

Special Report Gold

Glänzende Aussichten



- Säkulärer Bullenmarkt nach wie vor intakt
- Stark gestiegenes Anlegerinteresse auch in 2008 und darüber hinaus zu erwarten
- Kluft zwischen Angebot und Nachfrage kann langfristig nur über Preissteigerung geschlossen werden
- Nötige Korrektur nach überkauftem Szenario
- Erstes Kursziel bei USD 1.200, langfristiges Kursziel: Überschreiten des inflationsbereinigten Allzeithochs bei USD 2.300/Unze

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	3
Angebot	6
Primärproduktion: Nach Peak-Oil nun Peak-Gold?	7
Südafrika als Beispiel für die Probleme der Goldindustriere	9
Abbaukosten	11
Exkurs: Goldtausch auf Chinesisch	12
Sekundärangebot	14
Zentralbanken	14
Recycling	17
Nachfrage	18
Schmucknachfrage	19
Exkurs: De-Hedging	21
Exkurs: Gold-Carry Trade bzw. Gold-Lease	22
Investmentnachfrage	24
Industrienachfrage	26
Gold und seine spezifischen Eigenschaften	27
1. Gold ist sowohl monetäres Asset als auch Commodity	27
2. Gold als Inflationsschutz	27
3. Gold als Dollar-Hedge	31
4. Commodity-Investments stehen vor goldener Zukunft	33
5. Gold ist eine knappe und endliche Ressource	34
6. Gold als Diversifikation - geringe Korrelation zu andere Assetklassen	35
Ratio-Analyse	37
Dow Jones / Gold	37
Gold / Öl	38
Gold / Silber - Ratio	39
Gold / HUI (Amex Gold Bugs Index) - Ratio	40
Goldminenaktien	41
Amex Gold Bugs Index	43
Philadelphia Gold & Silver Index	43
Auswahlkriterien bei Goldaktien	46
Ressource	46
Reserve	46
Weitere Konsolidierungstendenzen im Goldminensektor	48
Technische Analyse des Goldsektors	51
Saisonalität	51
Vergleich der aktuellen Korrektur mit dem Ende des Bullenmarktes 1980	53
Sentiment	54
Kurzfristige Betrachtung	57
Langfristige Betrachtung	58
Fazit und Ausblick	60

Einleitung

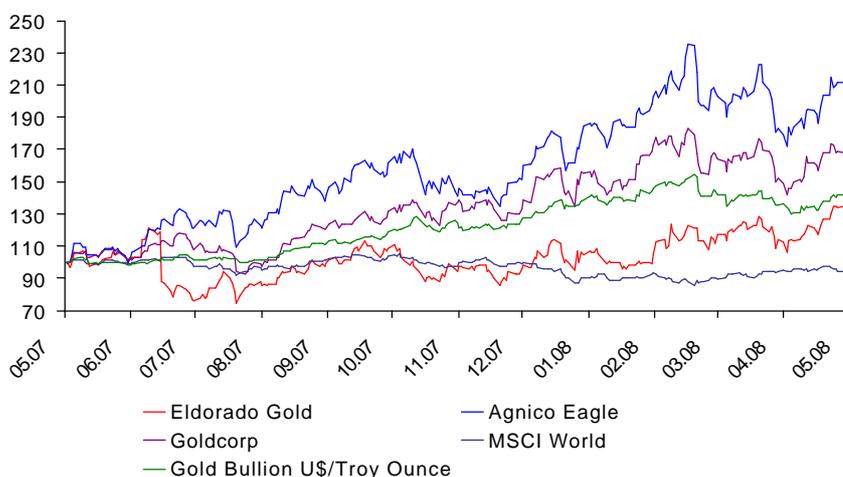
Weiter gutes Umfeld für Goldinvestments prognostiziert

Der unten stehende Chart zeigt eindrucksvoll, wie hervorragend sich qualitativ hochwertige Goldaktien auch in einem volatilen Marktumfeld entwickelten. Diese kleine Auswahl ist keine einfache Demonstration der Bestperformer der vergangenen Monate, sondern das Resultat einer objektiven Selektion langfristig außergewöhnlich attraktiver Goldminentitel.

Nachdem wir das Branchenumfeld schon in unserem letzten Goldreport vom Mai letzten Jahres als sehr positiv beurteilt haben, befindet sich ein Teil dieser Aktienauswahl schon seit Monaten auf unserer wöchentlichen Empfehlungsliste. Dieser aktuelle Goldreport wird im Detail erläutern, warum die Attraktivität des Sektors noch für mehrere Jahre andauern sollte.

Der interessierte Anleger erhält mit dieser Branchenanalyse nicht nur ein umfassendes Verständnis für den Goldsektor, sondern auch Anregungen für weitere, außerordentlich attraktive Investmentideen.

Ausgewählte Goldaktien vs. MSCI World vs. Goldpreis



Quelle: Datastream

Gold überschritt erwartungsgemäß nominelles Allzeithoch, nächstes Ziel: inflationsbereinigtes Hoch bei USD 2.300

Seit unserem letzten Goldreport im Mai 2007 konnte der Goldpreis von USD 670/Unze bis über die magische Marke von USD 1.000 Dollar je Unze zulegen. Damit überschritt der Preis für das gelbe Edelmetall sein nominelles Allzeithoch aus dem Jahre 1980 bei USD 850/Unze. Am 17.3 wurde schließlich bei USD 1.034 ein neuer Höchststand markiert, seitdem hat der Preis deutlich korrigiert, was in der langfristigen Betrachtung jedoch eine überfällige und technisch notwendige Korrektur innerhalb eines säkulären Bullenmarktes darstellt. Das inflationsbereinigte Hoch ist allerdings nach wie vor weit entfernt, es liegt bei USD 2.300/Unze.

Finanzkrise hinterlässt realwirtschaftliche Spuren

Der aktuelle Goldrausch hat eine Reihe von Gründen: Einer der wichtigsten ist das sinkende Vertrauen in die amerikanische Volkswirtschaft. Die Subprime-Krise hat sich zu einer Liquiditäts- bzw. Kreditkrise und in weiterer Folge zu einer Vertrauens- und Systemkrise weiterentwickelt. Der chronisch schwache Dollar, die von Amerika ausgehende Kreditkrise und die Sorge vor den stark steigenden Inflationsraten und dem explodierenden Geldmengenwachstum, lösten bei den Anlegern Unbehagen aus und ließen Milliardenbeträge in Edelmetalle fließen. Während Goldinvestments vor kurzem noch als "Relikt für Angsthasen" diffamiert wurden, bestätigte sich einmal mehr die Krisenbeständigkeit und die Eigenschaft als sicherer Hafen. So titelte die Financial Times in einem Artikel vom 7. Jänner 2008 "Gold is the new global currency". Dies ist durchaus ungewöhnlich, nachdem sich die FT in der Vergangenheit traditionell kritisch bezüglich Gold äußerte. Nachdem sich die ursprüngliche US-Immobilienkrise zu einer weltweiten Finanzkrise, die mittlerweile auch real-

Einleitung

Negatives Realzinsniveau als Fundament für weitere Goldpreisanstiege

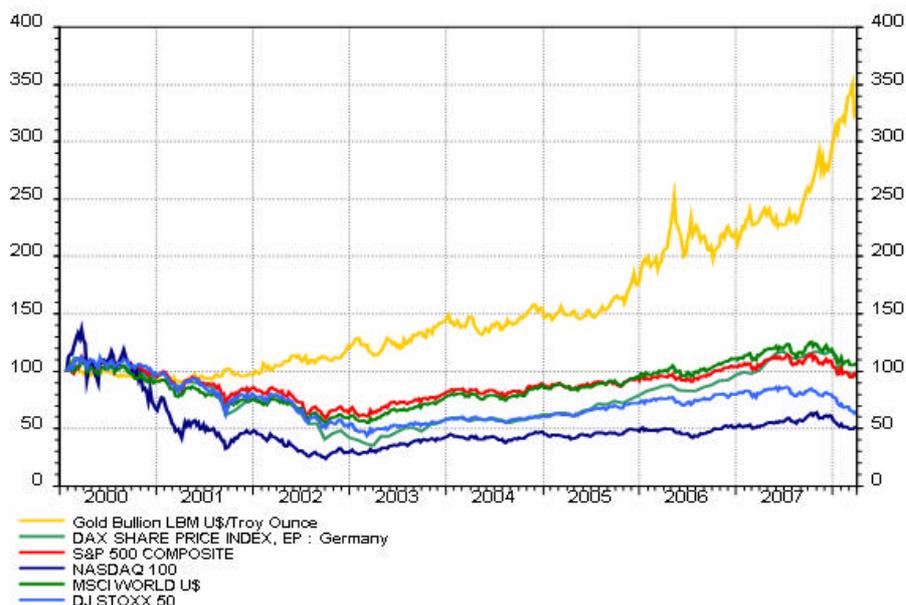
wirtschaftliche Spuren hinterlässt, entwickelt hat, konnte die US-Notenbank nur mit massiven Leitzinssenkungen reagieren. Somit befinden sich die US-Realzinsen mittlerweile bereits in negativem Terrain, was das Fundament für weitere Goldpreisanstiege bilden sollte.

Zudem waren folgende Faktoren für die Gold-Hausse verantwortlich:

- Weiterhin fallende Minenproduktion
- Stark gestiegene Schmuck-Nachfrage aus Indien und dem Mittleren Osten
- Hohe Zuflüsse in Exchange Traded Funds (ETF's)
- Negative Realzinsen in den USA und China
- Zentralbankverkäufe rückläufig
- Rückkäufe von alten Terminalsicherungsgeschäften (Produzenten De-Hedging), dh. dem Markt wird weiter Gold entzogen
- Starke Commodity-Märkte generell, insbesondere aber Öl
- Zunehmende geopolitische Risiken

Während Aktien Rohstoffe für mehr als 20 Jahre klar outperformt haben, hat sich das Bild seit 2000 gewandelt. Die aktuellen Börsenturbulenzen bestätigen dieses Paradigma. So haben die etablierten Weltindizes seit der 2000 größtenteils an Wert verloren, während Gold sukzessive haussierte.

Aktienindizes vs. Gold seit 2000



Quelle: Thomson Datastream

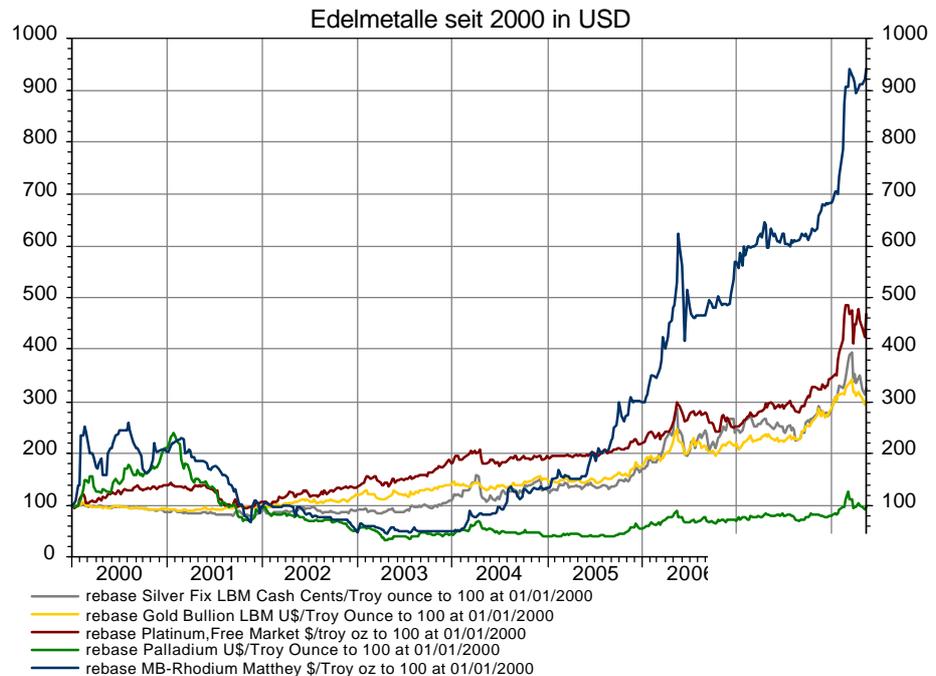
Einleitung

Edelmetalle weiterhin im Aufwärtstrend

Der Bullenmarkt bei Edelmetallen hat auch 2007 angehalten, ein Ende scheint auch 2008 nicht in Sicht zu sein. Neben Gold haben Platin und Ruthenium neue Allzeithochs markiert, Silber stieg auf ein Mehrjahreshoch.

Nachfolgend die Entwicklung der wichtigsten Edelmetalle (normiert auf 100) seit 2000:

Edelmetalle seit 2000 in USD



Quelle: Thomson Datastream

Minenproduktion weiter rückläufig, Kluft zwischen Angebot und Nachfrage weiterhin nur über Preissteigerungen zu kompensieren

Die Kluft zwischen Angebot und Nachfrage hat sich auch im Vorjahr weiter ausgeweitet. So sank die Minenproduktion auf 2.476 Tonnen, dies stellt den geringsten Wert seit 1996 dar. Die Zentralbankverkäufe waren trotz des hohen Preisniveaus nur geringfügig höher als im Vorjahr, ebenso wie das Angebot an recyceltem Gold. Auf der Nachfrageseite stieg die spekulative Nachfrage - insbesondere im 2. Halbjahr - deutlich an, auch die Nachfrage aus dem Schmuckbereich sowie seitens der Industrie zeigte sich robust, könnte jedoch in 2008 abschwächen.

Voraussichtlich werden sich die Zentralbanken in Russland, China und dem arabischen Raum immer stärker aus ihrer Dollar-Abhängigkeit diversifizieren wollen. Selbst wenn lediglich ein geringer Anteil der (Petro)Dollars in Goldinvestments fließen sollte, dürfte dies einen weiteren Preisschub auslösen. Zudem war 2007 das erste Jahr, in dem Privatpersonen kumuliert mehr Gold besaßen als Zentralbanken.

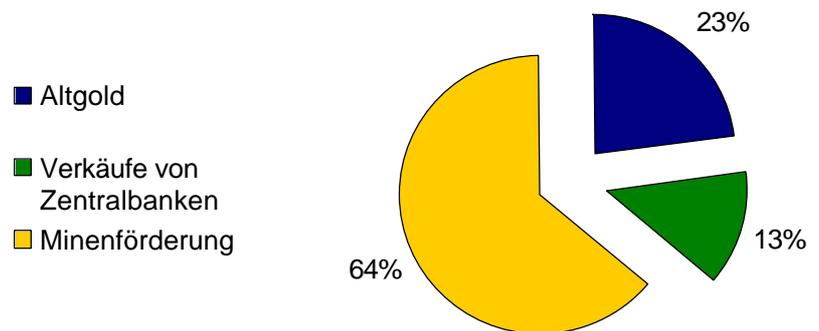
Wir sehen uns somit in unserem im Vorjahr gezeichneten Szenario bestätigt und rechnen mit weiterhin steigenden Goldpreisnotierungen. Im nachfolgenden Bericht werden wir auf die Angebots/Nachfragesituation, die spezifischen Eigenschaften, die technische Verfassung sowie den Sektor der Goldminenaktien eingehen.

Angebot

Das Angebot am Goldmarkt setzt sich aus folgenden Komponenten zusammen:

- I. Primärangebot (= Minenproduktion)
- II. Sekundärangebot
 - a) Recycling/Goldschrott
 - b) Desinvestitionen
 - i. Zentralbankverkäufe
 - ii. Goldleihe, Angebot aus Absicherungstransaktionen (nicht bzw. nur schwer quantifizierbar)

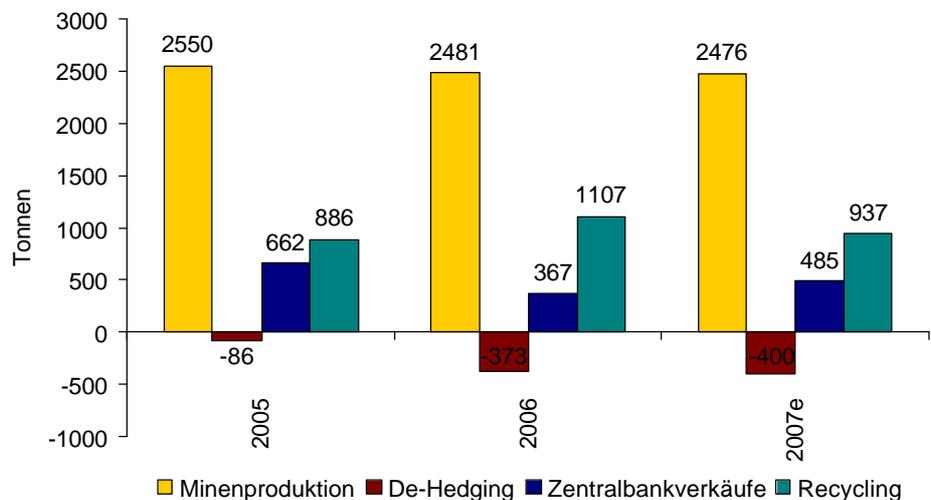
Goldangebot



Quelle: GFMS, Firmendaten, eigene Berechnungen

Die gesamte Nachfrage nach Gold liegt bei ca. 3600 Tonnen/Jahr, während lediglich knapp 2.450 Tonnen durch Minen gefördert werden. Das Defizit wird durch Zentralbankverkäufe sowie Recycling (sog. Scrap-Gold) ausgeglichen. Während Zentralbanken die hohen Goldpreisnotierungen in der 2. Jahreshälfte 2007 zu Verkäufen nutzten, standen dem eine weiter rückläufige Minenförderung sowie geringeres Altgold-Angebot gegenüber. Die Nachfrageseite zeigte sich unisono stärker als im Vorjahr, das Defizit zwischen Angebot und Nachfrage hat sich in 2007 somit weiter ausgeweitet.

Angebotsstruktur 2005 - 2007 in Tonnen



Quelle: GFMS, Firmendaten, eigene Berechnungen

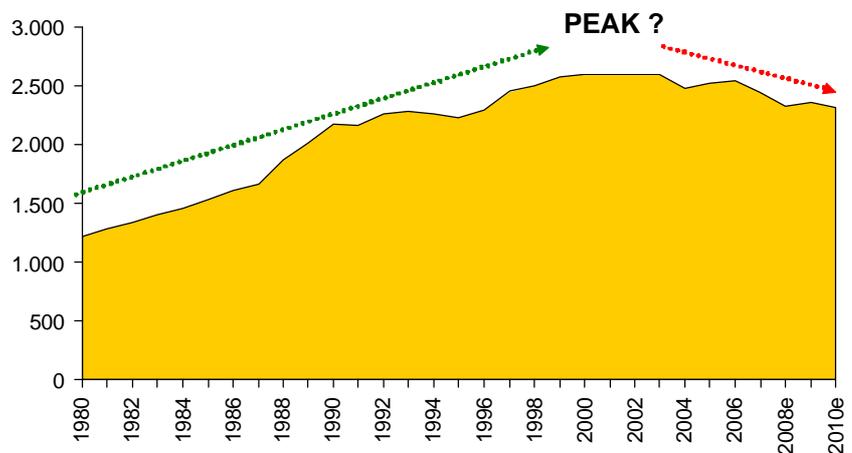
Produktion weiter rückläufig, "Big Four" verlieren sukzessive an Marktanteilen

Primärproduktion: Nach Peak-Oil nun Peak-Gold?

Die Goldproduktion fiel 2007 auf den niedrigsten Stand seit 11 Jahren. Mit 2.476 Tonnen (- 0,4 % im Vergleich zum Vorjahr) lag die Produktion geringfügig unter der Prognose von 2.485 Tonnen.

Die Goldproduktion sinkt bzw. stagniert in 8 der 12 wichtigsten Fördernationen, die insgesamt mehr als 50 % des Primärangebots produzieren. Dazu zählen die traditionellen "Big Four" Goldabbauregionen Kanada, Australien, die USA und natürlich Südafrika, die unisono mit stagnierenden bzw. rückläufigen Kapazitäten zu kämpfen haben.

Minenproduktion in Tonnen



Quelle: GFMS, Firmendaten, eigene Berechnungen

Gründe für die rückläufige Minenproduktion:

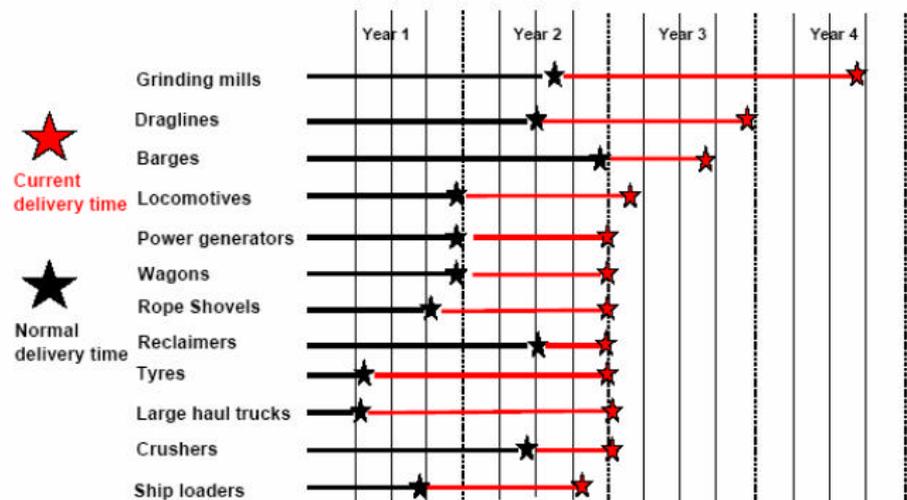
- Während des Gold-Bärenmarktes von 1980 bis 2000 wurden zahlreiche kleinere Goldminen geschlossen, hunderte Gold-Aktien verschwanden vom Kurszettel. Wegen der großen Vorlaufzeiten von 5 bis 8 Jahren ist eine rasche Produktionsausweitung nicht möglich. Aufgrund der jahrzehntelangen Vernachlässigung von Investitionen in Exploration, Humanressourcen, Förderanlagen und Material dürften die Produktionssteigerungen erst mit einer deutlichen Verzögerung eintreten, sodass erst ab 2011 mit einer steigenden Primärproduktion gerechnet werden kann.
- Wegen der stark gestiegenen Explorations- und Entwicklungskosten bedeutet die Entwicklung einer Mine auch enormes unternehmerisches Risiko. Junior-Exploren fehlten in den vergangenen Jahren Finanzierungspartner, sodass neue Minenprojekte in erster Linie von Majors (das sind große, global aktive und etablierte Minenbetreiber) vorangetrieben wurden.
- Analog zum Ölsektor sind die einfach und kostengünstig abzubauenen Ressourcen weitgehend erschöpft. Der Abbau von geringhaltigen oder sehr tief gelegenen Erzen scheitert oft an technischen oder wirtschaftlichen Hürden. So muß beispielsweise für jedes Gramm Gold das gefördert wird, im Schnitt eine Tonne Gestein (im Open-Pit Verfahren) verarbeitet werden.
- Insbesondere in Kanada und Australien wurden wesentlich strengere Umweltsetze, die die ökologischen Folgen des Goldabbaus abmildern sollen, erlassen. Aufgrund dessen verzögert und verteuert sich die Zulassung neuer Projekte

deutlich. Besondere Gefahr geht von den hochgiftigen Cyanid-Lösungen aus, die das Gold aus dem Gestein herauslösen. Vergiftetes Trinkwasser und in weiterer Konsequenz Fischsterben sowie Folgeschäden beim Menschen sind die Folgen.

- Auch der Dienstleistungssektor rund um die Goldproduktion ist aktuell überlastet. Sowohl Labors die Gesteinsproben auswerten, als auch qualifizierte Personen die Zertifizierungen (zB. NI 43-101 in Kanada) durchführen, sind über Jahre hinaus ausgebucht.
- Aufgrund der aktuellen Projekte wird das stärkste Produktionswachstum aus China, Westafrika, Russland und Zentral- bzw. Südamerika kommen. In Ländern wie beispielsweise Peru, Indonesien, Ecuador, Zimbabwe und ganz aktuell Venezuela drohen zudem erhebliche politische Risiken (Enteignungen), die das Angebot weiter verknappen.

Nachfolgende Grafik verdeutlicht die massiven Verzögerungen und Engpässe bei Gesteinsmühlen, Baggern und sonstigem Equipment das zur Förderung nötig ist.

Verzögerungen bei Minenequipment



Quelle: Rio Tinto plc

Gesetzesänderungen in den USA werden Primärangebot deutlich belasten

Am 1. November 2007 wurde in den USA die Gesetzesvorlage "Hard Rock Mining and Reclamation Act" verabschiedet, die einige grundlegende Veränderungen für die amerikanische Bergbau-Industrie bringen wird. So wurde eine 4 %ige Royalty-Steuer bei bestehender Produktion sowie eine 8%ige Steuer bei neuen Explorationsprojekten beschlossen. Zudem werden zusätzliche Umweltstandards (die auch auf bestehende Projekte Anwendung finden) eingeführt, deren erhebliche Kosten die Rentabilität zahlreicher Projekte in Frage stellen würden. Die vorgeschlagenen Änderungen müssen jedoch noch vom Kongress abgesegnet werden, es könnte somit noch modifiziert werden. Das Gesetz dürfte jedoch in jedem Fall ernsthafte Auswirkungen auf die US-Bergbau-Industrie haben. Es würde die Produktionskosten deutlich erhöhen, die Situation für neue Projekte zusätzlich erschweren, Explorationsarbeiten einschränken und in weiterer Folge die US-Minenproduktion verringern.

Angebot

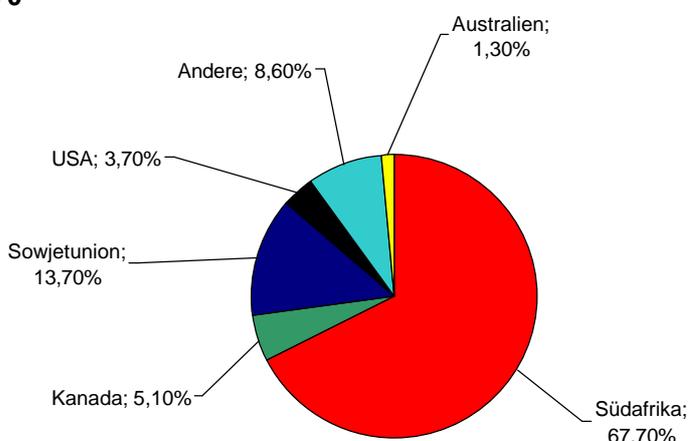
Goldproduzenten wie Barrick Gold und Newmont Mining rechnen mit weiterem Rückgang der Primärproduktion und deutlich höherem Goldpreis

Barrick Gold überraschte mit der Aussage wonach man den Goldpreis innerhalb der nächsten 5 bis 7 Jahre deutlich höher sehen würde, nachdem die Minenproduktion wesentlich stärker als angenommen sinken werde. Überraschend war dies insofern, weil Barrick Gold traditionell verhaltene Prognosen bezüglich des Goldpreises abgab. CFO Sokalsky rechnet mit einem Rückgang der Minenproduktion von 10 bis 15 % während der nächsten 5 Jahre. Dies bestätigen auch Aussagen aller anderen Major-Produzenten, nachdem man unisono weiter fallende Förderzahlen prognostiziert. So merkte Pierre Lassonde von Newmont Mining an, dass es seit vielen Jahren kaum Funde über 30 Mio. Unzen gab. Aufgrund dessen erwartet auch Lassonde in den nächsten 5 bis 10 Jahren rückläufige Primärproduktion.

Südafrika als eindrucksvolles Beispiel für die Probleme der Goldindustrie

Die Probleme der Goldindustrie lassen sich eindrucksvoll am Beispiel Südafrikas ablesen. Im Jahre 1970 produzierte Südafrika noch 32 Millionen Unzen Gold pro Jahr, dies entsprach mehr als 2/3 der Weltproduktion.

Minenproduktion 1970

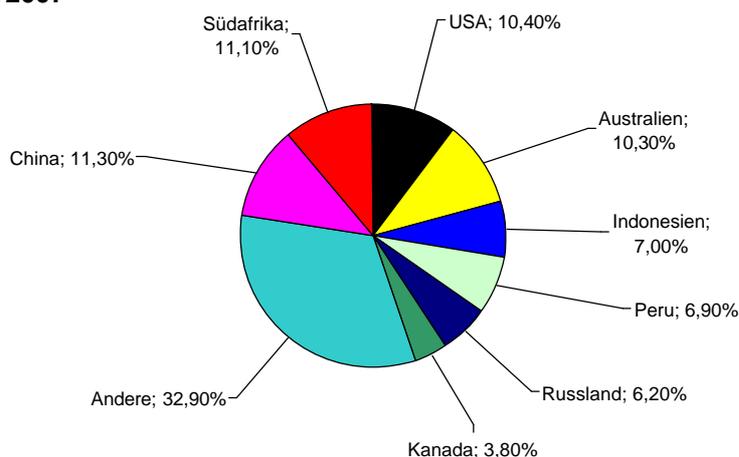


Quelle: Goldsheetlinks.com

Südafrika war seit Beginn des zwanzigsten Jahrhunderts der größte Goldproduzent der Welt. Wegen der schrumpfenden Goldvorkommen gab das Land die Spitzenposition, die es seit 1905 innehatte, im vergangenen Jahr an China ab. Für die südafrikanische Volkswirtschaft spielen die Edelmetalle immer noch eine Schlüsselrolle, so steuert der Bergbau gut fünf Prozent zu Südafrikas Bruttoinlandsprodukt bei und beschäftigt knapp 100.000 Menschen.

Seit 2002 knickte die Produktion um knapp ein Drittel ein. 2007 wurde die geringste Produktion seit 1922 gemeldet. Ausschlaggebend dafür waren alternde Goldvorkommen, die die Minenbetreiber zu immer tieferen und anspruchsvolleren Bohrungen zwingen. So wird mittlerweile bereits in Tiefen von bis zu 4.000 Metern gegraben um neue Goldadern zu finden, die jedoch meist weniger ergiebig und somit deutlich kostspieliger abzubauen sind als bereits ausgebeutete Vorkommen. So beläuft sich der durchschnittliche Gold-Gehalt je Tonne Gestein auf ca. 4 Gramm. 1966 lag der durchschnittliche Gehalt in Südafrika noch bei 16 Gramm pro Tonne.

Minenproduktion 2007



Quelle: Goldsheetlinks.com

Zahlreiche Probleme in Südafrikas Minen

Da das Gestein in diesen Tiefen erhitzt ist, ist auch der Abbau wesentlich teurer. Die komplizierten Fördermethoden fordern ihren Tribut. So wurden in Johannesburg dutzende Minen geschlossen, nachdem beim Austritt von Giftgasen zahlreiche Minenarbeiter ums Leben kamen. In Folge dramatischer Sicherheitsmängel sterben bis zu 200 Grubenarbeiter pro Jahr. Engpässe bei der Stromversorgung haben zuletzt zur vorübergehenden Schließung einiger Minen geführt. Der staatliche Stromversorger Eskom meldete die schlimmsten Versorgungsengpässe seit Jahrzehnten, in Folge dessen muß der Strom täglich für mehrere Stunden abgeschaltet werden. Ein Ende der Engpässe seit lt. Eskom nicht abzusehen, man rechnet mit weiteren Versorgungsproblemen für die nächsten 5 bis 8 Jahre. Besonders betroffen sind Johannesburg und die Region Gauteng, das Zentrum der Gold- und Platinproduktion. So mussten Anglo-Gold Ashanti, Gold Fields und Harmony mitteilen, dass die Produktion zwischenzeitlich gestoppt wurde, auch der weltgrößte Platinproduzent Anglo Platinum musste die Förderung vorübergehend teilweise einstellen. Gold Fields plant nun die Entlassung von knapp 7.000 Angestellten, mehr als 13 % der gesamten Belegschaft.

Angesichts nachfolgender Übersicht lässt sich auch gut erkennen, zugunsten welcher Nationen sich die Goldproduktionen in den letzten 2 Dekaden entwickelt hat:

Goldproduktion 1987 vs. 2007

	1987	2007	Veränderung
China/Mongolei	73	292	301%
Ghana	64	234	266%
Australien	217	574	164%
Südamerika	206	422	105%
Nordamerika	271	348	28%
Russland	296	292	-1%
Südafrika	607	253	-58%
Summe	1734	2415	+ 39,2 %

Quelle: Wellington West Capital Markets Inc.

Abbaukosten:

Abbaukosten/Unze stiegen ähnlich stark wie Goldpreis

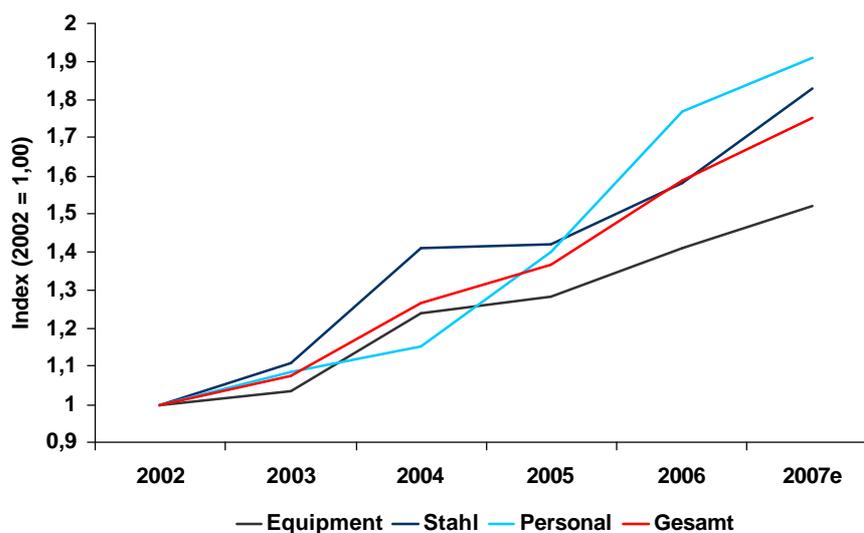
Goldförderung wird zunehmend technisch aufwändiger und somit kostspieliger

Die Goldförderung ist ein technisch aufwändiger Prozess. Überdimensionale Bohrmaschinen treiben Löcher in die Felsen, über kilometerlange Förderbänder wird das Gestein zu Industrieanlagen transportiert. Riesige Mühlen pulverisieren den Felsen, Zentrifugen schleudern anschließend das Gold aus dem Gestein. Chemische Bäder binden das Gold anschließend, elektrischer Strom befreit es am Ende von Verunreinigungen.

Im Laufe der letzten Jahre sind die Kosten für Energie und Stahl stark angestiegen. So belaufen sich die Energiekosten im Open-Pit Verfahren (Tagebau) auf bis zu 40 % der gesamten Abbaukosten. Aber auch beim Einkauf von Dienstleistungen und Ausrüstung müssen die Goldproduzenten immer stärker mit anderen Miningesellschaften konkurrieren. So betragen die Wartezeiten für große Gesteinsmühlen mittlerweile bis zu 4 Jahre. Aufgrund der 20-jährigen Baisse des Goldpreises fehlen aber auch die nötigen Humanressourcen. Die stark gestiegenen Abbaukosten resultieren aber auch aus niedrigeren Graden (deren Abbau aufwändiger und somit teurer ist), gestiegenem Investitionsbedarf und den höheren Personalkosten.

Nachfolgender Chart illustriert den raschen Anstieg der wichtigsten Kostenfaktoren in der Goldproduktion.

Abbaukosten - Veränderung seit 2002

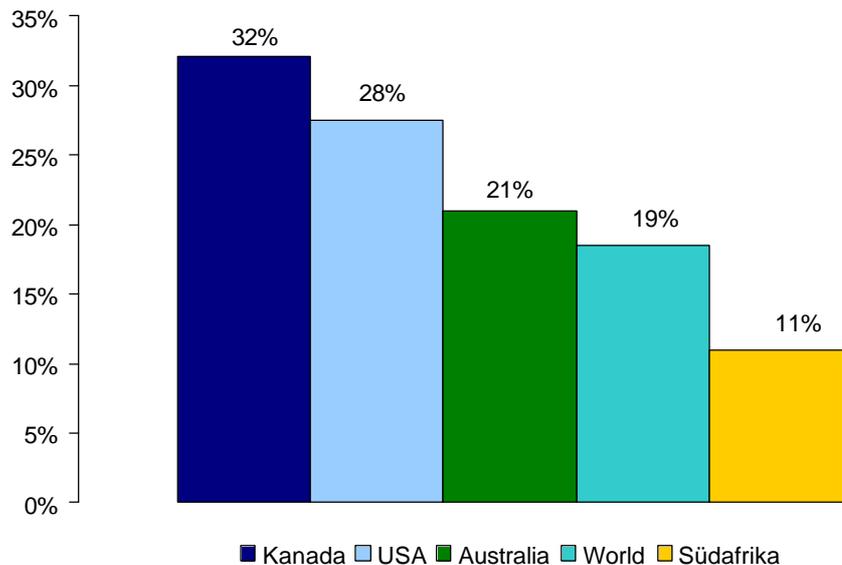


Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Abbaukosten 2007 um 18,5 % gestiegen

Die stark gestiegenen Abbaukosten lassen sich auch auf nachfolgendem Chart ablesen. Im Schnitt verteuerten sich die Cashkosten je geförderter Unze 2007 im Vergleich zum Vorjahr um 18,5 %. Am deutlichsten stiegen die Abbaukosten in Kanada (+ 32 %), gefolgt von den USA (+ 27 %) und Australien (+ 21 %). Unterdurchschnittlich hoch war der Anstieg in erster Linie in Südafrika (+11 %), hier waren jedoch bereits in den Vorjahren deutlichste Steigerungen zu verzeichnen.

Veränderung der Abbaukosten/Unze 2007



Quelle: Firmendaten, eigene Recherche

Fallende Primärproduktion bis mindestens 2011 prognostiziert

Somit ist der Goldabbau heute kaum rentabler als in Zeiten als die Goldnotierungen tiefer lagen. Dies gilt insbesondere für Länder in denen die lokale Währung deutlich gegenüber dem Dollar zugelegt hat (zB. Australien, Kanada).

Die Primärproduktion dürfte somit weiter fallen, nachdem die Anzahl der neuen nachgewiesenen Reserven die Anzahl der stillzulegenden Minen bis mindestens 2011 nicht kompensieren kann. Aufgrund der stark gestiegenen Kosten wird der höhere Goldpreis auch kaum zu erhöhter Explorationsaktivität führen. **Dies stellt einen der Eckpfeiler unseres positiven Goldpreisszenarios dar.**

Exkurs: Goldrausch auf Chinesisch

Die Preishausse nährt die Produktionshausse

Erstmals seit Ende des 19. Jahrhunderts ist Südafrika nicht mehr größter Goldproduzent. In 2007 stieg die Goldproduktion in China auf 276 Tonnen (+ 12 %), während Südafrika 272 Tonnen (- 8,1 %) produzierte. Zahlreiche Minen konnten ihre Kapazitäten verdoppeln, was in erster Linie mit geringen Umweltstandards und massiven Explorationstätigkeiten in den Vorjahren zu begründen ist. Zahlreiche Junior-Miner (China Gold Mines, Jinshan Gold Mines, Sino Gold Mines) gingen im Vorjahr in Produktion. Laut China Geology Survey Bureau (CGS) gingen 2007 5 Großminen mit Gesamtreserven von 650 Tonnen Gold in Produktion. Weiterhin fließt massiv Liquidität in den Bergbausektor, der den Immobiliensektor und den Aktienmarkt teilweise als Boomsektor abgelöst hat. Auch die Auflagen und Behörden genehmigungen sind weniger aufwändig, sodass Projekte wesentlich zügiger als in den traditionellen "Big Four" Goldabbauregionen realisiert werden können.

Die wichtigste Instanz am chinesischen Goldsektor ist die staatliche China National Gold Group Corporation (CNGC). Sie verfügt über Schürfrechte in 7 der 8 wichtigsten Abbauregionen. Aktuell verfügt man über 450 Minen in China, zuletzt wurde die CNGC auch verstärkt im Ausland aktiv. So erwarb man 42 % der in Kanada notierten Jinshan Gold Mines. Insgesamt verfügt China über knapp 1300 Goldminen und 1000 Fördergesellschaften, eine Branchenkonsolidierung ist aktuell im Gange.

Chinesischer Goldmarkt wird sukzessive liberalisiert und weiterentwickelt

Zwischen 1949 und 1982 war der persönliche Besitz von Gold in China verboten, bis 1998 war es Privatpersonen de facto kaum möglich Gold zu erwerben. Auf Empfehlung des World Gold Councils und als Teil des Maßnahmenkataloges zum Eintritt in die WTO im Jahre 2001, wurde der Goldmarkt sukzessive liberalisiert. Seit

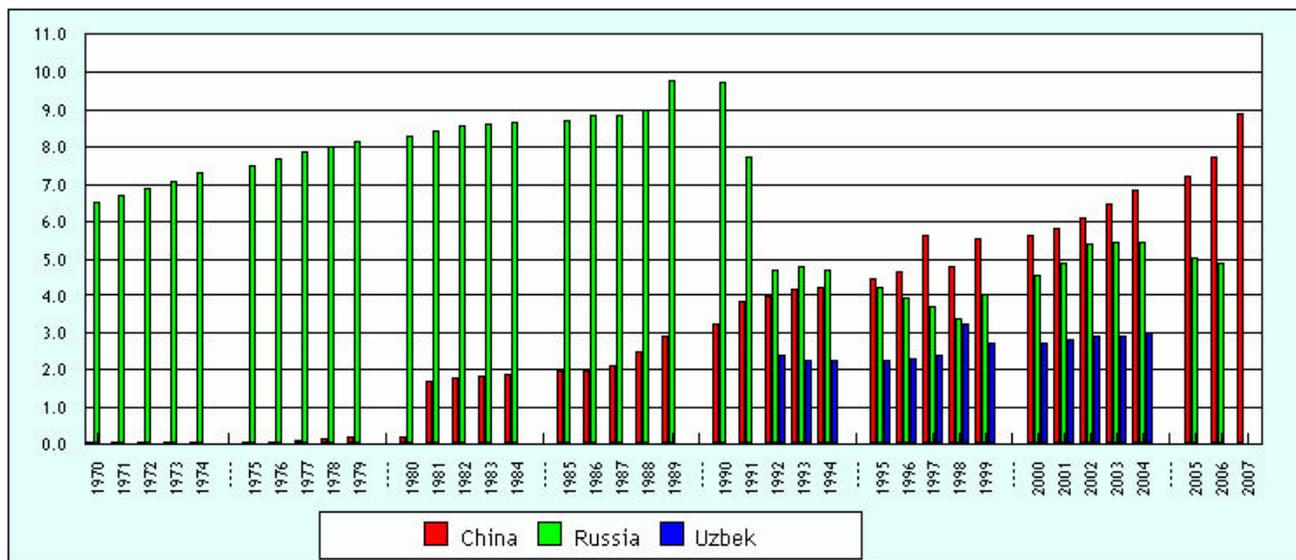
Angebot

der Gründung der Shanghai Gold Exchange 2002 hat sich der Handel von Gold und goldähnlichen Produkten deutlich ausgeweitet, was wiederum die Nachfrage stimuliert. Vor Bestehen der Goldbörse musste sämtlich gefördert Gold an die People's Bank of China (chinesische Notenbank) verkauft werden. Seit Jänner 2008 werden zudem Gold Futures an der Shanghai Futures Exchange gehandelt.

Die Nachfrage stieg 2007 um 20 % auf 326 Tonnen. Damit hat China die USA überholt und ist nach Indien der zweitgrößte Abnehmer weltweit. Eine etwaige Aufhebung der 17 %igen Mehrwertsteuer auf Goldkäufe, könnte den Handel weiter beflügeln.

Nachfolgende Grafik zeigt die Minenproduktion in China, Russland sowie Usbekistan in Mio. Unzen. Während Russland sukzessive geringere Primärproduktion ausweist, hat sich die Produktion in China seit 1980 von 0,2 Mio. Unzen auf zuletzt 9 Mio. Unzen ausgeweitet.

Produktion China, Russland, Usbekistan



Quelle: Goldsheetlinks.com

Russland und China als Nettoimporteure

Jedoch schafft es nur ein recht geringer Teil des abgebauten Goldes auf den offenen Markt. China, das zuletzt zur weltweit größten Förderung aufgestiegen ist, ist Nettoimporteur, ebenso Russland - der fünftgrößte Produzent. Somit überschreitet die Produktion der weltgrößten und fünftgrößten Förderländer niemals die eigenen Landesgrenzen.

Sekundärangebot

Zentralbanken:

Strukturelles Defizit kann nur durch Zentralbankverkäufe kompensiert werden

Das Angebotsdefizit konnte in den letzten Jahren lediglich durch massive Verkäufe der Notenbanken ausgeglichen werden. Somit sind die Zentralbankverkäufe von immanenter Bedeutung um das Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage auszugleichen. Zwischen 1970 und 1980 waren die Zentralbanken relativ neutral positioniert, erst seit Ende des Kalten Krieges verkaufen die meisten europäischen Notenbanken sukzessive Gold.

Central Bank Gold Agreement (CBGA) regelt Goldverkäufe der Notenbanken

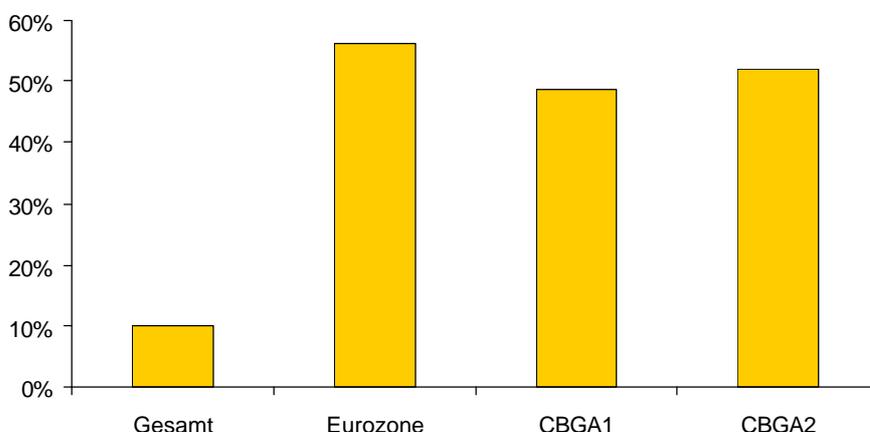
Um die Verkäufe zu regulieren, wurde 1999 erstmals ein Goldabkommen beschlossen. Die 15 teilnehmenden Notenbanken und die EZB verpflichteten sich im Rahmen des Central Bank Gold Agreements (CBGA) pro Laufzeitjahr (jeweils beginnend am 27. September) ein gewisse Menge an Gold zu verkaufen. Weiters wurde erklärt, dass Gold weiterhin ein wichtiges Element der globalen Geldreserven bleiben würde. Das erste Abkommen, CBGA I, trat im September 1999 in Kraft und war für die folgenden fünf Jahre verbindlich. Die teilnehmenden Banken einigten sich darauf, maximal 400 t Gold pro Jahr zu verkaufen. Zudem verpflichtete man sich, die Goldausleihungen und Gold-Futures und -optionen ebenfalls für 5 Jahre nicht auszuweiten. Die vereinbarte Marke von insgesamt 2000 t wurde erreicht, hauptsächlich getragen durch die Verkäufe der Schweizerischen Nationalbank (SNB). Nachdem der Chef der SNB im Jahre 1997 erklärt hatte, dass rund die Hälfte der Goldreserven, also 1.300 Tonnen, nicht länger für die Geldpolitik des Landes nötig sei, wurden 1.170 t innerhalb des CBGA I, die restlichen 130 t im Folgejahr verkauft.

Zukunft nach Ablauf von CBGA II ungewiss

Das aktuelle Abkommen CBGA II läuft bis 27. September 2009. Im Rahmen von CBGA II wurde die maximale Verkaufsmenge auf 500 t angehoben. Ein neues Abkommen ist derzeit nicht geplant. Somit dürfte die Zeit der akkordierten Zentralbankverkäufe im Jahre 2009 zu Ende sein, was zu einer deutlichen Verknappung des Angebotes am Weltmarkt führen könnte. Die gängige Praxis, chronische Budgetdefizite durch Goldverkäufe auszugleichen, dürfte jedoch weiterhin Bestand haben. So wurde die Banca d'Italia von der italienischen Regierung dazu angehalten, einen Teil der Goldbestände zu verkaufen.

Nachfolgende Übersicht lässt erkennen dass der Anteil von Gold an den gesamten Notenbankreserven innerhalb des CBGA Abkommens wesentlich höher als im Rest der Welt ist.

Gold in % der Gesamtreserven



Quelle: AMF, www.gold.org, Informationen der Notenbanken

Sekundärangebot

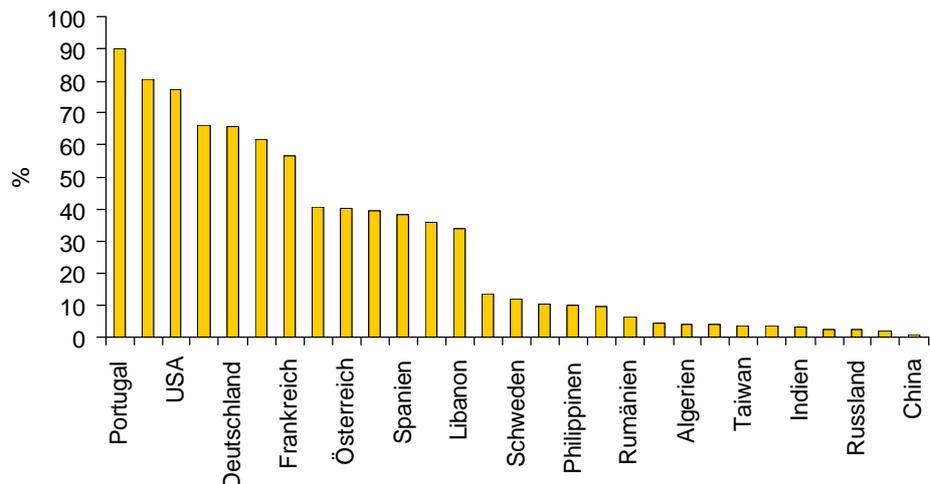
2008 & 2009: Große Verkaufsprogramme bereits abgeschlossen. Wird Limit von 500 Tonnen voll ausgeschöpft?

Im 3. Jahr des Abkommens wurden insgesamt 476 Tonnen verkauft, insbesondere Spanien, die Schweiz und Frankreich waren auf der Verkäuferseite. Im 4. Jahr des Abkommens (seit 27. September 2007) werden die Notenbanken Frankreichs und Spaniens weiter auf der Verkäuferseite aktiv bleiben.. Das World Gold Council berichtete Ende März dass die Schweiz - einer der größten Verkäufer der letzten Jahre - langsam dem Ende ihres jüngsten Verkaufsprogrammes über 250 Tonnen entgegengeht. Deutschland hat derweil angekündigt, dass es keine Goldverkäufe mehr tätigen werde. Viele Nationen haben ihre Verkaufsprogramme also bereits abgeschlossen, insofern wäre es nicht verwunderlich wenn die Obergrenze von 500 Tonnen 2008 und 2009 nicht voll ausgeschöpft würde

Dollar-Gläubiger mit konstanten Beständen, Anteil an den Gesamtreserven noch gering

Weltweit liegt der Anteil des Goldes an den Gesamtreserven der Notenbanken bei etwas weniger als 10%. Die etablierten westlichen Industrienationen halten mindestens 50 % ihrer Reserven in Gold, während aufstrebende Wirtschaftsmächte wie China, Russland und Indien sehr geringe Anteile der Gesamtreserven in Gold halten. Die größten Dollar-Gläubiger (zB. Japan, China) sowie rohstoffproduzierende Länder (Russland, Saudi Arabien) haben ihre Goldbestände konstant gehalten bzw. aufgestockt. China hat die Bestände seit 2000 deutlich aufgestockt, der Anteil an den gesamten Reserven ist jedoch nach wie vor gering, wie nachfolgender Chart illustriert:

Gold in % der Gesamtreserven



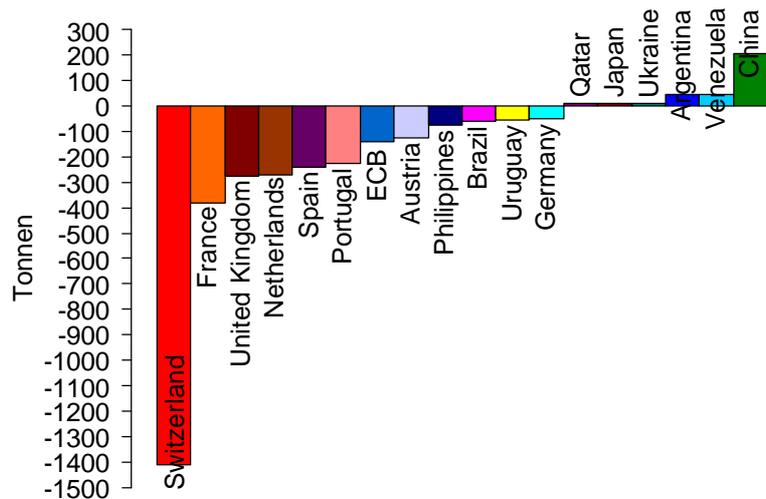
Quelle: AMF, www.gold.org, Informationen der Notenbanken

Dollarlastige Währungsreserven werden weiter mit Gold diversifiziert

Die People's Bank of China (PBoC, chinesische Notenbank) hat bereits 2005 angekündigt, zur Absicherung der Devisenbestände und der eigenen Währung wieder verstärkt auf Goldbarren zu setzen. Immerhin hält China nur etwas mehr als 1 % seiner über 1,3 Billion US-Dollar großen Devisenreserven in Gold, Deutschland demgegenüber mehr als 60%. Die PBoC steht mit ihrer Skepsis dem Dollar gegenüber nicht alleine da. Ähnliche Dollar-Diversifizierungs-Vorhaben meldeten die Zentralbanker Argentiniens, der Ukraine, Südafrikas, zahlreicher arabischer Staaten und Russlands. So meldeten russische Behörden dass man den Anteil an Gold an den Gesamtreserven von 4,2 % auf 10 % mehr als verdoppeln möchte. Dies entspricht mehr als 500 Tonnen, bzw. der dreifachen russischen Jahresproduktion. Nationen ausserhalb des CBGA-Abkommens werden in 2008 wohl weiter zukaufen, dies bestätigte sich - trotz des hohen Preisniveaus - auch im 3. und 4. Quartal 2007.

Sekundärangebot

Veränderung der Zentralbankbestände 2000-2007 in Tonnen



Quelle: AMF, www.gold.org, Informationen der Notenbanken

IWF erstmals seit 1980 mit Verkäufen?

Im Sommer 2006 drückten massive Zentralbankverkäufe den Preis von USD 720 binnen weniger Wochen auf USD 540. In Zeiten hoher Budgetdefizite weckt der hohe Goldpreis Begehrlichkeiten, mit Erlösen aus dem Goldverkauf Haushaltslöcher zu stopfen. Dies könnte auch bald den Internationalen Währungsfonds zu Verkäufen veranlassen. Der IWF verfügt über Goldreserven von aktuell 3.217 Tonnen. Der Währungsfonds ist somit nach den USA und Deutschland der drittgrößte Besitzer von Gold. Bereits im Gold-Bullenmarkt zwischen 1976 und 1980 hat der IWF 1.600 Tonnen, also ein Drittel der Bestände, verkauft um "die Rolle von Gold im internationalen Geldsystem zu reduzieren". Nachdem sich das jährliche Defizit des Währungsfonds auf mehr als USD 400 Mio. pro Jahr beläuft, empfahl Morgan Stanley nun einen Teilverkauf der Goldreserven.

Der IWF profitierte seit Gründung von der Kreditvergabe an Schwellenländer, was angesichts der Rohstoff-Hausse zuletzt obsolet wurde. Die G7 einigten sich - nachdem auch die USA überraschenderweise zustimmten - zuletzt auf einen Verkauf. Insgesamt werde der IWF 403,3 Tonnen Gold für etwa USD 13 Mrd. verkaufen. Der Vollzug ist jedoch abhängig von einer Satzungsänderung, der 85 Prozent der Mitgliedsländer zustimmen müssen. Details sind noch nicht bekannt, die Transaktion dürfte jedoch ausserhalb des Marktes abgewickelt werden, vermutlich wird der Goldschatz wohl in Richtung Asien oder Russland wandern. Die Reaktion auf die Meldung war als äußerst positiv zu werten, so fiel der Goldpreis nach Veröffentlichung der News kurzfristig auf USD 921, am selben Tag erfolgten jedoch Zukäufe durch ETF's im Ausmaß von 12 Tonnen.

Sekundärangebot

Recycling:

Aufgrund des wesentlich höheren Goldpreises sollte man vermuten, dass das Volumen an recyceltem Gold (Scrap supply) deutlich gestiegen sein sollte. Dies war jedoch nur bedingt richtig. Insbesondere in preissensitiven Regionen wie Indien oder auch dem Mittleren Osten war kaum Verkaufsdruck festzustellen. Das bestätigt die Überlegung, dass man im Allgemeinen von weiter steigenden Goldpreisnotizen ausgeht und aufgrund dessen von Verkäufen absieht. Im Vergleich dazu sah man nach dem starken Goldpreis-Anstieg in 2006 deutlich gestiegenes Recycling-Angebot.

Fazit Angebot:

**Angebotsseite spricht
für weiterhin steigende
Goldpreise**

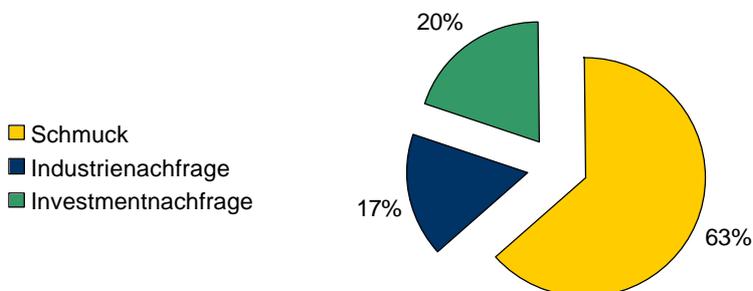
Das Angebotsvolumen hat sich im Vorjahr weiter abgeschwächt und dies sollte auch in den kommenden Jahren anhalten. Eine sinkende Primärproduktion, rückläufige Zentralbankverkäufe und kaum gestiegenes Recycling-Angebot sollten ein solides Fundament für künftige Goldpreisanstiege bieten.

Nachfrage

Die Nachfrageseite teilt sich in zwei Kategorien:

- physische Nachfrage (Schmuck, Industrie)
- spekulative Nachfrage (Investmentnachfrage)

Goldnachfrage



Quelle: www.Gold.org, eigene Recherchen

Nachfrage zeigt in allen drei Teilbereichen robustes Wachstum

Die Nachfrageseite des Goldmarktes zeigte in der letzten Dekade eine klar steigende Tendenz. Die drei wichtigsten Komponenten Schmuck, Industrie sowie Investment verzeichneten jeweils deutliche Zuwächse. Verantwortlich dafür waren in erster Linie die Diversifikationstendenzen der Anlegerschaft, die stark steigende Nachfrage aus den Emerging Markets sowie die zunehmenden industriellen Einsatzmöglichkeiten von Gold. Auch der Preisschock des Vorjahres, während dessen Gold um mehr als 45 % stieg, löste seitens der Schmuckindustrie zwar eine geringere Nachfrage aus, ein deutlicher Einbruch wurde jedoch nicht verzeichnet. Zudem wurde sie durch eine deutlich höhere Investmentnachfrage größtenteils kompensiert.

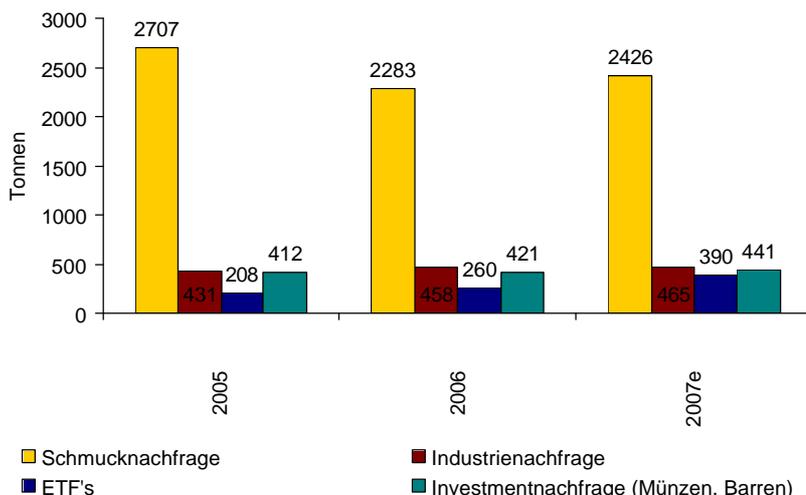
Ein weiterer Grund für eine erhöhte Goldnachfrage ist das hohe interne und externe Defizit der USA, das nur über eine angemessene Abwertung des US-Dollar bereinigt werden kann. Insbesondere asiatische Nationen, die hohe Leistungsbilanzüberschüsse erwirtschaften und einen Großteil ihrer Währungsreserven in Dollar-denominierten Anlagen halten, erhöhen sukzessive den Goldanteil in ihren Portfolios.

Exchange Traded Funds mit deutlich höheren Volumina

Die physische Nachfrage wurde in den vergangenen Jahren in erster Linie durch die aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien, dem arabischen Raum und Russland getrieben. Die spekulative Komponente wurde in erster Linie durch den großen Erfolg von Exchange Traded Funds (ETF) beflügelt. So ist der physische Goldbesitz von ETF's zwischen November 2006 und 2007 um knapp 50 % gestiegen. Insbesondere institutionelle Investoren zeigten sich auf der Käuferseite, während das Anlegerinteresse von privater Seite nur geringfügig zulegen konnte.

Nachfrage

Goldnachfrage



Quelle: eigene Schätzungen, GFMS

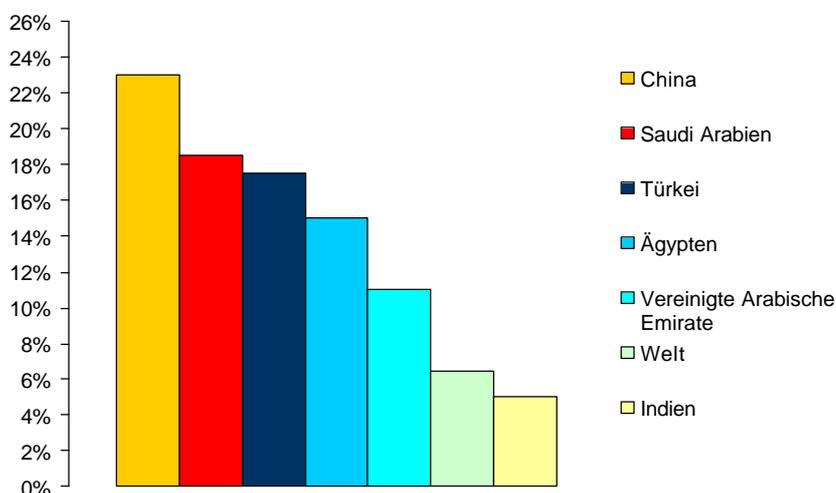
Die Gesamtnachfrage nach Gold stieg im vergangenen Jahr um 4 % (in Tonnen) bzw. um 20 % in Dollar auf knapp 80 Mrd. USD. Dies stellt den vierten Nachfragezuwachs in Folge dar. Die drei wichtigsten Komponenten Schmuck, Industrie sowie Investment zeigen allesamt konsistente Zuwächse. Zwar tendierte die Schmucknachfrage in der 2. Jahreshälfte aufgrund des deutlich höheren Goldpreises schwächer, dies wurde jedoch durch die höhere Investmentnachfrage überkompensiert.

Schmucknachfrage:

Schmuckbedarf 2007: Wachsende Nachfrage trotz deutlich gestiegener Preise

Die Nachfrage der Schmuckindustrie entspricht aktuell 63 % der Gesamtnachfrage und ist somit der wichtigste Einflussfaktor auf den Goldpreis. Neben der spekulativen Nachfrage, legte auch die Nachfrage aus der Schmuckindustrie aufgrund des weltweit zunehmenden Wohlstandsniveaus im Trend zu. Die gesamte Schmucknachfrage stieg 2007 um 4 %. Die geographischen Unterschiede waren jedoch enorm, so stieg die Nachfrage in China um 23 % auf 326 Tonnen, während die USA (-14 %) aber auch Europa (Ø - 8 %) rückläufige Nachfrage zeigten. Somit hat China die USA erstmals als zweitgrößten Goldkonsument abgelöst. Auch die Nachfrage aus Saudi Arabien, der Türkei, Ägypten und den Vereinigten Arabischen Emirate wuchs überdurchschnittlich, während der Goldmarkt in Indien leicht unterdurchschnittlich wuchs.

Schmucknachfrage Veränderung YoY



Quelle: GFMS, eigene Schätzungen

Nachfrage

Hoher Goldpreis belastete Nachfrage im 4. Quartal 2007 und 1. Quartal 2008

Im vierten Quartal 2007 fiel die Schmucknachfrage aufgrund des hohen Preisniveaus um 17 % im Vergleich zum Vorjahresquartal. Insbesondere in Indien - dem größten Goldimporteuer weltweit - zeigte man sich preissensitiv, die Nachfrage knickte im Vergleich zum Vorjahreszeitraum 64 % ein. In den Vereinigten Arabischen Emiraten fiel die Nachfrage im Q4 um knapp 30 %. Auch in 2008 ist ein niedrigeres Kaufinteresse zu erkennen. So sind die Goldverkäufe in Dubai um 15 % gesunken. Dubai gilt als einer der weltweit wichtigsten Gold- und Schmuckhandelsplätze und bedient in erster Linie die Nachfrage aus der arabischen Welt und Indien.

Inder zeigten sich preissensitiv

Aufgrund der jüngsten Kursaufschläge, dürfte die Schmucknachfrage in Indien nun deutlicher abnehmen. So überstieg der Preis für 10 Gramm Gold in Indien die magische Marke von 10.000 Rupien. Da die Käufe jedoch aufgeschoben und nicht aufgehoben werden, sollte dies eine gute Unterstützung bei möglichen Preisrückgängen bieten. Im Zuge der laufenden Korrektur des Goldpreises haben sich die Verkaufszahlen in Indien wieder deutlich verbessert, somit könnte sich im Bereich von USD 850 eine Unterstützung durch physische Nachfrage gebildet haben, die Anleger scheinen sich auch an die höheren Preisniveaus zu gewöhnen. Zudem blieb das Angebot aus Recycling konstant, man dürfte somit langfristig von weiteren Preissteigerungen ausgehen.

Gold ist für Inder Schmuck, Investition und Lebensversicherung zugleich

Im Zuge des rasanten Wirtschaftswachstums, der Aufwertung der Rupie gegenüber dem Dollar sowie der stetigen Kaufkraftsteigerung, legt die Goldnachfrage in Indien seit Jahren sukzessive zu. 2007 hat Indien mehr als 900 Tonnen Gold importiert. Dies entspricht etwa einem Fünftel des gesamten Weltabsatzes. Insgesamt horten Inder knapp 15.000 Tonnen Gold, dies entspricht in etwa einem Zehntel des weltweiten Goldbestandes. Das spezielle Verhältnis der Inder zu Gold ist aber auch tief in der hinduistischen Kultur verankert. In Indien wird Gold traditionell als Mitgift für Bräute - genannt "Stridhan" - verwendet, da Frauen offiziell keine Grundstücke oder andere Immobilienbestände halten dürfen. Gold wird zwar in Form von Schmuck gehalten, hat jedoch trotzdem eher einen monetären Wert. Das Gold sichert nämlich die Existenz der Frauen ab, sofern die Ehe in Brüche geht. Es formt also ein soziales Auffangnetz.

Geschätzter Schmuckbedarf der indischen „Wedding Season“ 2009

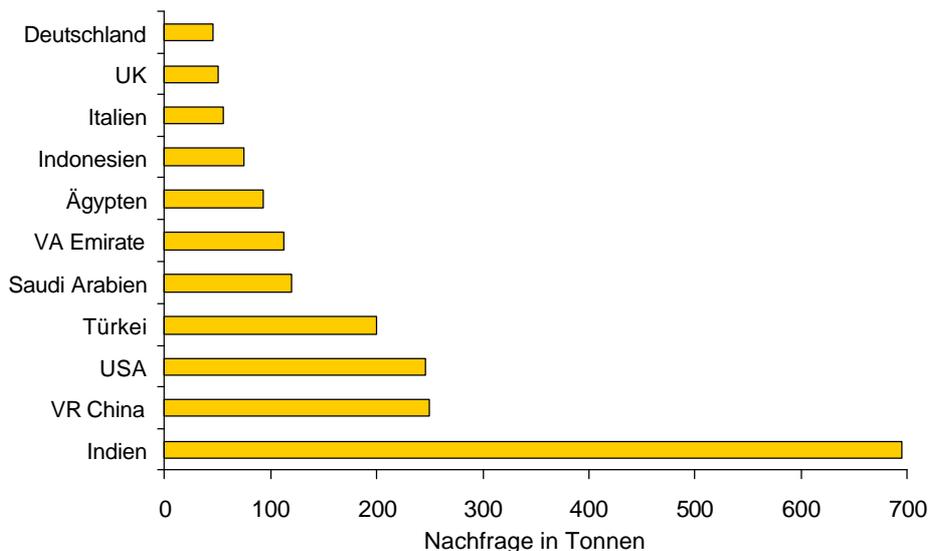
Total of 8 million marriages per year				
Income group	p	Total no. of marriages	Gold Consumption per marriage in gms	Total Gold Consumption in tonnes
Very rich	1%	80,000	4000	320
Rich	3%	240,000	800	192
Upper middle	6%	480,000	400	192
Middle	15%	1,200,000	100	120
Lower Middle	25%	2,000,000	40	80
Poor	25%	2,000,000	10	20
Very poor	25%	2,000,000	2	4
				928

Quelle: www.gold-eagle.com

Ausblick 2008: leichte Abschwächung der Schmucknachfrage zu erwarten, langfristiges Szenario weiterhin positiv.

Die Schmucknachfrage könnte sich 2008 von den hohen Preisen etwas belastet zeigen. Somit gehen wir nicht davon aus, dass die Wachstumsraten der Vorjahre wiederholt werden können. Wir gehen deshalb von einer Schmucknachfrage im Ausmaß von 2.200 bis 2.400 Tonnen aus. Die wachsende Bevölkerung und die steigenden verfügbaren Einkommen insbesondere in den Schwellenländern dürften in der langen Frist jedoch entgegenwirken. Ein signifikanter Einbruch der Schmucknachfrage aus China und Indien (einhergehend mit weiter fallenden Aktienmärkten) würde aber den Goldpreis in jedem Falle belasten. Dies stellt den klar größten Belastungsfaktor in unserem zuversichtlichen Goldpreis-Szenario dar.

Geschätzter Schmuckbedarf 2008 in Tonnen



Quelle: eigene Schätzungen

Exkurs: De-Hedging:

Was bedeutet Produzenten - Hedging bzw. De-Hedging?

Da Minenbetreiber hohe Investitionen für Exploration und Förderung tätigen müssen, verkaufen sie einen Teil ihrer zukünftigen Goldproduktion auf Termin. Das größte Risiko besteht darin dass die erwarteten Cash Flows aus der Goldproduktion nicht den Prognosen entsprechen. Dies kann der Fall sein wenn a) zu wenig Gold gefördert wird bzw. b) der Goldpreis unter dem Erwartungswert liegt. Nachdem Minenbetreiber lediglich Punkt a) beeinflussen können und langfristig planen müssen, wird die eigene Produktion meist auf Termin verkauft. Das ist Produzenten-Hedging. Die vorzeitige Auflösung dieser langfristigen Lieferverträge bezeichnet man als De-Hedging.

De-Hedging erhöht physische Nachfrage

Im Zuge des deutlichen Preisverfalls beginnend 1980 wurde die Produktion zu kostendeckenden Preisen verkauft, um das Überleben des Unternehmens zu sichern. Diese langfristigen Lieferverträge lasten heute jedoch wie ein Mühlstein auf den Bilanzen, da vom steigenden Goldpreis nicht profitiert werden kann bzw. die Lieferverträge zu hohen Preisen aufgelöst werden müssen. Zudem entziehen die großen Produzenten mit vollen Hedge-Büchern dem Markt zusätzlich Gold und vergrößern die Kluft zwischen Angebot und Nachfrage. Von 2001 bis 2006 wurden knapp 2.000 Tonnen Gold im Rahmen von De-Hedging Programmen zurückgekauft, in der Zukunft erwarten wir einen Rückgang des Volumens, da die Auflösung der größten Positionen bereits abgeschlossen ist.

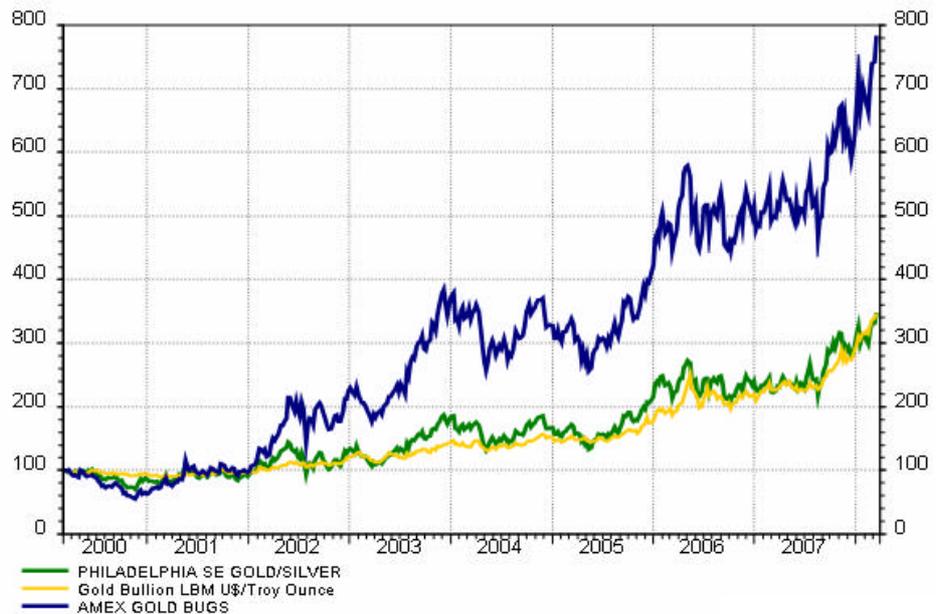
Der Löwenanteil des Hedgings wird durch Forwards abgewickelt, dh. das Termingeschäft ist für beide Seiten verpflichtend. Aus spekulativerer Sicht sind Put- bzw. Call-Optionen zu sehen. Damit können sich Produzenten gegen sinkende Goldpreise absichern (Put-Option), sodass man einen festgelegten Preis erzielt, auch wenn der Kassakurs an diesem Moment darunter liegt. Die Bank, die die Puts begibt muß sich indes die entsprechende Menge Gold bei Zentralbanken leihen und anschließend sofort am Kassamarkt verkaufen.

Nachfrage

Ungehedgte Produzenten profitieren stärker von Goldhauss

In Zeiten steigender Goldpreisnotierungen entwickeln sich Aktien von ungehedgten Unternehmen natürlich wesentlich besser (siehe Amex Gold Bugs-Index). So stieg Barrick Gold (die ihr Hedge-Buch relativ früh aufgelöst hat) durch zahlreiche Zukäufe (zB. Normandy, Placer Dome) zum größten Goldproduzenten der Welt auf, während Hedger wie AngloGold oder Newmont Mining deutlich an Marktanteilen verloren. Die Outperformance von ungehedgten Unternehmen in Zeiten steigender Goldpreise lässt sich auch am folgenden Chart ablesen:

Performance gehedgte vs. ungehedgte Goldaktien



Quelle: Thomson Datastream

Exkurs Gold-Carry Trade bzw. Gold-Lease:

Gold-Lease seit Anfang der 80er Jahre

Die Praxis des Gold-Lease begann in den 80er Jahren als die Notenbanken ihre Goldbestände für 1-2 % Zinsen p.a an Geschäftsbanken (in erster Linie JP Morgan Chase, Goldman Sachs, UBS, Citibank) verliehen. Für ein Asset das normalerweise keine Zinsen einbringt, stellt dies eine gute Verzinsung dar. Anschließend werden die Erlöse in Bonds reinvestiert. Diese verleihen wiederum an nachfragende Minen weiter. Die Minen verkaufen das geliehene Gold am Markt und verwenden den Erlös um Investitionen zB. In Förderanlagen zu finanzieren. Durch diese Investitionen wird den Minen ermöglicht, weiter Gold zu fördern, und damit unter anderem auch ihre Goldschuld bei der Zentralbank zu begleichen. Wie bei der Leihe üblich erfolgt nicht nur die Rückgabe des Leihgutes am Ende der Laufzeit, sondern die Minen müssen zusätzlich noch einen Leihzins für die Überlassung des Goldes leisten. Da die Verbindlichkeit auf Gold anstatt auf eine Währung lautet, sind die Minen allerdings gegenüber einem fallenden Goldpreis abgesichert. Sie profitieren jedoch auch nicht von einem steigenden Goldkurs. Als Mittelsmann zwischen beiden Parteien fungiert eine sogenannte Bullionbank, welche ihrerseits Provisionen für eine erfolgreiche Vermittlung erhält. Dieser Carry-Trade funktioniert jedoch nur so lange die niedrigverzinste Assetklasse nicht steigt.

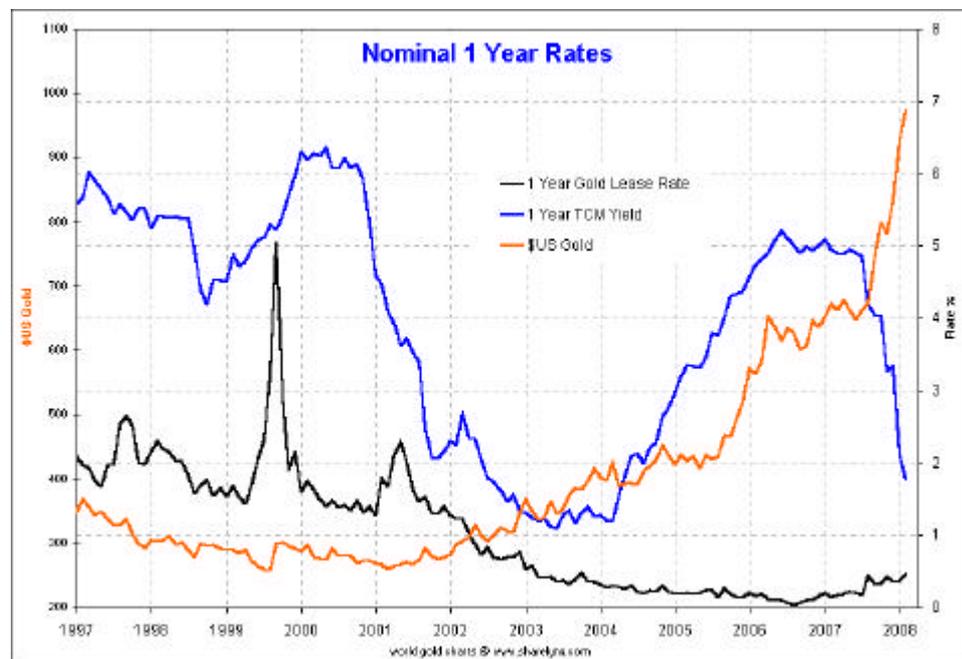
Gold-Lease Positionen laut GATA bei 10.000 bis 15.000 Tonnen Gold

Somit verbessert sich die Liquidität im Goldsektor, die Möglichkeiten für weitere Geschäfte, insbesondere derivativer Natur erhöht sich. Das Goldleasing der Zentralbanken hat das Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage jedoch auch deutlich verzerrt. Das Angebot wurde künstlich erhöht, die Derivate (zB Swaps, Forwards oder Optionen) schaffen Short-Positionen die sich auf Zentralbank-Gold beziehen und somit den Goldpreis in weiterer Folge drücken und künstlich tief halten. Wie aus

Nachfrage

der Funktionsweise der Goldleihe ersichtlich ist, wird nicht dasselbe Gold zurück-erstattet, sondern das eigens geförderte. Da dies den zwischenzeitlichen Verkauf am Markt ermöglicht, wird durch diese Transaktion das Goldangebot gesteigert, was negative Auswirkungen auf den Preis hat. Aufgrund dieses Einflusses ist eine Manipulation der Goldpreise möglich. Um dies zu verhindern und die Transparenz der Goldbestände zu fördern, plant der Internationale Währungsfonds, die Bilanzierungsregeln der Zentralbanken zu verändern. Bisher konnte man aus einem Blick in die Bilanzen der Banken nicht erkennen, wie viel Gold tatsächlich gelagert wird und wie viel verliehen wurde. Fortan sollen die Banken die Goldleihe ausweisen, damit eindeutig ersichtlich wird, wer wie agiert. So haben die Zentralbanken lt. Berechnungen des GATA (Gold Anti-Trust Action Committee) Goldreserven in Höhe von 10.000 bis 15.000 Tonnen an Banken verliehen, eine rasche Auflösung dieser Short-Positionen würde den Goldpreis vermutlich auf weitaus höhere Niveaus treiben.

Gold-Leasing-Raten 1997-2008



Quelle: www.sharelynx.com

Carry Trades drücken den Goldpreis

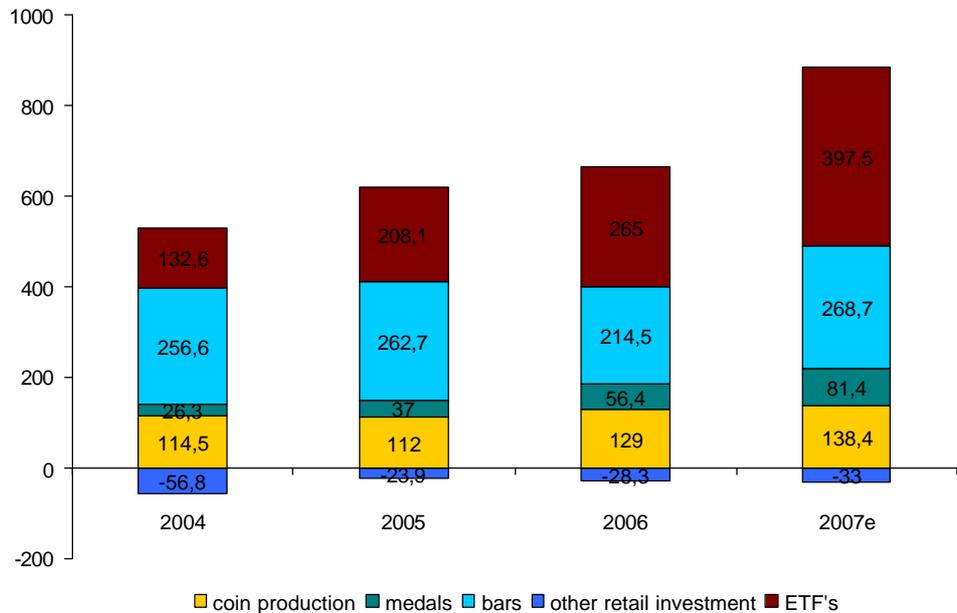
Eine riskante Form der Goldleihe ist der Gold Carry Trade. Hierbei sichern sich die Banken nicht bei den Minen ab, sondern verkaufen das Gold am Markt und investieren den Erlös meist in Anleihen. Die Banken verdienen somit an der Zinsdifferenz. Das Risiko besteht hier in der Abhängigkeit von der Goldpreisentwicklung. In den Zeiten eines sinkenden Goldpreises war dieses Geschäft eine höchst profitable Angelegenheit für die Investmentbanken, da bei fallenden Preisen Gewinne generiert werden konnten. Auf der anderen Seite bedeutet ein stärkerer Goldpreisanstieg einen Verlust für die Banken. Durch diesen Interessenskonflikt zwischen Anlegern, welche auf steigende Preise spekulieren, und Banken, welche dadurch Verluste hinnehmen müssten, ist die Theorie der so genannten "Goldpreismanipulation" entstanden, die von Dimitri Speck aufgezeigt wurde. Laut Speck interveniert die Fed seit dem 5. August 1993 regelmäßig am amerikanischen Goldmarkt. Die Manipulation könne nachgewiesen werden, da immer speziell an den Schlüsselterminen, den Fixings und Eröffnungen, interveniert wurde.

Nachfrage

Investmentnachfrage:

Die Investmentnachfrage in 2007 war ambivalent. Während in der ersten Jahreshälfte ein Einbruch der Nachfrage um knapp 20 % verzeichnet wurde, flüchtete die Anlegerschaft im zweiten Halbjahr in den sicheren Hafen Gold.

Investmentbedarf 2004 - 2007



Quelle: www.gold.org, eigene Schätzungen

Rohstoffe gewinnen als Asset-Klasse immer mehr an Bedeutung

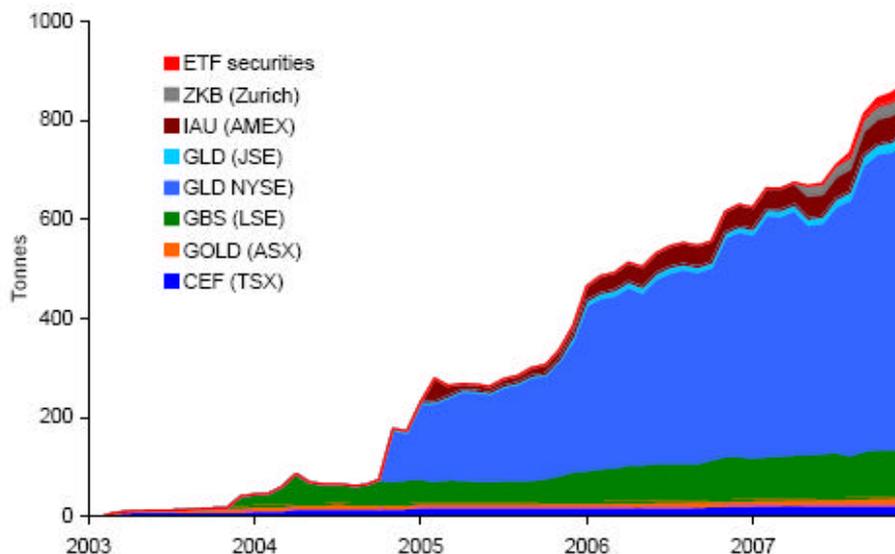
Die Zuflüsse in Exchange Traded Funds (ETF) beliefen sich im vierten Quartal auf USD 8 Mrd., ein absolutes Allzeithoch seit Beginn des Bullenmarkts. In Tonnen war die Nachfrage im Gesamtjahr 2007 geringfügig höher als 2006, in Dollar-Terms um 15%. ETF's sind börsengehandelte Indexfonds, die den Goldpreis 1:1 abbilden und das Gold physisch hinterlegen müssen. Bei Investoren sind ETF's aufgrund des hohen Maßes an Transparenz sowie der günstigen Kostenstruktur beliebt.

Zahlreiche neue ETF's zu erwarten

Das Volumen des größten Gold-ETF's StreetTrack Gold Trust stieg im Vorjahr auf 640 Tonnen, der Fonds überholte damit die Zentralbank der Niederlande als achtgrößten Goldeigner der Welt. Ende 2007 wollte der Xetra-Gold ETF in Deutschland aufgelegt. Für 2008 wird ein neuer ETF in Dubai erwartet, der zudem Sharia-konform konzeptioniert wird. Auch die State Bank of India plant für heuer die Ausgabe eines Gold-ETF's. Zudem werde der StreetTRACKS ETF bis spätestens September in Hong Kong und Japan gelistet. Laut World Gold Council könnte die Gesamtnachfrage durch ETF's in 2008 um knapp 30 % steigen.

Nachfrage

Nachfolgende Grafik zeigt die Volumina der größten Gold ETF's in Tonnen:



Quelle: DB Global Markets Research estimates

Deutsche Bank prognostiziert 60 % höheres ETF-Volumen bis 2010

Doch auch der europäische ETF-Markt wächst rasant. Laut einer Studie der Deutschen Bank wird sich das investierte Vermögen bis Ende 2010 auf 150 Mrd. Euro belaufen (Stand per Ende März 2008: 93 Mrd. Euro). Laut DB ist das Wachstum in erster Linie auf institutionelle Investoren zurückzuführen, so werden insbesondere Pensionskassen in ETF's diversifizieren.

Nachfrage nach Anlegermünzen ebenfalls im Aufwärtstrend

Zudem wird Gold von Prägeanstalten zur Münzprägung verwendet, wobei die Bullion-Münzen, welche von Gold fördernden Ländern produziert werden, die populärsten Endprodukte darstellen. In den letzten drei Jahren stieg die Nachfrage deutlich an. Die Form der Barrenhortung ist hingegen vor allem im Mittleren Osten und in Asien weit verbreitet.

Im 1. Quartal 2008 legten die Goldanlagen in Barren und Münzen im Vergleich zum Vorjahreszeitraum deutlich zu. In Vietnam stiegen sie um 110%, in den USA um 91%, in Deutschland um 80%, in China um 63% und in der Schweiz um 44%.

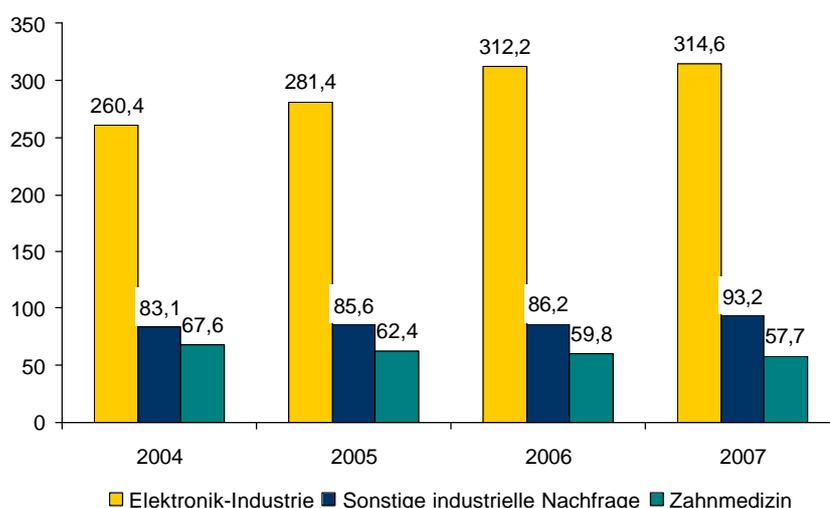
Nachfrage

Industrienachfrage

Die Nachfrage aus der Industrie kletterte 2007 um 2 % auf insgesamt 465 Tonnen. Die Industrienachfrage macht insgesamt etwas mehr als 10 % der gesamten Nachfrage aus. Der Verbrauch in diesem Segment wird wohl auch in Zukunft um 5 % bis 10 % wachsen, einzig eine tiefgreifende globale Rezession könnte für vorübergehende Rückgänge sorgen.

Gold lässt sich gut verarbeiten und verfügt über hervorragende Leitfähigkeit für Elektrizität und Wärme, Eigenschaften die das gelbe Edelmetall zu einem wichtigen Rohstoff für die Industrie machen. Der wichtigste Einsatzbereich ist die Elektroindustrie, wo man Gold ua. für Schaltkreise, Chipbonden, Relais, Steckverbinder und Leiterplatten benötigt. Ein anderer wichtiger Bereich ist die Zahnmedizin.

Industrienachfrage 2004 - 2007



Quelle: eigene Schätzungen, GFMS

Fazit Nachfrage:

Alle drei Komponenten der Nachfrage (Schmuck, Industrie, Investment) befinden sich in langfristigen Aufwärtstrends die nach wie vor intakt sind. Die Schmucknachfrage dürfte getrieben von der rasanten Entwicklung der Schwellenländer (insb. Indien, China) über die nächsten Jahre hinaus stabil weiterwachsen. Nachdem der Großteil der Hedging-Verträge bereits aufgelöst wurde, erwarten wir hier eine niedrigere Nachfrage. Die Investmentnachfrage scheint aufgrund der zunehmenden Bedeutung von Commodities als Assetklasse weiterhin robust, hier erwarten wir uns die stärksten Zuwächse. Auch die Industrienachfrage - die allerdings nur von untergeordneter Bedeutung ist - sollte sich weiterhin positiv entwickeln.

Gold und seine spezifischen Eigenschaften

1. Gold ist sowohl monetäres Asset als auch Commodity

**Erste Goldmünze
bereits im Jahre 500 vor
Christus**

Der Goldmarkt unterscheidet sich von anderen Warenmärkten, weil ein beträchtlicher Teil auch zu Veranlagungszwecken (z.B. Absicherung gegen Inflation) gekauft wird. Zudem wird der monetäre Aspekt (aufgrund des 20-jährigen Bärenmarktes, der massiven Zentralbankverkäufe der letzten Jahre sowie dem Ende des Bretton Woods-Abkommens) des Goldes heutzutage häufig vergessen. So waren Währungen einst bloße Gold-Derivate, die gesamte Geldschöpfung der Zentralbanken war durch physischen Goldbesitz gedeckt. Historisch gesehen war das gelbe Edelmetall schon immer ein Mittel zur Währungsdeckung. Bereits 5.000 vor Christus wurde der Wert von Gegenständen in Goldeinheiten taxiert, etwa 500 vor Christus wurde die erste Münze aus reinem Gold geprägt.

**Zahlreiche Einsatzmöglich-
lichkeiten für Gold**

Gold hat zahlreiche Eigenschaften die es zum idealen Zahlungs- und Wertaufbewahrungsmittel machen. Es ist haltbar, leicht erkennbar, lagerfähig und vor allem teilbar. Zudem lässt sich der Goldbestand kurzfristig kaum nachhaltig erhöhen. Der Schmelzpunkt von 1.063 Grad Celsius und seine hohe chemische Beständigkeit machen es nahezu unzerstörbar, somit ist praktisch alles jemals geförderte Gold noch vorhanden. Weiters ist es das dehnbarste aller Metalle und lässt sich zu einem Blatt von einem Zentausendstelmillimeter hämmern oder zu einem Faden von 105 km (pro Unze) in die Länge ziehen. Gold besitzt eine sehr gute elektrische Leitfähigkeit und wird deshalb in elektrischen Produkten aller Art eingesetzt. **Somit ist Gold sowohl Commodity als auch monetäres Asset.**

"Die USA sollten an ihrem Goldbestand festhalten. (...) Gold repräsentiert immer noch die höchste Zahlungsform der Welt. Deutschland konnte 1944 während des Krieges nur mit Gold Materialien kaufen. Papiergeld wird, in extremis, von niemandem entgegengenommen - Gold dagegen wird immer angenommen."

Alan Greenspan, "Gold und wirtschaftliche Freiheit"¹

2. Gold als Inflationsschutz

**Gold im sechsten
Jahrhundert vor Chri-
stus und während der
Weimarer Republik....**

Gold und die Inflationsentwicklung korrelieren stark positiv. Goldinvestments sind somit ein hervorragender Schutz vor Kaufkraftverlusten. Seit Gründung der Federal Reserve im Jahre 1913 hat der Dollar 95 % an Wert verloren (Quelle: Fed inflation calculator), während Gold von USD 20,67 auf über 1.000 - um den Faktor 50 gestiegen ist.

Dass Gold einen guten Hedge gegen Inflation darstellt ist spätestens seit den 1970er Jahren bekannt. Jedoch bestätigen auch wesentlich längere Betrachtungszeiträume die stabile Kaufkraft des gelben Edelmetalles. Einer Stelle im Alten Testament zufolge konnte man zur Zeit von Nebukadnezar, der im sechsten Jahrhundert vor Christus in Babylonien regierte, für eine Unze Gold 350 Laib Brot kaufen. Auch heute noch erhält man für eine Unze in etwa den gleichen Gegenwert. Ein weiteres beliebtes Sprichwort besagt dass man mit einer Unze Gold genauso im 18. Jahrhundert wie 1930 oder heute einen guten Herrenanzug kaufen kann.

Das extremste Beispiel des letzten Jahrhunderts dürfte jedoch die deutsche Hyperinflation 1923 darstellen. 1871 hatte das Deutsche Reich die Goldmark zum allgemein gültigen gesetzlichen Zahlungsmittel erklärt. Das System bewährte sich bis zum Jahre 1918, als die hohen Reparationszahlungen nach dem Ersten

¹Alan Greenspan, Aussage vor dem US House Banking Committee am 24. Juli 1998, deutsche Übersetzung von Ferdinand Lips

Gold und seine spezifischen Eigenschaften

Weltkrieg nicht mehr in Goldmark beglichen werden konnten. Im Zuge der Umstellung auf eine nicht-goldgedeckte Fiat-Währung² kam es schließlich zur Hyperinflation der 1920er Jahre. Während derer konnte man während der Weimarer Republik mit 500 Gramm Gold ganze Häuserblöcke erwerben. Zwar dürfte das Schreckensgespenst der Hyperinflation in Europa in absehbarer Zukunft kaum wieder auftauchen, das Beispiel verdeutlicht jedoch die hervorragende Eignung des gelben Metalls als Wertaufbewahrungsmittel und die Bedeutung als krisenfester Eckpfeiler einer ausgewogenen Veranlagungsstrategie.

**Inflationsbereinigter
Goldpreis noch immer
historisch günstig**

Die jüngsten Kurssteigerungen und das Überschreiten der (psychologisch) wichtigen Marke von USD 1.000 je Unze 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 17.0000 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 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:

Goldpreis inflationsbereinigt



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

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.

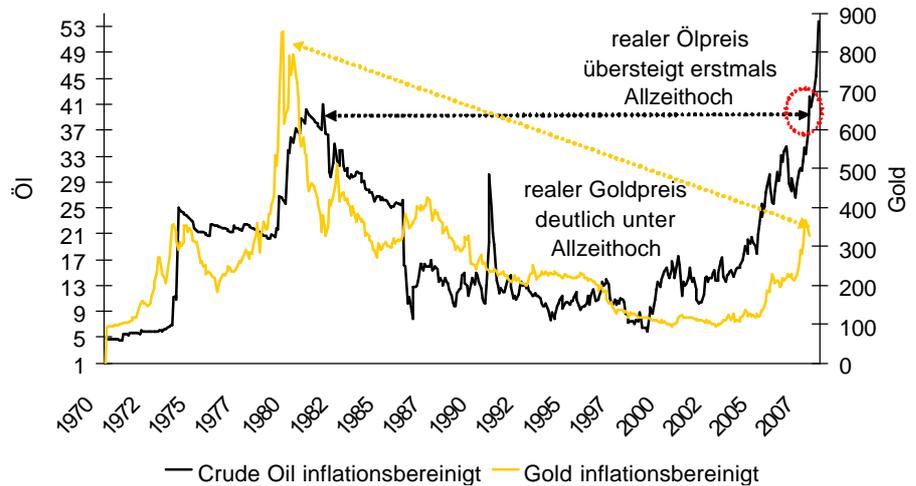
²Fiat Money ist Geld, das nicht oder nur teilweise durch reale Vermögenswerte gedeckt ist (Geld per Dekret, wie Dollar oder Euro zum Beispiel). Im Gegensatz zu Warengeld und Kurantmünzen, die einen Eigenwert haben, der dem Nennwert in der jeweiligen Währungseinheit entspricht, handelt es sich hier um (mehr oder weniger) stoffwertloses Geld, bei dem keine Sachwertdeckung (Gold oder Silber) vorhanden ist.

Gold und seine spezifischen Eigenschaften

Öl zuletzt erstmals auf realem Allzeithoch, wann folgt Gold?

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 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.

Gold und Öl inflationsbereinigt



Quelle: Bloomberg, Datastream

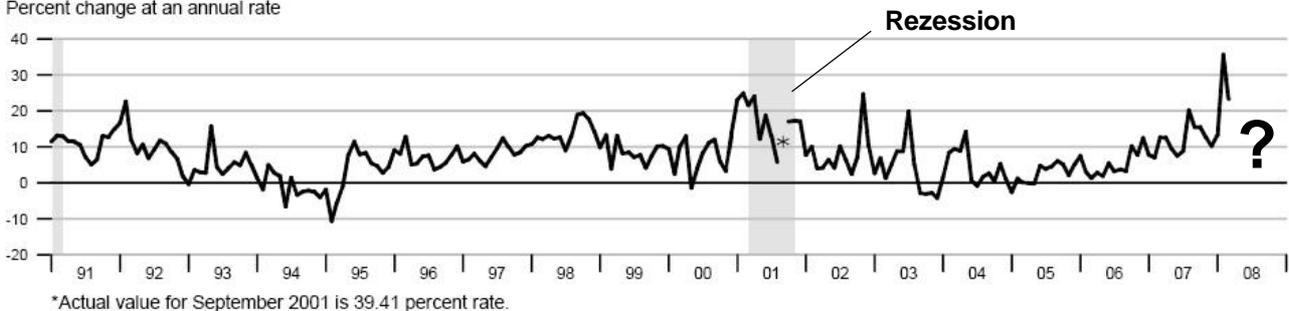
MZM Geldmengenwachstum verdeutlicht expansive Geldpolitik der US-Notenbank

Zusätzlich wurde die Geldmenge aufgrund der massiven Liquiditätsspritzen der US-Notenbank deutlich ausgeweitet. Der folgende Chart zeigt die annualisierte Veränderung des sogenannten MZM (money zero maturity), das täglich fälliges Geld erfasst. MZM wird seit 1991 von der Federal Reserve St. Louis publiziert und umfasst M2 minus kleinen Termineinlagen sowie institutionelle Geldmarktfonds. Nachdem M3 seit 2006 nicht mehr publiziert wird, dürfte MZM die zunehmend expansive Geldpolitik der US-Notenbank am deutlichsten abbilden. Während MZM 2007 um 9,2 % wuchs, kletterte das Geldmengewachstum bis April um 30 %, ehe es sich zuletzt ein wenig abschwächte.

Geldmengenwachstum M2M seit 1991

MZM

Percent change at an annual rate

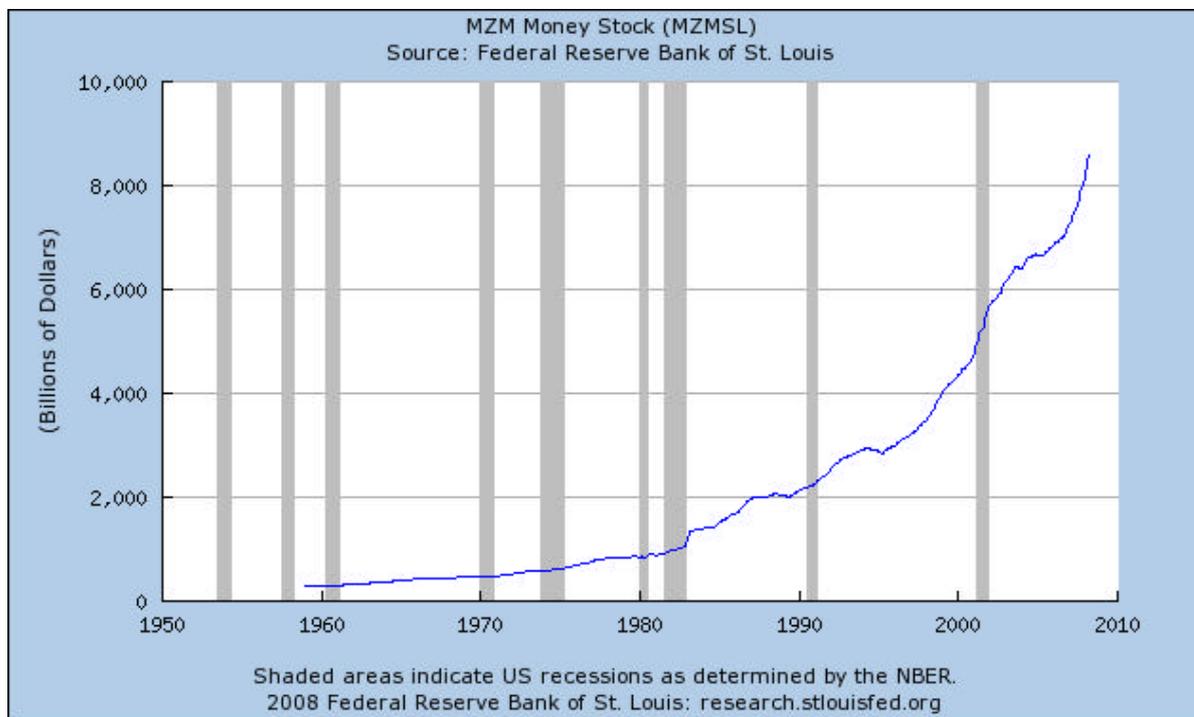


Quelle: Federal Reserve Bank St. Louis

Gold und seine spezifischen Eigenschaften

Hier der absolute Betrag in Milliarden US-Dollar, die grauen Zonen zeigen Rezessionen an. Während und nach solchen Phasen wurde die Geldmenge besonders stark ausgeweitet:

Geldmengenwachstum MZM absolut

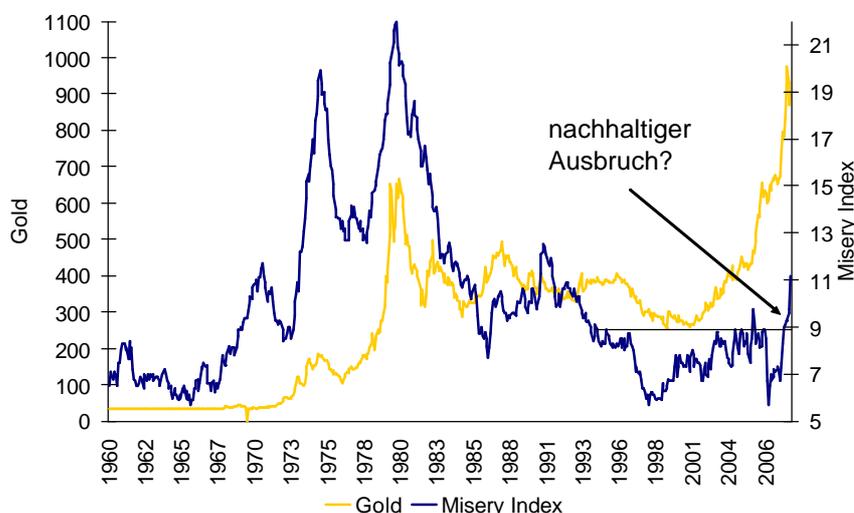


Quelle: Federal Reserve Bank St. Louis

Misery-Index als verlässlicher Vorlauf- indikator

Der Misery- oder auch Elendsindex errechnet sich aus der Summe von Inflationsrate und Arbeitslosenquote. Aufgrund der Sensitivität des Goldpreises bezüglich Inflation und generellen Wirtschaftsabschwüngen besteht eine starke Korrelation mit dem Misery Index. Anhand des nachfolgenden Charts lässt sich erkennen dass der Index in der Regel vor dem Goldpreis ausbricht, insofern würde dies ein bullisches Szenario für den Goldpreis bestätigen.

Gold vs. Misery-Index



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Gold und seine spezifischen Eigenschaften

In der Vergangenheit deutete daher ein Anstieg der Inflationsrate nicht auf eine Verschlechterung der Rohstoff-Performance hin. Im Großen und Ganzen wies die Performance der Rohstoffe in die gleiche Richtung wie die Veränderung der Inflationsrate. Somit konnten Rohstoffinvestments im Vergleich zu den traditionellen Assetklassen einen besseren Schutz gegen ansteigende Inflationsraten bieten. Dieses Ergebnis erscheint auch nicht allzu überraschend, fließen ja bestimmte Rohstoffpreise in die Berechnung der Konsumentenpreise mit ein und sorgen daher für einen natürlichen Gleichlauf.

3. Gold als Dollar-Hedge

Ölproduzierende und islamische Staaten kritisieren US-Dollar als Reservewährung

Die Währungshegemonie des US-Dollars bzw. die damit verbundenen wirtschaftlichen Privilegien werden von einer zunehmenden Anzahl von Staaten kritisiert. Ölproduzierende Nationen wie Russland, Venezuela, Kuwait, Iran, die Vereinigten Arabischen Emirate und Saudi Arabien haben vermehrt auf ihre Unzufriedenheit bezüglich der Fakturierung in US-Dollar hingewiesen. Sollte dem Druck dieser aufstrebenden Nationen standgegeben werden, so würde diese Veränderung sicherlich zu Lasten des US-Dollars (bzw. zu Gunsten des Goldpreises) sein. Zudem prüfen islamische Nationen die Schaffung einer goldgedeckten Einheitswährung (Gold-Dinar). So arbeitet Malaysia seit 2004 an einem Plan, für bilaterale und multilaterale Handelsgeschäfte mit islamischen Staaten, den Gold-Dinar einzuführen. Auch aus Russland werden Stimmen laut, die eine Deckung des Rubels mit Gold fordern.

Neunzehn Länder halten Reserven in Höhe von mehr als 5,4 Billionen US-Dollar

Der große Bedarf an Dollar-Diversifikation bzw. Absicherung der Dollarbestände lässt sich anhand folgender Übersicht erkennen:

US-Dollar Reserven in Milliarden

China	1.528,00	Algerien	107,03
Japan	979,00	Malaysien	98,83
Russia	451,79	Mexiko	84,65
OPEC	430,88	Thailand	82,39
Taiwan	277,09	Libyen	74,42
Singapore	266,70	Türkei	72,46
India	264,73	Polen	65,33
Korea	259,69	Norw eger	60,34
Brazil	176,72	Indonesier	52,08
Hong Kong	159,90		
		Gesamt	5.492

Quelle: eigene Recherchen, IMF December 2007 bzw. April 2008, Dr. Martin Murenbeeld, Dundee Wealth Economics

Gold und seine spezifischen Eigenschaften

Angesichts nachfolgender Tabelle lässt sich ablesen dass die Prozentanteile von Gold an den Gesamtreserven bei den asiatischen Zentralbanken wesentlich geringer sind als etwa in Europa:

Südostasien hält mehr als 3,4 Mrd. an Währungsreserven

	letzte Meldung	Goldbestand in Tonnen	Fremdwährungsreserven USD	Gold als % der Gesamtreserven
China	Dez.07	600	1.528,00	1,06%
Japan	Feb.08	765	979,60	2,09%
Hong Kong	Jan. 08	2	159,90	0,04%
Korea	Jan. 08	14	261,40	0,15%
Singapore	Jan. 08	127	266,70	1,29%
Taiwan	Feb.08	423	277,80	4,00%
Total		1.931	3.473,40	

Quelle: IMF April 08, Dr. Martin Murenbeeld, Dundee Walth Economics

*Gold bewertet mit USD 850

Um zumindest 15 % der Goldreserven in Gold zu halten müsste China also rein theoretisch 7.200, Japan 6.850 und die restlichen asiatische Zentralbanken 6.000 Tonnen Gold kaufen (bei einem Mittelkurs von USD 600). Die ölproduzierenden Nationen der OPEC müssten insgesamt 1.500 Tonnen (rund 50 Millionen Unzen) Gold kaufen, um eine Golddeckung von 15 % der Währungsreserven zu gewährleisten.

Asiatische Nationen gründen eigenen Währungsfonds

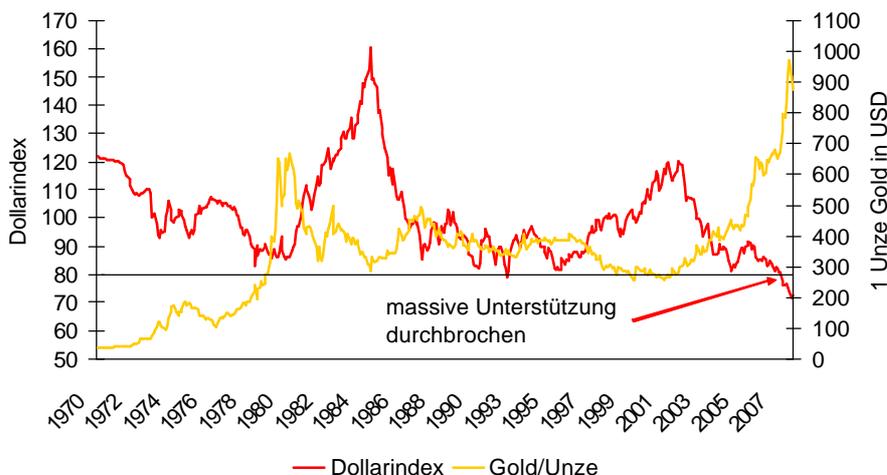
Die zunehmenden Autonomiebestrebungen der asiatischen Staaten werden auch durch die jüngste Gründung eines asiatischen Währungsfonds unterstrichen. So einigten sich 13 asiatische Nationen Anfang Mai 2008 in Madrid auf die Errichtung eines Währungspools im Ausmaß von USD 80 Mrd. 80 % davon werden von China, Japan und Südkorea zur Verfügung gestellt, der Rest von den restlichen ASEAN-Mitgliedsstaaten. Knapp 10 Jahre nach der asiatischen Währungskrise möchte man nun also die Abhängigkeit vom IWF in Krisensituationen verringern.

Dollarindex durchbricht massive Unterstützung

Der Dollarindex ist ein Währungskorb der sich aus Euro (57,6 %), Japanischem Yen (13,6 %), Britischem Pfund (11,9 %), kanadischem Dollar (9,10 %), schwedischer Krone (4,2 %) und Schweizer Franken (3,6 %) zusammensetzt. Zuletzt durchbrach der Index erstmals die Marke von 80 und nähert sich aktuell der Marke von 70. Seit Juli 2001 befindet sich der Dollar-Index somit in einem säkulären Bärenmarkt und hat seitdem knapp 40 % an Wert verloren, ein Ende des Abwärtstrends ist aktuell nicht zu erkennen. Insofern verwundern die Diversifikationsbestrebungen der Dollar-gläubiger nicht.

Gold und seine spezifischen Eigenschaften

Dollar Index vs. Goldpreis



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

4. Commodity-Investments stehen vor goldener Zukunft

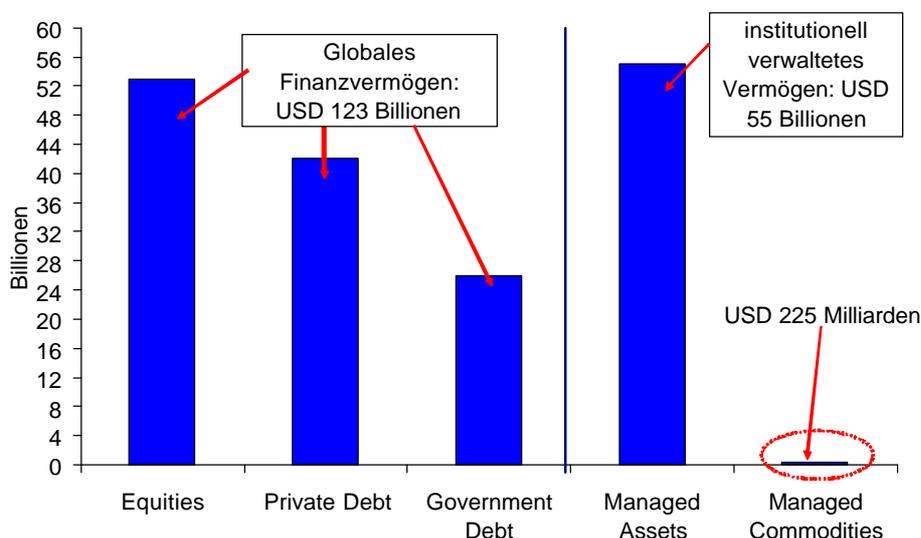
Staatsfonds als Käufer?

Nach wie vor sind Commodities in den Portfeuilleen von institutionellen und privaten Investoren deutlich untergewichtet. Die in letzter Zeit immer aktiver werdenden Sovereign Wealth Funds von Dubai und Singapur haben zuletzt angekündigt einen Teil ihrer Mittel in Gold investieren zu wollen. Das aktuelle Volumen der Staatsfonds beläuft sich auf 3 Billionen US-Dollar. Laut einer Studie von Morgan Stanley könnte sich das Volumen bis 2015 auf bis zu 12 Billionen vervierfachen. Aber nicht nur asiatische Fonds entdecken die Attraktivität des gelben Edelmetalls. Zuletzt gab Calpers - der Pensionsfonds der kalifornischen Staatsbediensteten - bekannt die Investitionen in Rohstoffe und Gold um den Faktor 16 zu erhöhen.

Commodity-Investments in institutionellen Portfolios nach wie vor unterrepräsentiert

Nachstehender Chart belegt die geringe Verbreitung von Rohstoff-Investments in institutionellen Portfeuilleen. Während sich die institutionell verwalteten Vermögen auf USD 55 Billionen belaufen, werden aktuell nur USD 225 Milliarden in Commodities investiert. Dh. Investments in soft assets übersteigen hard asset Investments um den Faktor 275. Die gesamten paper Assets (USD 123 Billionen) übersteigen Rohstoff-Investments sogar um den Faktor 615.

Dollar Index vs. Goldpreis



Quelle: Dr. Martin Murenbeeld, DundeeWealth Economics

Gold und seine spezifischen Eigenschaften

Commodities: Alternative Investments oder traditionelle Anlageklasse?

Nachdem sich Aktien und Bonds von 1980 bis 2000 historisch betrachtet außergewöhnlich positiv entwickelten, wurde die Anlageklasse Rohstoffe in diesem Zeitraum komplett vernachlässigt. Zwar sind Commodities grundsätzlich eine traditionelle Anlageklasse, aufgrund der zwanzigjährigen Underperformance werden sie jedoch neben beispielsweise Hedgefonds oder Private Equity als Alternative Investments titulierte. Der Rohstoffpreisanstieg seit 2001 hat nun zu einem deutlich verstärkten Interesse seitens der weltweiten Investorenschaft geführt.

Trotzdem sind Commodities weltweit deutlich unterrepräsentiert. Laut einer Medienumfrage unter institutionellen Anlegern in den USA sind knapp 60 % der aller Befragten in diesem Bereich noch gar nicht investiert, zwei Drittel davon wollen jedoch Engagements in Höhe von 5 % oder mehr des gesamten Anlagevolumens investieren. Aufgrund dessen gehen wir davon aus dass die Anlageklasse Rohstoffe - und hier insbesondere Gold - im Zuge der strategischen Asset Allocations von privaten und institutionellen Investoren zunehmend an Bedeutung gewinnen wird.

5. Gold ist eine knappe und endliche Ressource - Beispiel Pareto-Verteilung

Pareto-Verteilung illustriert die geringen Goldvorkommen pro Kopf

Gold ist eine sehr knappe Ressource, das gesamte bisher geförderte Gold beläuft sich auf lediglich 159.000 Tonnen. Zur Veranschaulichung: Dies würde einem Würfel mit einer Kantenlänge von knapp 19 Metern entsprechen.

Die Pareto-Verteilung (80-zu-20 Verteilung) beschreibt das statistische Phänomen der Ungleichverteilung, das in vielen verschiedenen Bereichen zu erkennen ist. So entfällt ein Großteil der weltweiten Aktivitäten verschiedenster Bereiche auf einen Bruchteil der Beteiligten. Pareto selbst war vor allem daran interessiert, sein Prinzip auf den Reichtum der Nationen anzuwenden, der sich (damals wie heute) in den Händen einer kleinen Bevölkerminderheit konzentriert. Er stellte fest, dass die Einkommensverteilung in den verschiedenen Ländern erstaunlich ähnlich war; beispielsweise lag der Anteil der oberen 20 Prozent der Bevölkerung stets bei 80 % des Gesamtvermögens.

Auf den Goldsektor würde das Pareto-Prinzip analog angewendet also folgendes bedeuten. 20 % der Bevölkerung verfügen über 80 % der weltweiten Goldbestände, 80 % der Bevölkerung über 20 % des Goldes.

Bei einem weltweiten Goldbestand von 159.000 Tonnen und 6,3 Milliarden Menschen ergeben sich somit folgende Aufteilungen:

- 20 % der Weltbevölkerung - 80 % des Goldbesitzes: 3,245 Unzen/Kopf
- 80 % der Weltbevölkerung - 20 % des Goldbesitzes: 0,2028 Unzen/Kopf

Unter der Prämisse dass 50 % des Goldes in festem Besitz (Zentralbanken, institutionelle Investoren, industrielle Nutzung) stehen, ergeben sich folgende Pro/Kopf Werte:

- 20 % der Weltbevölkerung - 80 % des Goldbesitzes 1,64 Unzen/Kopf
- 80 % der Weltbevölkerung - 20 % des Goldbesitzes 0,1014 Unzen/Kopf

Geht man davon aus dass die Weltbevölkerung -bei konservativer Schätzung - bis 2050 auf 9,5 Mrd. Menschen ansteigen wird und Indien als weltgrößter Goldverbraucher überproportional wachsen wird, lässt dies ein überaus positives Szenario für die langfristige Nachfrage zeichnen. Die Bedrohung durch eine Goldknappheit könnte somit als durchaus realistisches Szenario angesehen werden.

Gold und seine spezifischen Eigenschaften

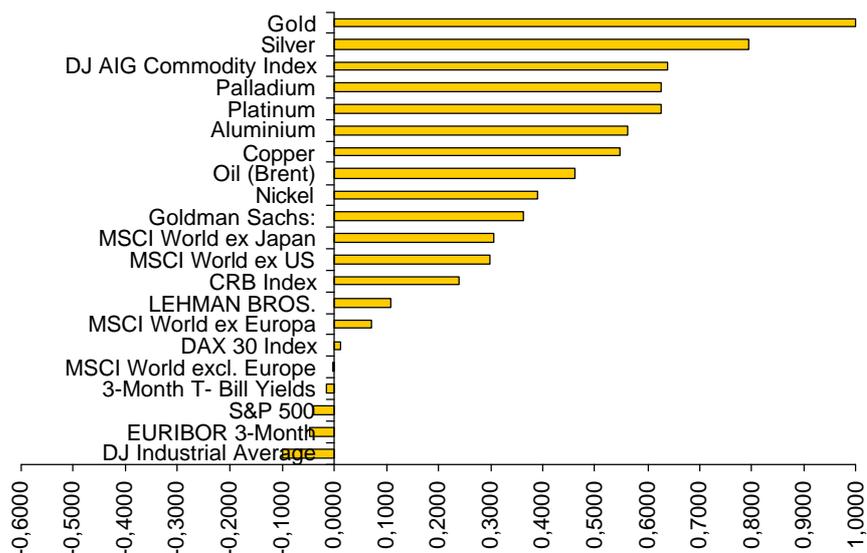
6. Gold als Diversifikation - geringe Korrelation zu anderen Assetklassen

Kaum signifikante Korrelation mit Aktien oder Anleihen

Portfolio-Diversifikation ist einer der Eckpfeiler einer ausgewogenen langfristig orientierten Anlagestrategie. Gold hat die äußerst positive Eigenschaft einer geringen Korrelation zu den meisten anderen Anlageklassen. Statistisch gesehen bestand innerhalb der letzten 20 Jahre keine signifikante Korrelation mit inländischen oder ausländischen Aktien. Aber auch US-Staatsanleihen, Treasury Bills und REIT's zeigen kaum nennenswerte Korrelationen. In Krisensituationen besteht zudem eine inverse Beziehung zu Aktieninvestments, dh. wenn Aktien stark fallen, steigt Gold. Der zehnjährige Korrelationskoeffizient zwischen Goldminenaktien und dem MSCI World Index liegt bei lediglich 0,11, jener von Goldbarren und dem Weltaktien-Index bei lediglich 0,022. Die Korrelation zum Euro/Dollar-Wechselkurs wird vielerorts überbewertet, in 2007 lag die durchschnittliche Korrelation bei 0,48 und hat sich somit im Vergleich zu den Vorjahren deutlich abgeschwächt.

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

Korrelation Gold vs. andere Assetklasse

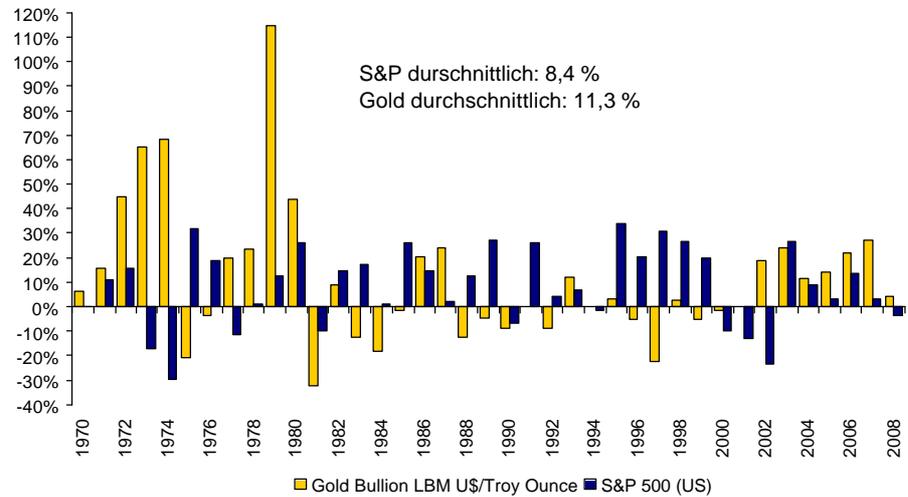


Quelle: JCF, Datastream, eigene Berechnungen

Gold und seine spezifischen Eigenschaften

Die nachfolgende Grafik zeigt die jährlichen Performances von Gold im Vergleich zum S&P 500 seit 1970:

Jährliche Veränderung Goldpreis und S&P 500



Quelle: JCF, Datastream, eigene Berechnungen

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 erfolgt durch einfache Division. Nachfolgend werden wir folgende Ratios analysieren:

- Dow / Gold
- Gold / Öl
- Gold / Silber
- Gold / HUI-Index

Dow Jones / Gold

Dow/Gold Ratio zeigt weithin Unterbewertung von Gold im Vergleich zu Aktien

Der langfristige Vergleich der beiden Asset-Klassen Aktien und Gold zeigt die momentane Attraktivität des Goldpreises. Das Verhältnis drückt aus, wie viele Unzen Gold benötigt werden um den ganzen Dow Jones Industrial Index zu kaufen. Bei einem Dow Jones von 12.700 und einem Goldpreis/Unze von USD 880 ergibt sich ein Ratio von 14,4. Das heißt man benötigt 14,4 Unzen Gold um den Dow Jones bzw. jeweils eine der darin enthaltenen 30 Aktien zu kaufen.

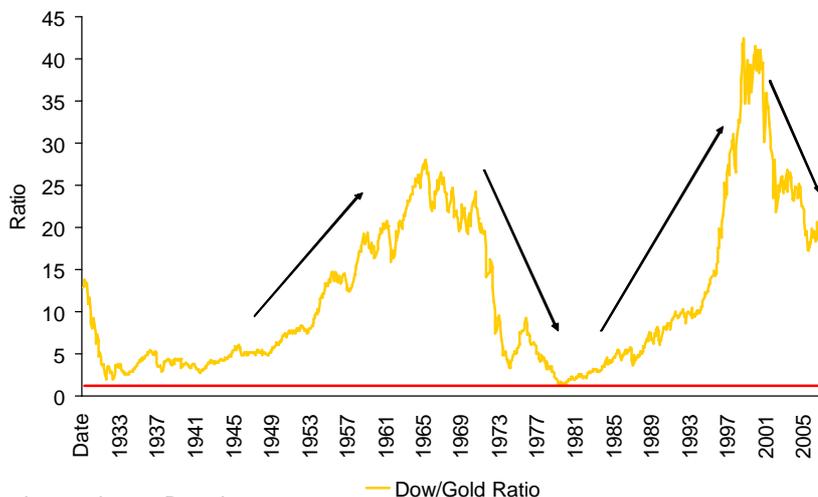
Aus historischer Sicht ist der Dow Jones immer dann unterbewertet sobald das Verhältnis unter 5 fällt. Dies war zuletzt im Zuge des Crash von Oktober 1987 der Fall. Seinerzeit sackte das Verhältnis auf ca. 3,50 Punkte. Anschließend entwickelten sich der Dow Jones - Index als auch der Goldpreis diametral. Während der Goldmarkt in den folgenden Jahren seine langfristige Baisse fortsetzte, stieg der Dow Jones rasant an. Das Ratio erreichte schließlich sein Allzeithoch mit über 40 im August 1999. Nach der ersten scharfen Korrektur scheiterte die nachfolgende Rallye deutlich unter dem Allzeithoch. Von nun an wurden nur noch tiefere Höchststände markiert und somit ein Abwärtstrend etabliert, der nach wie vor intakt ist.

Bei einem aktuellen Stand von 14,4 ist der US-Aktienmarkt im Vergleich zu Gold immer noch klar überbewertet bzw. Gold klar unterbewertet. Um ein Kaufsignal für Aktien zu generieren sollte das Verhältnis auf einen Stand von 5 bzw. 2 fallen. Auch ein Quotient von 1 wäre historisch nicht ungewöhnlich, vor dem Start der Aktien-Hausse 1980 lag der Dow Jones bei etwa 900 Punkten, die Unze Gold kostete damals USD 850. Eine ähnliche Situation lag auch im Jahre 1930 vor. Der Quotient aus Dow-Jones Index und Goldpreis erreichte immer bei Werten zwischen eins und zwei seinen Tiefststand. Dann lohnte der Umstieg von Gold in Aktien. Der letzte Zyklus begann im Jahr 1999 bei Werten von über 40. Kurz vor dem Crash im Jahr 2000 lag das Ratio bei 43,7. Die historischen Tiefststände der Zyklen lagen 1933 bzw. 1980. Seit dem Zusammenbruch des Bretton Woods Abkommens 1971, lag der Durchschnitt bei 13,2, also etwa auf dem aktuellen Niveau. In der Periode von 1900 bis 2007 lag der Schnitt bei 5,5. Möglich erscheint somit eine diametrale Entwicklung, bei dem der Dow zB. Auf 10.000 Punkte fällt, während der Goldpreis auf USD 2.000 steigt.

Ratio-Analyse

Das Dow/Gold Ratio zeigt also dass zyklische Langfristtiefpunkte am Goldmarkt mit langfristigen Hochpunkten am Aktienmarkt einhergehen und umgekehrt.

Dow/Gold Ratio



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Gold/Öl

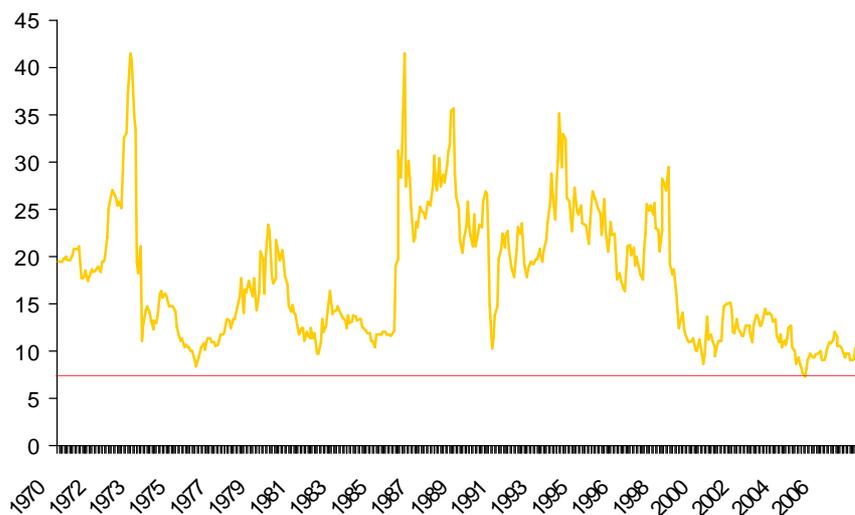
Öl und Gold korrelieren stark positiv. Beide Rohstoffe werden in US-Dollar gehandelt und steigen tendenziell an, wenn der Dollar gegen die wichtigsten Währungen schwächer tendiert. Zudem ist Öl einer der wichtigsten Indikatoren für die Inflation und somit in weiterer Folge auch für den Goldmarkt. Zudem kann das Argument wonach die Produktionsspitze des Erdöls erreicht ist bzw. bald erreicht sein wird (Peak Oil), analog auch auf Gold angewandt werden.

Gold ist in der Relation zu Öl aktuell nahe dem Allzeittief, historisch gesehen also extrem günstig. Das aktuelle Gold/Öl Ratio - also das Verhältnis von 1 Unze Gold zu 1 Barrel Rohöl - beträgt knapp 7, der langfristige Durchschnitt liegt bei 17,6. Der Median liegt bei 16,1. Bei einem Spitzenwert des Ratios von mehr als 40 wie 1973 oder 1986 müsste der Goldpreis bei konstantem Ölpreis (USD 100/Barrel) bis auf knapp USD 4.000 steigen. Es ist daher anzunehmen dass Gold in nächster Zeit massiv steigen wird, oder Öl deutlich fällt. Möglich wäre allerdings auch ein langfristiges Ansteigen beider Werte mit einer Outperformance zugunsten von Gold. Auch wenn diese Verhältnisse auf den ersten Blick nicht nachvollziehbar klingen, so geben Ratios jedoch Auskunft was in einem historischen Kontext möglich ist.

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.

Ratio-Analyse

Gold/Öl Ratio

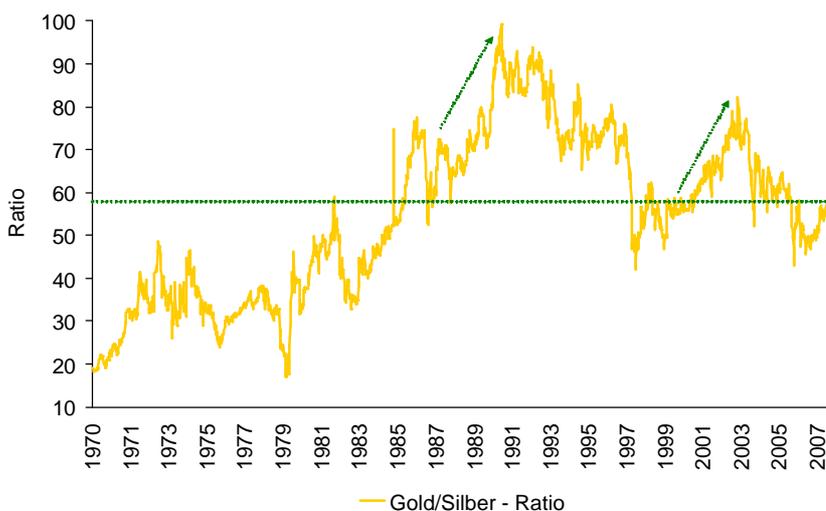


Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Gold/Silber - Ratio

Das Verhältnis gibt an wie viele Unzen Silber für eine Unze Gold gekauft werden können. Dies gilt als zuverlässiger Indikator für die Überhitzung bzw. Unterkühlung der Dollarpreise beider Edelmetalle. Aktuell liegt das Ratio bei 53. Betrag der Mittelwert bis 1990 noch 45, so liegt er seit 1990 bei 67. In 2007 lag der Durchschnitt bei 51. Im Hoch des letzten Gold/Silber-Booms 1980 lag das Verhältnis bei 17. In den Phasen von 1970 bis 1991 sowie 1999-2003 war das Ratio zudem ein exzellenter Indikator für den Aktienmarkt. Ein Überschreiten der Marke von 58 gilt als Vorlaufindikator für schwache Aktienmärkte sowie ausgeprägte relative Stärke von Edelmetallen.

Gold/Silber - Ratio



Quelle: Bloomberg, Datastream, eigene Berechnungen

Ratio-Analyse

Gold/HUI (Amex Gold Bugs Index) - Ratio

Das Verhältnis zwischen Goldpreis und dem Amex Gold Bugs Index (HUI) liegt aktuell bei 2,1. Es zeigt die relative Performance von Gold im Vergleich zu den ungehedgten Aktien aus dem Amex Gold Bugs Index. Zwar ist der Index 2005 kurzfristig aus einer langen und zermürenden Seitwärtsbewegung ausgebrochen, konnte jedoch keine nachhaltige relative Stärke zum Gold aufbauen. Der Seitwärtstrend zeigt also an dass Goldminen-Aktien im Vergleich zu Gold keine Out-performance zeigen und seit 2003 mehr oder weniger im Einklang mit dem Goldpreis performen. Der Durchschnitt des Ratios liegt bei 2,94, im Median liegt das Ratio bei 2,4.

Gold HUI Ratio



Quelle: Bloomberg, Datastream, eigene Berechnungen

Fazit Ratios:

Der langfristige Vergleich von Gold und anderen Investments zeichnet ein langfristig positives Szenario. Insbesondere der langfristige Vergleich mit dem Dow Jones sowie dem Ölpreis zeigen die historisch nach wie vor attraktive Bewertung des gelben Edelmetalls.

Goldminenaktien

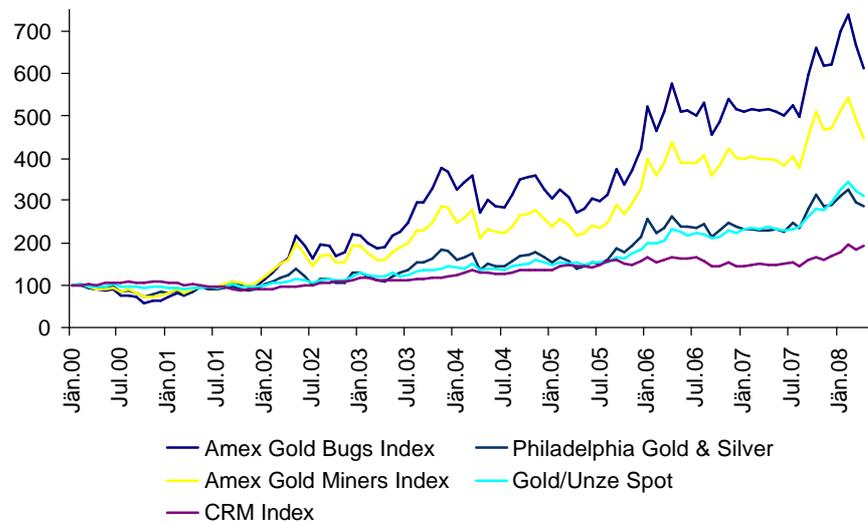
Goldminenaktien mit geringen Kapitalisierungen

Der Sektor der Goldminenaktien ist vergleichsweise gering kapitalisiert. Die Marktkapitalisierung der 100 größten Goldproduzenten beläuft sich aktuell auf lediglich USD 239 Mrd., dies entspricht in etwa 5 % der Marktkapitalisierung des Dow Jones Industrial. Allein Exxon Mobil (USD 488 Mrd) wird aktuell mit mehr als der doppelten Kapitalisierung bewertet. Die Kapitalisierung der 10 größten Goldaktien beträgt aktuell lediglich 30 % von General Electric bzw. 40 % von BP.

Benchmarkindizes Amex Gold Bugs, Philadelphia Gold & Silver und Amex Gold Miners

Die Benchmarks im Bereich der Goldminenaktien sind der Philadelphia Gold & Silver Index (XAU), Amex Gold Miners und der Amex Gold Bugs Index. Nachfolgend eine Performanceübersicht der verschiedenen Indizes seit Beginn des Bullenmarktes:

Performance Goldindizes



Quelle: Datastream

Amex Gold Bugs Index:

Aus Diversifikationsgründen interessant ist insbesondere ein Investment in den Amex Gold Bugs Index (ein Akronym für Basket of Unhedged Gold Stocks, als "Gold Bugs" bezeichnet man jedoch auch obsessive Verfechter des Goldstandards) der die bedeutendsten ungehedgten Gold- und Silberminerwerte enthält. Dies bedeutet, dass die Gesellschaften ihre zukünftige Goldproduktion maximal 1,5 Jahre auf Termin verkauft haben und somit überproportional am steigenden (aber auch fallenden) Goldpreis partizipieren. Die im Index gelisteten Unternehmen fördern ca. 25 % der weltweiten Goldproduktion. Aktien von Goldproduzenten partizipieren überproportional am Goldpreis. Dies lässt sich mit den Lagerbeständen erklären, die dadurch auf- bzw. abgewertet werden. Je größer der Anteil an auf Termin verkauften Produktion ist, desto geringer ist der Hebeleffekt. Schwergewichte des 15 Werte umfassenden Index sind die Aktien von Goldcorp, Barrick und Newmont Mining.

Goldminenaktien

Zusammensetzung Amex Gold Bugs Index

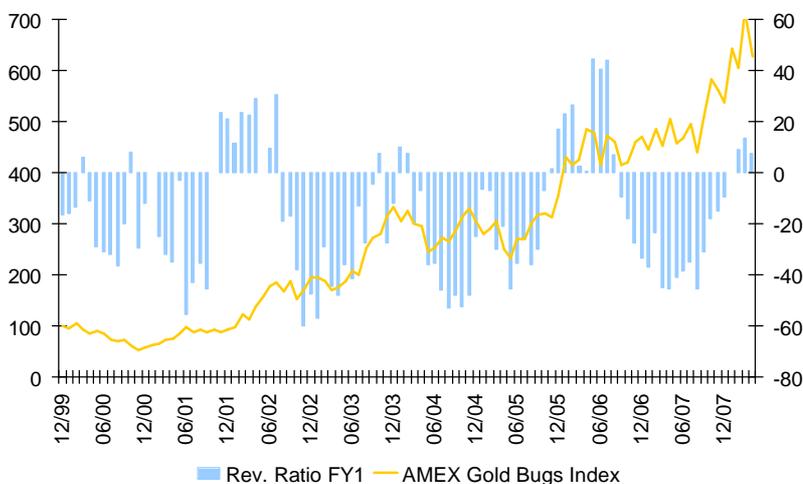
Amex Gold Bugs Index (HUI)	Subsector	Country	M.Cap. in USD mn	Weighting Index %
CA3809564097	Goldcorp Inc	CANADA	28.850	15,83
CA0679011084	Barrick Gold Corp	CANADA	38.392	15,29
US6516391066	New mont Mining Corp	UNITED STATES	21.096	9,84
GB00B01C3S32	Randgold Resources Ltd	JERSEY	4.046	5,84
CA2849021035	Eldorado Gold Corp	CANADA	2.522	5,46
US4227041062	Hecla Mining Co	UNITED STATES	1.444	5,35
CA4969024047	Kinross Gold Corp	CANADA	14.381	5,26
CA0084741085	Agnico-Eagle Mines Ltd	CANADA	9.895	4,99
CA4509131088	Iamgold Corp	CANADA	2.216	4,99
CA6664161024	Northgate Minerals Corp	CANADA	839	4,86
US1921081089	Coeur d'Alene Mines Corp	UNITED STATES	2.165	4,72
ZAE000015228	Harmony Gold Mining Co Ltd	SOUTH AFRICA	4.633	4,70
ZAE000018123	Gold Fields Ltd	SOUTH AFRICA	9.044	4,53
CA98462Y1007	Yamana Gold Inc	CANADA	9.739	4,45
CA38119T1049	Golden Star Resources Ltd	UNITED STATES	815	3,901
			150.076	100,00

Quelle: JCF, eigene Recherchen

Zuletzt deutlich positive Revision-Ratios:

In den letzten 3 Monaten war wieder ein positiver Überhang an Gewinnrevisionen abzulesen. Dies bedeutet dass die Gewinnschätzungen von mehr Analysten nach oben als nach unten angepasst wurden. Diese Saisonalität hat sich in den letzten Jahren beinahe immer gezeigt. Ebenso positives Momentum zeigten zuletzt auch die Umsatzrevisionen, aber auch die Prognosen der Margenentwicklung.

Revision Ratio HUI



Quelle: JCF, eigene Recherchen

Goldminenaktien

Philadelphia Gold & Silver Index:

Der älteste und vermutlich bekannteste nordamerikanische Minenindex ist der Philadelphia Gold and Silver Index, auch unter seinem Kürzel "XAU-Index" bekannt. Er umfasst die 16 wichtigsten gehedgten und ungehedgten Gold und Silberaktien und wurde 1979 bei einem Stand von 100 Punkten eingeführt.

Aufgrund der De-Hedging Programme der letzten Jahre hat sich jedoch auch die Zusammensetzung der Indizes angeglichen. So war zB. Barrick Gold lange Zeit nicht im Amex Gold Bugs Index enthalten, nach Auflösung des Hedge-Buches liegt die Gewichtung im HUI nun bei 16,7 % und im XAU bei 21 %. Die Deckungsgleichheit im HUI, XAU und FTSE Gold Mines Index beläuft sich nun auf mehr als 53 %.

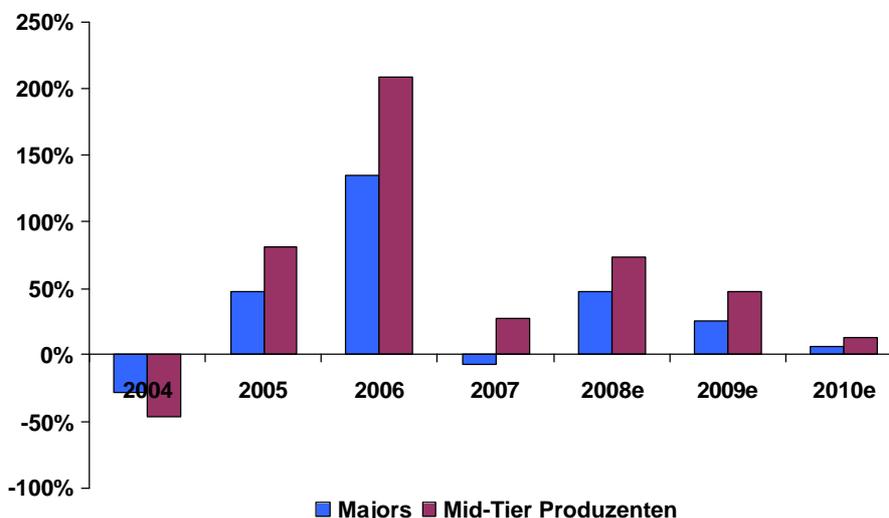
Zusammensetzung Philadelphia Gold & Silver

Philadelphia Stock Exchange Gold & Silver (XAU)	Subsector	Country	M.Cap. in USD mn	Weighting Index %	
US35671D5014	Freeport-McMoRan Copper & Gold Inc	Diversified Metals & Mining	UNITED STATES	40.964	20,28
CA0679011084	Barrick Gold Corp	Gold	CANADA	38.392	18,99
CA3809564097	Goldcorp Inc	Gold	CANADA	28.880	14,22
US6516391066	Newmont Mining Corp	Gold	UNITED STATES	21.096	10,45
CA4969024047	Kinross Gold Corp	Gold	CANADA	14.381	7,11
ZAE000043485	AngloGold Ashanti Ltd	Gold	SOUTH AFRICA	10.007	4,95
CA0084741085	Agnico-Eagle Mines Ltd	Gold	CANADA	9.895	4,89
CA98462Y1007	Yamana Gold Inc	Gold	CANADA	9.739	4,52
ZAE000018123	Gold Fields Ltd	Gold	SOUTH AFRICA	9.044	4,48
ZAE000015228	Harmony Gold Mining Co Ltd	Gold	SOUTH AFRICA	4.633	2,29
GB00B01C3S32	Randgold Resources Ltd	Gold	JERSEY	4.046	2,00
CA8283361076	Silver Wheaton Corp	Precious Metals & Minerals	CANADA	3.676	1,82
CA6979001089	PAN American Silver Corp	Precious Metals & Minerals	CANADA	3.173	1,50
US1921081089	Coeur d'Alene Mines Corp	Precious Metals & Minerals	UNITED STATES	2.165	1,07
CA82823L1067	Silver Standard Resources Inc	Precious Metals & Minerals	CANADA	1.958	0,97
US7802871084	Royal Gold Inc	Gold	UNITED STATES	942	0,47
			202.989	100,00	

Quelle: JFC, eigene Recherchen

Bei vielen Unternehmen werden zwar steigende Reserven ausgewiesen, dies liegt allerdings oft an der gesunkenen Produktion. So wies Barrick Gold beispielsweise in der Zeit von 2001 bis 2004 einen Produktionsrückgang von 19 % aus, die bestätigten Reserven stiegen um 8 %. Daraus ergab sich eine gestiegene Lebensdauer der Reserven von 13,4 auf 18 Jahre innerhalb von 3 Jahren.

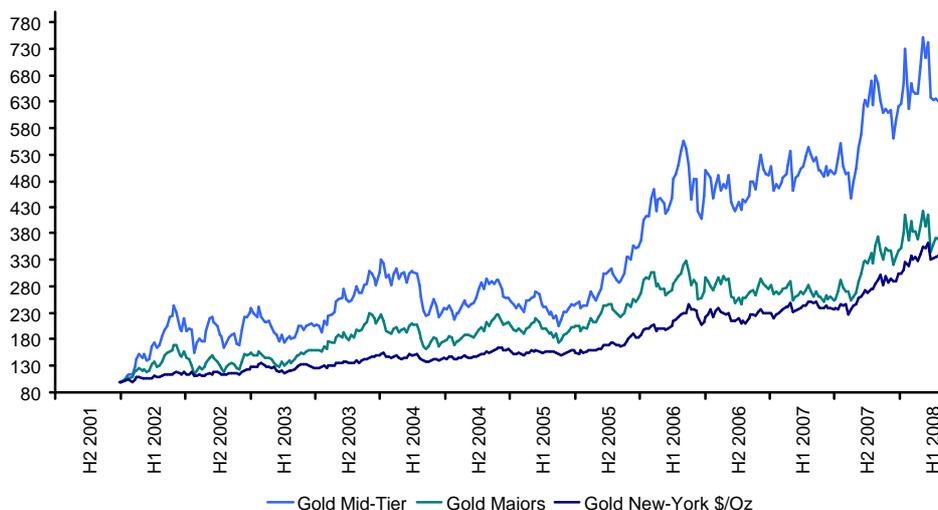
Gewinnwachstum Majors vs. Mid-Tier



Quelle: JFC, eigene Recherchen

Goldminenaktien

Performance MidTier vs. Majors



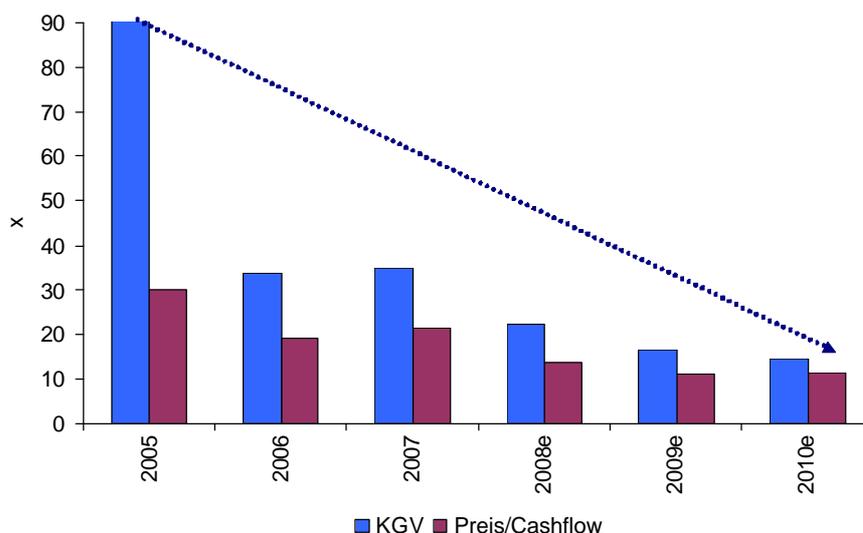
Quelle: Datastream, JCF

Amex Gold Miners Index

Der Index enthält insgesamt 34 internationale Gold- und Silberproduzenten die eine Marktkapitalisierung von mindestens USD 100 Mio. aufweisen. Barrick (9,19 %), Goldcorp (8,77 %), Anglogold Ashanti (6,66 %) und Newmont Mining (6,63 %) sind am stärksten gewichtet. Im Gegensatz zu Amex Gold Bugs und Philadelphia Gold & Silver sind auch zahlreiche Mid-Tier Produzenten inkludiert.

Nachfolgend einige Kennzahlen des Index':

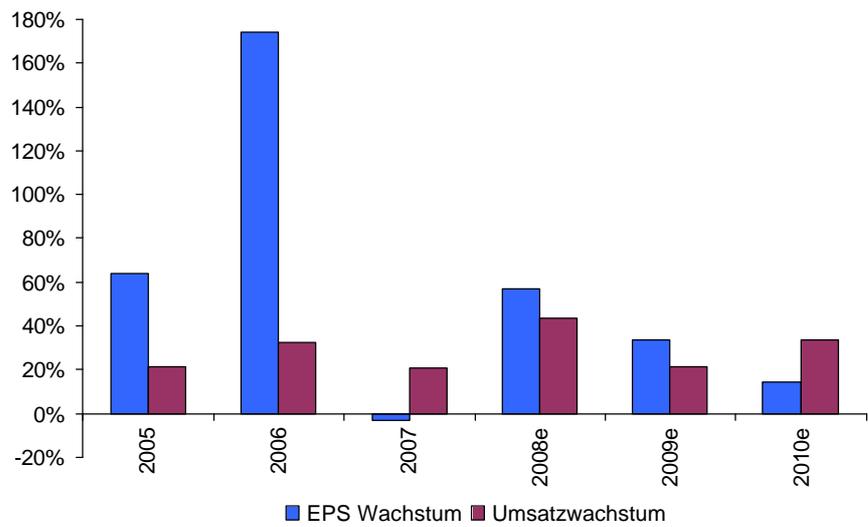
Bewertung Amex Gold Miners Index



Quelle: JCF, eigene Berechnungen

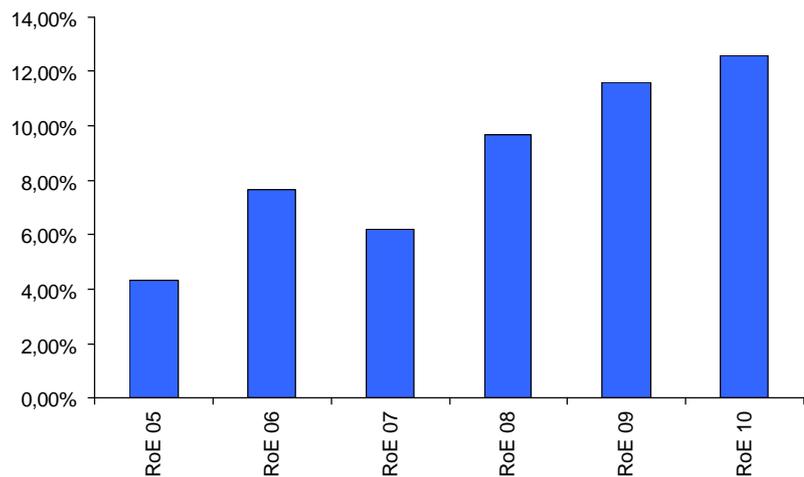
Goldminenaktien

WachstumsKennzahlen Amex Gold Miners Index



Quelle: JCF, Datastream

Eigenkapitalrentabilität Amex Gold Miners Index



Quelle: JCF, Datastream

Auswahlkriterien bei Goldaktien

Die zentralen Faktoren bzw. Auswahlkriterien bei Goldaktien sind:

- Reservenwachstum
- Cash-Costs/Unze
- Produktionswachstum
- Cash Flow
- Management
- Infrastruktur
- Politisches Risiko

Im Mittelpunkt der Bewertung von Goldaktien stehen die ausgewiesenen Reserven bzw. Ressourcen. Grundsätzlich sind dies Mengenangaben über Erzvorkommen im Erdreich. Die Unterscheidung dieser beiden Begriffe ist von immanenter Bedeutung, nachdem erfolgreiche Exploration noch lange keine sichere Produktion bedeutet.

Ressource:

- Das tatsächliche Vorkommen sowie dessen Reinheitsgehalt und Qualität
- Ressourcen sind zwar geologisch nachgewiesen, deren wirtschaftliche Abbaubarkeit jedoch nicht

Ressourcen werden wiederum untergliedert in:

a) Inferred resources (vermutet/abgeleitet):

- Grobe Schätzung aufgrund von Stichproben bzw. von Messdaten der Geophysik oder Geochemie
- Inferred resources dürfen nicht für Machbarkeitsstudien verwendet werden

b) Indicated resources (angedeutet):

- Status nachdem weitere Bohrungen durchgeführt wurden

c) Measured (berechnet):

- Dies stellt den fortgeschrittensten Schritt der Exploration dar

Die Transformation einer Ressource in eine Reserve kann nur anhand von indicated- bzw. measured-Status erfolgen. Nach einer eingehenden Prüfung (genaue Abbaumethoden, metallurgische Prozesse, Umweltverträglichkeit, Sicherheitsvorkehrungen etc.) und der Bestätigung der Wirtschaftlichkeit (vorläufige Machbarkeitsstudie) kann nun prognostiziert werden, ob die Lagerstätte profitabel abgebaut werden kann. Sollte dies gewährleistet sein, spricht man von einer Reserve.

Reserve:

Der Anteil an der Ressource, der unter den gegebenen Voraussetzungen (rentabel) abbaubar ist. Im Standardwerk der jeweiligen Behörde wird detailliert erläutert wie die Machbarkeitsstudien zu erfolgen hat und welche Lagerstätten rentabel förderbar sind. Reserven sind somit eine Teilmenge von Ressourcen.

Reserven werden untergliedert in:

a) Proven reserves:

- Vorkommen die im aktuellen Preismfeld und mit Hilfe der technischen Voraussetzungen sehr wahrscheinlich abgebaut werden können
- Als Faustregel sollten so viele Daten vorhanden sein, dass die Fehlergrenze nicht mehr als ca. 10 % beträgt und eine Aussagewahrscheinlichkeit von 80 % vorliegt
- Je spärlicher die Daten sind, die man zur Verfügung hat, desto höher ist die Fehlergrenze und desto kleiner die Aussagesicherheit

b) Probable reserves:

- Vorkommen die im aktuellen Umfeld mit einer Wahrscheinlichkeit von 50 % abgebaut werden
- Die Lagerstätte ist nur lückenhaft bekannt, es besteht jedoch eine Verbindung zu einer sicheren Reserve

c) Possible reserves:

- Vorkommen die zu einer Wahrscheinlichkeit von lediglich 10 % abgebaut werden können

d) Undiscovered reserves:

- Aufgrund von Vergleichen mit der Geologie ähnlicher Lagerstätten kann eine Mineralisierung vermutet werden

Hier sollte somit ganz klar differenziert werden, nachdem die Reserven oft deutlich unter den Ressourcen liegen. Die Vergleichbarkeit dieser Kennzahlen wird von exakt definierten nationalen Standards (zB. JORC Code in Australien, SAMREC Code in Südafrika) gewährleistet.

Eine weitere wichtige Kennzahl stellen die **Cash-Costs je Unze** dar. Dieser Indikator beinhaltet die gesamten Förderkosten (inkl. Transport und administrativer Ausgaben, exkl. Förderzinsen, Produktionssteuern, Abschreibungen, Rekultivierung, Verwaltungskosten auf Konzernebene, Kapitalkosten und Explorationsausgaben) pro geförderter Unze Gold. Die **Total production Costs** beinhalten zudem Produktionssteuern, Amortisation sowie die Rekultivierung.

Nachfolgend eine Übersicht der größten 15 Goldproduzenten und deren Bewertung:

Goldminenaktien

Übersicht Bewertung Goldminenaktien

	Isin Code	Market Capitalization in Mio. USD	Proven + Probable Reserve (Mio. Unzen)	Cash Costs/Unze 2008e	P/E 08	P/E 09	Price/Book 08	EPS % Change 08	EPS % Change 09
Barrick Gold	CA0679011084	36.918	129,20	415	17,4 x	15,9 x	2,2 x	22,6%	9,0%
Goldcorp	CA3809564097	30.574	43,38	250	42,0 x	34,8 x	2,2 x	93,9%	20,8%
Newmont Mining Corp.	US6516391066	23.974	86,50	450	20,8 x	16,6 x	2,7 x	86,2%	25,2%
Kinross Gold	CA4969024047	13.151	46,60	395	32,6 x	18,6 x	2,5 x	77,2%	75,4%
Anglogold Ashanti Ltd.	ZAE000043485	11.066	73,10	460	90,3 x	21,3 x	4,1 x	-51,9%	324,0%
Agnico Eagle Mines Ltd.	CA0084741085	10.505	16,70	50	74,6 x	46,3 x	4,8 x	-5,8%	61,2%
Gold Fields	ZAE000018123	9.154	89,80	507	11,9 x	12,3 x	1,6 x	93,4%	-3,0%
Yamana Gold Inc	CA98462Y1007	9.996	17,90	290	18,7 x	16,5 x	1,8 x	53,6%	13,1%
Compania De Minas Buenav	PEP612001003	9.087	13,29	306	15,3 x	12,9 x	4,9 x	44,4%	18,4%
Lihir Gold Ltd	PG0008974597	6.054	23,60	350	26,0 x	18,2 x	2,5 x	80,0%	42,7%
Harmony Gold Mining	ZAE000015228	5.099	53,60	609	15,2 x	10,4 x	1,5 x	508,7%	46,4%
Randgold Resources Ltd.	GB00B01C3S32	3.571	8,53	440	41,6 x	37,5 x	2,8 x	87,6%	11,1%
Centerra Gold Inc	CA1520061021	2.218	7,00	400	10,8 x	8,3 x	2,3 x	427,5%	30,2%
Eldorado Gold Corp.	CA2849021035	2.722	7,65	246	26,3 x	18,4 x	4,3 x	200,0%	43,3%
IAMGOLD Corp.	CA4509131088	1.930	2,58	470	13,9 x	13,6 x	1,0 x	135,0%	2,1%
MEDIAN		7.571	17,30	398	22,4 x	17,4 x	2,5 x	83,8%	36,5%

Quelle: JCF, Firmendaten, Bloomberg, <http://www.caseyresearch.com/?ppref=CSR000EM0508A>

Weitere Konsolidierungstendenzen im Goldminensektor

Branchenkonsolidierung wird sich aufgrund zahlreicher Faktoren fortsetzen

Aufgrund der strukturellen Probleme in der Rohstoffindustrie werden die Konsolidierungstendenzen weiter anhalten. Davon werden in erster Linie Explorations- sowie Mid-Tier-Produzenten profitieren. Analog zum Bereich der Basismetalle (Rio Tinto/BHP Billiton) könnte aber auch im Goldsektor ein Zusammenschluss zweier Majors erfolgen.

Folgende Faktoren sprechen für eine weitere Übernahmewelle:

- Die großen Minentitel haben nach Rückkauf ihrer Hedge-Positionen wieder finanziellen Spielraum, stehen jedoch vor dem Problem geringerer Ressourcenauffüllung.
- Eine beschränkte Anzahl an qualifizierten Arbeitskräften
- Wunsch nach regionaler Diversifizierung
- Stark gestiegene Explorationskosten sollen durch Skaleneffekte gemildert werden.
- Der Drang zur Größe ist kein Selbstzweck: 1998 kostete der Bau einer Untertagmine etwa USD 100 Mio., mittlerweile betragen die Kosten bis zu 1 Mrd.
- Während die Top 10 Produzenten 1996 noch 25 % der Gesamtproduktion ausmachten, belief sich der Anteil an der Gesamtproduktion 2006 bereits auf 44 %. Die Top 5 der Branche waren für 33 % der gesamten Produktion zuständig.

Goldminenaktien

Laut einer Studie von PricewaterhouseCoopers stieg die Anzahl der Übernahmen im Minensektor 2007 um 69 %. Das gesamte Transaktionsvolumen lag bei USD 158 Mrd., ein Plus von 189 % gegenüber dem Vorjahreszeitraum. In Nordamerika hat sich die Anzahl der Transaktionen von 310 auf 695 mehr als verdoppelt, gerade im Bereich der Junior- sowie Near Term Produzenten wurden zahlreiche Übernahmen und Fusionen abgeschlossen. In Asien (+ 72 %) Afrika (+ 81 %) und Südamerika (+ 51 %) stieg das Dealvolumen auch stark. Die Übernahmeziele kamen zu 32 % aus China, gefolgt von Australien (22 %).

Anbei eine Übersicht der größten Transaktion im Rohstoffsegment in 2007:

Target Name	Acquirer Name	Seller Name	Announced Total Value (mil.)
MERIDIAN GOLD INC	YAMANA GOLD INC		3427.01
CORTEZ JOINT VENTURE	BARRICK GOLD CORP	RIO TINTO PLC	1695.00
ROYALTY & NON-CORE ASSETS	FRANCO-NEVADA CORP	NEWMONT MINING CORP	1300.00
MIRAMAR MINING CORP	NEWMONT MINING CORP		1269.93
WESTERN AREAS LTD	GOLD FIELDS LTD		1221.50
ELAND PLATINUM HOLDINGS LTD	XSTRATA PLC		987.44
ARIZONA STAR RESOURCE CORP	BARRICK GOLD CORP		793.38
RIO NARCEA GOLD MINES LTD	LUNDIN MINING CORP		776.77
BOLNISI GOLD NL	COEUR D'ALENE MINES CORP		764.25
WITS BASIN PRECIOUS MINERALS	EASYKNIT ENTERPRISES HOLDING		601.29
CUMBERLAND RESOURCES LTD	AGNICO-EAGLE MINES		524.58
VENEZUELAN ASSETS	RUSORO MINING LTD	GOLD FIELDS LTD	506.56
MULTIPLE TARGETS	ANOORAQ RESOURCES CORP	ANGLO PLATINUM LTD	499.37
PENASQUITO SILVER MINE	SILVER WHEATON CORP	GOLDCORP INC	485.00
GRD LTD	TRANSFIELD SERVICES LIMITED		432.17
PALMAREJO SILVER AND GOLD CO	COEUR D'ALENE MINES CORP		409.36
HERALD RESOURCES LIMITED	Tango Mining Pte Ltd		368.09
AGINCOURT RESOURCES LTD	OXIANA LTD		323.15
HERALD RESOURCES LIMITED	BUMI RESOURCES TBK PT		321.61
PEAK MINES LTD	PEAK GOLD LTD	GOLDCORP INC	293.74
EURASIA GOLD INC	KAZAKHMYS PLC		260.45
PORGERA GOLD MINE	BARRICK GOLD CORP	EMPEROR MINES LIMITED	250.00
TASIAST GOLD MINE	RED BACK MINING INC	LUNDIN MINING CORP	225.00
ESSAKANE PROJECT	OREZONE RESOURCES INC	GOLD FIELDS LTD	224.41
BALLARAT GOLDFIELDS NL	LIHIR GOLD LTD		219.49
PERSEVERANCE CORPORATION LTD	NORTHGATE MINERALS CORP		212.10

Quelle: Zephyr Database, eigene Recherchen

Zuletzt bot Lihir Gold USD 1 Milliarde für die Übernahme des kleineren westafrikanischen Konkurrenten Equigold, deren Cash-Kosten/Unze bei lediglich USD 330 liegen. New Gold meldete den Zusammenschluß mit Metallica Resources und Peak Gold, die China Gold Group stieg bei der kanadischen Jinshan Mines ein. Laut Peter Munk, CEO des Branchenprimus Barrick Gold, würden Unternehmen mit nachgewiesenen Reserven von zumindest 2 Millionen Unzen am "Speiseplan" der Majors stehen.

Die Misere der großen Goldproduzenten belegen auch nachfolgende Produktionszahlen der größten 10 Goldförderer. So produzierten 6 der größten 10 Unternehmen 2007 weniger Unzen Gold als noch in 2004. Auch dies ist ein Grund für die zu erwartende Branchenkonsolidierung.

Goldminenaktien

Jährliche Minenproduktion in Tausend Unzen

# COMPANY	2004	2005	2006	2007
1 Barrick Gold	8610	9095	8647	8056
2 AngloGold Ashanti	6407	6166	5634	5473
3 Newmont Mining	6989	6966	5871	5285
4 Gold Fields	4469	4411	4183	3965
5 Goldcorp	1361	1581	2125	2293
6 Freeport McMoRan	1441	2792	1737	2211
7 Harmony Gold	3428	2590	2344	1905
8 Newcrest	868	1427	1534	1758
9 Kinross Gold	1846	1866	1822	1627
10 Zijin Mining	420	496	1584	na

Quelle: Firmendaten, Bloomberg

Fazit:

Wir erwarten somit dass sich die Branchenkonsolidierung in 2008 fortsetzt und rechnen mit noch aktiverer Übernahmetätigkeit als in den Vorjahren. Die interessantesten Übernahmekandidaten sollten mittelgroße Produzenten bzw. Explorer, die in absehbarer Zukunft in Produktion gehen, sein.

Technische Analyse des Goldsektors

Saisonalität:

Weihnachtsfest und Indische "Wedding Season" als Ursachen für ausgeprägte 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.

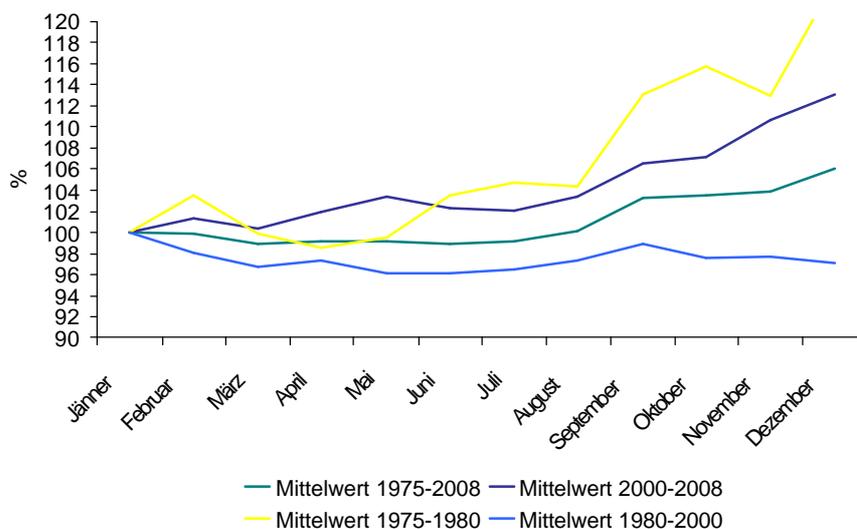
Verteilung der Höchst- und Tiefstände seit 1980

Monat	High	Low
Jänner	6,84	5,64
Februar	12,43	12,89
März	11,4	11,96
April	9,12	6,78
Mai	4,6	6,98
Juni	9,18	9,88
Juli	10,32	9,71
August	9,3	11,87
September	8,62	5,74
Oktober	5,8	5,84
November	2,34	6,78
Dezember	10,05	5,93
Summe	100	100

Quelle: Bloomberg, JCF, eigene Berechnungen

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.

Saisonalität Jahresbasis

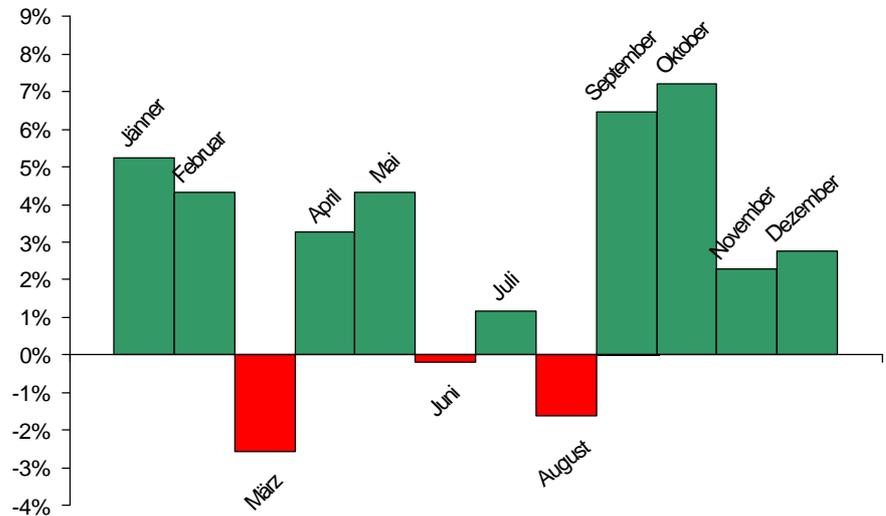


Quelle: JCF, Datastream, eigene Berechnungen

Technische Analyse des Goldsektors

Nachfolgender Chart zeigt die durchschnittlichen monatlichen Veränderungen des Goldpreises seit 1992:

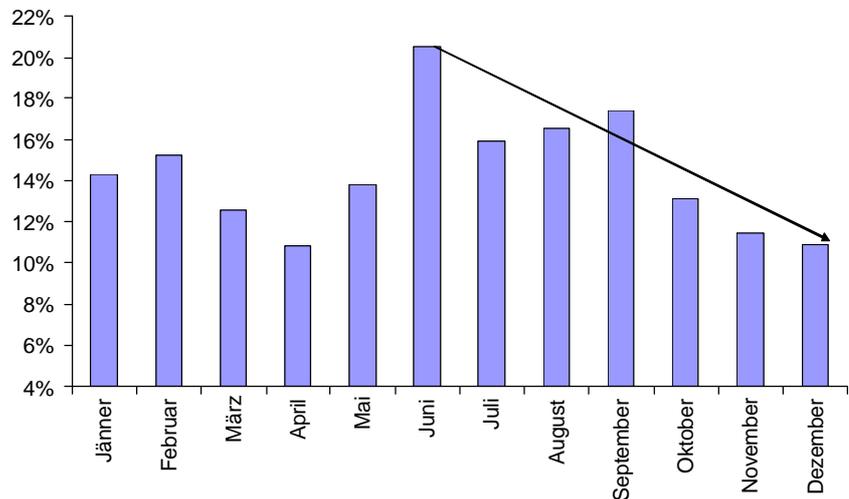
Durchschnittliche monatliche Preisveränderung seit 1992 in %



Quelle: JCF, Datastream, eigene Berechnungen

Nachfolgender Chart zeigt die durchschnittliche monatliche Volatilität des Goldpreises seit 1992. Klar zu erkennen dass die Schwankungsbreite im Juni ihren Höhepunkt erreicht und von da an sinkt:

Durchschnittliche monatliche Volatilität seit 1992



Quelle: JCF, Datastream, eigene Berechnungen

Das saisonale Muster hat sich im März des heurigen Jahres erneut bestätigt. Ab Mitte des Monats hat sich der Kurs deutlich vom Allzeithoch bei USD 1.030 entfernt, im April setzte eine vorübergehende Erholung ein, die jedoch zu wenig Substanz hatte. Sollte sich die ausgeprägte Saisonalität des Goldpreises heuer weiter bestätigen, so erscheinen Käufe Ende Juni bzw. im Laufe des Augusts opportun.

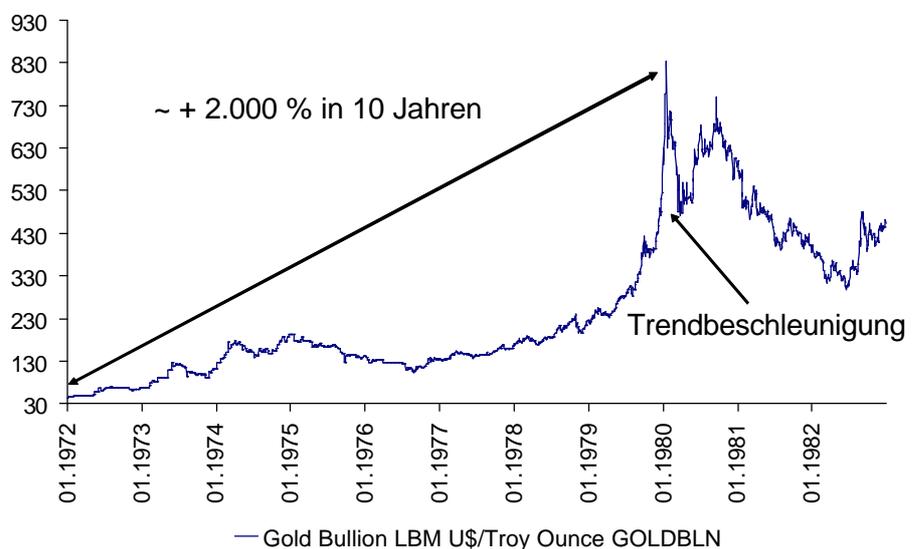
Technische Analyse des Goldsektors

Vergleich der aktuellen Korrektur mit dem Ende des Bullenmarktes 1980

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

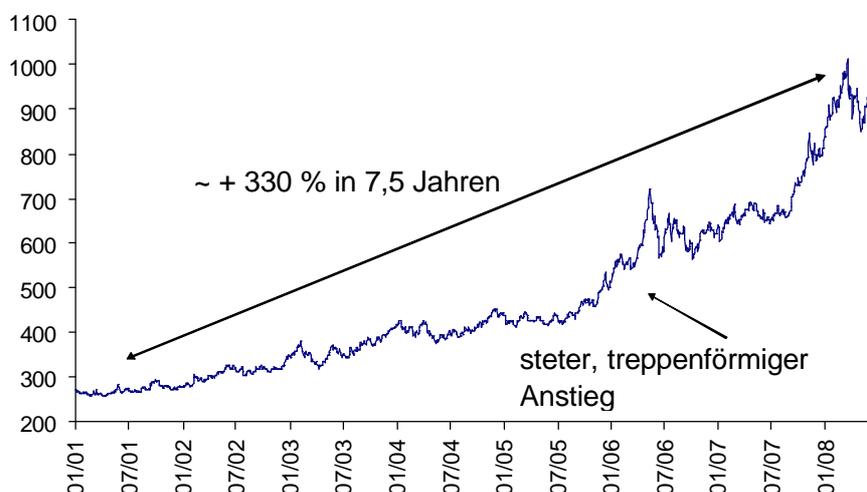
Anders als 1980 haben wir seit der Jahrtausendwende jedoch einen steten, treppenförmigen Anstieg erlebt, was für einen bleibenden Paradigmenwechsel spricht. 1980 war der Anstieg in erster Linie spekulativer Natur, heute wird er von wesentlich unterschiedlicheren und zahlreicheren Marktteilnehmern getragen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

Gold Bullion LBM U\$/Troy Ounce 1972 - 1982



Quelle: Datastream

Gold Bullion LBM U\$/Troy Ounce 2001-2008

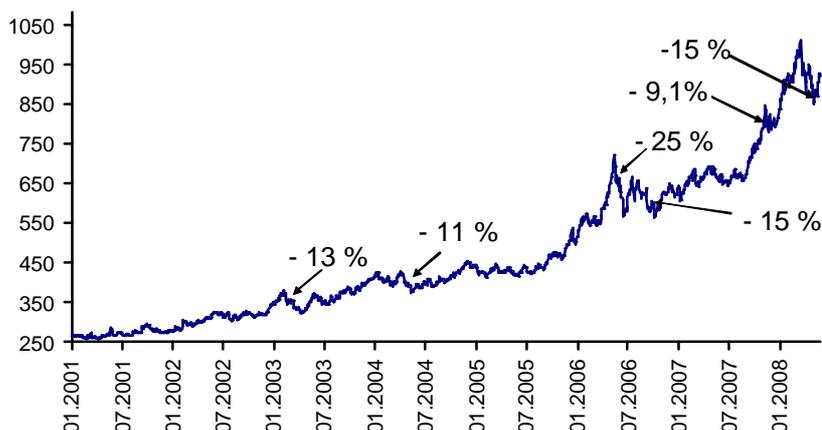


Quelle: Datastream

Technische Analyse des Goldsektors

Sieht man sich den Kursverlauf seit Anfang des Bullenmarktes an, so erkennt man, dass Korrekturen von bis zu 25 % durchaus normal sind. Wir interpretieren den aktuellen Rücksetzer somit als **gesunde Zwischenkorrektur eines intakten Aufwärtstrends**, von einer Trendwende wäre erst ab einem Abfallen unter die Marke von USD 700 zu sprechen.

Korrekturen seit Beginn des Bullenmarktes



Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

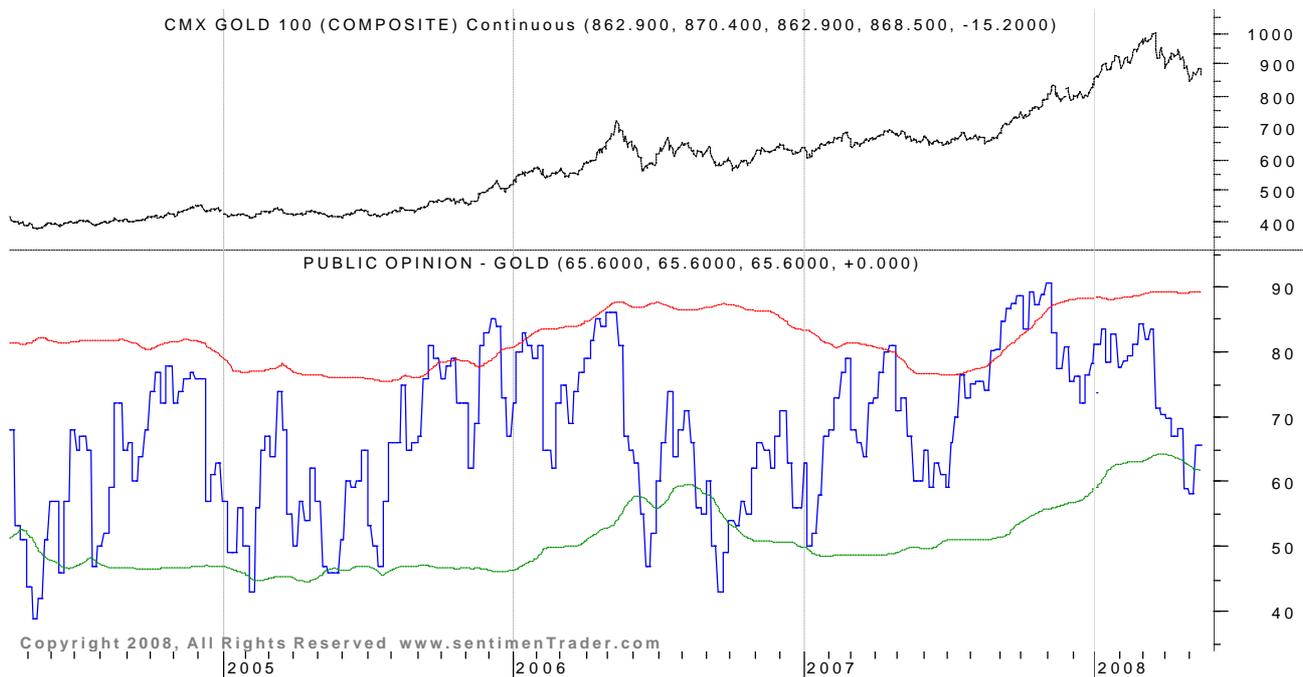
Sentiment

Nach einem 20% igen Anstieg im Jahr 2008, setzte der Goldpreis zu einer dringend nötigen technischen Korrektur an. Zahlreiche Signale im Wochenchart deuteten die Korrektur bereits an. Aufgrund der stark überzogenen Sentiment-Indikatoren war der Rückschlag nur eine Frage der Zeit. So zeigten sich die Marktteilnehmer im sprichwörtlichen Goldrausch, 97% (DSI) bzw. 93% (Market Vane Bullish Consensus) waren bullish positioniert. Auch die Tatsache, dass Gold zuletzt immer häufiger in Massenmedien empfohlen wurde, stellte einen verlässlichen Kontraindikator dar.

Anhand des nachfolgenden Charts lässt sich gut erkennen, dass der Anstieg Ende 2007 bis hin zum Allzeithoch im März von übertrieben positivem Sentiment getrieben war. Nach der Korrektur hat sich das überkaufte Szenario nun deutlich gewandelt, sodass das aktuelle Kursniveau nach unten hin gut abgesichert erscheint.

Technische Analyse des Goldsektors

Sentiment-Analyse



Commitment of Traders (CoT) gibt aufschlußreiche Indikationen

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

2) Large Speculators:

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

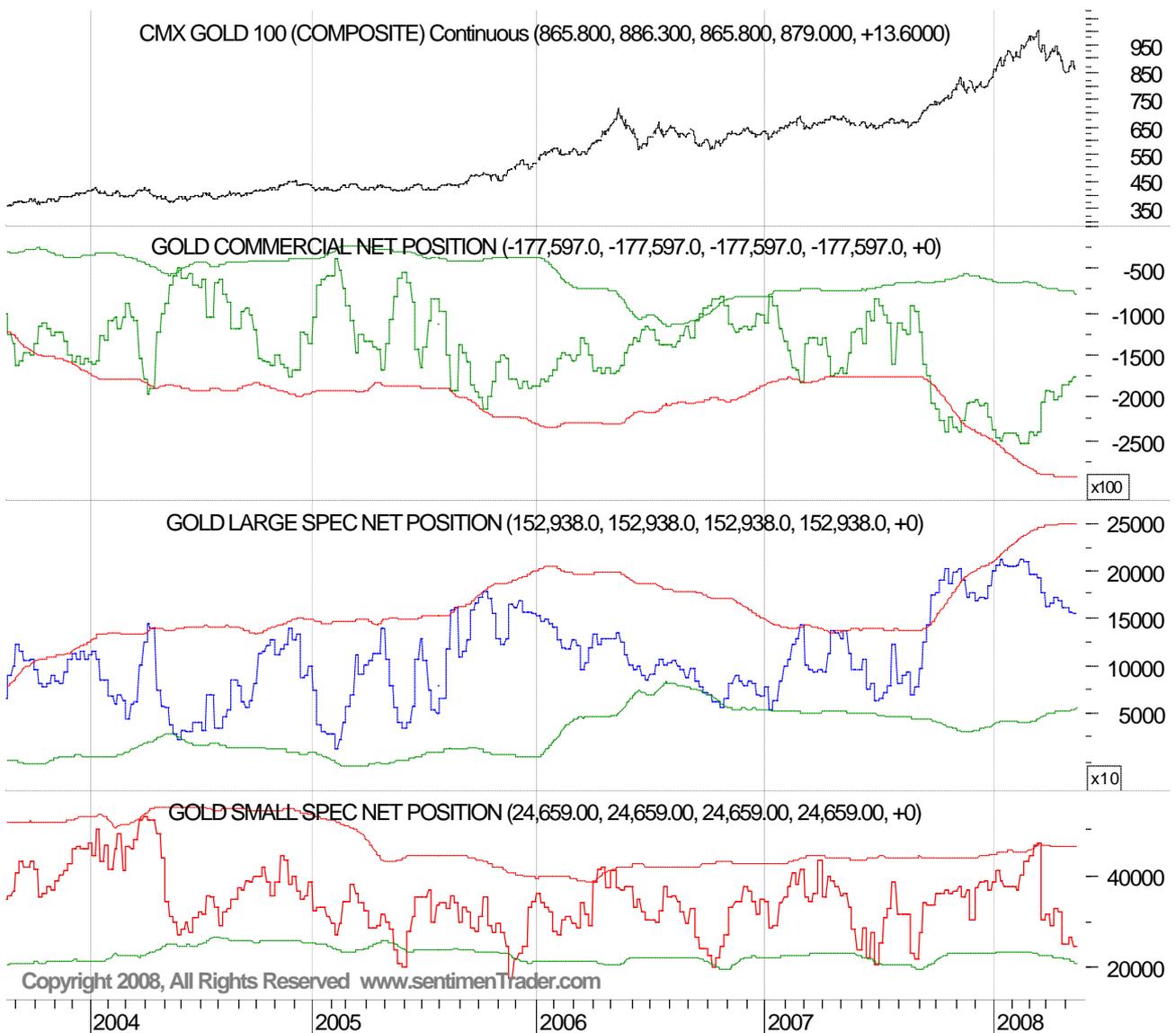
3) Small Speculators:

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

Technische Analyse des Goldsektors

Die Nettoposition errechnet sich indem die ausständigen Short-Kontrakte von den Long-Positionen abgezogen werden. Die roten bzw. grünen Bänder stellen 2 Standardabweichungen des einjährigen Durchschnitts dar. Die absoluten Werte geben zusätzlich verlässliche Signale. Der Nettopositionen der Commercials befanden sich Ende 2007/Anfang 2008 auf einem Mehrjahrestief, was die Korrektur bereits vorangekündigt hat. Nach dem jüngsten Ansteigen dürfte sich hier somit ein guter Boden ausgebildet haben.

COT-Report Nettopositionen



Quelle: www.sentimentrader.com

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.

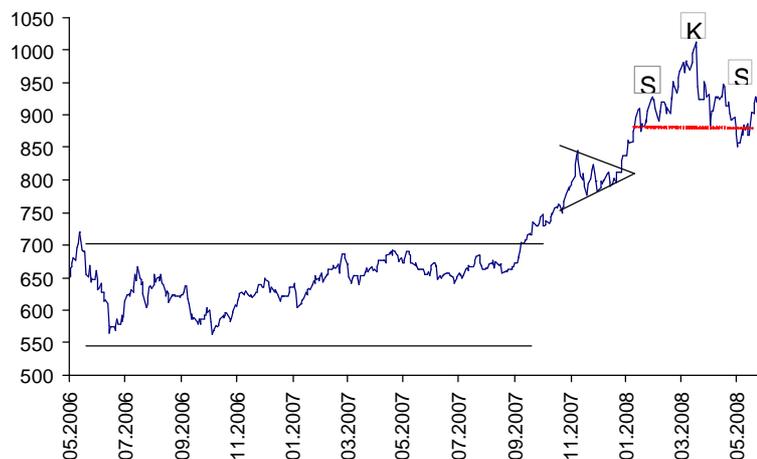
Technische Analyse des Goldsektors

Kurzfristige Betrachtung:

In der kurzfristigen Analyse des Goldcharts erkennt man 3 wichtige Konstellationen. Im September 2007 fand der Ausbruch aus einem knapp 1,5-jährigen Seitwärtstrend statt. Zudem fiel der US-Dollarindex praktisch zeitgleich unter seine massive Unterstützung, was das Kaufsignal bestätigte. Von da an beschleunigte sich die Trenddynamik und gegen Ende des Jahres bildete sich ein symmetrisches Dreieck aus (im wöchentlichen Chart war es eine sogenannte Flagge, die als äußerst verlässliches Fortsetzungsformation gilt), dessen Ausbruch einen weiteren Preisschub auslöste. Der regelkonforme Ausbruch führte zu einer Trenddynamisierung, die ein schnelles Durchbrechen des Allzeithochs bei USD 850 je Unze auslöste. Im Zuge dessen wurde auch die magische Grenze von USD 1.000 geknackt. Runde Zahlen laden häufig zu Verkäufen ein, zudem war das Sentiment klar überzogen. Im Rahmen dieser Korrektur wurden die Unterstützungen bei USD 959 und 937 mit Vehemenz durchbrochen, eine Trendumkehr fand jedoch nicht statt, da sich die massive Unterstützungszone im Bereich des alten Allzeithochs bei USD 850 als fester Boden erwies.

Seit Anfang 2008 hat sich eine Schulter-Kopf-Schulter (S/K/S) Formation gebildet, eine grundsätzlich bearische Formation, deren Ziel bei USD 730 läge. Allerdings erfolgte zuletzt der Rebreak über die sogenannte "Nackelinie", was für eine äußerst feste Trendstärke spricht und ein bullishes Signal bedeutet. Da die Nackelinie im Bereich der massiven Unterstützung bei USD 850 liegt, gehen wir somit tendenziell von einem bullischen Szenario aus. Ein Anstieg über die Marke von USD 950 würde ein starkes Kaufsignal auslösen. Die Fibonacci-Projektionen ergeben kurzfristige Kursziele von USD 1.033 bzw. 1.211 oder im Extremfall 1.398.

Kurzfristiges Chartbild



Quelle: Datastream

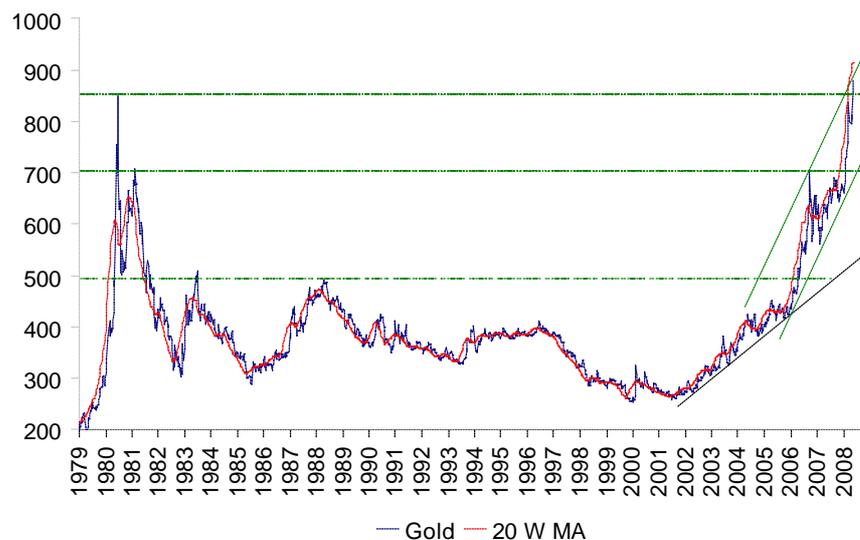
Das Abwärtspotenzial liegt aktuell bei USD 850. Sollte der nachgelagerte Unterstützungsbereich bei USD 833-845 (der zudem durch ein Fibonacci-Level verstärkt wird) durchbrochen werden, hätte die Korrektur ein Ziel von USD 770. Anschließend liegen die Unterstützungen bei USD 730 und bei 710 \$. Zudem gibt es noch einen massiven Support bei 695-700 \$. Selbst eine solche Korrektur würde den seit 2001 übergeordneten Aufwärtstrend nicht gefährden. Erst ein nachhaltiges Unterschreiten dieser Marken wäre ein klares Signal für eine Trendwende und ein Ende der derzeitigen Gold-Hausse.

Technische Analyse des Goldsektors

Langfristige Betrachtung:

Im langfristigen Chartbild lässt sich erkennen, dass Gold erst vor kurzem seinen jahrelangen Bärenmarkt beendet hat. Der Goldpreis befindet sich momentan in einem langfristig etablierten Aufwärtstrend, sowie einem beschleunigten Aufwärtstrend (seit 2006). Eine längere Konsolidierung bzw. Korrektur würde die insgesamt sehr feste technische Situation langfristig sogar weiter verstärken, da sich das überkaufte Szenario abbaut und die Basis für einen neuen Momentum-Schub ausgebildet werden kann.

Goldpreis 1968-2008



Quelle: Datastream

Als nächste Hürde dürfte die Marke von USD 950 Probleme bereiten, anschließend wäre wieder genügend Raum nach oben. In einem solchen bullischen Szenario liegen die Fibonacci-Projektionen bei USD 1.219/1.426/1.816 sowie 2.000.

In einem negativen Szenario wäre ein Abfallen unter die Marke von USD 800 bzw. 790 möglich. Auf Sicht der nächsten Monate könne aber selbst ein Ausloten des Hochs vom Mai 2006 bei 730 US nicht ausgeschlossen werden.

Anhand der folgenden Übersicht lässt sich auch erkennen, dass der aktuelle Bullenmarkt was die Dauer betrifft überdurchschnittlich lange ist, die prozentuale Veränderung jedoch keineswegs überzogen ist. Dies lässt darauf schließen, dass der aktuelle Preisanstieg von wesentlich vielfältigeren Faktoren getrieben wird, der Bullenmarkt somit auf festeren Beinen steht.

Technische Analyse des Goldsektors

Gold-Bullenmärkte im Vergleich

	USD/Unze	USD/Unze	% Veränderung	Dauer in Monaten
August 1971 – Februar 1975	35,4	183,9	419%	42
August 1976 – Jan. 1980	103,2	850	721%	41
Juni 1982 – Februar 1983	297	509,25	71,60%	8
Februar 1985 – Dezember 1987	284,3	499,8	75,80%	34
April 2001 - heute	255,6	926 *	263%	86

* Stand per 26. Mai 2008

Quelle: Datastream, eigene Berechnungen

Fazit und Ausblick

Lücke zwischen Angebot und Nachfrage nur durch Preissteigerungen zu kompensieren

Die Mischung aus Inflation, Dollarschwäche, Ölpreishausse und konjunktureller sowie politischer Unsicherheit bieten einen idealen Nährboden für steigende Goldpreise. Somit schätzen wir das Chance/Risiko-Verhältnis bei Goldinvestments nach wie vor äußerst positiv ein und erwarten mittel- und langfristig deutlich höhere Preisniveaus. Das Abwärtsrisiko hat sich jedoch seit Veröffentlichung des letzten Reports erhöht.

Säkulärer Bullenmarkt weiterhin intakt, Chancen überwiegen Risiken

Trotz der jüngsten Korrektur befindet sich das gelbe Edelmetall weiterhin in einem säkulären Bullenmarkt. An den positiven fundamentalen Aussichten wird sich im laufenden Jahr 2008 und darüber hinaus vermutlich wenig ändern.

Der Goldpreis wird aber ganz klar von zwei Parametern getrieben:

a) vom Zustand der Finanzmärkte und damit verbunden dem Zinsniveau, Inflationserwartungen sowie Währungen

sowie

b) dem Zustand der Realwirtschaft und damit verbunden der Produktion sowie der Nachfrage (in erster Linie durch die Schmuckindustrie).

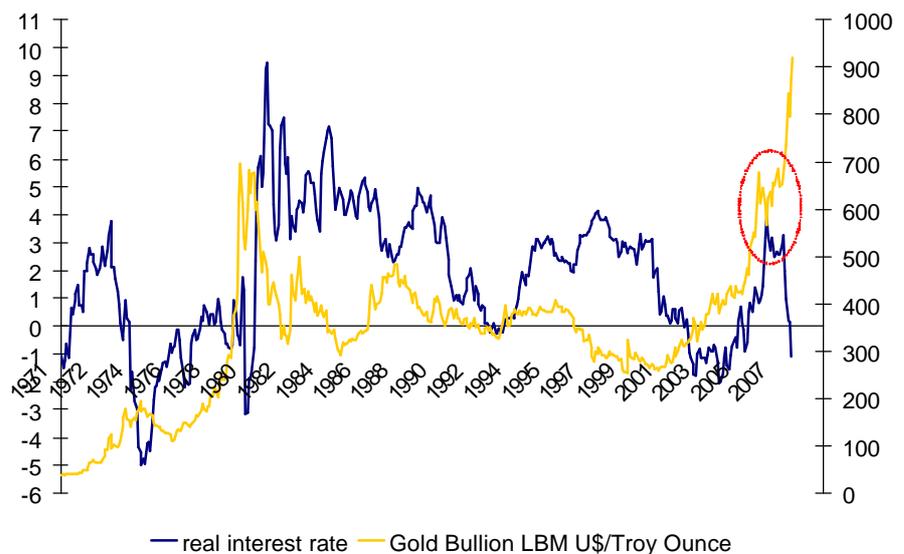
Folgende Faktoren sprechen für einen weiter steigenden Goldpreis:

- die **angespannte Angebots-Nachfrage-Konstellation** wird sich mittelfristig kaum bessern. Lediglich eine dramatische Abnahme der Goldimporte Indiens bzw. eine rasche Produktionsausweitung könnten dies verändern, dieses Szenario erscheint aus heutiger Sicht jedoch unwahrscheinlich.
- Das **weiter sinkende Primärangebot** sowie die vermehrte Nachfrage durch Notenbanken der Emerging Markets sollten den Preis zudem unterstützen. Auch die Schmucknachfrage dürfte in den Schwellenländern langfristig steigen. Das **Angebots/Nachfragedefizit** wird sich in zunehmendem Maße **vergrößern** und könnte in Zukunft nicht mehr durch Recycling bzw. Notenbankverkäufe ausgeglichen werden.
- Angesichts des **massiven Vertrauensverlustes an den Kapitalmärkten** und der weiter **schwelenden Inflationsgefahren** sollte die Nachfrage nach dem Krisenmetall auch in den nächsten Monaten hoch bleiben.
- Gold und Edelmetalle sind die einzigen Asset-Klasse, die sich sowohl in einem **inflationären** aber auch **deflationären Szenario** nachhaltig behaupten können.
- Ein rascher **Ausbau der Produktionskapazitäten** scheint äußerst unwahrscheinlich. Obwohl der Goldpreis in den letzten Jahren zwar mehr als 400 % gestiegen ist, haben trotzdem noch viele Unternehmen Probleme rentabel zu wirtschaften. Die stark gestiegenen Abbau-, Energie und Lohnkosten haben die Preissteigerungen teilweise überkompensiert. Weiters sind die **leicht abzubauenen Reserven bereits größtenteils erschöpft**, sodass immer tiefer gelegene und somit teurer zu erschließende Vorkommen abgebaut werden müssen. Dies sollte ein gutes Unterstützungsniveau bieten.
- Die **Fremdwährungsreserven in USD** stiegen laut IMF von USD 1,4 Billionen in 1997 auf **USD 6,4 Billionen in 2007**. Sollten die Zentralbanken in Russland, China oder auch aus dem arabischen Raum aggressiver aus der **Dollar-Abhängigkeit diversifizieren wollen, so würde ein erheblicher Anteil in Goldinvestments fließen**.

Fazit und Ausblick

- Aufgrund der **deutlich gestiegenen Abbaukosten** sehen wir den Goldpreis auch gut nach unten abgesichert. Zahlreiche Vorkommen sind erst ab einem Preis von USD 600 je Unze rentabel abbaubar, ein Absacken unter diese Marke würde das Angebot also automatisch verknappen.
- Auch die Tatsache dass **institutionelle Investoren, Staatsfonds und rohölproduzierende Nationen** derzeit **noch unterproportional in Commodities** und insbesondere in Gold **investiert** sind, spricht für eine weiterhin steigende Nachfrage.
- Die **Anlageklasse Rohstoffe** wird im Rahmen der strategischen Asset Allocation aufgrund der beschriebenen Eigenschaften in den nächsten Jahren auch bei privaten Investoren immer mehr an Bedeutung gewinnen.
- Eine Reihe weiterer Faktoren werden den Goldpreis stützen. Die Kreditkrise ist noch nicht vorbei, die US-Makrodaten zeigen ein zwiespältiges Bild der US-Wirtschaft und die Probleme am amerikanischen Häusermarkt nehmen zu.
- Aufgrund der jüngsten Krise dürfte man sich wieder auf den eigentlichen Nutzen von Gold besinnen. **Die Remonetarisierung von Gold hat begonnen.**
- Um den aktuellen Schwierigkeiten im Finanzbereich aber auch der Realwirtschaft entgegenzuwirken wird die Fed (in weiterer Folge aber auch die EZB) gezwungen sein, die Zinsen weiter zu senken bzw. auf niedrigen Niveaus zu belassen. Es besteht seit jeher eine **starke Korrelation zwischen negativen Realzinsen und dem Goldpreis**. Die Opportunitätskosten der Goldhaltung, dh. der Verzicht auf Zinserträge, nehmen mit fallenden Zinsen immer mehr ab. Je niedriger die Renditen, desto geringer die Attraktivität von Anleihen gegenüber Gold. Der Primärtreiber einer Goldpreishausse - negatives Realzinsniveau - sollte somit in 2008 und vermutlich auch darüber hinaus eine positive Basis für den Goldpreis darstellen.

Realzinsen vs. Gold



Quelle: Bloomberg, Datastream

Fazit und Ausblick

Momentan könnten lediglich massive Zinserhöhungen den Goldpreis nachhaltig schwächen. Dies scheint jedoch - konträr zur Situation im Jahre 1980 - unwahrscheinlich. Ende der 70er Jahre konnte die Hochinflationsperiode in den USA durch massive Zinserhöhungen des damaligen Fed-Vorsitzenden Paul Volcker gezügelt werden. Die Zinsen lagen nominell bei 20 % (real 8 %). Während die USA 1980 Nettogläubiger waren und eine positive Handelsbilanz aufwiesen, hat sich dieses Bild komplett gedreht. Die Schuldenstände der privaten Haushalte, aber auch der öffentlichen Hand erreichen mittlerweile besorgniserregende Dimensionen. Somit scheinen baldige Zinserhöhungen unter der aktuellen Führung unwahrscheinlich, was ein positives Fundament für künftige Goldpreisanstiege bilden sollte.

Folgende Risikofaktoren könnten den Goldpreis nachhaltig belasten:

- **Fallender Ölpreis** könnte für eine zwischenzeitliche Beruhigung am Goldmarkt sorgen. Auch ist nicht vollkommen auszuschließen, dass Minen sich doch wieder für **Absicherungsgeschäfte** entscheiden werden.
- Auf aktuellem Niveau wird die **Schmucknachfrage** wohl **nachlassen** und das **Recycling-Angebot deutlich steigen**. Ob die Investmentnachfrage nach Barren, Münzen und Papiergold die Lücke schließen werden kann, bleibt schwer zu prognostizieren.
- Eine **tiefgreifende, lange andauernde Rezession** würde die Nachfrage nach Rohstoffen verringern und den Inflationsdruck abfedern. Gold würde in einem solchen Szenario Schwäche zeigen.
- Auch wenn sich die positive Korrelation zum **US-Dollar** zuletzt deutlich reduziert hat, wäre ein mehrwöchiger technischer **Rebound** des Greenbacks sicherlich negativ für den Goldpreis.

Die fundamentale Betrachtung führt uns also zu dem Fazit, dass der Goldbullenmarkt der letzten Jahre real existierende Ursachen hat. Der zuletzt fast schon exponentiell gestiegene Goldpreis war jedoch in erster Linie auf die aktuelle Finanzmarktkrise zurückzuführen.

An ein Ende des Bullenmarktes glauben wir nicht, nachdem der Markt im Vergleich zum letzten großen Bullenmarkt (bis 1980) auf wesentlich solideren Beinen steht. Die massive Unterstützung bei USD 850 hat sich bisher als robust bewiesen. Saisonal ist der Juni etwas schwieriger für den Goldpreis, ein Seitwärtslauf innerhalb einer Bandbreite von USD 850 - 950 wäre bis Ende des Sommers durchaus realistisch.

Aufgrund dessen sehen wir nach wie vor ein attraktives Chance/Risikoprofil. Wir sehen in der aktuellen Konsolidierung eine schöne Kaufgelegenheit und erwarten mittel- und langfristig höhere Goldpreise. Die magische Marke von USD 1.000 Unze sollte in 2008 wieder deutlich überschritten werden, ab dem dritten und vierten Quartal sollten positive Seasonals den Kurs weiter unterstützen. Wir glauben, dass Goldanleger in 2008 und auch darüber hinaus ein äußerst attraktives Chance/Risikoprofil vorfinden werden. Als erste Zielmarke sehen wir ein Überschreiten der Marke von USD 1.200, langfristig erscheint ein Überschreiten des inflationsbereinigten Allzeithochs von USD 2.300 durchaus möglich.

"Gold is money, and nothing else!"

JP Morgan, 1913 vor dem US Kongress

Ronald Peter Stöferle

Special Report



Published by Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG Neutorgasse 17, OE 543
A-1010 Vienna, Austria. Tel. +43 (0)50100-ext.

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

This research report was prepared by Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG ("Erste Bank") or its affiliate named herein. The information herein has been obtained from, and any opinions herein are based upon, sources believed reliable, but we do not represent that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such. All opinions, forecasts and estimates herein reflect our judgement on the date of this report and are subject to change without notice. The report is not intended to be an offer, or the solicitation of any offer, to buy or sell the securities referred to herein. From time to time, Erste Bank or its affiliates or the principals or employees of Erste Bank or its affiliates may have a position in the securities referred to herein or hold options, warrants or rights with respect thereto or other securities of such issuers and may make a market or otherwise act as principal in transactions in any of these securities. Erste Bank or its affiliates or the principals or employees of Erste Bank or its affiliates may from time to time provide investment banking or consulting services to or serve as a director of a company being reported on herein. Further information on the securities referred to herein may be obtained from Erste Bank upon request. Past performance is not necessarily indicative for future results and transactions in securities, options or futures can be considered risky. Not all transaction are suitable for every investor. Investors should consult their advisor, to make sure that the planned investment fits into their needs and preferences and that the involved risks are fully understood. This document may not be reproduced, distributed or published without the prior consent of Erste Bank. Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG confirms that it has approved any investment advertisements contained in this material. Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG is regulated by the Financial Services Authority for the conduct of investment business in the UK.

Please refer to www.erstebank.at for the current list of specific disclosures and the breakdown of Erste Bank's investment recommendations.



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

Daniel Lion (*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

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

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

Ronald Stöferle (*Asia*) +43 (0)5 0100 - 11723

Jürgen Rene Ulamec, CEFA (*Europe*) +43 (0)5 0100 - 16574

Macro/Fixed Income Research

Head: Veronika Lammer (*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 2 24995 - 904

Research, Croatia/Serbia

Head: Mladen Dodig +38 1 112200 - 866

Damir Cukman (*Equity*) +38 5 6237 - 2820

Ivan Gojnic (*Equity*) +38 1 112200 - 852

Alen Kovac (*Fixed income*) +38 5 6237 - 1383

Uros Mladenovic (*Equity*) +38 1 112200 - 872

Davor Spoljar (*Equity*) +38 5 6237 - 2825

Research, Czech Republic

Head: David Navratil (*Fixed income*) +420 2 24995 - 439

Petr Bartek (*Equity*) +420 2 24995 - 227

Maria Hermanova (*Fixed income*) +420 2 24995 - 232

Lenka Slamova (*Equity*) +420 2 24995 - 289

Radim Kramule (*Equity*) +420 2 24995 - 213

Martin Lobotka (*Fixed income*) +420 2 24995 - 192

Lubos Mokras (*Fixed income*) +420 2 24995 - 456

Jakub Zidon (*Equity*) +420 2 24995 - 340

Research, Hungary

Head: József Miró (*Equity*) +36 1 235 - 5131

Zoltan Arokszállasi (*Equity*) +36 1 235 - 5135

Mihaly Tatar (*Equity*) +36 1 235 - 5134

Orsolya Nyeste (*Fixed income*) +36 1 373 - 2830

Research, Poland

Head: Artur Iwanski (*Equity*) +48 2 23306 - 253

Magda Jagodzinska (*Equity*) +48 2 23306 - 250

Marcelina Hawryluk (*Equity*) +48 2 23306 - 255

Tomasz Kasowicz (*Equity*) +48 2 23306 - 251

Piotr Lopaciuk (*Equity*) +48 2 23306 - 252

Marek Czachor (*Equity*) +48 2 23306 - 254

Research, Romania

Head: Lucian Claudiu Anghel +40 2 1312 - 6773

Mihai Caruntu (*Equity*) +40 2 1311 - 2754

Dumitru Dulgheru (*Fixed income*) +40 2 1312 6773 - 1028

Cristian Mladin (*Fixed income*) +40 2 1312 6773 - 1028

Loredana Oancea (*Equity*) +40 2 1311 - 2754

Raluca Ungureanu (*Equity*) +40 2 1311 - 2754

Research, Slovakia

Head: Juraj Barta (*Fixed income*) +42 1 25957 - 4166

Michal Musak (*Fixed income*) +42 1 25957 - 4512

Maria Valachyova (*Fixed income*) +42 1 25957 - 4185

Research, Ukraine

Viktor Stefanyshyn (*Fixed income*) +38 044 593 - 1784

Roman Oliynyk (*Fixed income*) +38 044 593 - 9188

Institutional Sales

Head of Sales Equities & Derivatives

Michal Rizek +44 207 623 - 4154

Brigitte Zeitberger-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 Pfingstl +43 (0)5 0100 - 83171

Roman Rafeiner +43 (0)5 0100 - 83172

Equity Sales, London

Dieter Benesch +44 207 623 - 4154

Tatyana Dachyshyn +44 207 623 - 4154

Jarek Dudko, CFA +44 207 623 - 4154

Federica Gessi-Castelli +44 207 623 - 4154

Declan Wooloughan +44 207 623 - 4154

Sales, Croatia

Zeljka Kajkut (*Equity*) +38 5 6237 - 2811

Damir Eror (*Equity*) +38 5 6237 - 2813

Sales, Czech Republic

Michal Bezna (*Equity*) +420 2 24995 - 523

Ondrej Cech (*Fixed income*) +420 2 24995 - 577

Michal Rizek +420 2 24995 - 537

Jiri Smehlik (*Equity*) +420 2 24995 - 510

Pavel Zdichynec (*Fixed income*) +420 2 24995 - 590

Sales, Hungary

Gregor Glatzer (*Equity*) +36 1 235 - 5144

Krisztián Kandik (*Equity*) +36 1 235 - 5140

Istvan Kovacs (*Fixed income*) +36 1 235 - 5846

Sales, Poland

Head: Andrzej Tabor +48 2 23306 - 203

Pawel Czuprynski (*Equity*) +48 2 23306 - 212

Lukasz Mitan (*Equity*) +48 2 23306 - 213

Jacek Kryszinski (*Equity*) +48 2 23306 - 218

Sales, Slovakia

Head: Dusan Svitek +42 1 25050 - 5620

Rado Stopiak (*Derivatives*) +42 1 25050 - 5601

Andrea Slesarova (*Client sales*) +42 1 25050 - 5629

Treasury - Erste Bank Vienna

Sales Retail & Sparkassen

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

Equity Retail Sales

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

Domestic Sales Fixed Income

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

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

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 Flux +43 (0)5 0100 - 84113

Michael Konczer +43 (0)5 0100 - 84121

Ingo Lusch +43 (0)5 0100 - 84111

Ulrich Inhofner +43 (0)5 0100 - 84324

Karin Rauscher +43 (0)5 0100 - 84112

Michael Schmotz +43 (0)5 0100 - 84114