % zugelegt hat, sank die jährliche Minenproduktion von 2.620 auf 2.416 Tonnen.

Die Zentralbankverkäufe befinden sich in einem steten Abwärtstrend, das Maximum von 500 Tonnen innerhalb des CBGA Abkommens wurde nicht mehr ausgeschöpft. Insgesamt liegt das Angebot im Vergleich zu 2000 also um knapp 200 Tonnen tiefer. Dieses Phänomen hat sich im letzten Jahr verstärkt, im Gesamtjahr 2008 fiel die Minenproduktion um 3 %, die Zentralbankverkäufe fielen um 50 % auf 246 Tonnen, während das Altgoldangebot um 22 % auf 1.218 Tonnen kletterte.

Angebot	2000	2008
Minenproduktion	2.620	2.416
Recycling/Scrap	629	1.218
Verkäufe Zentralbanken	479	246
De-Hedging	(15)	(358)
Summe	3.713	3.522
Durchschnittlicher Goldpreis in USD	284	869

Quelle: World Gold Council, Datastream, Bloomberg

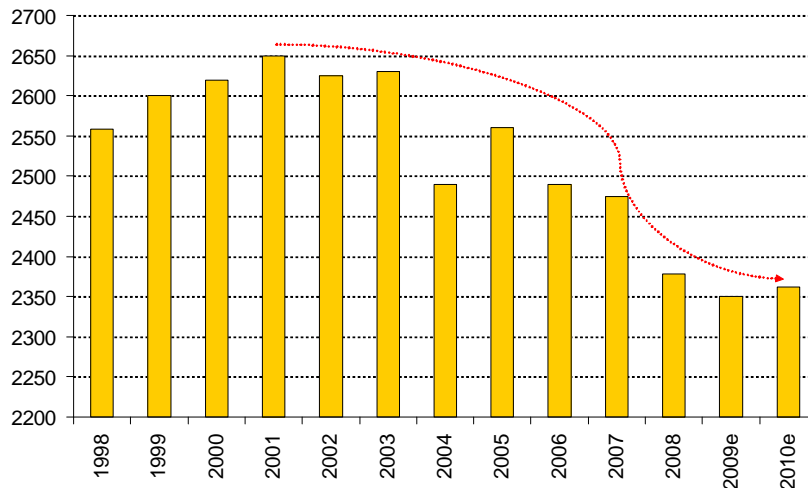
Spezial Report Gold

Minenproduktion

Produktion weiterhin klar rückläufig

Das Primärangebot sank 2008 bereits zum 9. Mal in Folge und zwar um 3 % auf 2.416 Tonnen. Dies bedeutet die niedrigste Produktion seit 1996. Die 2.600 Tonnen, die 2001 gefördert wurden könnten das Allzeithoch der Goldproduktion bedeutet haben, vieles deutet darauf hin.

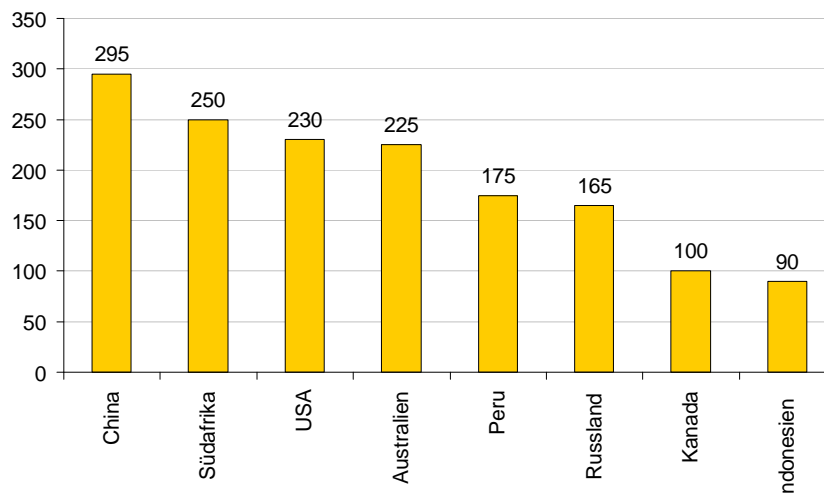
Minenproduktion 1998 – 2010e



Quelle: World Gold Council, Erste Group Research

Die Produktion verlagert sich zunehmend in Richtung Schwellenländer. Waren China, Peru, Russland und Indonesien vor 10 Jahren für 19% der Weltproduktion verantwortlich, so sind es heute mehr als 34 %. Die massiven Produktionsrückgänge der größten Fördernationen wurden in erster Linie von zahlreichen kleineren, oft politisch instabilen Ländern mit schlechter Infrastruktur kompensiert. So gibt es insgesamt mehr als 90 Länder in denen mindestens eine Mine Gold fördert. Nachdem China und Russland Nettoimporteure sind, dürften somit der größte (China) und sechstgrößte (Russland) Produzent ihre Goldproduktion im eigenen Land horten, keine Unze Gold verlässt die Landesgrenzen.

Minenproduktion 2008 in Tonnen



Quelle: US Geological Service, World Gold Council

Die Cash-Kosten haben sich 2008 um insgesamt knapp 20 % auf USD 470 je Unze verteuert. Ein Großteil davon entstand jedoch im 1. Halbjahr, als Energie, Personal- und Basismetallpreise haussierten. Die Finanzkrise und die dramatisch eingebrochene Kreditvergabe führten im Goldsegment vielerorts zu Produktionsstopps, Stilllegungen von

Spezial Report Gold

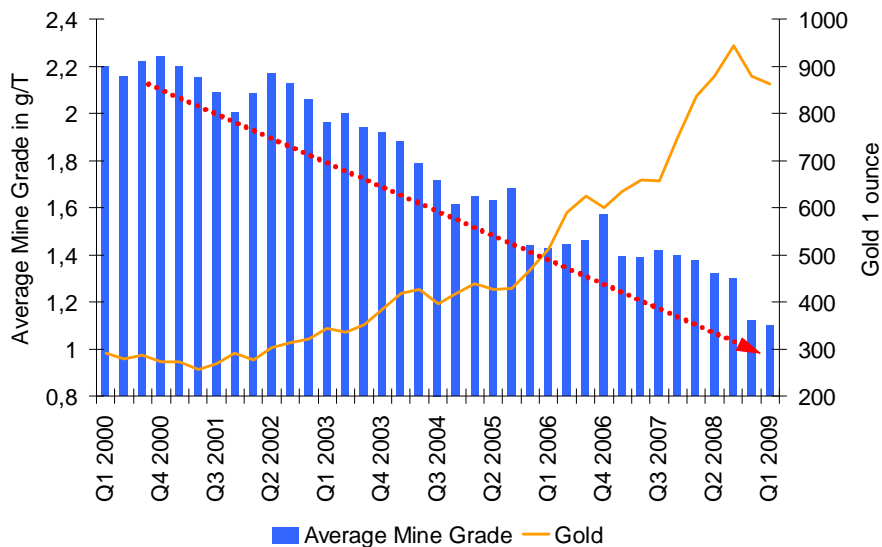
Explorationsprojekten und dem Einstellen von geplanten Projekten. Dies wird sich in geringeren Lagerbeständen, künftiger Knappheit und schlussendlich wieder höheren Preisen widerspiegeln, ein klassisches Beispiel für einen „Schweinezyklus“.

Kaum noch „major discoveries“

Im Zeitraum von 1992 bis 2007 wurden insgesamt 90 Lagerstätten über 2,5 Mio. Unzen Gold gefunden. Der Trend ist seit der Jahrtausendwende jedoch stark abfallend, so wurden nach der Jahrtausendwende lediglich 3 größere Lagerstätten pro Jahr entdeckt. Graham Birch – Manager des BGF World Gold meinte diesbezüglich, dass er in den nächsten 5 Jahren von einer um 10-15 % niedrigeren Produktion ausgehe. Derzeit werden 80 Mio. Unzen gefördert, jedoch lediglich 15 Mio. Unzen pa. gefunden⁵.

Der Durchschnittsgehalt der Goldmineralisierungen sinkt zudem sukzessive ab. Während der durchschnittliche Goldgehalt 2000 noch bei knapp 2 Gramm pro Tonne Gestein lag, waren es 2008 nur noch 1,2 Gramm. Dies liegt einerseits an den deutlich gestiegenen Preisen (die den Abbau von „low grade“ Vorkommen rentabel machen), andererseits auch an schwindenden hochgradigen Vorkommen.

Average Mine Grade vs. Gold



Quelle: Company Reports, US Geological Service, Erste Group Research

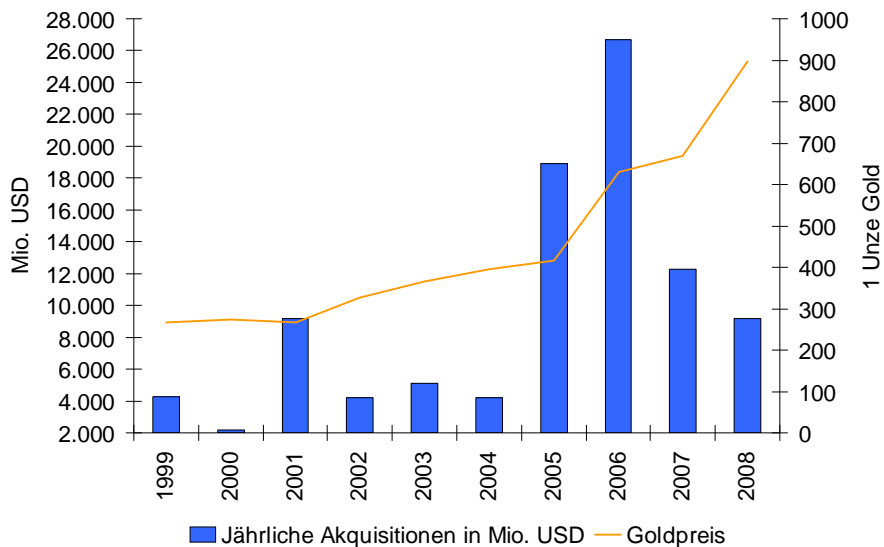
Strukturelle Probleme der Industrie

Die größten Goldproduzenten sind in der Vergangenheit in erster Linie durch Akquisitionen gewachsen. Ein Großteil der Übernahmen wurde über Kapitalerhöhungen finanziert, was die Goldreserven je Aktie deutlich verwässert hat. Wir erwarten eine Fortsetzung dieser Tendenz, insbesondere Explorer mit nachgewiesenen Ressourcen sollten auf dem „Speiseplan“ der großen Goldproduzenten stehen.

⁵ www.rohstoff-welt.de/news/artikel.php?sid=7362

Spezial Report Gold

M&A im Goldsektor

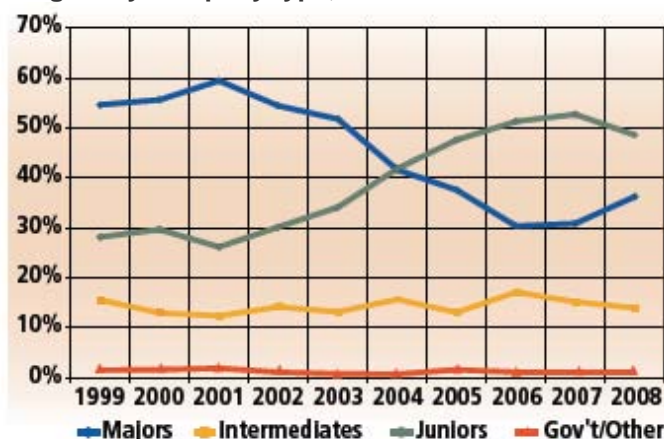


Quelle: VanDyk, Erste Group Research, Metals Economics Group

Neuentdeckungen werden zunehmend kleiner, niedrig-gradiger sowie in exotischeren und entlegeneren Gegenden zu finden sein. Die Majors sind global diversifiziert. Ihnen können – in einigen Ländern fast schon an der Tagesordnung stehende – Probleme wie Aufstände, Staatsstreichs, Gewerkschaftsstreiks und plötzliche, scheinbar willkürliche Gesetzesänderungen aufgrund der breiten Diversifizierung aber auch der gewichtigeren Lobbying-Aktivitäten weniger anhaben. Zudem sind die Kreditmärkte für viele Junior-Unternehmen nach wie vor eingefroren.

In der Phase von 2002 bis Mitte 2008 stiegen die Cash-Kosten um knapp 300 %. Vor 10 Jahren kostete es lt. US Geological Survey noch im Schnitt USD 100 Mio. eine Untertagemine zu bauen, heute dürfte der Betrag bei zumindest USD 1 Mrd. liegen. Ein solcher Kapitalbedarf kann hauptsächlich von bereits produzierenden Unternehmen gestillt werden. Dies belegt die Tatsache, dass im Jahre 2000 knapp 20 % des geförderten Goldes von den größten 20 Produzenten gefördert wurden, 2008 jedoch bereits 43 %.

Budgets by company type, 1999-2008



Quelle: Metals Economics Group, 2009

Cash Costs + 18 % in 2008

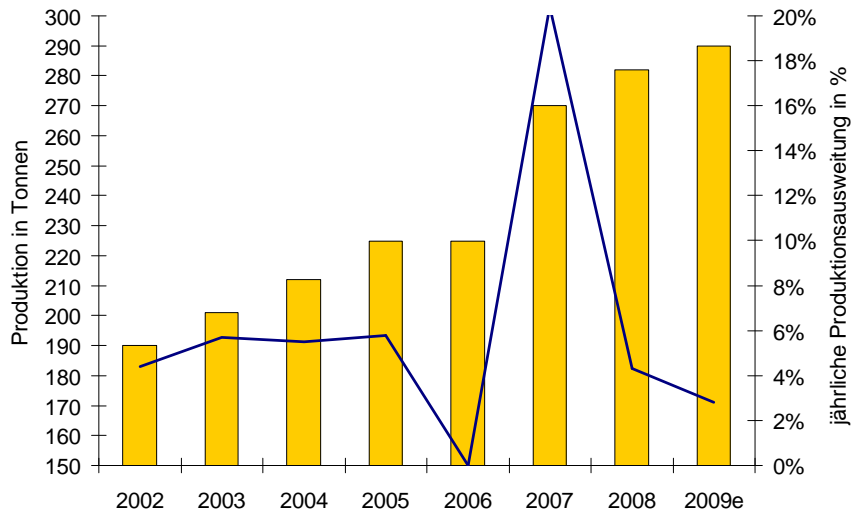
Im vergangenen Jahr stiegen die Cash-Kosten auf durchschnittlich 476 USD je geförderter Unze, im Vergleich zu 2007 ein Plus von 18 %. Im ersten Halbjahr 2008 lagen sie sogar noch bei USD 570/Unze. Lt. der kanadischen National Bank liegen die Break-Even-Kosten in Nordamerika bei USD 710/Unze.

Spezial Report Gold

China weiterhin Nr. 1

China konnte die Produktion seit 2001 um mehr als 59 % auf 260 Tonnen in 2008 steigern. Damit ist China die einzige große Fördernation, die den Output erhöhen konnte. Die Förderung stammt aus insgesamt knapp 15.000 kleinen und teilweise winzigen Minen, deren Rentabilität meist auf extrem niedrigen Personalkosten sowie zweifelhaften Umweltstandards basiert.

Chinesische Goldproduktion vs. Goldpreis



Quelle: CEIC, chin. Goldproduzenten, Erste Group Research

Verlagerung der Produktion von „Big 5“ zu vielen kleineren Fördernationen

2008 kamen mehr als 90 % des geförderten Goldes aus 22 verschiedenen Nationen. Darunter auch zahlreiche instabile Nationen wie Usbekistan, Kolumbien, Kongo. Die Goldproduktion verlagert sich somit von den traditionellen Fördernationen in Richtung Emerging Markets. Während der letzten Dekade stieg der Anteil dieser Nationen an der Gesamtproduktion von 18 auf 31 %. 2007 überholte China Südafrika als größter Goldproduzent, 1970 war Südafrika noch für 70 % der Weltproduktion verantwortlich. 1997 lag der Anteil der Big 5 (Australien, Kanada, Russland, Südafrika, USA) noch bei mehr als 90 %, heute sind es lediglich 41 %, die Versorgungssicherheit hat sich somit klar verringert, nachdem die Gefahr von zunehmendem Ressourcennationalismus ganz klar existent ist.

Zunehmender Ressourcen- nationalismus

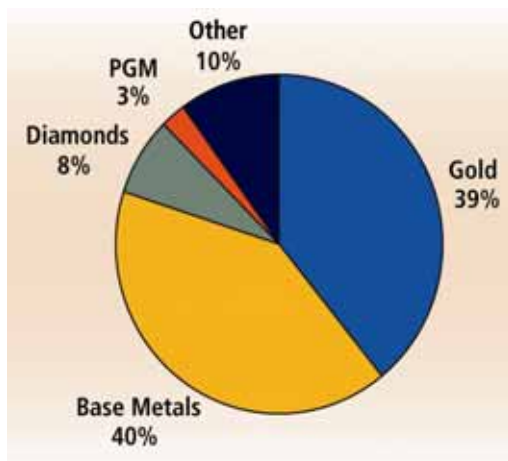
Gregory Wilkins, Vizechef von Barrick Gold, meinte diesbezüglich, dass die Liste der Länder die Barrick meidet, immer länger wird. Die Instabilität vieler Länder in Lateinamerika – die von Hugo Chavez beeinflusst werden – ist für Barrick ein zu großes Risiko. Auch Peter Munk, der legendäre Gründer von 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.

„Überalterung“ der Minen

Mittlerweile kommt ein Großteil der Produktion aus Minen, die länger als 15 oder 20 Jahre in Produktion sind. Zwar kann der Output durch moderne Methoden maximiert werden und niedrigere Grade abgebaut werden, das Ablaufdatum für zahlreiche große Minen dürfte jedoch bald erreicht werden. Trotz einer Verfünffachung der Explorationsausgaben, ist die Produktion seit Jahren rückläufig und die schwindenden Reserven können nicht adäquat ersetzt werden. Es wird also jährlich mehr gefördert als an neuen Vorkommen gefunden wird.

Spezial Report Gold

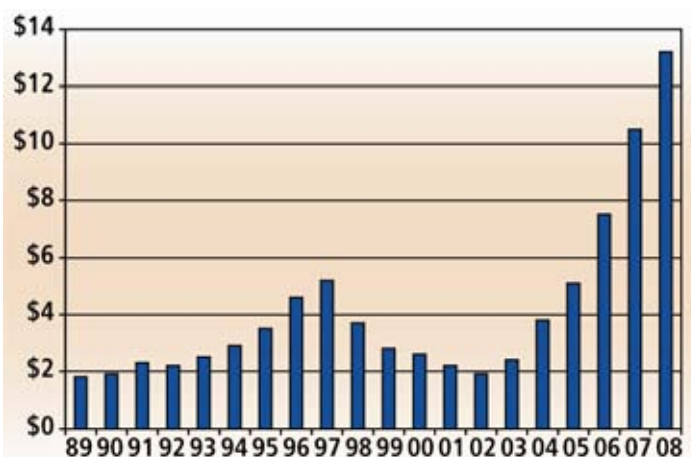
Weltweite Explorationsbudgets 2008 nach Sparten



Quelle: Metals Economics Group

Obwohl die Explorationsausgaben seit 2002 wieder stark ansteigen, wurden kaum größere Lagerstätten gefunden:

Weltweite Explorationsbudgets in Mrd. USD



Quelle: Metals Economics Group, 2009

Historische Goldproduktion in Südafrika – Musterbeispiel für „Peak Gold“?

Goldnation Südafrika nur noch auf Platz 3

Vor 35 Jahren war Südafrika noch mit knapp 1.000 Tonnen für knapp 90 % der Goldproduktion verantwortlich, heute sind es lediglich 13 %. In Südafrika war 2008 der deutlichste Rückgang seit Jahrzehnten zu melden. Das Minus lag bei 14 %, die Produktion sank auf das niedrigste Niveau seit 10 Jahren. Sowohl die immer schwieriger und gefährlicher abzubauenen Vorkommen, als auch Probleme des staatlichen Energieversorgers Eskom waren dafür verantwortlich. Auch die staatlich verordneten Schließungen von Minenschächten nach zahlreichen tödlichen Unfällen resultierten in geringerer Produktion. Mittlerweile ist Südafrika nur noch auf Platz 3, nach China und den USA. Auch in Australien ist die Situation nicht viel rosiger. Die australische Goldproduktion sank 2008 auf den tiefsten Stand seit 1989. Auch die USA könnten ihre Maximalproduktion bereits überschritten haben.

Spezial Report Gold

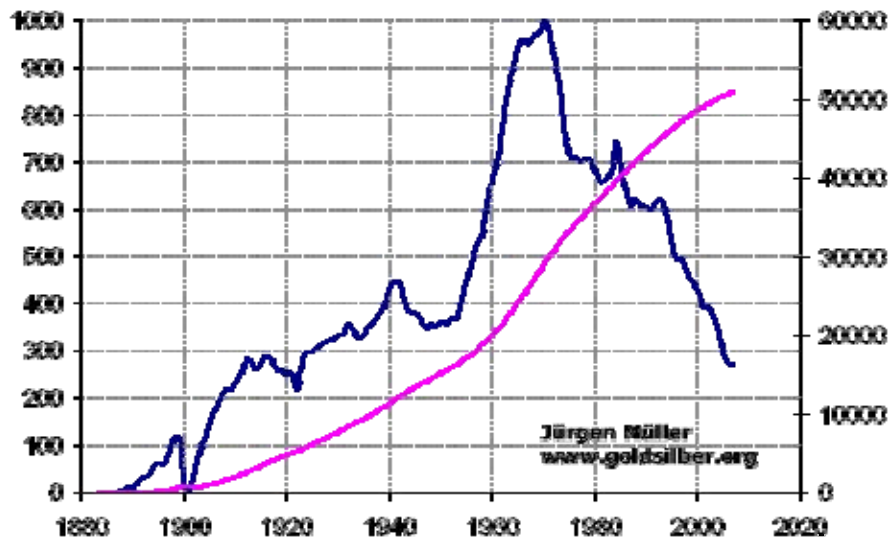
Unter dem vielzitierten und heftig umstrittenen Begriff „Peak Gold“ versteht man das Erreichen eines globalen Fördermaximums. Das Eintreffen und Überschreiten eines solchen Punktes, würde neben deutlichen Preissteigerungen auch Versorgungskrisen verursachen. Peak Gold bedeutet jedoch nicht, dass die vorhandenen Reserven bald zur Neige gehen, sondern vielmehr, dass die Produktionsrate nach Überschreiten des Peaks mit zunehmendem Momentum abnehmen wird. Dies kann durch Preissteigerungen teilweise kompensiert und gemildert werden.

Der US Geologe M. King Hubbert stellte diese Theorie bereits in den 1950er Jahren auf und beschrieb, dass die Produktionsrate eines endlichen Rohstoffes eine nahezu symmetrischen, glockenförmigen Verlauf nimmt. Während der Anstieg meist langsam beginnt, endet er in einem exponentiellen Wachstum, an dem der „Peak“ erreicht wird. Hubbert prognostizierte bereits 1956 erfolgreich das amerikanische Fördermaximum bei Erdöl für das Jahr 1971. In weiterer Folge wurde das Modell auch auf andere Regionen und Rohstoffe angewandt.

Witwatersrand erinnert an Ghawar-Ölfelder

Als Indiz für einen baldigen Peak gibt es zahlreiche Beispiele, so zum Beispiel die für mehr als 100 Jahre größte Fördernation Südafrika. Insgesamt wurden hier mehr als 50.000 Tonnen (magentafarbene Linie) gefördert, dies entspricht knapp einem Drittel des bisher abgebauten Goldes. Die Vorkommen im Witwatersrand-Gebiet erinnern dabei frappant an die Ghawar-Ölfelder im Nahen Osten.

Südafrikanische Goldproduktion – Musterbeispiel für „Peak Gold“



Quelle: www.goldsilber.org

Branchen-insider zeigen sich realistisch und pessimistisch

Ähnlich wie bei Rohöl ist Gold immer schwieriger zu finden. So wird aus immer größeren Tiefen bzw. in geringeren Konzentrationen gefördert, der Extraktionsprozess wird immer kostspieliger und aufwändiger. Expertenaussagen zufolge so sind mehr als 70 % der wirtschaftlich abbaubaren Lagerstände bereits ausgebeutet. Trotz massiver Investitionen in Exploration wird weiterhin mehr Gold gefördert, als neue Reserven gefunden werden. Hier gibt es also eine frappante Ähnlichkeit zur Erdölindustrie.

Mark Cutifani, CEO von AngloGold Ashanti, erwartet in den nächsten 5 Jahren Rückgänge in der Produktion von zumindest 5 % p.a. In Südafrika hätten sich die Fördermengen in den letzten 5 Jahren sogar um 20-30 % verringert. Besonders bei Minen, deren Vorkommen kilometerweit unter der Erde liegen, sei der Kostendruck enorm. So wird zB in der Savuka-Mine von AngloGold mittlerweile in knapp 4 Kilometer Tiefe gefördert. Doch auch hier haben sich die Grade deutlich verringert, aktuell liegen sie bei knapp 6,5 Gramm Gold je Tonne.

Auch Barrick Gold CFO Sokalsky geht von einem langfristigen Abwärtstrend aus. Die immer schwierigere Finanzierung von neuen Projekten wird Auswirkungen auf die Industrie haben, die sich heute kaum jemand vorstellen wird können.

Spezial Report Gold

Prof. Saager von der ETH in Zürich⁶ etwa schätzt, dass weitere 45.000 Tonnen Gold mit den heutigen Technologien rentabel abgebaut werden könnten. Die Gesamtmenge an Gold, die insgesamt bergbaulich gewinnbar ist, schätzt er auf 100.000 Tonnen. Das bedeutet, dass Gold zwar nie ausgehen wird, jedoch wird einzig und allein der Preis entscheiden, was in Zukunft eine abbaubare Lagerstätte sein wird.

Laut US Geological Survey liegt die statistische Restlebensdauer der Reserven bei Gold aktuell bei 17 Jahren, bei Silber lediglich bei 14 Jahren. Zwar würde sich die Lebensdauer mit steigendem Preis nach oben anpassen, jedoch gäbe es Berechnungen zufolge erst bei einem Goldpreis von USD 5.000 eine signifikante Ausweitung.

Recycling

Das Angebot an Altgold ist zuletzt stark gestiegen. In 2008 legte das Recycling um knapp 30 % auf 1.218 Tonnen zu, allein im ersten Quartal 2009 wurden bereits 500 Tonnen verkauft, wir gehen von einer deutlichen Abschwächung dieses Trends aus. Normalerweise sieht man starke Anstiege bei Altgold in erster Linie in Asien, mittlerweile jedoch auch – als Resultat der Krise – in Westeuropa. Auch im Jahr 1998, als Folge der Asienkrise, stieg das Altgold auf 1.100 Tonnen. Im Krisenfall wird der Notgroschen eingelöst, die traditionelle Mitgift landet also im Schmelzofen. Dies ist insbes. kritisch, nachdem knapp 70 % der gesamten Schmucknachfrage vom indischen Subkontinent, dem Mittleren Osten und dem Fernen Osten stammt. Ein ähnlich hohes Level wurde 2008 erreicht, wobei hier auch der Preisfaktor zudem eine Rolle spielte. Insofern ist das Potenzial für eine Verkaufswelle – ähnlich 1998 während der Asienkrise als 1.100 Tonnen Gold recycelt wurden – sicherlich vorhanden.

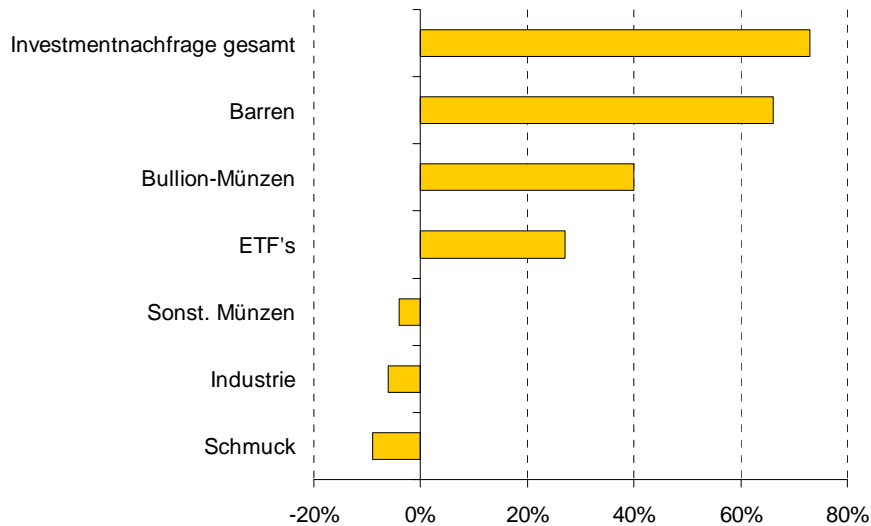
⁶ Quelle: Lucien F Trueb „Gold, Bergbau, Verhüttung, Raffination und Verwendung, Verlag NZZ 1992

Spezial Report Gold

Nachfrage

2008 stieg die Goldnachfrage um 7 %. Aufgrund der massiven Turbulenzen, entwickelten sich die Teilkomponenten der Nachfrage ambivalent:

Nachfrage 2008 (vs. 2007 in %)



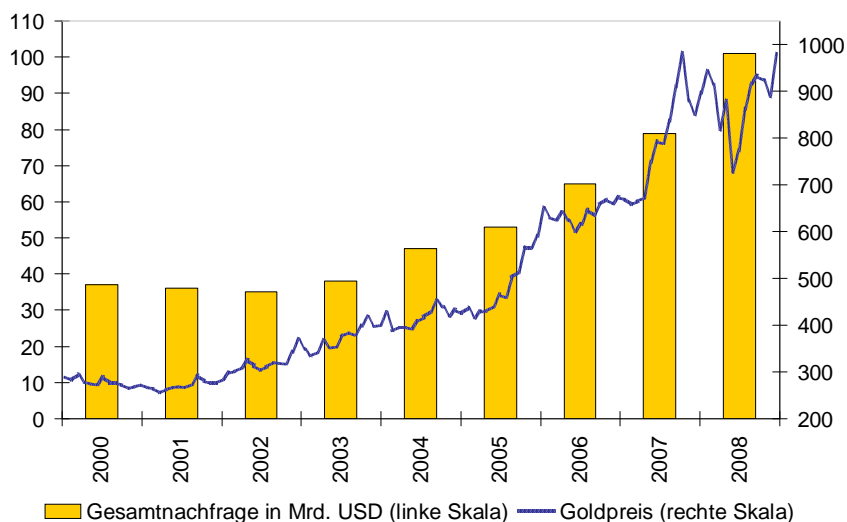
Quelle: World Gold Council

Besonders im 2. Halbjahr 2008 explodierte die Investmentnachfrage, Retail-Investments (Münzen, Barren) haussierten um 396 %.

**China nun
größter
Produzent
UND
Konsument**

Die chinesische Bevölkerung schätzt die Wertbeständigkeit des Goldes mehr denn je, im Vorjahr avancierte China zum größten Goldabnehmer. Interessant dabei ist, dass in erster Linie Gold höchster Qualität – also 24 Karat – gekauft wird, dies indiziert, dass es als Krisenwährung und nicht als Schmuck gekauft wird. In 2008 wurden 432 Tonnen Schmuck, Münzen und Barren gekauft, dies entspricht einem Plus von 17 % im Vergleich zum Vorjahr.

Gesamtnachfrage weiterhin im Aufwärtstrend



Quelle: World Gold Council, Erste Group Research

Spezial Report Gold

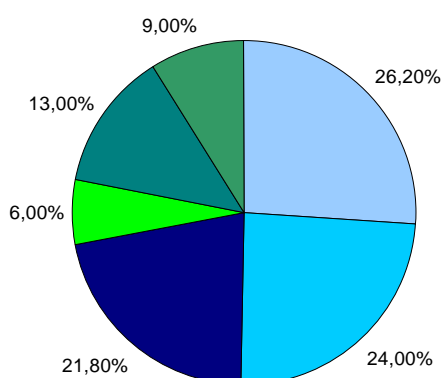
Vergleich 2000 vs. 2008 (Tonnen)

Nachfrage	2000	2008
Schmuck	3.204	2.159
Industrie	799	1.075
Investments	(300)	288
Summe	3.703	3.522
Durchschnittlicher Goldpreis	284	869

Quelle: World Gold Council, Bloomberg, eigene Recherchen

Die Schmucknachfrage fiel 2008 um 10 % auf 2.159 Tonnen, während die Investmentnachfrage 77 % auf 1.159 Tonnen haussierte. ETF's waren dabei für 312 Tonnen (+27 %) verantwortlich, während die Industrienachfrage um 5 % auf 436 Tonnen fiel.

Weltweite Goldnachfrage 2008



■ Ostasien ■ Indischer Sub-Kontinent ■ Mittlerer Osten ■ Nordamerika ■ Europa ■ Andere

Quelle: World Gold Council

Im 1. Quartal 2009 zeigte sich die Gesamtnachfrage robust. In Deutschland oder der Schweiz wurde fünfmal mehr Gold nachgefragt als im 1. Quartal 2008. In den USA stiegen die Käufe von physischem Gold um 216 % auf 27,4 Tonnen. Auch die Nachfrage nach sogenanntem „Papiergold“, also in erster Linie ETF's, wuchs rapide an.

Industrienachfrage

Die industrielle Nachfrage sank im vergangenen Jahr um 7 % auf 290 Tonnen. Ausschlaggebend dafür war in erster Linie der konjunkturelle Einbruch und der damit verbundene geringere Bedarf an Elektronikgütern, Computerchips etc.

De-Hedging⁷

Im gesamten Jahr 2008 belief sich das De-Hedging auf knapp 360 Tonnen. Für 2009 erwarten wir eine weiterhin deutlich rückläufige Aktivität, nachdem das globale Hedge-Book bei lediglich 500 Tonnen liegt. Über die größten Hedge-Positionen verfügt nach wie vor AngloGold, gefolgt von Barrick Gold und Newcrest.

⁷ Da Minenbetreiber hohe Investitionen für Exploration und Förderung tätigen müssen, verkaufen sie einen Teil ihrer zukünftigen Goldproduktion auf Termin. Die Auflösung dieser Terminalsicherungsgeschäfte bezeichnet man als „De-Hedging“, dh. dem Markt wird zusätzliches Gold entzogen.

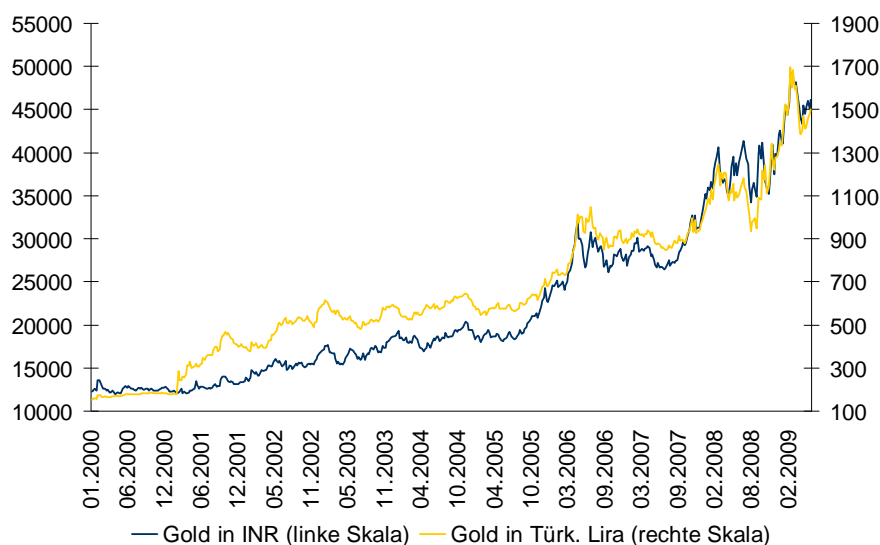
Spezial Report Gold

Schmucknachfrage

Türkei und Indien mit Käuferstreik

Besonders das rapide Wachstum der Emerging Markets war für den stetigen Aufwärtstrend bei der Schmucknachfrage verantwortlich. Aufgrund des stark gesunkenen BIP-Wachstums, aber auch der tendenziell schwächeren lokalen Währungen, gehen wir weiterhin von schwacher Schmucknachfrage in 2009 aus, sie dürfte jedoch von der Investmentnachfrage überkompensiert werden. So war die besonders wichtige Schmucknachfrage aus Indien im 2. Halbjahr 2008 praktisch nicht mehr vorhanden. Normalerweise ist die Zeit von Oktober bis Dezember aufgrund der Wedding-Season ein starker Goldpreistreiber, nicht so im Vorjahr. Im 4. Quartal brach die indische Nachfrage um 84 % ein. Allein 2008 legte der Goldpreis in indischen Rupien gerechnet um 30 % zu, in türkischen Lira um 33 %. Bisher hält der schwache Verkauf in 2009 an, hat sich jedoch wieder schrittweise erholt, nachdem die indische Rupie an Wert gewonnen hat.

Gold in indischen Rupien und türkischer Lira



Quelle: Datastream

Zentralbanken

Im vergangenen Jahr wurden lediglich 358 Tonnen Gold verkauft und damit so wenig wie zuletzt 1999 als das erste Zentralbank-Abkommen ins Leben gerufen wurde. Im letzten Jahr des Abkommens (bis Sept. 09) wurden bislang lediglich 85 Tonnen verkauft. Die großen europäischen Verkäufe dürften der Geschichte angehören, dies belegt auch eine Pressemitteilung der deutschen Bundesbank:

„Gold stellt einen essentiellen Bestandteil der Währungsreserven der Bundesbank dar, der ihren Ansprüchen nach Sicherheit und Diversifizierung ihres Portfolios gerecht wird. Die Goldreserven haben eine vertrauens- und stabilitätssichernde Funktion für die Währung.“⁸

(spätes) Umdenken der Zentralbanken

Notenbanken denken laut über Zukäufe nach

Ecuador verzeichnete große Zukäufe. Die Zentralbank hat ihre Goldbestände mehr als verdoppelt und verfügt nun über 54,7 Tonnen Gold. Auch Venezuela kauft weiterhin zu, die Reserven stiegen auf 363 Tonnen und betragen nun 36 % der Gesamtreserven. Aber auch Russland hat zuletzt 90 Tonnen zugekauft, in den letzten 26 Monaten wurden sukzessive

⁸ http://www.bundesbank.de/presse/presse_aktuell_goldreserven.php

Spezial Report Gold

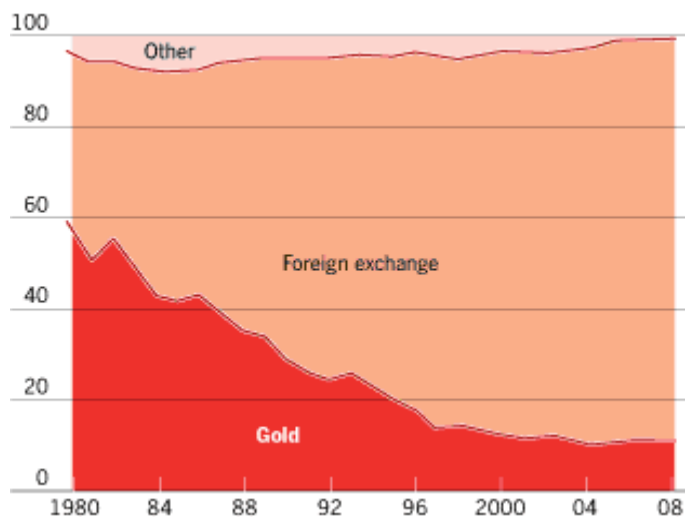
höhere Goldbestände gemeldet. Premier Putin hat bestätigt, dass er den Anteil von Gold an den Gesamtreserven auf 10 % anheben möchte. Ähnliche Tendenzen gibt es in Brasilien, Indien, den Golf-Staaten und vor allem in China. Auch Singapur, Saudia Arabien und Norwegen denken laut über weitere Zukäufe nach.

Dazu passt auch, dass die Vereinigten Staaten in der Vergangenheit konsistent andere Zentralbanken zu Goldverkäufen ermutigt haben, die eigenen Reserven jedoch nie angetastet wurden.

Prozentueller Goldanteil an Gesamtreserven auf Allzeittief

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

Aufteilung der weltweiten Notenbankreserven in Prozentanteilen



Quelle: www.ft.com

Spezial Report Gold

Goldenes China

China kritisiert zunehmend US-Währungshegemonie

Am 12. März 2009 verlaubliche Premier Wen Jiabao, dass er über den Zustand des USD besorgt sei, 10 Tage später meldete Notenbankgouverneur Xiaochuan, dass es dringenden Bedarf gebe, den US-Dollar als Weltreservewährung zu ersetzen. Wir interpretieren diese Aussagen als enorm wichtig, insb. wenn man die Direktheit des Wortlautes mit den Aussagen der Vergangenheit vergleicht. Sie unterstreichen die massiven Bedenken der Chinesen bezüglich der Fiskal- und Geldpolitik der USA. Auch beim G20 Gipfel hieß es unisono, dass die enorme Abhängigkeit vom USD verringert werden müsse.

China gibt „heimliche“ Goldkäufe zu

Nach einem Bericht der staatlichen Nachrichtenagentur Xinhua, verfügt China über Goldreserven in Höhe von 1.054 Tonnen. Dabei bezieht sich Xinhua auf Angaben des Leiters der State Administration of Foreign Exchange (SAFE), Hu Xiaolian. Das bedeutet, dass in den letzten sechs Jahren der Bestand um 454 Tonnen erhöht wurde. Diese wurden überwiegend auf dem inländischen Markt und von einheimischen Goldproduzenten aufgekauft, so Hu. Innerhalb der letzten sechs Jahre habe man die Zukäufe nicht publiziert, das Gold Anti-Trust Action Committee (GATA) hat bereits im September 2003 gemeldet, dass China's Notenbank massiv zukaufen wolle, wurde damals jedoch noch belächelt.

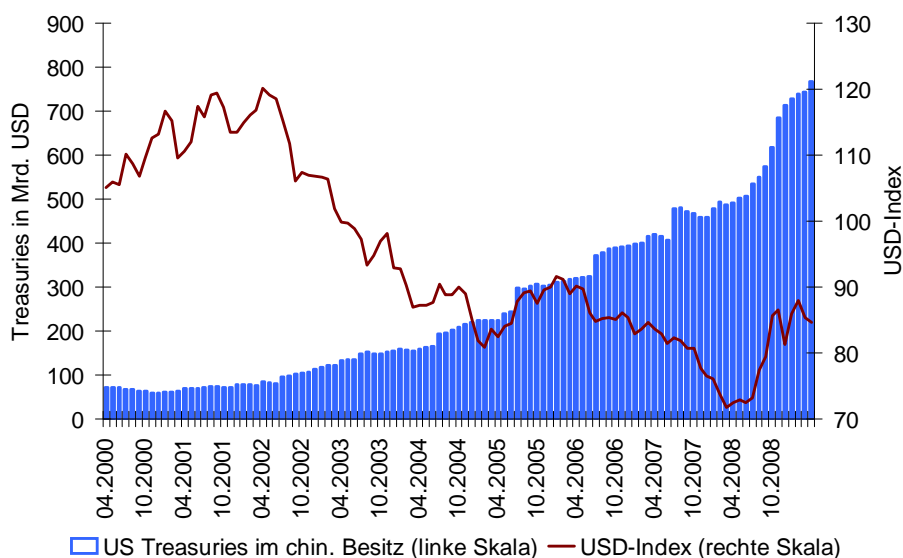
China sieht Gold als wichtigen monetären Bestandteil

Seit 2003 wurden die Reserven damit um 76 % (von 600 auf 1.054 Tonnen) erhöht. China besitzt nun mehr Gold als die Schweiz. In der Aussendung hieß es, dass Gold als wichtiger monetärer Bestandteil der Währungsreserven aufgewertet würde. Als größter Produzent kauft man die gesamte Produktion zu, chinesisches Gold dürfte die Staatsgrenzen nicht verlassen.

Indien und China wollen IWF-Gold

China und Indien empfahlen dem IWF zudem, die gesamten Goldreserven in Höhe von insgesamt 3.217 Tonnen zu verkaufen, um den ärmsten Entwicklungsländern zu helfen. In einem ersten Schritt dürfte es wahrscheinlich sein, dass China die 403 Tonnen Gold des IWF direkt kauft, eventuell im Rahmen eines neuen akkordierten Verkaufsprogrammes. Wir sehen hier weniger Altruismus, als Begehr der chinesischen und indischen Staatslenker, das Gold des IWF selbst zu kaufen.

Chinesischer Bestand an US Treasuries vs. US Dollarindex



Quelle: Datastream, Erste Group Research

China misstraut Werterhalt des USD

Wir gehen davon aus, dass China weiterhin zukaufen wird, um einerseits aus dem Dollar hinaus zu diversifizieren und andererseits die Golddeckung zu erhöhen, um das Vertrauen in einen zukünftig voll konvertiblen Renminbi zu stärken. Zudem weist Gold keine Korrelation mit Staatsanleihen auf, von denen China enorme Bestände besitzt. War China im Hoch (März

Spezial Report Gold

2007) noch für 27 % aller Käufe der US-Treasuries verantwortlich, so waren es Anfang 2009 nur noch 11 %. China und Japan besitzen aktuell rund 23 % der 6,3 Billionen Auslandsschulden der USA. Nach Aussagen von Hou Huimin von der China Gold Association, wolle man auf insgesamt 5.000 Tonnen aufstocken. China impliziert damit ganz klar, dass es dem Werterhalt des US-Dollars nicht mehr vertraut.

**Nur 1,6 %
Golddeckung –
China wird
weiter Gold
akkumulieren**

1.000 Tonnen sind jedoch - in Relation zu den Fremdwährungsreserven in Höhe von USD 1,95 Billionen – wenig. Aktuell belaufen sie sich auf ca. 1,6 % der Gesamtreserven, der Wert beläuft sich auf USD 30 Mrd. (bei Goldpreis ~900 USD/Unze). Während China zwar die Tonnenanzahl erhöht hat, ist der Anteil von Gold an den Gesamtreserven trotzdem zurückgegangen. Die Nation mit den größten Fremdwährungs-reserven verfügt also über die geringste Golddeckung. Im internationalen Schnitt liegt die Golddeckung bei 10 %. Dies ist unserer Meinung nach ein klares Indiz dafür, dass China weiter aufstocken wird. Würde China die 3.217 Tonnen des IWF kaufen, so wären dies (bei USD 1.000/Unze) rund USD 100 Mrd., aber lediglich 5,2 % der Gesamtreserven in Höhe von knapp 2 Billionen USD.

Benötigte Goldkäufe bei 10 % Golddeckung

Country	Goldbestand in Tonnen (per März 09)	Goldbestand bei 10 % Deckung	benötigte Käufe in Tonnen
Japan	765,2	4.027	3.262
China	1054	6.667	5.613
Russia	495,9	2.254	1.758
Taiw an	422,4	1.173	751
India	357,7	1.192	834
Singapore	127,4	708	581
			12.799

Quelle: WGC, IMF; Internetseiten der Zentralbanken

Wir glauben zudem, dass viele Nationen dem chinesischen Vorbild (das von langfristigem und strategischem Denken geprägt ist) folgen werden.

**Auch Russland
kritisiert
Währungs-
regime**

So sprach sich auch der russische Chefökonom Dvorkevich zuletzt mehrfach für eine neue "Superwährung" aus, in dessen Warenkorb Gold stark vertreten sein sollte. Auch der chinesische Yuan und der Rubel sollen berücksichtigt werden. Zudem werde man den Anteil der Goldreserven an den Gesamtreserven sukzessive auf mindestens 10 % anheben.

Asien mit geringem Goldanteil an Gesamtreserven

	Reserves in Mrd. USD	Gold in % der Gesamtreserven
China	1953.7	1.6
Japan	989.7	2.2
Russland	383.8	4
Taiw an	300	4.2
Indien	241.9	4.2
Hong Kong	186.2	0
Singapur	166.1	2.2

Quelle: World Gold Council, WGC, Notenbanken

Spezial Report Gold

Central Bank Gold Agreements

Werden die IWF Verkäufe im Rahmen eines dritten Central Bank Gold Agreements abgewickelt?

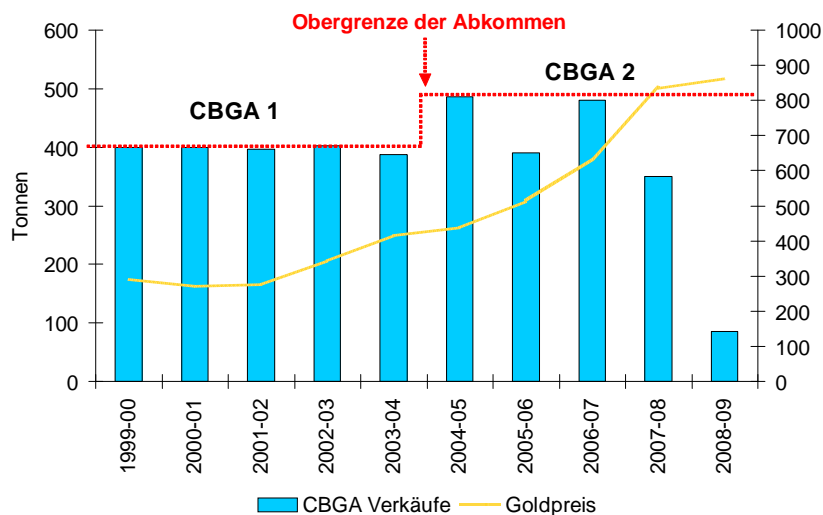
Der internationale Währungsfonds verfügt über 3.200 Tonnen Gold. Vermehrt wies der IWF bereits darauf hin, 403 Tonnen verkaufen zu wollen. Mit den Verkaufserlösen möchte man die maroden Kassen auffüllen. Aufgrund der Weltwirtschaftskrise hat der IWF jedoch wieder an Bedeutung gewonnen, so hat er knapp USD 50 Mrd. Notkredite an Island, die Ukraine, Pakistan oder auch Rumänien vergeben. Die Zinseinkünfte würden den Verkauf von Gold obsolet machen. Jedoch müssen mindestens 85 % der Stimmen im IWF-Vorstand einem solchen Vorschlag zustimmen. Nachdem die USA über 17 % der Stimmrechte verfügen, besitzen sie de facto ein Veto-Recht. Die Auswirkungen der – sehr wahrscheinlichen - IWF-Verkäufe dürften sich jedoch in Grenzen halten, nachdem die Verkäufe vermutlich im Rahmen und Absprache mit den CBGA-Teilnehmerländern stattfinden würden und die Veräußerungen auf einen längeren Zeitraum gestreckt würden, um den Markt nicht zu schwemmen. Zudem dürften die Verkäufe längst eingepreist sein.

Verkaufsprogramme sind weitgehend abgeschlossen

2008 verkauften die Notenbanken so wenig Gold wie zuvor 1999, Nationen außerhalb des CBGA sind längst zu Nettokäufern von Gold avanciert. Die beiden Abkommen haben den Goldsektor ganz klar stabilisiert, nachdem zuvor unkoordinierte Verkäufe für hohe Volatilität, Konfusion und Unsicherheit sorgten. So verkaufte die britische Regierung (unter dem Schatzminister und heutigen Premier Gordon Brown, dies handelte ihm auch den Spitznamen „Golden Brown“ ein) zwischen 1999 und 2002 knapp 400 Tonnen Gold und liess den Goldpreis bis auf das Tief bei USD 250 fallen.

Im 4. Jahr des Abkommens wurden lediglich 358 Tonnen verkauft, im 5. Jahr bislang erst 91 Tonnen. Die großen Verkaufsprogramme der Zentralbanken sind somit abgeschlossen. Somit dürfte es wahrscheinlich sein, dass die IWF-Verkäufe im Rahmen eines 3. CBGA abgewickelt werden.

Verkäufe und Obergrenzen der 2 Gold-Abkommen



Quelle: Gold.org; Datastream

Insgesamt wurden während der letzten Dekade 3.800 Tonnen verkauft, das Timing der Verkäufe war allerdings denkbar schlecht: allein die europäischen Zentralbanken haben durch die Verkäufe mehr als USD 40 Mrd. an Wert vernichtet. Zahlreiche Nationen (ua. Spanien, Frankreich, Portugal, Niederlande) folgten dem britischen Beispiel 1999 und verkauften Großteile ihrer Goldreserven bei einem Preis zwischen USD 280 und 300 je Unze.

Spezial Report Gold

Investmentnachfrage

Erstmals seit 2004 war die spekulative Nachfrage größer als die Schmucknachfrage, sie stieg um mehr als 300 % auf knapp 600 Tonnen, während die Schmucknachfrage um 24 % auf 339 Tonnen fiel. Die Schmucknachfrage in Indien sank 2008 auf den tiefsten Stand seit mehr als 20 Jahren, während die Nachfrage aus China dramatisch anstieg.

Wall Street entdeckt Gold

Northwestern Mutual – der drittgrößte Lebensversicherer der Vereinigten Staaten – meldete Anfang Juni, dass man erstmals in der 152-jährigen Unternehmensgeschichte Gold gekauft habe. Insgesamt habe man über USD 400 Mio. investiert. **Hedgefondsmanager John Paulson** gab ebenso bekannt massiv, in Gold investiert zu haben. Paulson, der als einer der ersten das Subprime-Desaster kommen sah und sich bereits 2005 dementsprechend positionierte, sieht hier die nächste große Chance. Für seine Fonds wurden Positionen über USD 2,8 Mrd. im Spider-ETF sowie USD 638 Mio. des Market Vectors Gold Miners ETF gekauft. Zudem kaufte er 2,6 % von Gold Fields, 4,4 % an Kinross und 11,3 % an Anglogold Ashanti.

Exchange Traded Funds (ETF's)

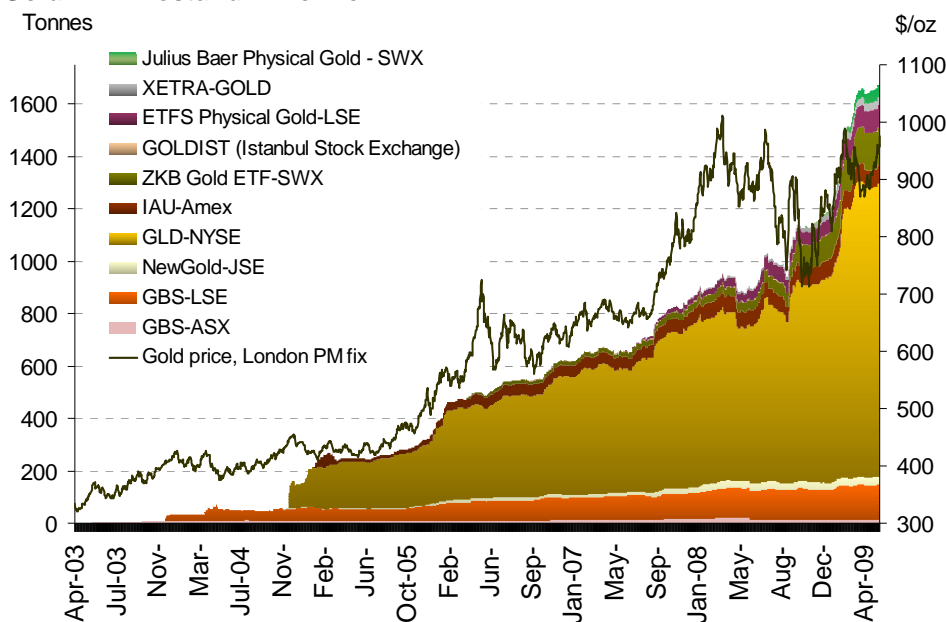
Enorme Nachfrage nach Gold-ETF's

Aufgrund der Marktturbulenzen war der Zufluss zu physisch gedeckten Gold-ETF's in 2008 enorm. Der Zufluss lag bei 318 Tonnen, Gold ETF's hielten Ende 2008 1.190 Tonnen (+ 37 %). Während der historisch volatilen und turbulenten Handelstage im Rahmen des Lehman-Kollapses (11. Sept bis 16. Oktober) wurden 188 Tonnen Gold durch ETF's gekauft. In 2009 dürfte sich diese Tendenz weiter beschleunigt haben.

„buying the dip“ der ETF's glättet Nachfrage-seite

Der Spider Gold Trust hält nun mehr als 1.100 Tonnen Gold und damit mehr als die Schweizer Nationalbank. Allein im 1. Quartal 2009 wurde 15x so viel zugekauft wie im Vergleichszeitraum 2008. Positiv zu werten ist, dass die ETF Käufe (im Gegensatz zur Schmucknachfrage) keinen saisonalen Trends unterliegen. „Buying the dip“ scheint hier die Devise, wodurch die starke Saisonalität (verursacht durch indische Schmuck-Käufe) geglättet wird.

Gold ETF: Bestand in Tonnen



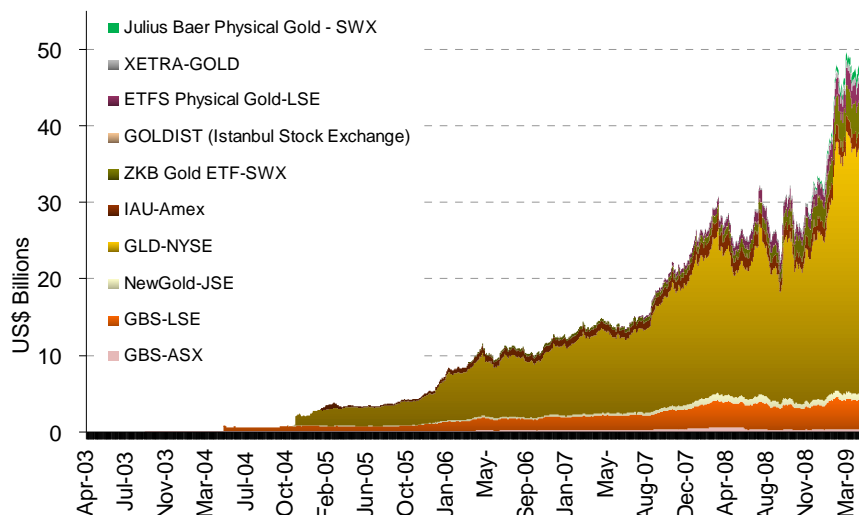
Data: www.ishares.com; www.exchangetradedgold.com; www.etfsecurities.com; Zurich Kantonalbank; www.Deutsche-Boerse.com; www.juliusbaer.com; Global Insight

Chart: World Gold Council, www.gold.org
World Gold Council, www.gold.org

Spezial Report Gold

Das Gesamtvolumen aller ETF's beläuft sich aktuell auf USD 50 Mrd. Wenn man den Betrag in Relation setzt, wirkt er gering. 50 Mrd. entsprechen einem Viertel der Marktkapitalisierung von Unternehmen wie Wal Mart oder Microsoft bzw. exakt der Market Cap von Research in Motion⁹. Von einer Gold-Bubble kann deshalb noch lange nicht gesprochen werden.

Gold ETF holdings: Wert in Mrd. US-Dollar



Data: www.ishares.com; www.exchangetradedgold.com; www.etfsecurities.com; Zurich Kantonalbank; Finans Portföy; www.Deutsche-Boerse.com; www.juliusbaer.com; Global Insight

Chart: World Gold Council, www.gold.org
World Gold Council, www.gold.org

Wir sehen die massive Nachfrage nach ETF's überwiegend positiv, da sie eine Stabilisierung des Goldpreises bewirkt. Nachdem die ETF's überwiegend zu "buy and hold" Zwecken gekauft werden. Bei den bisherigen Phasen sinkender Goldnotierungen gab es keinen Ausverkauf von ETF Positionen.

Münzen

In den USA stiegen die Verkäufe der Prägestalt US Mint 2008 beispielsweise um 78 %. Auch Silberanleger kauften vermehrt zu, insgesamt wurden 19,6 Mio. Unzen gekauft (+98 %) Dies ist umso erstaunlicher als dass viele Produkte während des Jahres ausverkauft waren bzw. rationiert wurden und die Prämien aber auch die Preise auf Rekordhochs stiegen. Besonders stark stieg der Absatz im 4. Quartal. Die australische Prägestalt (Perth Mint) meldete ein Plus von 194 % im Vergleich zum Vorjahreszeitraum. In Österreich wurden im ersten Quartal 22,7 Tonnen verkauft - nach 1,9 Tonnen im ersten Quartal 2008.

Gold Lease / Backwardation

Naked short selling der Zentralbanken ?

Im September/Oktober 2008 stiegen die Leasing-Raten für Gold auf 3 %. Ausschlaggebend dafür war die geringere Bereitschaft der Notenbanken kurzfristige Leasing-Verträge einzugehen. Das Ausmaß des geleasteten Zentralbankgoldes liegt lt. GATA zwischen 12.000 und 15.000 Tonnen. Dies entspricht etwa der Hälfte der Gesamtbestände bzw. der sechsfachen Jahresproduktion.

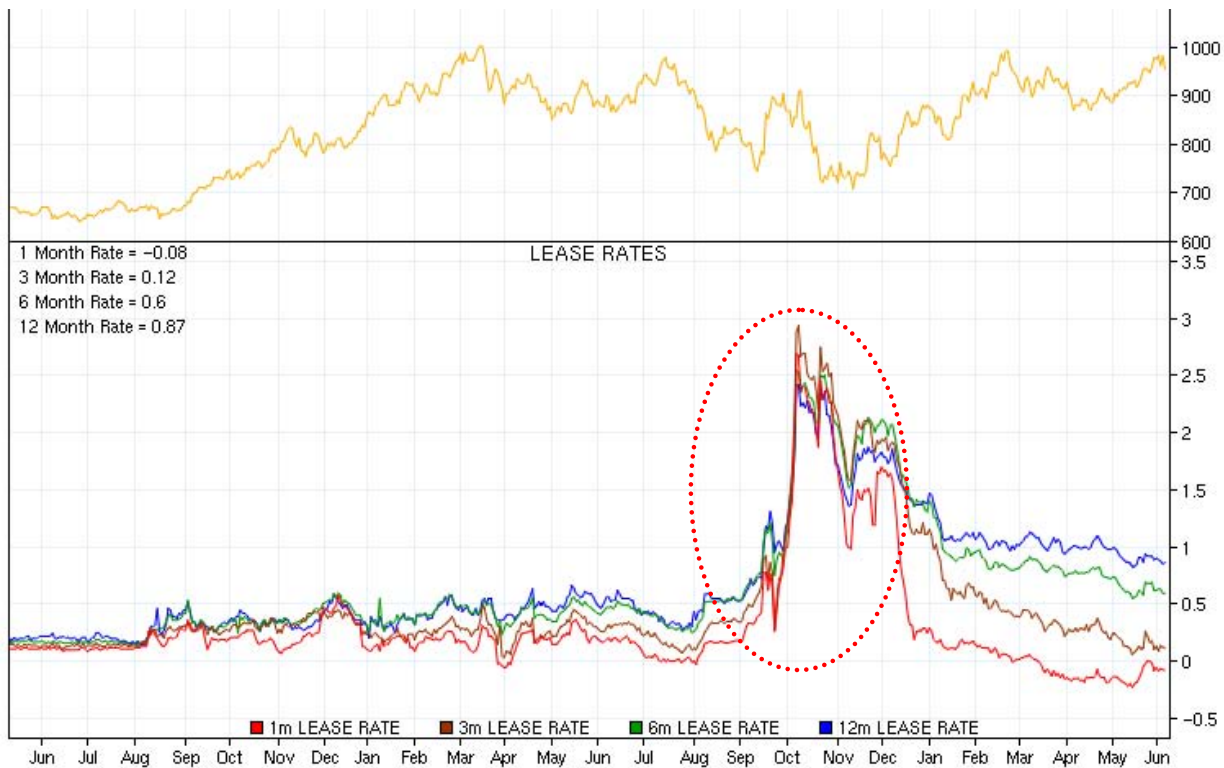
Zentralbanken verleihen das Gold an Banken, die es wiederum an Hedgefonds oder Minenunternehmen weiterleasen und die Erlöse in höher rentierende Investments stecken. Insofern wäre naked short selling die korrektere Bezeichnung für diese Geschäftspraktiken. Im

⁹ Preisdaten per 10. Juni 2009

Spezial Report Gold

Falle eines stark steigenden Preises könnte dies zu Short-covering führen und einem explosiven Preisanstieg führen.

Lease-Rates



Backwardation signalisiert angespannte Angebots- situation

Zudem handelten die Terminmärkte kurzfristig in Backwardation. Dies bedeutet, dass die aktuellen Kontrakte zu höheren Preisen gehandelt werden, als Verträge mit Lieferdatum in der späteren Zukunft. Der Markt sendet somit das Signal wonach die Nachfrage plötzlich ansteigt und es ökonomisch keinen Sinn macht auf einen späteren Lieferzeitpunkt zu setzen, nachdem die Kosten für Lagerung, Finanzierung und Versicherung etc. höher wären. Dies war am 2. Dezember zum ersten Mal der Fall, Gold handelte Spot um 2 % höher als zum nächstgelegenen Future per 31. Dezember. Backwardation ist ein klares Signal für Liefer- bzw. Nachschubschwierigkeiten, auf den Rohstoffmärkten jedoch nicht ungewöhnlich. Der Kupfermarkt war in den vergangenen 10 der 20 Jahre in Backwardation. Nachdem Gold gehortet und nicht konsumiert wird, handelt Gold normalerweise in Contango.

Spezial Report Gold

Goldminen-Aktien

Goldaktien auf historisch tiefen Bewertungsniveaus

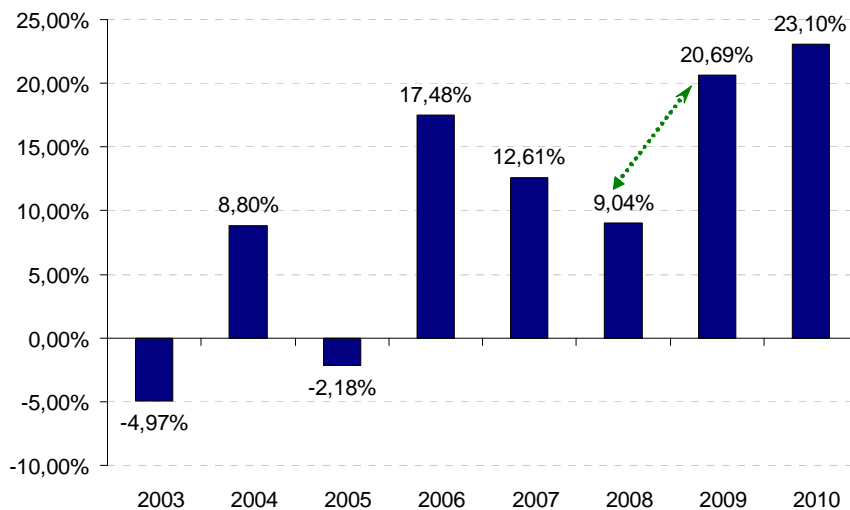
Der Goldsektor wird 2009 eine der wenigen Branchen sein, die positive Gewinnsteigerungsraten und höhere Margen melden wird können. Das Verhältnis zwischen Gold und Goldminenaktien befindet sich aktuell 2 Standardabweichungen ausserhalb des Trends, insofern sollte – allein im Sinne der Regression zur Mitte – eine Outperformance im Vergleich zu Gold erfolgen. Goldaktien zeigten zuletzt relative Stärke zum Goldpreis aber auch zu vielen anderen Branchen. Dies werten wir als verlässlichen Frühindikator. Gemessen an historischen Bewertungsniveaus preisen Goldaktien derzeit einen Preis von USD 825 je Unze ein, Goldaktien sind somit weiterhin äußerst günstig bewertet.

Ende der 70er Jahre/Anfang der 80er Jahre lag die Marktkapitalisierung aller Goldaktien bei rund 25 % des Gesamtmarktes. Die Kapitalisierung des Amex Gold Bugs Index liegt aktuell bei lediglich USD 168 Mrd., dies entspricht etwa der Market Cap von Google.¹⁰

Stark gefallene Produktionskosten sprechen für Goldminenaktien

Die Turbulenzen an den Rohstoffmärkten und die Dollarstärke haben zu signifikant gefallenem Cash-Kosten geführt. Energie, chemische Produkte (in erster Linie Ätzmittel wie zB Schwefelsäure) und Stahl sind – neben dem Personal – die größten Kostenfaktoren. So fielen die Preise für Diesel knapp 60 % seit dem Hoch im Juli 2008, Kosten für Equipment wie Mühlen oder Bagger fielen um 25 %. Aufgrund dessen fielen die Input-Kosten für Goldproduzenten auf das Niveau von 2006. Seit dem Höhepunkt Mitte 2008 fielen die Kosten um 20 bis 25 %. Cash Kosten sollten 2009 um knapp 20 % fallen. Am meisten davon profitieren werden große Open-Pit Projekte.

Amex Gold Bugs Index: Nettomargen 2003-2010e



Quelle: JCF Factset, Erste Group Research

¹⁰ Market Cap per 10. Juni 2009, Kurs: USD 439

Spezial Report Gold

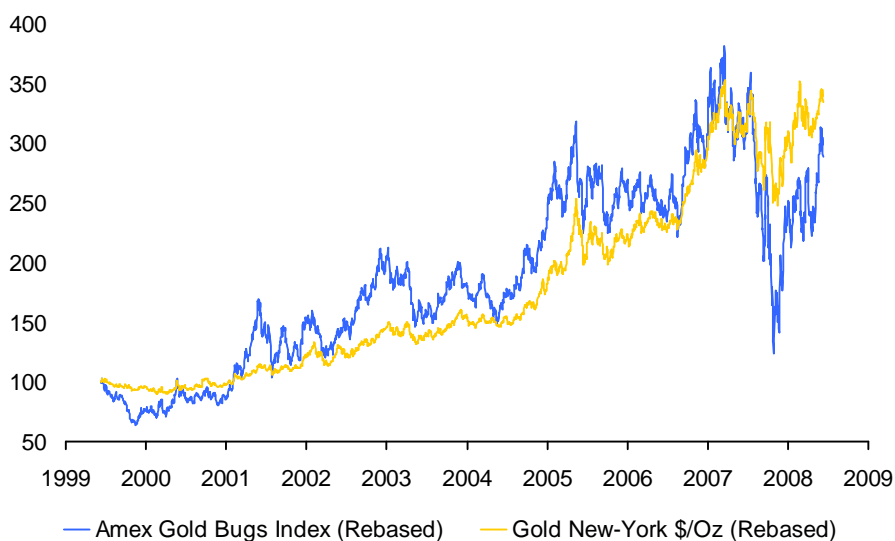
Darauf basierend haben wir einen Goldaktien-Basket¹¹ (ISIN: AT0000A0DY51) modelliert, der Aktien enthält, die von diesen Entwicklungen besonders profitieren sollten:

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

Goldminenaktien vs Gold seit 2000

Die enttäuschende Performance von Aktien gegenüber Gold resultiert aus den deutlich gestiegenen Input-Kosten während dieser Phase. Gewinn oder Cash-Flow konnten trotz deutlich haussierendem Goldpreis nur geringfügig gesteigert werden. Zudem leiden Aktien auch unter der enormen Konkurrenz durch ETF's, da der Investor hier keinem operationalem Risiko ausgesetzt ist.

Amex Gold Bugs vs. Gold seit 2000



Quelle: Factset

Fazit

Wir gehen für 2009 von deutlich geringeren Betriebskosten und somit steigenden Margen bei Minengesellschaften aus und rechnen mit einer klaren Outperformance von Goldminenaktien im Vergleich zum Goldpreis. Besonders positiv sollten sich Unternehmen entwickeln, die positive Machbarkeitsstudien präsentiert haben, in denen die Preisannahmen noch mit den Peak-Kosten aus Mitte 2008 ausgewiesen wurden. Die M&A-Aktivitäten zogen zuletzt wieder deutlich an. Wir gehen aufgrund der massiven Kapitalaufnahme der Senior- und Mid Tier Produzenten von einer Fortsetzung der Branchenkonsolidierung aus.

¹¹ Website für Bekanntmachungen: www.produkte.erstegroup.com

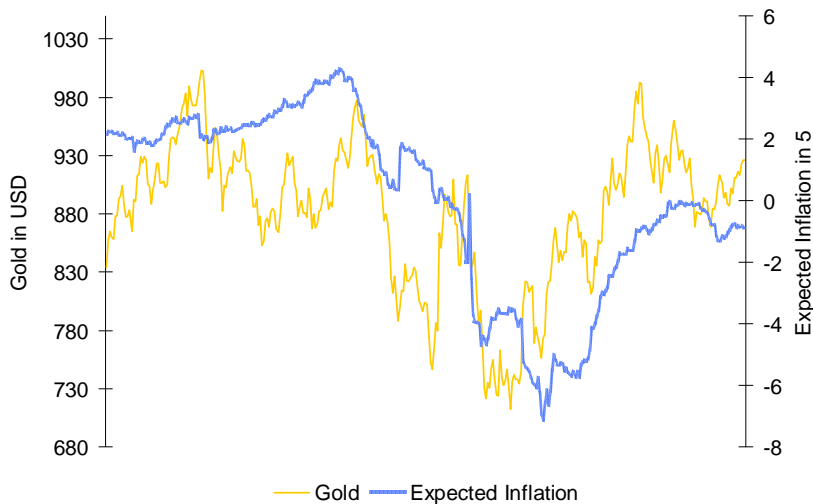
Spezial Report Gold

Preist Gold eine kommende Inflation ein?

Sinkende Inflationen als Resultat des Basiseffekts

Zwar ist aktuell ein deutliches Absinken der Inflationsraten zu bemerken, ein erheblicher Teil daraus ergibt sich jedoch aus dem statistischen Basiseffekt (in Folge des deutlich gesunkenen Ölpreises). Die Goldpreisentwicklung korreliert besonders stark mit der 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 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. 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 lag die Volatilität bei 2,8 %, die durchschnittliche Inflation bei 4,6 %.

Gold vs. Expected Inflation



Quelle: Datastream

Hyperinflationäre Diskussion rund um Hyperinflation

Eine wirkliche Inflationsgefahr entsteht erst, sobald eine nachhaltige wirtschaftliche Erholung einsetzt, die geldpolitischen Zügel aber nicht rasch genug angezogen werden und die Kapazitätsauslastung steigt. Die vielzitierte Angst vor einer Hyperinflation wird bereits hyperinflationär in den Medien diskutiert, wir halten dies demnach für einen verlässlichen Kontraindikator. Dies bestätigt der Vergleich mit den 50er Jahren. Nach Ende des Zweiten Weltkriegs lag die US-Verschuldung bei 120 % des BIP, innerhalb von knapp 30 Jahren wurde sie auf lediglich 30 % abgebaut, ohne die Schulden via Hyperinflation zu tilgen.

Überschuldung auf allen Ebenen

Im Vergleich zu 1980 haben sich die US Haushaltsschulden von USD 1,3 Billionen auf 13,8 Billionen beinahe verzehnfacht (+946,6 %). Im gleichen Zeitraum hat sich der Schuldenstand des Staates von 667 Mrd. auf 6,36 Billionen erhöht. Dies entspricht 852 % oder fast 30 % jährlich. Die Überschuldungsproblematik scheint auf allen Ebenen akut zu sein. Mitte der 80er Jahre standen die Schulden der US-Haushalte im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen bei 65 %, 2007 standen sie bereits bei 133 %. Die dramatische Verschuldung ging einher mit einer stark gesunkenen Sparquote. Die Kombination aus erhöhter Verschuldung und geringerer Sparquote führte dazu, dass Verbraucherausgaben wesentlich stärker stiegen als das verfügbare Einkommen, was wiederum den US-Konsum befeuert hat. Laut cardweb.com verfügt der durchschnittliche Amerikaner über 9 verschiedene Kreditkarten. Aktuell belaufen sich Kreditkartenschulden auf USD 850 Mrd., 1990 waren es noch knapp 200 Mrd. Pro Haushalt belaufen sich die Schulden aktuell auf knapp USD 9.000. Hier besteht also enormer Bedarf für Deleveraging, ein schmerzhafter Prozess der vermutlich noch viele Jahre anhalten dürfte.

Spezial Report Gold

Überschuldung auch auf privater Ebene

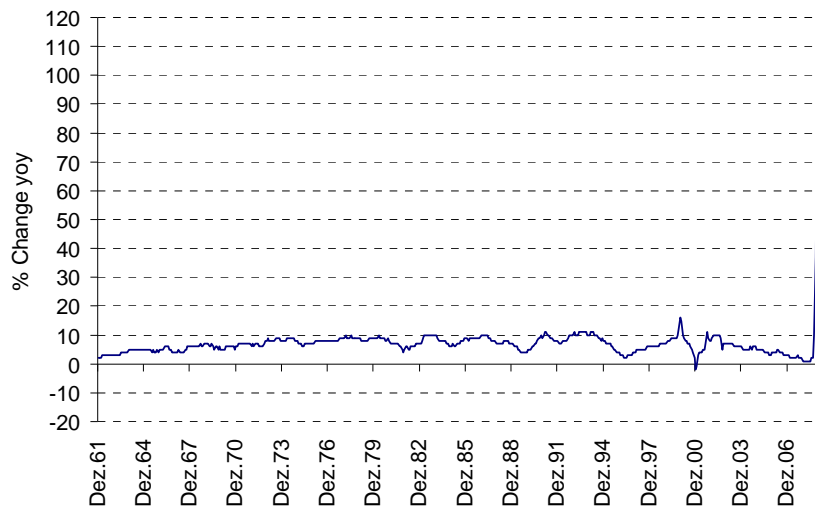


Quelle: www.frbsf.org

Das US-Budgetdefizit wird für 2009 mit USD 1,84 Billionen beziffert, dies entspricht 12,9 % des BIP. Für 2010 werden USD 1,26 Billionen veranschlagt, eine massive konjunkturelle Erholung wird dabei jedoch vorausgesetzt.

Jedoch steigt die Geldmenge nicht erst seit kurzem stark an, bereits seit vielen Jahren steigt sie deutlich stärker, als es durch BIP-Wachstum gerechtfertigt wäre. So hat sich die Geldmenge seit 2000 in Relation zum BIP mehr als verdoppelt. Wollte man die US Geldmenge M2 zu einem Viertel mit Gold besichern, so ergäbe sich ein theoretischer Preis von USD 7.000/Unze.

US MONETARY BASE



Quelle: Federal Reserve St. Louis

The perfect storm?

Das perfekte Umfeld für den Goldpreis wäre wohl eine weiterhin schwache Konjunktur, die durch verzweifelnde Notenbank- und Regierungsaktionen stimuliert werden soll und plötzlich rasch an Dynamik aufnimmt, bevor die Notenbanken die Liquidität verringern könnten. Eigentlich müssten die Notenbanken versuchen, die kräftig ausgedehnte Geldmenge frühzeitig und rasch zu verringern, sobald sich erste Anzeichen einer Konjunkturerholung abzeichnen. Dies ist zwar technisch kein Problem, könnte jedoch auf massiven politischen Widerstand treffen, nachdem die Arbeitslosigkeit zu diesem Zeitpunkt noch immer hoch wäre.

Spezial Report Gold

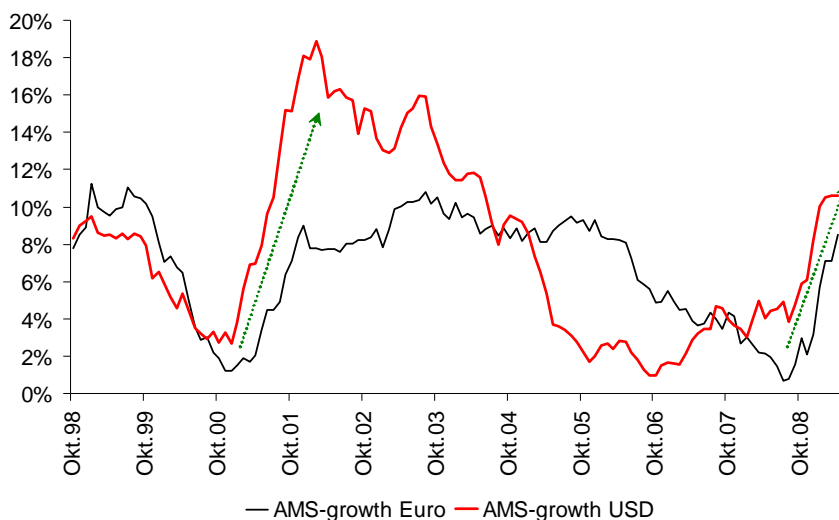
Exkurs

Geldmengenentwicklung nach der Österreichischen Schule der Ökonomie

Massive Geldmengen- ausweitung als Fundament für Goldhauses?

Die aktuelle Entwicklung der Geldmenge berechnet nach der Gelddefinition der Österreichischen Schule der Ökonomie (in folgendem auch kurz AMS; steht für Austrian Money Supply) zeigt seit Herbst 2008 einen deutlichen Anstieg des Geldmengenwachstums sowohl im US-Dollar als auch im Euro. Die AMS ist sehr eng gefasst und umfasst ausschließlich Bargeld und bargeldnahe Instrumente wie Sichteinlagen sowie Spareinlagen.

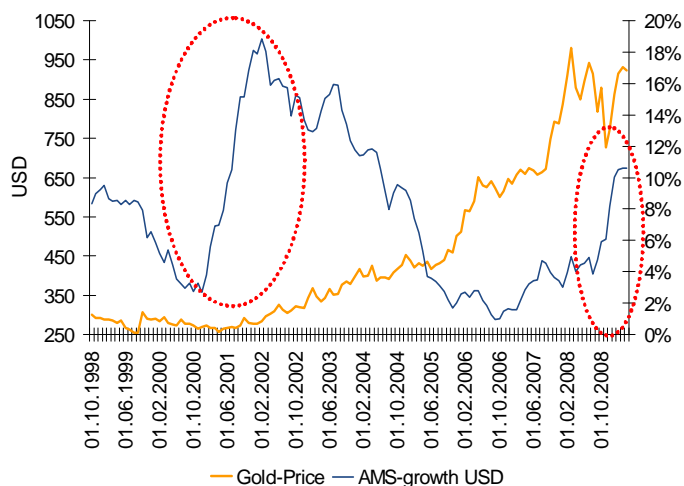
AMS Wachstum US Dollar vs. Euro 10/1998 – 04/2009



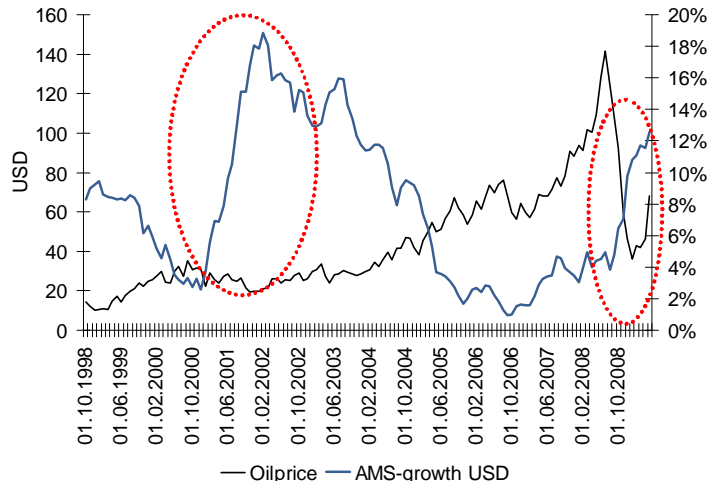
Quelle: Erste Group Berechnungen, Fed. St. Louis, EZB

Der Vergleich zwischen dem US Dollar und dem Euro-Raum zeigt, dass im Zeitraum zwischen 2000 bis 2008 das Wachstum der AMS im US Dollar von 2000 bis 2005 deutlich stärker als im Euro Raum war. Im Vergleich dazu ist das Wachstum im Euro Raum nicht so deutlich gewesen dafür aber konstant über einen längeren Zeitraum bei fast 10% gewesen. Angesichts der weiterhin expansiven Geldpolitik der US Fed und der EZB ist noch keine Verlangsamung des Wachstums der AMS absehbar.

Goldpreisentwicklung vs. USD AMS Wachstum



Ölpreisentwicklung vs. USD AMS Wachstum

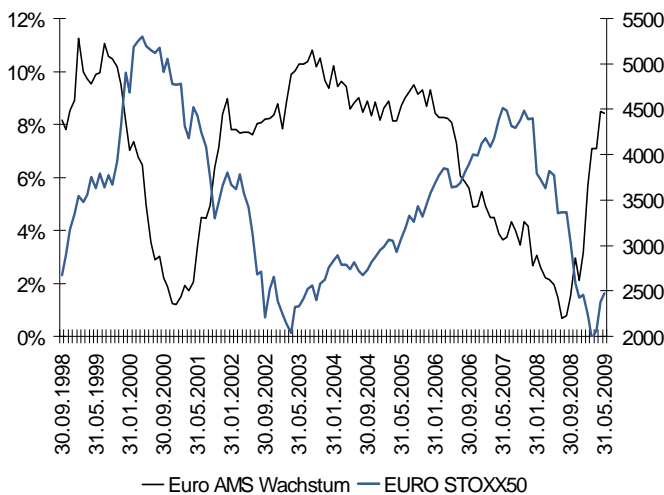


Quelle: Erste Group Berechnungen, Fed. St. Louis

Spezial Report Gold

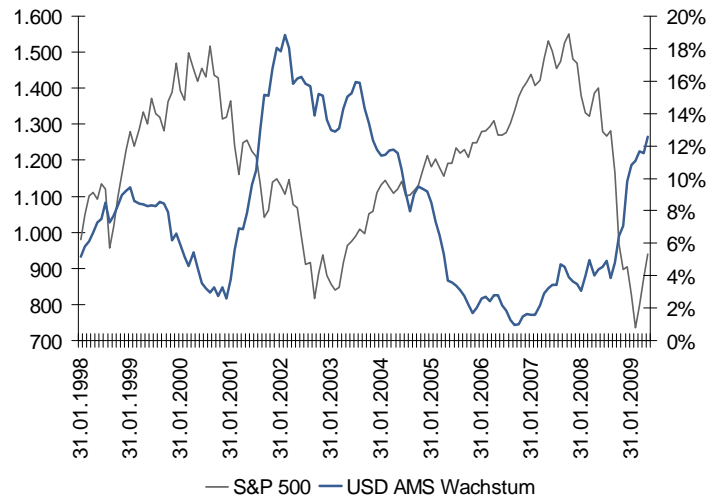
Ähnlich wie im Fall des Endes des Dotcom-Booms im März des Jahres 2000 nimmt seit dem Herbst des Vorjahres das Wachstum der AMS wieder deutlich zu. Profiteure des zwar wellenartigen, aber dennoch recht starken Wachstums der AMS sind etwa der Rohölpreis aber auch der Goldpreis gewesen. Bemerkenswert in diesem Zusammenhang ist sicherlich auch, dass Gold anders als der Rohöl nicht auf das geringere Geldmengenwachstum von 2005 bis Herbst 2008 negativ reagiert hat. Ein Vergleich des AMS Wachstums zu den wesentlichen Aktienindizes zeigt auch für Aktien eine recht deutlich positive Korrelation in den letzten 10 Jahren.

EUROSTOXX 50 vs. Euro AMS Wachstum



Quelle: Erste Group Berechnungen, EZB, Reuters

S&P 500 vs. USD AMS Wachstum



Quelle: Erste Group Berechnungen, Fed. St. Louis, Reuters

Die Abbildungen zeigen also, dass es einzig dem Gold gelungen ist das Geldmengenwachstum der letzten 10 Jahre zu ‚konservieren‘. Während die wesentlichen Aktienindizes und der Rohölpreis früher oder später auf das verlangsamte Geldmengenwachstum mit deutlichen Wertverlusten reagiert haben, konnte sich der Goldpreis stabil halten.

Exkurs zur Österreichischen Schule der Ökonomie: Die Schule der Österreichischen Ökonomie wurde im 19. Jahrhundert von Carl Menger begründet. Im Zentrum der Analyse der Österreichischen Ökonomie steht das Subjekt Mensch (subjektivistische Analyse) mit all seinen Stärken und Schwächen. Die Österreichische Schule lehnt Vereinfachungen, die keinen Bezug zu den tatsächlich beobachteten Handlungen von Menschen haben, strikt ab. Die Österreichische Schule hat ebenso eine Abneigung gegen mathematische Darstellungen und betont die Dynamik wirtschaftlicher Abläufe. Ebenso äußerst fortschrittlich hat Ludwig von Mises bereits vor 70 Jahren den homo oeconomicus als Fiktion bezeichnet und darauf hingewiesen, dass jegliche Art von Modellen, die darauf zurückgreifen, zu zwangsläufig falschen Ergebnissen führen müssen. Eugen Böhm-Bawerk hat die Grundlagen von Carl Menger um eine umfassende Kapitaltheorie erweitert. Ludwig von Mises und Friedrich Hayek haben schlussendlich die Grundlagen der Österreichischen Schule erweitert und darüber hinaus in den Angelsächsischen Raum getragen. Friedrich Hayek war einer der pointiertesten Kritiker von J.M. Keynes und hat bereits in den 30iger Jahren des vorigen Jahrhunderts auf wesentliche Fehler und unzulässigen Vereinfachungen in den Werken von Keynes hingewiesen. Vermutlich aufgrund der mangelnden Lobby sowie ihrer Ablehnung gegenüber jeder Art der zentralen Kontrolle wirtschaftlicher Belange durch staatliche Institutionen ist die Schule der Österreichischen Ökonomie weitgehend in Vergessenheit geraten. Was jedoch schade ist, da die Theorien der Österreichischen Schule die aktuelle globale Wirtschaftskrise in einem neuen Licht erscheinen lassen.

Gerald Walek, CFA

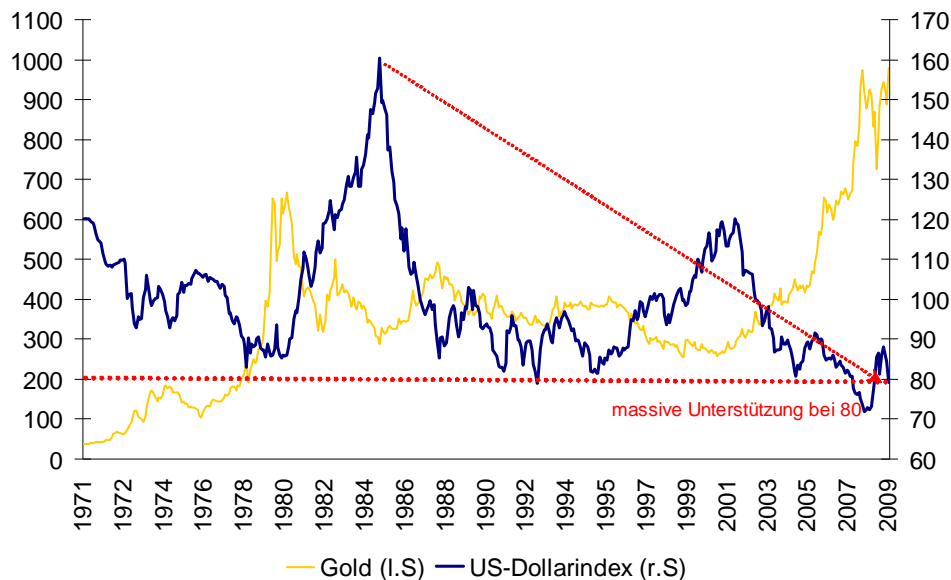
Exkurs Ende

Spezial Report Gold

Gold wird weiter von Dollardiversifizierung profitieren

Ölproduzierende Nationen haben einen massiven Bedarf an Absicherung vor einem fallenden US-Dollar. Saudi Arabien erwartet für 2009 sogar ein Budgetdefizit, das teilweise durch den Verkauf von Dollar-Assets verringert werden soll. Russland hat bereits 20 % der Dollarreserven in Höhe von knapp USD 600 Mrd. veräußert. Aber auch Staatsfonds versuchen vermehrt aus dem Dollar hinaus zu diversifizieren. So meldete der Staatsfonds von Abu Dhabi das Exposure von Dollar-denominierten Investments von 80 auf 60 % zurückzufahren. Auch SAFE (China State Administration of Foreign Exchange) sucht vermehrt Investmentziele in Europa und Afrika. Ähnliche Aussagen kommen auch seitens der Qatar Investment Authority.

USD-Index vs. Gold



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Ein neuer Goldstandard?

Ein Gedanke der noch vor einigen Jahren völlig undenkbar gewesen wäre, steht nun immer häufiger zur Diskussion. Ein neuer Goldstandard wird vielerorts gefordert, um die Folgen des exzessiven Geldmengenwachstums zu verhindern. Würde man die Bilanzsumme (M0) der Federal Reserve in Höhe von knapp 1,7 Billionen USD mit dem offiziellen Goldbestand von 8.134 Tonnen decken, so müsste die Unze Gold mit knapp USD 6.500 bewertet werden. Wenn man Japan und China – also die zweitgrößte und drittgrößte Volkswirtschaft – inkludiert, ergäbe sich ein Wert von knapp USD 10.000 je Unze.

Gold = Geld

Bereits im 600 vor Christus wurden unter König Krösus erstmals Goldmünzen geprägt und zum offiziellen Zahlungsmittel ernannt. Gold trägt alle wesentlichen Eigenschaften, die eine Währung haben sollte. Es ist beliebig teilbar, das einzige Finanzgut, das an kein Schuldversprechen einer anderen Partei geknüpft ist, leicht transportierbar, besitzt einen hohen inneren Wert je Einheit, ist gleichartig, weltweit anerkannt und handelbar, selten, nur schwer zu zerstören und zudem wird es akkumuliert und nicht verbraucht.

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. So sank beispielsweise der Feingehalt des römischen Denarius-Münze innerhalb von 300 Jahren von knapp 97 % auf rund 2 %.¹²

¹² Geld und Inflation – Die Sicht der Wiener Schule, Mag. Gregor Hochreiter

Spezial Report Gold

Wir gehen jedoch nicht davon aus, dass ein Goldstandard politische Unterstützung findet, nachdem das System lediglich geringe Neuverschuldung zulassen würde. Andererseits sind in den letzten Monaten viele Dinge geschehen, deren Eintritt für viele als utopisch und absolut undenkbar waren. Insofern sollte man die Einführung eines neuen Goldstandards nicht vollkommen ausschließen.

„Ohne Goldstandard gibt es keine Möglichkeit, Ersparnisse vor der Enteignung durch Inflation zu schützen. Es gibt dann kein sicheres Wertaufbewahrungsmittel mehr. Wenn es das gäbe, müsste die Regierung den Besitz für illegal erklären, was beim Gold ja auch schon oft der Fall war.“ Alan Greenspan „Gold und finanzielle Freiheit“, 1966

Wird der Goldpreis manipuliert?

Die intraday-Bewegungen zeigen ein ungewöhnliches Muster, das nun bereits seit vielen Jahren besteht. Im frühen asiatischen Handel tendiert der Goldpreis meistens nach oben. Das nachmittägliche Fixing in London löst meistens eine Talfahrt aus, die im Zuge der New York Session nur teilweise ausgeglichen wird. Auch die extreme Konzentration der Futures-Positionen wirkt ungewöhnlich. So sind aktuell ¹³ 3 US-Banken im Ausmaß von insgesamt 12,3 Mio. Unzen Netto-Short positioniert. Dies entspricht mehr als 15 % der Weltproduktion.

Alan Greenspan sagte dazu in einer Rede im Juli 1998 „...central banks stand ready to lease gold in increasing quantities, should the price rise.“¹⁴ Ein weiteres Beispiel ist der Artikel „Gibsons’s Paradox and the Gold Standard“ von **Lawrence Summers**, dem aktuellen Vorsitzenden des wissenschaftlichen Beirats von Präsident Obama. In dem Artikel erklärt er den Zusammenhang zwischen niedrigen Leitzinsen und dem Goldpreis. **Paul Volcker**, ehem. Vorsitzender der Federal Reserve (1979 bis 1983) und derzeit Mitglied des wirtschaftspolitischen Beraterstabs von Barack Obama : “Joint intervention in gold sales to prevent a steep rise in the price of gold, however was not undertaken. That was a mistake” ¹⁵. **James Mofett**, CEO von Freeport-McMoRan sagte dazu “The Central banks are the OPEC of gold. They will control the price of gold by selling until they change their minds”.

Gold im Kontext einer neuen Weltwährung?

**US-Dollar
verliert
langsam aber
sicher an
Bedeutung**

Auch wenn es immer wieder Phasen gab (zB 2003 oder 2005) in denen Gold und US-Dollar beide fester tendierten, so bleibt dies weiterhin die Ausnahme denn die Regel. Insofern gehen wir davon aus, dass sich die negative Korrelation heuer wieder zurückkommen sollte. Die USA sehen natürlich auch die schwindende Bedeutung ihrer Währung. In den 70er Jahren wurden noch ca. 90 % des Welthandels in USD fakturiert, heute sind es nur noch 55 %. Dass der Anteil der weltweiten Wirtschaftsleistung stark mit der Entwicklung des US-Dollars korreliert, zeigt nachfolgende Grafik eindrucksvoll:

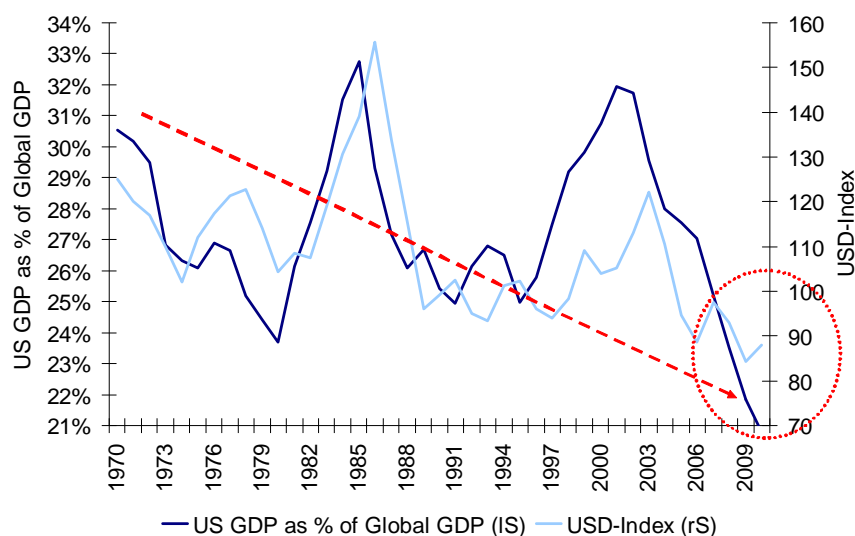
¹³ Bank Participation Report, Mai 2009

¹⁴ <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/testimony/1998/19980724.htm>

¹⁵ Wall Street Memoir, Paul A. Volcker and Henry Kaufman

Spezial Report Gold

USD-Index vs. US-Anteil an der weltweiten Wirtschaftsleistung:



Quelle: IMF, Datastream, Bloomberg

„Der Dollar ist unsere Währung, aber euer Problem“

Durch die stark expansive Notenbankpolitik und die massiven Staatsverschuldungen haben sich allein von 1980 bis 2008 die weltweiten Devisenreserven um den Faktor 14 gesteigert. Sie kletterten von USD 350 Mrd. auf über 5.200 Mrd. Mittlerweile sind jedoch 75 % aller Dollarbestände im Ausland, passend dazu eine Aussage von Richard Connally (Finanzminister unter Richard Nixon), „Der Dollar ist unsere Währung, aber euer Problem“.

Zunehmende Internationalisierung des Yuan als Vorbote zur Weltwirtschaftswährung?

Am Weihnachtsabend verkündeten chinesische Offizielle, dass man den Yuan weiter internationalisieren wolle. Erstmals werde es ermöglicht, internationale Handelsgeschäfte in Yuan abzuwickeln. Brasilien und China meldeten darauf beispielsweise, dass man Handelsgeschäfte nun in Renminbi bzw. Real abwickeln werde. Dies geht sogar über die bilateralen Währungs-Swaps mit Argentinien hinaus. Insgesamt wurden in den letzten 5 Monaten Swap-Vereinbarungen in Höhe von USD 130 Mrd. abgeschlossen, darunter Länder wie Argentinien, Brasilien, Indonesien, Malaysia, Weissrussland und Südkorea. Mit Hong Kong wolle China bis 2010 50 % aller Geschäfte in Yuan abwickeln. Mit Russland wurden zudem Barter-Abkommen abgeschlossen. Russland werde China - für einen Kredit in Höhe von USD 25 Mrd. - Energielieferungen für die nächsten 20 Jahre garantieren. Auch Rubel-Yuan Währungsswaps wolle man einführen. China möchte somit sukzessive versuchen den Yuan als Weltwährung zu etablieren.

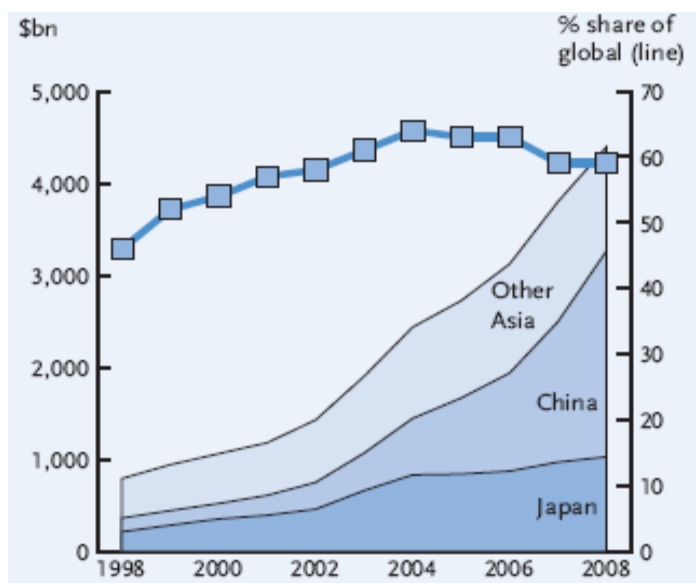
Harte Rohstoffe gegen weiche Dollars?

China versucht Schritt für Schritt weiche Dollars gegen harte Rohstoffe zu tauschen. Zhou Xiaochuan, der Gouverneur der chinesischen Zentralbank, bekundete in seiner Rede im März 2009 „Reform the International Monetary System“¹⁶ auch sein Faible für den „Bancor“. Dies ist eine von John Maynard Keynes entwickelte Weltwährung, die an Gold und einen breit diversifizierten Basket aus Rohstoffen gebunden ist. Keynes plädierte gegen einen reinen Goldstandard, da mit Hilfe eines breit diversifizierten Rohstoffkorbes Ungleichgewichte leichter ausbalanciert werden könnten. Nachdem keynesianische Wirtschaftspolitik zunehmend wieder an Bedeutung gewinnt, sollte auch diese Idee ernstgenommen werden.

16 <http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&id=178>

Spezial Report Gold

Asiatische Währungsreserven



Quelle: IFSL

Zumindest scheint absolut eindeutig ersichtlich, dass China schrittweise versucht, seine strategischen Rohstoffreserven massiv auszubauen, um die enorme Abhängigkeit vom US-Dollar zu verringern. Dies hätte einige weitere positive Nebeneffekte. Der Aufwertungsdruck des Yuan könnte so verringert werden, ohne dass man sich der Währungsmanipulation bezichtigen lassen müsse. Versorgungsengpässe würden verringert, was ganz im Sinne der langfristigen, strategischen Planung der kommunistischen Führung wäre.

Golfstaaten planen Währungsunion

Auch die Golf-Region flüchtet langsam aber sicher aus dem Dollar. Die vier Golf-Staaten Saudi Arabien, Kuwait, Katar und Bahrain haben nun endgültig eine Währungsunion nach europäischem Vorbild beschlossen. Die Vereinigten Arabischen Emirate sowie der Oman verabschiedeten sich vom Projekt, nachdem die Wahl von Riad als Sitz der gemeinsamen Zentralbank für Unmut sorgte. Die Einführung gemeinsamer Geldscheine und Münzen ist bereits für 2010 geplant.

Ein neues Bretton Woods?

Im Rahmen des Weltwirtschaftsgipfels bzw. des Forums in Davos wurde ungewohnt radikale Schritte gefordert. So sprach Gordon Brown von einer neuen Weltfinanzordnung, in der ein neues Bretton Woods implementiert werden sollte. Frankreichs Premier Sarkozy sprach von einem kompletten Überdenken des globalen Finanzsystems. Ähnlich wie zu Zeiten von Bretton Woods und dass es an der Zeit sei die Spielregeln zu ändern. Premier Putin sprach von einer riesigen Gefahr, die durch die massive Abhängigkeit vom US-Dollar ausgelöst wird.

Gold vor Neubewertung?

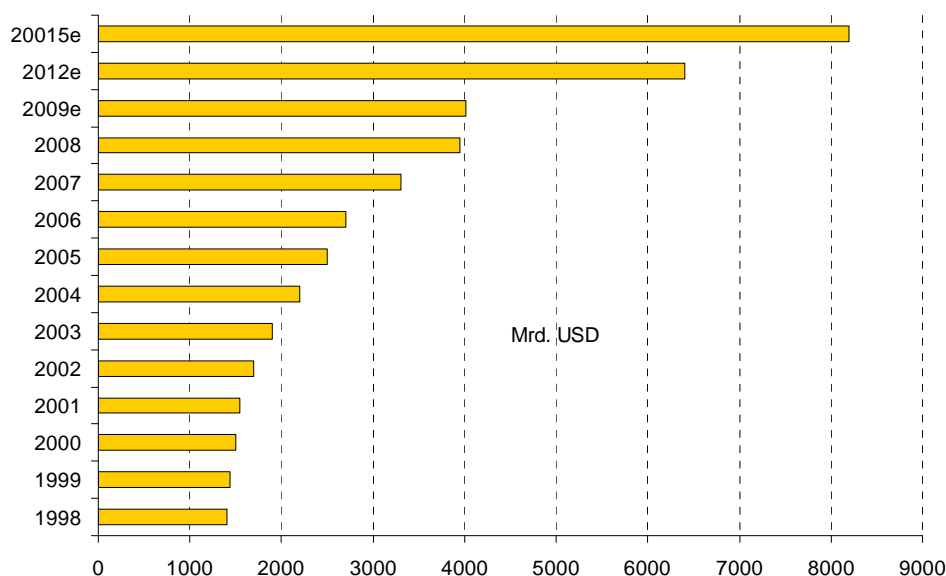
Bei einer Konferenz in St. Petersburg wurde die Diskussion um eine Ablöse des Dollars weiter angeheizt. So zeigte sich der IWF zuversichtlich, Sonderziehungsrechte als neue Weltwährung etablieren zu können¹⁷. Laut IWF sind 70 % aller Währungsreserven in US-Dollar denonmiert. Auch Russlands Präsident Medvedev stellt die Zukunft des US-Dollars als Weltreservewährung zunehmend in Frage. Gold stünde seinen Aussagen zufolge vor einer Neubewertung innerhalb des Währungsgefüges, einen neuen Goldstandard schloß Medvedev jedoch aus.

Nichtsdestotrotz wird die Abkehr vom US-Dollar sicher nicht plötzlich geschehen, anhand der obigen Statements bemerkt man jedoch, dass die Tage des Greenbacks angezählt sind.

¹⁷ <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aUYeJEwZaQrw>

Spezial Report Gold

Staatsfonds: Volumen in Mrd. USD



Quelle: HP der jew. Staatsfonds, Erste Group Research

Land	Name	Assets in Mrd. USD
Vereinigte Arabische Emirate	Abu Dhabi Investment	875
Saudi Arabien	SAMA	433
Singapore	Government of Singapore Investment	330
China	Sage Investment	312
Norwegen	Government Pension Fund of Norway	301
Kuwait	Kuwait Investment Authority	265
Russland	National Welfare Fund	225
China	China Investment Corp.	200
Hong Kong	Hong Kong Monetary Investment	173
Singapore	Temasek	134

Quelle: Bloomberg, SWF Institute, Homepages, Daten per Ende 2008

Rezessionen sind kein positives Umfeld für Gold

Entgegen der allgemeinen Marktmeinung, sind Rezessionen nicht das optimale Umfeld für steigende Goldpreise. Während der letzten 11 Rezessionen in den USA lag die durchschnittliche Performance bei 4,8 %, während der Dow Jones im Vergleichszeitraum 6,87 % gewann¹⁸. In Wachstumsphasen lag die durchschnittliche Performance (seit 1945) bei 51,95 % vs. 75 % beim Dow Jones Industrials. Dies lässt darauf schließen, dass die Maßnahmen, die während des wirtschaftlichen Abschwungs gesetzt werden, insbesondere monetärer und fiskaler Natur, ein positives Umfeld für den Goldpreis bereiten, der Preis jedoch erst wieder steigt, wenn sich das konjunkturelle Bild gebessert hat.

History repeats: 2009 = 1974?

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

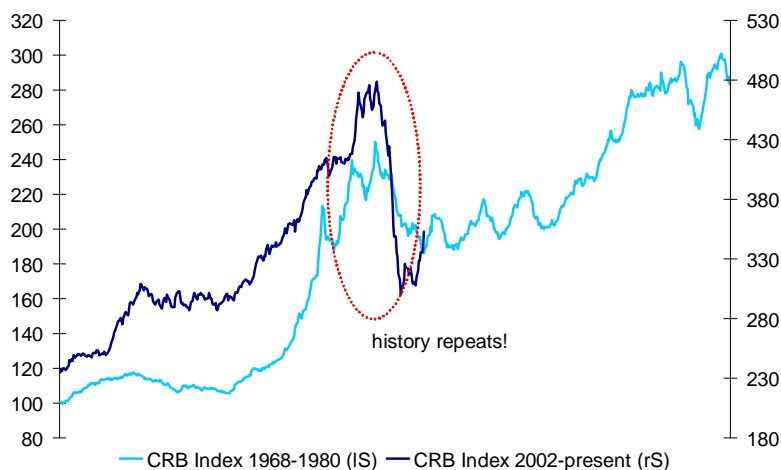
¹⁸ Robert Prechter on Gold & Silver, Elliott Wave International

Spezial Report Gold

Gold ist nach wie vor in den Frühphasen eines Bullenmarktes

In vielen Aspekten und Facetten erinnert uns die aktuelle Situation an die 70er Jahre. Wenn man sich die Entwicklung des CRB-Rohstoffindex' ansieht, so erkennt man dass es zur Mitte des Bullenmarktes im Jahre 1974 eine massive Korrektur gab, worauf anschließend der impulsivste Teil der Bewegung startete. Wir sehen hier eine klare Ähnlichkeit zur derzeitigen Marktphase.

Vergleich CRB-Index 1968-1980 bzw. 2002- aktuell



Quelle: Erste Group Research, Datastream

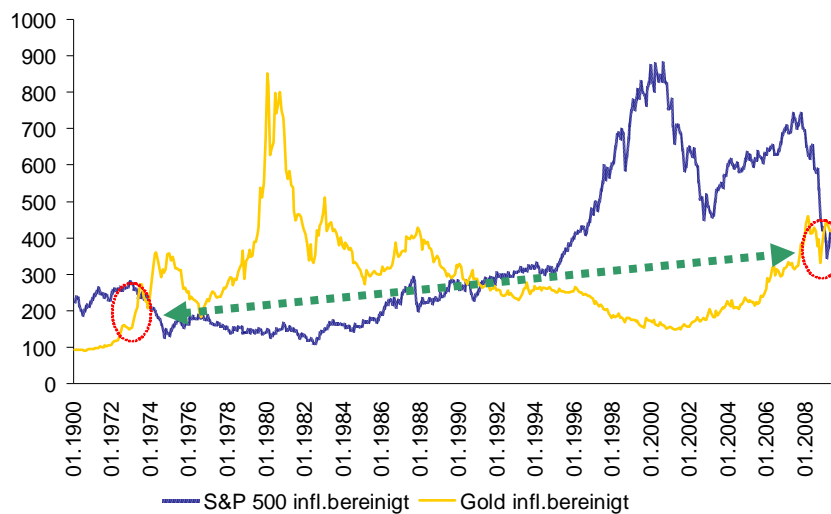
Eine Ära steigender Ölpreise und die generöse Politik der Federal Reserve bereiteten ein positives Umfeld für Rohstoffe, bis im Februar 1974 eine massive Korrektur einsetzte. Im Juli 1975 fachten dann wieder massive Inflationsängste, ein schwächerer US-Dollar sowie lockere Notenbankpolitik die 2. Phase des Rohstoffbullenmarktes an. Auch damals war die Welt von fehlendem Vertrauen in Papiergeld geprägt, die stark steigende Geldmenge löste eine breite Diversifikation hinein in den Commodity-Sektor aus. Edelmetalle, Energie aber auch Agrarrohstoffe waren die attraktivste Anlageklasse, massive Geldströme seitens institutioneller und privater Investoren flossen in Rohstoffinvestments. Ähnlich dürfte die Situation heute sein, wobei der Einstiegszeitpunkt nach der Korrektur optimal erscheint.

Paradigmenwechsel ähnlich 1974?

Im Herbst 2008 kreuzte der Preis einer Unze Gold, erstmals seit 1974 wieder den Preis des S&P500 von unten. Damals folgte anschließend eine 7jähriger dynamischer Bullenmarkt, in dem der Goldpreis um fast 600 % zulegen konnte.

Spezial Report Gold

Gold vs. S&P 500 - beide inflationsbereinigt seit 1970



Quelle: Datastream, Erste Group Research

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. Der Anstieg mit dem größten Momentum stünde uns also sehr bald sehr bald bevor.

Spezial Report Gold

Technische Analyse

Technische Analyse

Ratio-Analyse

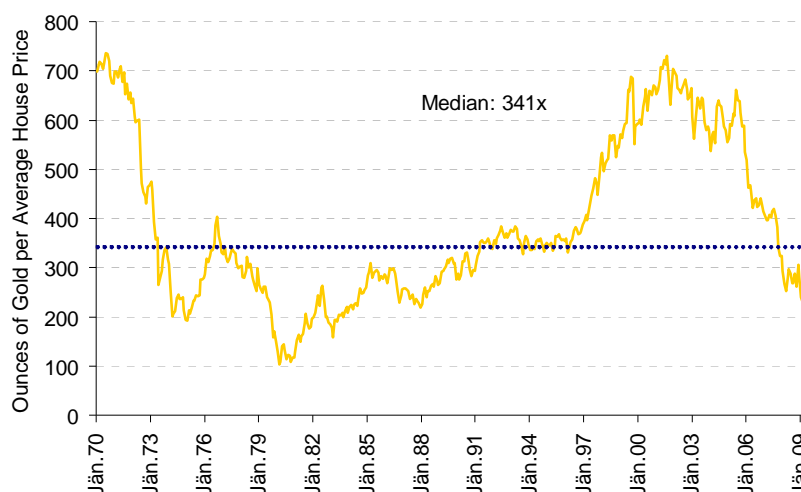
Eine Analyse von langfristigen Verhältnissen zwischen Gold und anderen Assets soll dem Anleger zu einer neuen und langfristig orientierten Betrachtungsweise der aktuellen Marktsituation dienen. Die Berechnung der Ratios erfolgt durch einfache Division.

1. Immobilien/Gold-Ratio

230 Unzen Gold für ein Einfamilien- haus

Das Verhältnis zwischen einem durchschnittlichen Einfamilienhaus und Gold bestätigt den Kaufkraftherhalt eindrucksvoll. Aktuell benötigt man 230 Unzen Gold um ein Einfamilienhaus zu erwerben, im fast 40-jährigen Median sind es 341. Somit erscheinen Immobilien relativ zu Gold aktuell günstig. Am Ende des letzten Goldrausches waren es lediglich 100 Unzen, eine derartige Entwicklung halten wir für durchaus realistisch.

Immobilien / Gold Ratio



Quelle: Datastream, Erste Group Research

2. Gold/Öl Ratio

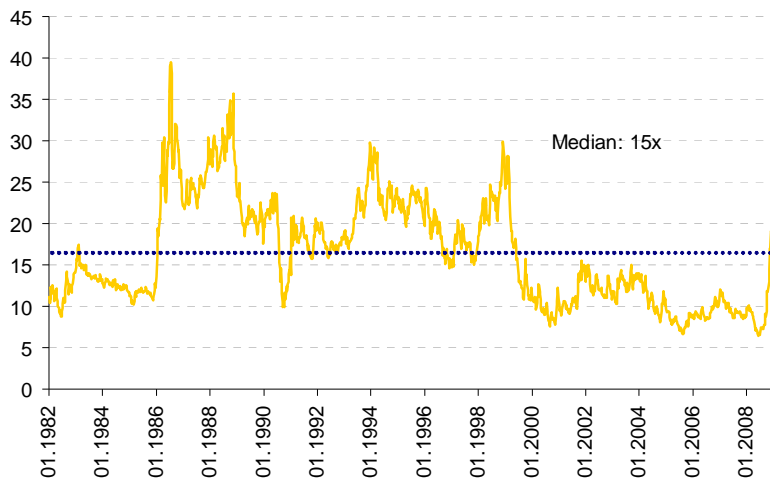
Ein steigendes Gold/Öl Ratio geht meistens einher mit Rezessionen und wirtschaftlichen Turbulenzen, während ein fallendes Verhältnis meist Aufschluss über wirtschaftliche Prosperität und Stabilität gibt. Öl und Gold korrelieren stark positiv, oft begründet man dies mit dem Absicherungsmotiv vor Inflation. Beide Rohstoffe werden zudem in US-Dollar gehandelt und steigen tendenziell an, wenn der Dollar gegen die wichtigsten Währungen schwächer tendiert. Weiters kann das Argument wonach die Produktionsspitze des Erdöls erreicht ist bzw. bald erreicht sein wird (Peak Oil), analog auch auf Gold angewandt werden

Das Verhältnis steht derzeit bei 16 und damit nur geringfügig über dem historischen Median von 15. Das Tief wurde im Sommer 2008 bei knapp 6 markiert, das Hoch bei knapp 40 im Jahre 1987. Gold ist derzeit also in Relation zu Öl fair bewertet.

Spezial Report Gold

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.

Gold/Öl Ratio

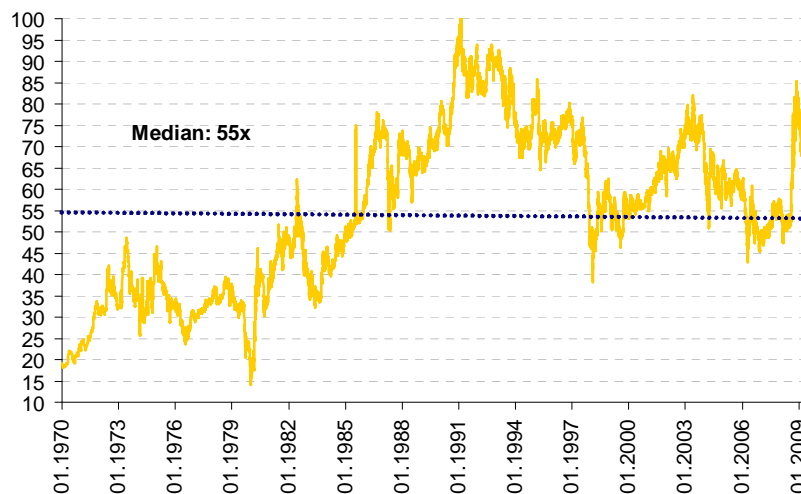


Quelle: Datastream, Erste Group Research

3. Gold/Silber

Das Ratio steht derzeit bei knapp 70 und somit mehr als 2 Standardabweichungen vom historischen Schnitt entfernt. Sobald Anzeichen einer konjunkturellen Talsohle zu erkennen sind, dürfte sich das Verhältnis zugunsten von Silber verbessern, nachdem Silber nach wie vor in erster Linie als Industriemetall – und weniger als monetäres Asset – wahrgenommen wird.

Gold/Silber Ratio



Quelle: Datastream, Erste Group Research

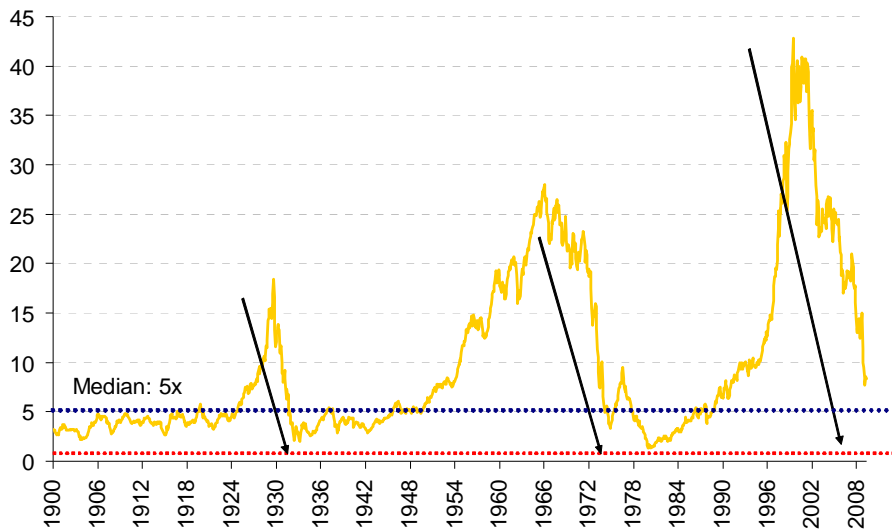
4. Dow/Gold Ratio

Der Dow Jones wird seit 1896 berechnet und ist – nachdem er keine Dividenden enthält – eine gute Benchmark zu Gold, das ebenfalls keine Zinsen bzw. Dividenden zahlt. 1896 lag das Verhältnis bei einem Wert von 2. Das heißt man benötigte 2 Unzen Gold um den gesamten Dow Jones zu kaufen. Anschließend bewegte sich das Ratio in einer engen Range, im Zuge der Aktienhaube der 20er Jahre erlebte es ein Zwischenhoch bei etwa 18 Punkten. Im Zuge

Spezial Report Gold

des großen Depression sank das Verhältnis rasch auf knapp 1. Erst 1965 wurde bei 27 ein neues Hoch erklommen, ehe die Ölkrise und das Ende des Bretton-Woods-Abkommens ein neues Absinken des Ratios auslöste sodass es bis zu einem Wert von 1,5 absank. 2000 gab es schließlich das Allzeithochs bei rund 43 Zählern.

Dow/Gold Ratio



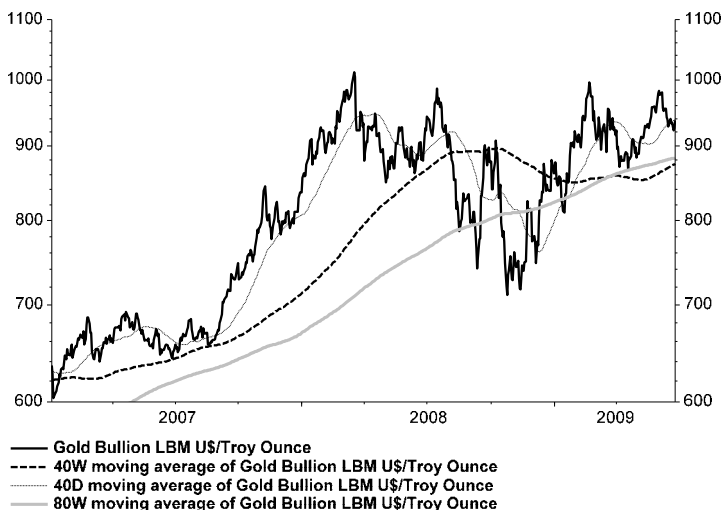
Quelle: Datastream, Erste Group Research

Aktuell liegt das Verhältnis bei 8,3, der historische Median liegt bei 5. Gold ist somit in Relation zu US-Aktien nach wie vor zu günstig bewertet, auch wenn es bei weitem nicht so billig wie noch in 2000 ist. Die Extremwerte lagen 1932 bzw. 1979 bei einem Dow/Gold-Ratio von 1. Geht man von einem stabilen Dow Jones aus, müsste Gold also auf knapp USD 8.300/Unze haussieren.

Charttechnischer Ausblick

Gold hat sich zuletzt exakt am 50 % Retracement der jüngsten Rally bei USD 927 stabilisiert. Weitere massive Unterstützung dürfte im Bereich von 880 liegen, wo sich die 40 und die 80-Wochen-Linie kreuzen. Anschließend sollte das alte Allzeithoch bei USD 850 Support geben. Weitere Unterstützungszonen liegen bei USD 770, 730 und 710.

Gold seit 2007 – gleitende Durchschnitte geben gute Unterstützung

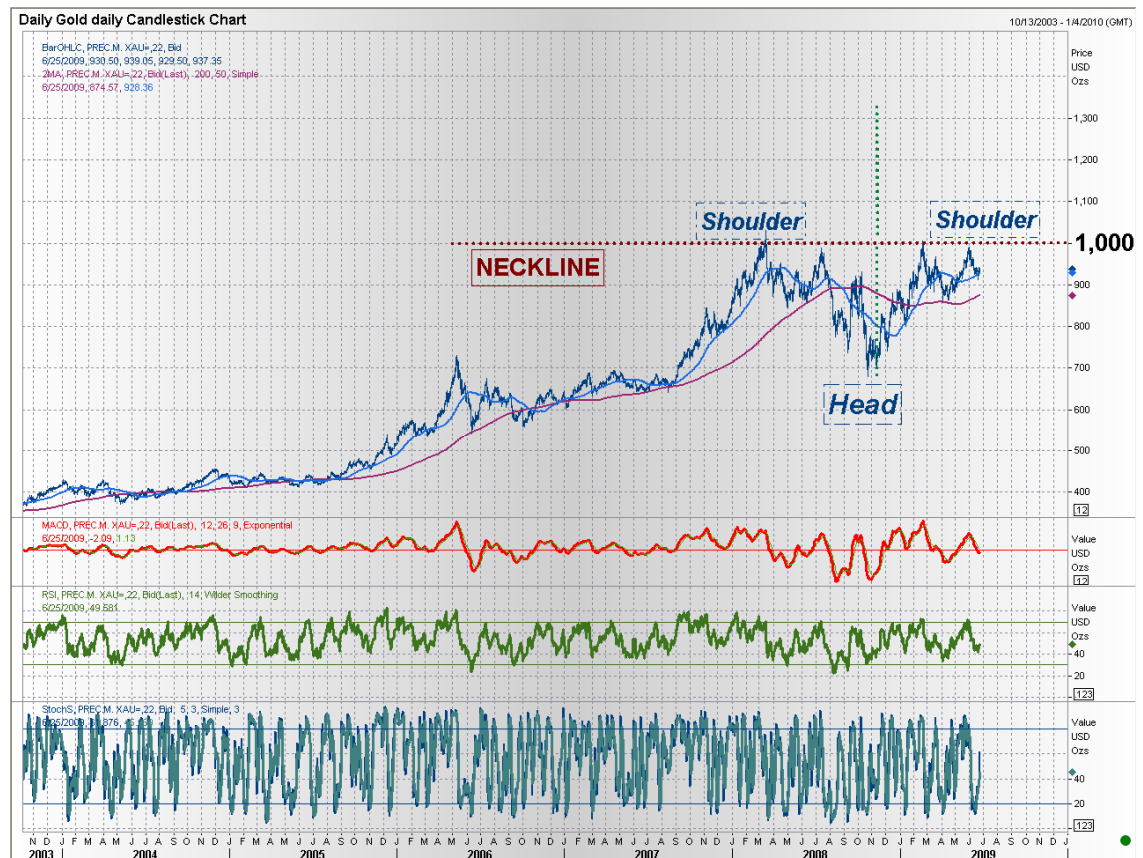


Quellen: Datastream, Erste Group Research

Spezial Report Gold

Der Goldpreis flirtet aktuell wieder mit der magischen Marke von USD 1.000. Seit dem Rekordhoch vom März 2008 bei USD 1.031 befindet sich das gelbe Metall in einer Konsolidierungsphase, während der auch der Basistrend (der seit April 2001 besteht) bei USD 770 getestet wurde. Ein Bruch der USD 1.031 würde das Durchbrechen einer inversen Schulter-Kopf-Schulter-Formation bedeuten, das Kursziel läge dann bei USD 1.300. Normalerweise findet man solche Formationen am Boden eines Bärenmarktes, als Umkehrformation. Als Fortsetzungs-Muster sind inverse SKS selten, aber extrem verlässlich.

Inverse Schulter-Kopf-Schulter Formation



Quelle: Reuters, Erste Group Research

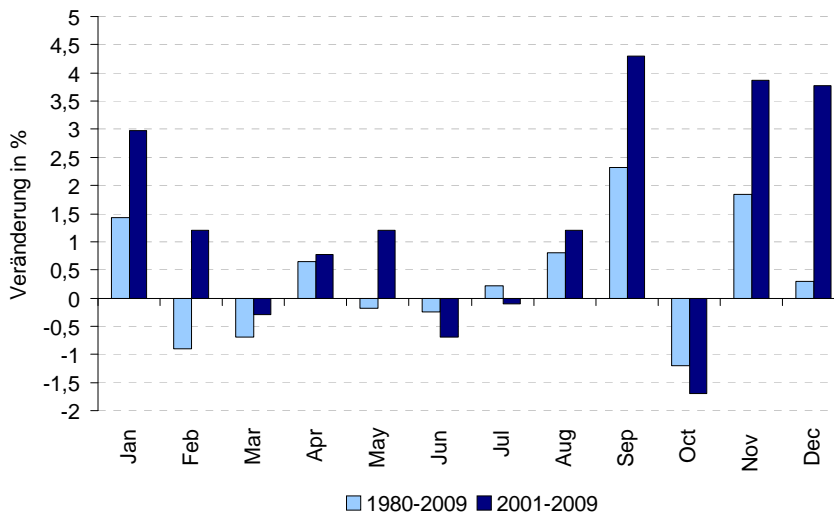
Saisonalität

Ein Grund für die jüngste Korrektur des Goldpreises ist die ausgeprägte Saisonalität des Kursverlaufes. Wichtige Gründe für die saisonalen Schwankungen sind die sogenannte Wedding-Season aber auch das Diwali-Fest in Indien. Nachdem in Indien mehrheitlich im Herbst und Frühling geheiratet wird, deckt sich die Schmuckindustrie im dritten und vierten Quartal mit Material ein. Der Höhepunkt und gleichzeitig das Ende der Wedding-Season stellt der 7. Mai dar, an dem das Akshaya Tritiya Fest gefeiert wird. Zudem füllen Juweliere ihre Goldbestände für das Weihnachtsfest meist im 3. und 4. Quartal auf.

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

Spezial Report Gold

Durchschnittliche monatliche Performance 1980-2009 bzw. 2001-2009



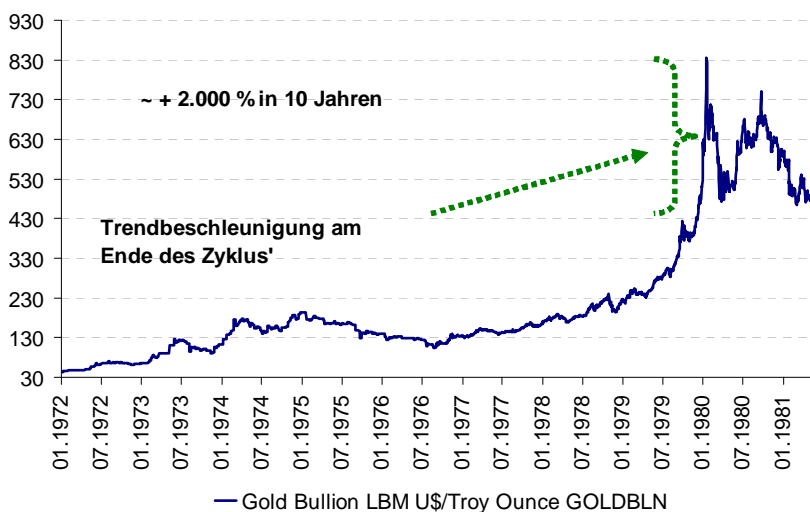
Quelle: Datastream, Erste Group Research

Vergleich der aktuellen Situation mit dem letzten großen Bullenmarkt

Anfang 1980 stieg der Goldpreis innerhalb kurzer Zeit um mehr als 100 % 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?

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 Motiven 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.

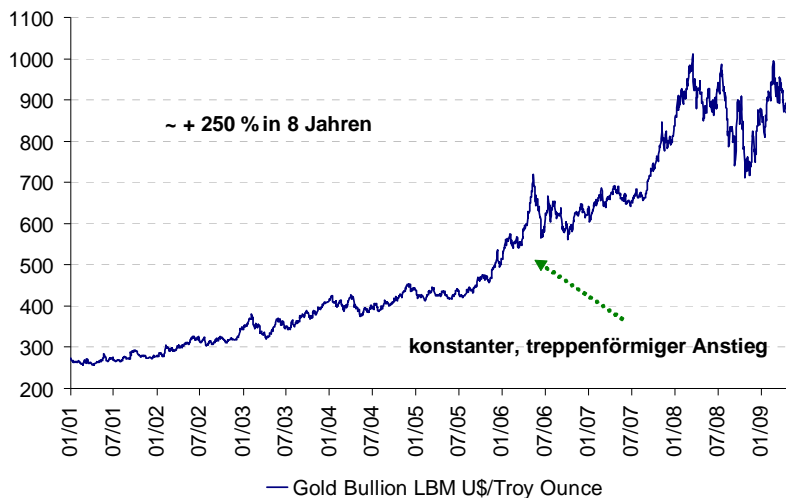
Gold 1972 – 1981



Quelle: Datastream, Erste Group Research

Spezial Report Gold

Gold 2001-2009



Quelle: Datatream, Erste Group Research

Commitment of Traders (COT) indiziert massive Short-Konzentration

Die Commodity Futures Trading Commission (CFTC) veröffentlicht wöchentlich Informationen bezüglich der Long- und Short-Positionen. Im sogenannten Commitment of Traders (CoT) Report werden die Marktteilnehmer in 3 verschiedene Kategorien unterteilt:

1) Commercial Hedgers:

- Große Händler die Futures-Kontrakte zur Risikoabsicherung nutzen (zB. Goldproduzenten, Schmuckhersteller)
- Oft als "smart money" bezeichnet, da Marktteilnehmer mit den fundamentalen Gegebenheiten und Möglichkeiten am besten vertraut sind
- Antizyklische Handelsweise
- Wendepunkte werden meistens richtig identifiziert

1) Large Speculators:

- Diese Gruppe besteht in erster Linie aus institutionellen Investoren (Banken, Clearing-Häuser, Hedgefonds)
- Positionskauf erfolgt aus spekulativem Interesse
- Meistens Trendfolger
- Bei Wendepunkten oft zu spät

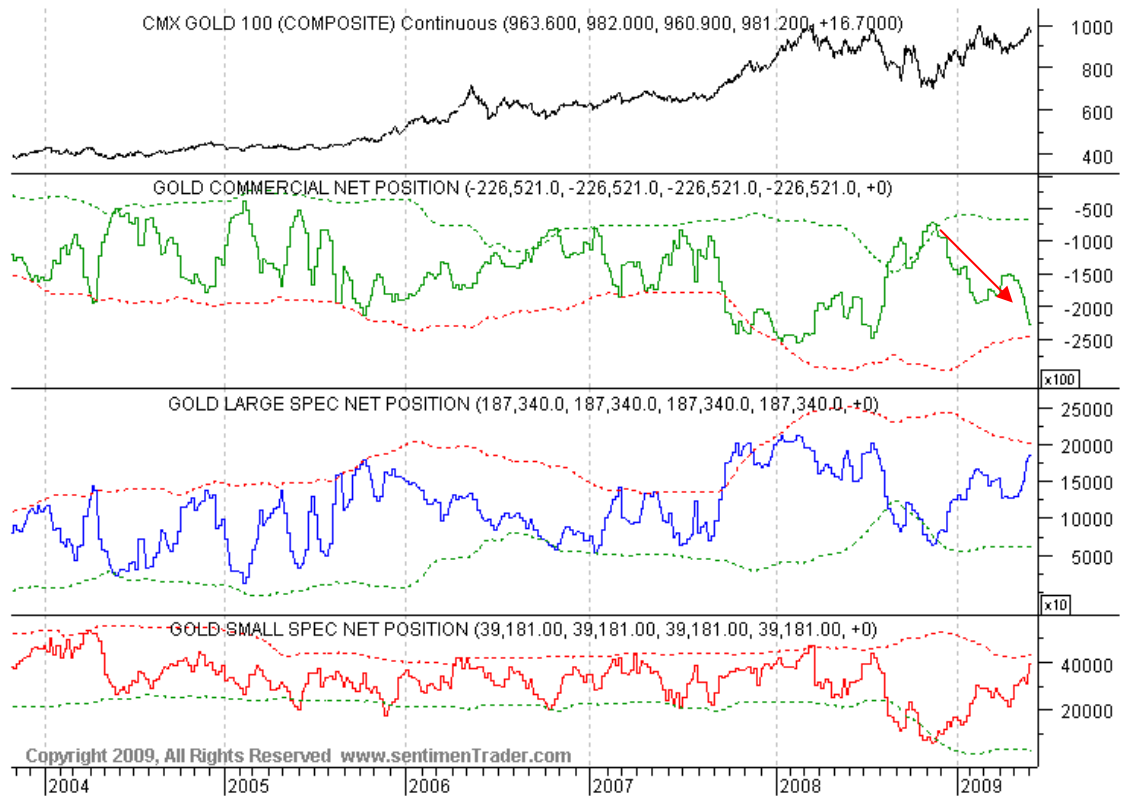
2) Small Speculators:

- Kleine Händler
- Oft als "dumb money" bezeichnet
- Berichtsgrenzen werden nicht überschritten
- Trendfolger
- Bei Extremwerten guter Kontraindikator

Die CoT-Daten werden von vielen Händlern gerne für Handelsentscheidungen zur Hilfe gezogen, sie sollten jedoch kein alleiniges Entscheidungskriterium sein. So beinhaltet der CoT-Report lediglich US-Futuresmärkte. Andere Länder sowie OTC Optionen werden nicht berücksichtigt.

Spezial Report Gold

Im Report vom 2. Juni war ein massiver Anstieg der Long-Positionierungen seitens der Spekulanten, sowie Short-Positionierung der Commercials abzulesen. Besonders besorgniserregend scheint die extreme Konzentration der Positionen. Anhand des CoT aber auch des Bank Participation Reports ist ersichtlich, dass die Netto-Short-Positionierung von lediglich 2 US-Banken bei aktuell 123.000 Kontrakten (dies entspricht 12,3 Mio. Unzen) liegt. Aktuell sind die größten Commercials bei 57,8 % des gesamten Open Interest short positioniert. Dies ist die massivste konzentrierte Short-Position seit etwa einem Jahr. Auch bei Silber lässt sich eine ähnlich extreme Situation erkennen.



www.Sentimentrader.com

Eine ähnliche Situation gab es zuletzt im August 2005, kurz bevor der Goldpreis die USD 450 Marke testete und schließlich abprallte, im September jedoch einen impulsiven Schub nach oben machte und innerhalb kürzester Zeit auf USD 475 kletterte.

Spezial Report Gold

Fazit

Wie lange kann der Goldzyklus noch andauern?

Wir sehen den Goldpreis - mehr denn je - in einem intakten säkulären Aufwärtstrend. Wir glauben, dass erst in etwa die Hälfte der Aufwärtsbewegung vollzogen ist, die impulsive Phase dürfte erst folgen. Rohstoff- und Edelmetallzyklen dauern besonders lange, zumindest 15 bis 20 Jahre. Nachdem der jüngste Bullenmarkt erst 2001 startete, könnten wir erst bei der Hälfte des Zyklus stehen. **Dies impliziert dass unser Kursziel von USD 2.300 am Ende des Zyklus mehr denn je realistisch erscheint.**

„Bullenmärkte werden im Pessimismus geboren, wachsen im Skeptizismus, reifen im Optimismus und sterben in der Euphorie“, Sir John Templeton

Unserer Meinung nach stecken wir aktuell in der Optimismus-Phase, von einer übertriebenen Euphorie kann eindeutig nicht gesprochen werden.

Negative Einflussfaktoren:

- Deutlich rückläufige Schmucknachfrage
- Rezessionen sind grundsätzlich kein positives Umfeld für den Goldpreis (es sind die Maßnahmen, die während der Rezession gesetzt werden, die den Goldpreis später stimulieren)
- 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 langsam zu Ende
- Futures-Positionierung (CoT) spricht für kurzfristige Korrektur

Positive Argumente:

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

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, dh. immer mehr Geldeinheiten pro Unze Gold benötigt werden.

Gold ist ein weiches Metall aber eine harte Währung

Die monetäre Bedeutung, die sich während der letzten Jahrhunderte, etabliert und manifestiert hat, wird zunehmend wiederentdeckt. Gold und Silber sind die einzigen anerkannten Währungen, die von Regierungen und Notenbanken weder kreierte, noch kontrolliert werden können. Gold steht seit Jahrhunderten für Wertbeständigkeit, Unabhängigkeit und Stabilität. Dies hat sich in 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 billiger wird, liegt im Auge des Betrachters. Gold kann in jedem Falle nur auf den inneren Wert zurückfallen, der in Höhe der Förderkosten liegt. Die stabile Kaufkraft belegen zahlreiche Beispiele. Ein Barrel Erdöl kostet heute ca. 2 Gramm Gold, der selbe Preis wie noch 50 Jahre zuvor.

Das perfekte Umfeld wäre eine weiterhin schwache Konjunktur, die durch verzweifelte Notenbank- und Regierungsaktionen stimuliert werden soll und plötzlich rasch an Dynamik

Spezial Report Gold

aufnimmt, bevor die Notenbanken die Liquidität verringern könnten. Eigentlich müssten die Notenbanken versuchen, die kräftig ausgedehnte Geldmenge frühzeitig und rasch zu verringern, sobald sich ein nachhaltiges Ende der Rezession abzeichnet. Dies ist zwar technisch kein Problem, könnte jedoch auf massiven politischen Widerstand treffen, nachdem die Arbeitslosigkeit zu diesem Zeitpunkt noch immer hoch wäre. Auch wenn das Rennen zwischen Inflation und Deflation noch nicht entschieden ist, so denken wir, dass Gold in beiden Szenarien ein erstklassiges Investment darstellt (siehe Mythos # 5).

Gold: Stresstest mit Auszeichnung bestanden

Das rekordverdächtige US-Budgetdefizit, die schwelenden Inflationsrisiken sowie die höhere Liquidität im Markt werden dem Goldpreis eine gute Basis für weitere Kursavancen geben. Regierungen rund um den Globus stehen vor der Wahl zwischen Steuererhöhungen, drastischen Kosteneinsparungen oder dem weiteren Anwerfen der Druckerpresse.

Baldige Flucht in „Real Assets“?

Wenn sich die monetären Schleusen öffnen und die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes wieder zunimmt, könnte in einem inflationären Umfeld ein Flucht in Sachwerte stattfinden. In einem solchen Szenario würden Commodities, insbesondere aber Öl und Gold, stark profitieren. Insofern empfehlen wir Gold weiterhin als krisenfeste Komponente einer Vermögensallokation und als langfristige ratsames Mittel um die Kaufkraft zu schützen.

Die Rinde ist repariert, das Holz bleibt morsch...

Wir zeigen uns weiterhin kritisch bezüglich der langfristigen Konsequenzen der – in diesem Umfang – noch nie dagewesenen Notenbankaktionen. Wir erwarten zudem, dass der US-Dollar zu einer der wichtigsten Katalysatoren für den Gold-Preis wird, und die historisch normale negative Korrelation wieder auflebt. Gold wird hiervon klar profitieren. Aufgrund der de facto Nullzinspolitik in den USA, Japan und Europa liegen die Opportunitätskosten von Gold praktisch bei Null, insofern bleibt das Umfeld weiterhin exzellent. So lange die Realzinsen weiterhin auf einem so geringen Niveau bleiben, können wir uns kein Ende des Bullenmarktes vorstellen.

Gold ist nach wie vor in den Frühphasen eines Bullenmarktes

Auch wenn Gold sich vom Tief bei 250 USD knapp vervierfacht hat, wird die Nachhaltigkeit des Anstieges nach wie vor nicht wirklich wahrgenommen. Ausschlaggebend dafür ist sicherlich 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. Aufgrund der positiven Performance im Schreckensjahr 2008 sollte dem gelben Metall auch wieder zunehmend Vertrauen entgegengebracht werden. 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 0,6 % des Weltvermögens. Selbst bei einem Preis von USD 5000/Unze wären also lediglich 3 % in Gold investiert.

Wir sehen nach wie vor ein erstklassiges Chance/Risikoverhältnis für Goldinvestments und erwarten mittel- und langfristig höhere Goldpreise. Die magische Marke von USD 1.000 sollte 2009 noch deutlich überschritten werden, ab dem dritten und vierten Quartal sollten positive Seasonals weitere Unterstützung geben. **Als erste Zielmarke sehen wir die Marke von USD 1.300, unser langfristiges Kursziel am Ende des Zyklus' liegt weiterhin bei USD 2.300/Unze.**

Ronald-Peter Stöferle, CMT

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

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 Eßkuchen +43 (0)5 0100 - 19634

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

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

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

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

Martina Valenta, MBA (Transp., Paper) +43 (0)5 0100 - 11913

Christoph Schultes, CIAA (Ins., Util.) +43 (0)5 0100 - 16314

Thomas Unger (Telecom) +43 (0)5 0100 - 17344

Vladimira Urbankova (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

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

Elena Statelov, CIAA (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

Iva Cerovsky (Fixed income) +385 62 37 1716

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

Jana Krajcova (Fixed income) +420 224 995 232

Radim Kramule (Equity) +420 224 995 213

Martin Lobotka (Fixed income) +420 224 995 192

Lubos Mokras (Fixed income) +420 224 995 456

Jakub Zidon (Equity) +420 224 995 340

Research, Hungary

Head: József Miró (Equity) +361 235-5131

Bernadett Papp (Equity) +361 235-5135

Gergely Gabler (Equity) +361 253-5133

Orsolya Nyeste (Fixed income) +361 373-2830

Research, Poland

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

Magda Jagodzinska (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

Wiktor Tymochowicz (Equity) +48 22 330 6253

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

Loredana Oancea (Equity) +40 21311 2754

Eugen Sinca (Fixed income) +40 21312 6773 - 1028

Raluca Ungureanu (Equity) +40 21311 2754

Research, Slovakia

Head: Juraj Barta (Fixed income) +421 2 4862 4166

Michal Musak (Fixed income) +421 2 4862 4512

Maria Valachyova (Fixed income) +421 2 4862 4185

Research, Ukraine

Victor Stefanyshyn (Fixed Income) +38 044 593 - 1784

Svitlana Bazilevich (Equity) +38 044 593 - 9286

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

Institutional Sales

Head of Sales Equities & Derivatives

Michal Rizek +44 20 7623 - 4154

Brigitte Zeittberger-Schmid +43 (0)5 0100 - 83123

Equity Sales Vienna XETRA & CEE

Hind Al Jassani +43 (0)5 0100 - 83111

Werner Fuerst +43 (0)5 0100 - 83114

Josef Kerekes +43 (0)5 0100 - 83125

Cormac Lyden +43 (0)5 0100 - 83127

Stefan Raidl +43 (0)5 0100 - 83113

Simone Rentschler +43 (0)5 0100 - 83124

Sales Derivatives

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 Pfungstl +43 (0)5 0100 - 83171

Roman Rafeiner +43 (0)5 0100 - 83172

Equity Sales, London

Dieter Benesch +44 20 7623 - 4154

Tatyana Dachyshyn +44 20 7623 - 4154

Jarek Dudko, CFA +44 20 7623 - 4154

Federica Gessi-Castelli +44 20 7623 - 4154

Declan Wooloughan +44 20 7623 - 4154

Sales, Croatia

Zeljka Kajkut (Equity) +38 562 37 28 11

Damir Eror (Equity) +38 562 37 28 13

Sales, Czech Republic

Michal Brezna (Equity) +420 224 995-523

Ondrej Cech (Fixed income) +420 224 995-577

Michal Rizek +420 224 995-537

Jiri Smehlik (Equity) +420 224 995-510

Pavel Zdichynec (Fixed income) +420 224 995-590

Sales, Hungary

Gregor Glatzer (Equity) +361 235-5144

Krisztián Kandik (Equity) +361 235-5140

Istvan Kovacs (Fixed income) +361 235-5846

Sales, Poland

Head: Andrzej Tabor +4822 330 62 03

Pawel Czuprynski (Equity) +4822 330 62 12

Lukasz Mitan (Equity) +4822 330 62 13

Jacek Kryszinski (Equity) +4822 330 62 18

Sales, Slovakia

Head: Dusan Svitek +48 62 56 20

Rado Stopiak (Derivatives) +48 62 56 01

Andrea Slesarova (Client sales) +48 62 56 27

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: Thomas Almen +43 (0)5 0100 - 84323

Martina Fux +43 (0)5 0100 - 84113

Fixed Income International & High End Sales Vienna

Jaromir Malak/ Zach Carvell +43 (0)5 0100 - 84254

U. Inhofner/ P. Zagan/ C. Mitu +43 (0)5 0100 - 84254

Fixed Income International Sales London

Paul Osment/ Simone Pilz +44 20 7623 4159

Treasury - Erste Bank Vienna

Saving Banks & Sales Retail

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

Equity Retail Sales

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

Fixed Income & Certificate Sales

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

Treasury Domestic Sales

Head: Gottfried Huscava +43 (0)5 0100 - 84130

Corporate Desk

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

Alexandra Blach +43 (0)5 0100 - 84141

Markus Pistracher +43 (0)5 0100 - 84100