

Kapitel 4

Gold, die Reserve- währung mit dem unerschütterlichen inneren Wert

Gleich zu Beginn werden einige Irrtümer behandelt, denen Anleger häufig begegnen, bevor sie sich mit dem Goldmarkt näher auseinandersetzen. Nach eingehender Analyse der Angebots- und Nachfrageseite folgt eine detaillierte Darstellung der möglichen Anlageformen auf dem Goldmarkt – mit konkreten Empfehlungen zu ausgewählten Investmentalternativen.

„You have to choose between trusting to the natural stability of gold and the natural stability of the honesty and intelligence of the members of the government. And, with due respect to these gentlemen, I advise you, as long as the capitalist system lasts, to vote for gold.“

(George Bernard Shaw, Nobelpreisträger für Literatur, 1925)

Irrtum Nummer 1 - „Der Goldpreis wird von amerikanischen und europäischen Investoren bestimmt“

Es ist uns rätselhaft, warum sich diese Annahme so hartnäckig am Markt hält. Zwar ist es durchaus korrekt, dass beide Wirtschaftsräume in den 80er-Jahren einen Anteil an der weltweiten Goldnachfrage von nahezu 70 % verzeichneten. Aktuell ist von diesem Marktanteil allerdings nicht mehr viel übrig, wie Abbildung 39 zeigt.

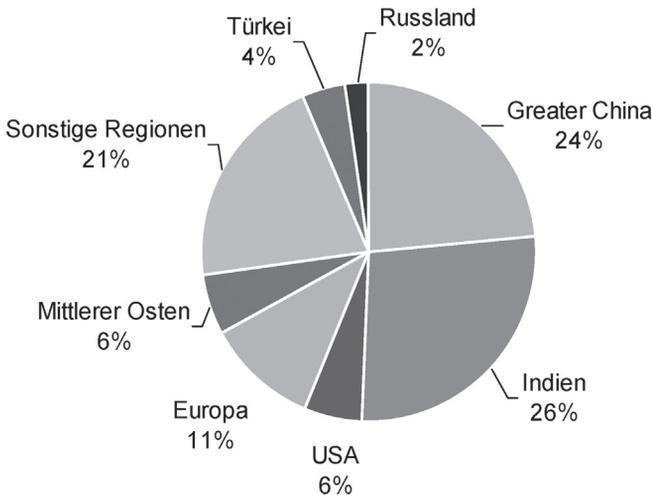


Abb. 39: Geografische Struktur der internationalen Goldnachfrage 2011
(Quelle: GFMS, WGC)

Die internationale Goldnachfrage wird also eindeutig von den aufstrebenden Wirtschaftsnationen – allen voran Indien und China – bestimmt. Während in Indien der Goldmarkt bereits Anfang der 90er-Jahre liberalisiert wurde, hat dieser Prozess in China erst vor wenigen Jahren eingesetzt.

Wie auch in Indien dauerte es rund drei Jahre, bis sich die chinesischen Konsumenten auf die neue Situation eingestellt hatten. Danach ging es allerdings mit den Goldkäufen der chinesischen Bevölkerung rasant bergauf.

.....

SCHRITTE ZUR LIBERALISIERUNG DES CHINESISCHEN GOLDMARKTES



In den 80er- und 90er-Jahren war in China der Goldschmuck einer Umsatzsteuer von 17 % unterworfen. Zusätzlich musste noch eine Luxussteuer von 10 % bezahlt werden, die aber 1995 auf 5 % halbiert wurde. Überdies war bis 1996 auch der Einzelhandelspreis fixiert, wobei dieser durch die Trennung von Material- und Arbeitskosten schrittweise aufgeweicht wurde, ehe die Preisgestaltung ab August 2001 völlig freigegeben wurde. Ab November 2001 wurde das rigorose Lizenzsystem für Schmuckhändler durch ein Registrierungsverfahren ersetzt. Seit März 2003 konnten sich Gesellschaften schließlich aus aller Welt an Schmuckherstellern, Groß- und Einzelhändlern beteiligen.

Der Handel mit Goldbarren durfte aber dennoch nur von der People's Bank of China bzw. auf „Agency-Basis“ von der Bank of China, der Industrial & Commercial Bank of China, der Agricultural Bank of China und der China Construction Bank durchgeführt werden. Allesamt zählen heute übrigens zu den größten Finanzinstituten der Welt.

Ende Jänner 2003 erhielt die Bank of China schließlich als erstes Finanzinstitut die Importlizenz für Gold. Noch im Oktober desselben Jahres startete die „Shanghai Gold Exchange“ mit 108 Mitgliedern, womit das 50-jährige Staatsmonopol der „People's Bank of China“ für den Handel mit Edelmetallen beendet war. Das Handelsvolumen mit Goldkontrakten war anfangs noch niedrig und auf Kassageschäfte beschränkt – nach dem Erfolg zweier Pilotprojekte begannen die Volumina allerdings sukzessive zu steigen.

Letztendlich startete die Shanghai Futures Exchange am 9. Jänner 2008 offiziell auch mit dem Handel von Terminkontrakten auf Gold für den Liefertermin Juni/September, wobei der Referenzpreis damals mit 209,99 Yuan je Gramm fixiert wurde, was damals einem US-Dollarwert von rund \$ 900 je Feinunze entsprach. Im August 2010 hat China einen weiteren Schritt zur völligen Liberalisierung des Goldmarktes unternommen – weitere ausländische Banken wurden für den Goldhandel an der Shanghai Gold Exchange zugelassen. Aktuell wird bereits intensiv an einem in chinesischer Lokalwährung, also einem Yuan-denominierten Markt für Goldderivate gearbeitet.

Abbildung 40 zeigt einen weiteren entscheidenden Faktor für künftige Goldinvestments seitens chinesischer Investoren – das enorm ansteigende Sparvolumen und den eindeutig wachsenden Stellenwert von Goldveranlagungen in China, deren Anteil am Sparaufkommen sich aktuell bereits der Marke von 3 % nähern dürfte.

Die hohen Sparquoten in Indien und China und die vorherrschenden negativen Realzinsen bzw. das im historischen Kontext zumindest deut-

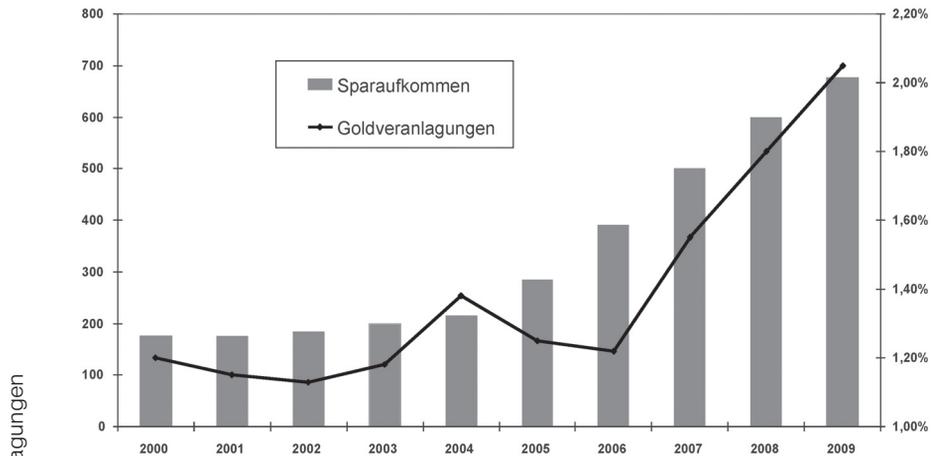
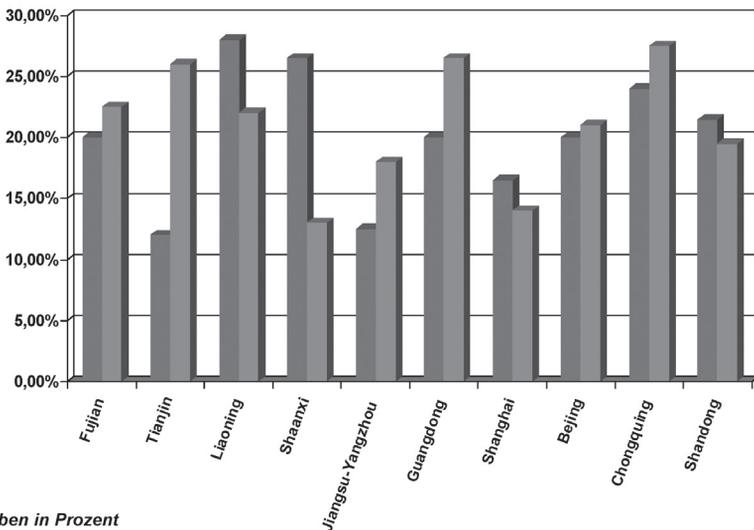


Abb. 40: China – Spareinlagen in Mrd. \$ und Anteil der Goldveranlagungen in % davon (Quelle: WorldBank, WGC, Bullion Vault Economist)

lich unterdurchschnittliche Realzinsniveau in diesen Staaten sollten auch künftig Goldinvestments begünstigen. Derzeit steigen die Netto-Sparguthaben der chinesischen Bevölkerung bereits jährlich um rund \$ 800 Mrd., wobei der Gesamtwert der Spareinlagen mit rund \$ 12 Billionen beziffert wird.

Erfahrungsberichte von ausländischen Gesellschaften mit Minenprojekten in China zeigen außerdem, dass die einheimischen Arbeiter einen Teil ihres Lohnes sofort nach Auszahlung in physisches Gold tauschen, was den hohen Stellenwert des Goldes in der chinesischen Gesellschaft eindrucksvoll unterstreicht.

Aber die chinesische Goldnachfrage erhielt in den letzten Monaten auch von staatlicher Stelle zusätzliche Impulse. So hat die chinesische Regierung in der jüngeren Vergangenheit auf die deutlich steigenden Lebenshaltungskosten mit steigenden Mindestlöhnen reagiert. Außerdem wurde mittels Transferzahlungen versucht, ein weiteres Auseinanderdriften der Einkommensschere zwischen Land- und Stadtbevölkerung zu verhindern. Steigende



Angaben in Prozent

Abb. 41: China – Anhebung der Mindestlöhne in den einzelnen Provinzen 2010/2011 (Quelle: BoC)

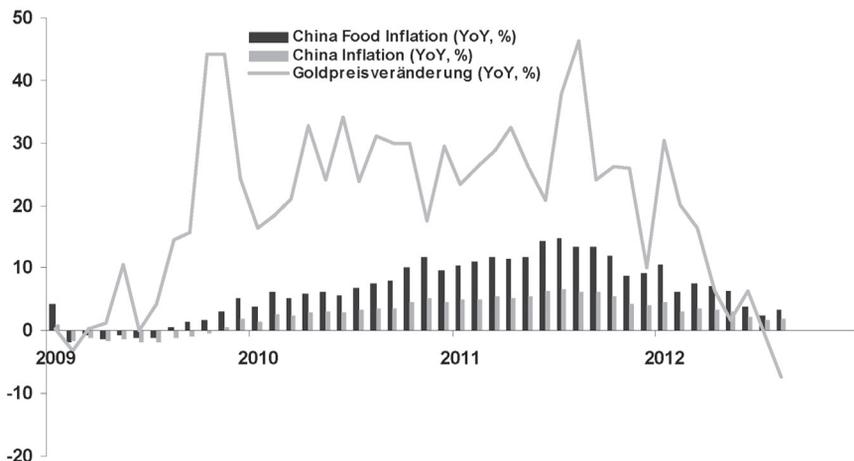


Abb. 42: China Inflation vs. Goldpreis (Quelle: Bloomberg)

Mindestlöhne machen einerseits Gold aus Sicht eines chinesischen Arbeiters „leistbarer“, sind aber andererseits nur eine Reaktion auf hohe Inflationskosten. Das untermauert die Attraktivität von Gold für die chinesische Bevölkerung (sowie andere Bewohner von aufstrebenden Wirtschaftsnationen, in denen hohe Inflationsraten vorherrschen).

Gemeinsam mit der steigenden chinesischen (Nahrungsmittel-)Inflationsrate konnte sich in den letzten drei Jahren jedenfalls auch der Goldpreis deutlich nach oben entwickeln. Umgekehrt gab es für Goldinvestoren während einer kurzen Deflationsphase in 2009 nicht viel zu gewinnen (allerdings auch nicht viel zu verlieren).

In Anbetracht der seit Juni wieder ansteigenden Nahrungsmittelpreise und zunehmend lockerer Geldpolitik in China, um die angepeilte Wachstumsrate von 8 % zu erreichen, erwarten wir allerdings vorerst keine weitere Deflation in China.²⁶ Alles in allem dürfte China wohl auch bald auf der Nachfrageseite die Führungsrolle weltweit übernehmen können. Auf dem für den Goldmarkt

26 Ein solches Szenario wäre vorerst wohl nur unter Annahme eines Zusammenbruchs der Eurozone noch vor den USA, Chinas wichtigstem Handelspartner, zu erwarten. Dann allerdings dürfte das Interesse an Gold als „sicheren Hafen“ diesen Effekt mehr als ausgleichen.

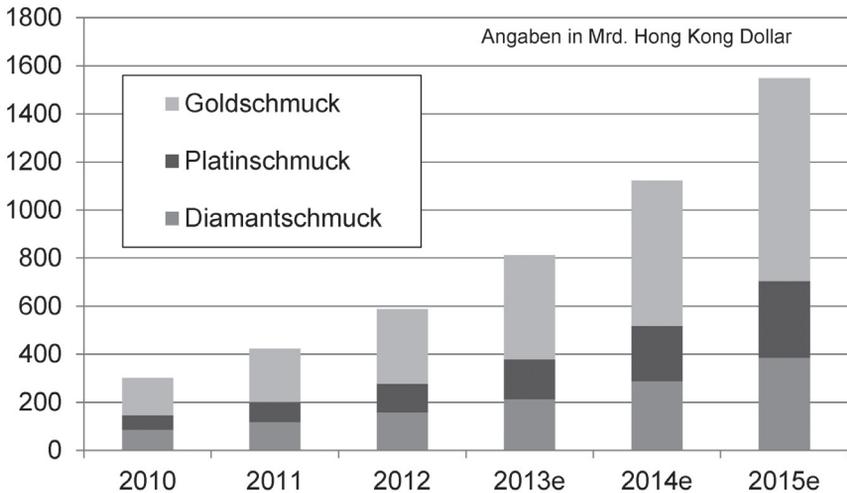


Abb. 43: Entwicklung des chinesischen Schmuckmarktes

so wichtigen Schmucksegment entwickelt sich die Nachfrage Chinas jedenfalls weit weniger zyklisch als in Indien (vgl. Abb. 47) und wies über die letzten Jahre ein deutlich stärkeres durchschnittliches Wachstum auf.

Obwohl der Nachfragerstaat Nummer 1 – Indien – 2012 mit Steuererhöhungen, einem vorübergehenden Streik des Schmuckhandels und einer Währungsschwäche negative Schlagzeilen lieferte, muss man sich jedoch langfristig keine großen Sorgen über die Dynamik der indischen Goldnachfrage machen. Das künftig relativ hohe Wirtschaftswachstum und die stabile religiöse bzw. gesellschaftliche Bedeutung des Goldes in Indien dürften auch in diesem Land für künftig stetig steigende Goldabsatzzahlen sorgen. So wird von Analysten prognostiziert, dass die Zahl der indischen Haushalte mit einem Einkommen über \$ 30.000 von aktuell ~100 Mio. bis 2020 auf rund ~180 Mio. Haushalte steigen dürfte.

Nachdem aktuell etwa 7 % des indischen Sparaufkommens in Gold gebunden ist, dürfte bei diesem prognostizierten Einkommenswachstum wohl für eine anhaltend hohe Goldnachfrage gesorgt sein. Einen besonders hohen Stellenwert genießt das edle Metall auch im Landwirtschaftssektor, dem etwa 70 % der indischen Bevölkerung angehören. Hier wird Gold seit jeher gerne

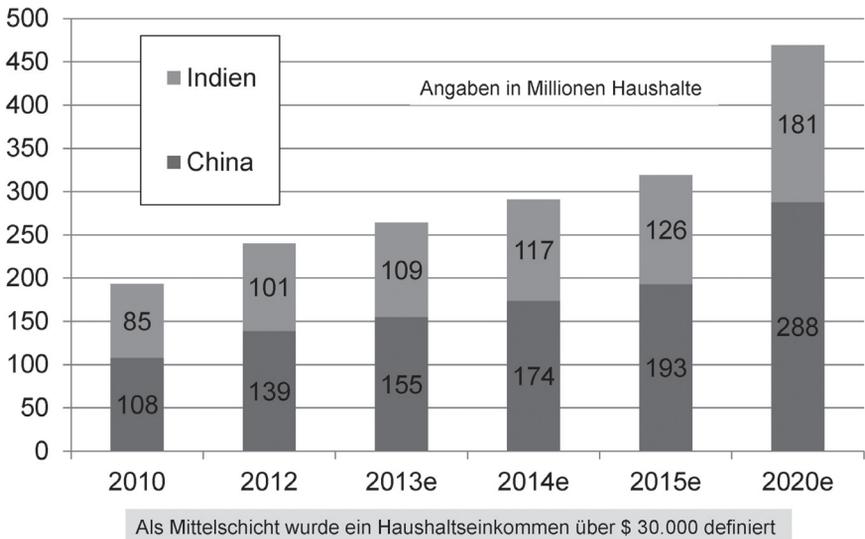


Abb. 44: Prognostizierte Entwicklung der chinesischen und indischen Mittelschicht

als Medium verwendet, Erträge aus guten Erntejahren als Reserve für schlechte Ernteperioden aufzubewahren.

Aus unserer Sicht spielen die beiden bevölkerungsreichen Staaten China und Indien zwar eine Schlüsselrolle in der Evaluierung des Goldmarktes, aber auch Staaten wie Brasilien, das derzeit wegen der vorherrschenden hohen Realzinsen noch keinen wesentlichen Faktor für den Goldmarkt darstellt, dürften in den nächsten Jahren dank der positiven konjunkturellen Situation Marktanteile gewinnen können.

Angesichts der demografischen Prognosen (vgl. Abb. 44 und 45) und den Einschätzungen über die künftige Einkommensentwicklung in diesen Staaten dürfte kein Zweifel darüber bestehen, dass wir es auf dem Goldmarkt mittlerweile mit einem von den Emerging Markets dominierten Investmentthema zu tun haben.

Wir möchten dies noch mit einer Prognose der Weltbank untermauern. Dieses Institut rechnet bis 2030 mit einem Anstieg der kaufkräftigen Konsumenten aus der Mittelschicht im Ausmaß von 800 Mio. Menschen (also etwa jeder 9. Erdbewohner!). Diese globale Mittelschicht wird sich bis dahin zu

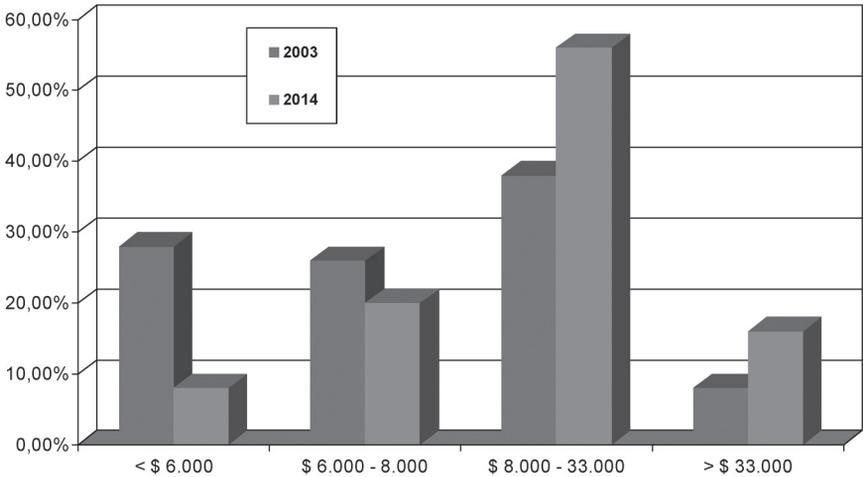


Abb. 45: Prognostizierte Entwicklung der brasilianischen Einkommensverteilung 2003–2014 (Quelle: Standard Chartered)

93 % aus Bevölkerungsteilen der aufstrebenden Wirtschaftsnationen und der Entwicklungsländer zusammensetzen. Mit einem aktuellen chinesischen Pro-Kopf-BIP, das etwa 9 % des US-Standards ausmacht, muss man sich übrigens nicht sorgen, dass die Wachstumsphantasie in diesen Märkten schon bald erschöpft sein wird. Untermauert wird diese Analyse auch durch einen Blick auf internationale „Gold-Konsum“-Levels im Vergleich zu dem in diesen Ländern erzielten Pro-Kopf-GDP. Zwar scheint die Wichtigkeit von Gold in manchen Ländern höher zu sein²⁷ als in anderen, dennoch zeigt sich ein deutlicher Zusammenhang zwischen steigender Wirtschaftsleistung und Gold-Penetration (s. Abb. 46).

Wer glaubt also noch daran, dass amerikanische und europäische Investoren bzw. Konsumenten den Goldmarkt bestimmen? Wir halten es aus Investorsicht daher für unerlässlich, sich mit der Preisentwicklung des Goldes auf indischer und chinesischer Währungsbasis zu beschäftigen.

27 In Saudi Arabien und Hong Kong beträgt die Goldintensität mit 3 g (vs. ca. \$ 15.000 GDP) bzw 2.5 g (vs. ca. \$ 30.000 GDP) pro Kopf mehr als das Doppelte des Wertes für die USA und ist damit so hoch, dass die Datenpunkte für diese Länder im vorliegenden Chart nicht mehr auf derselben Skala darstellbar waren.

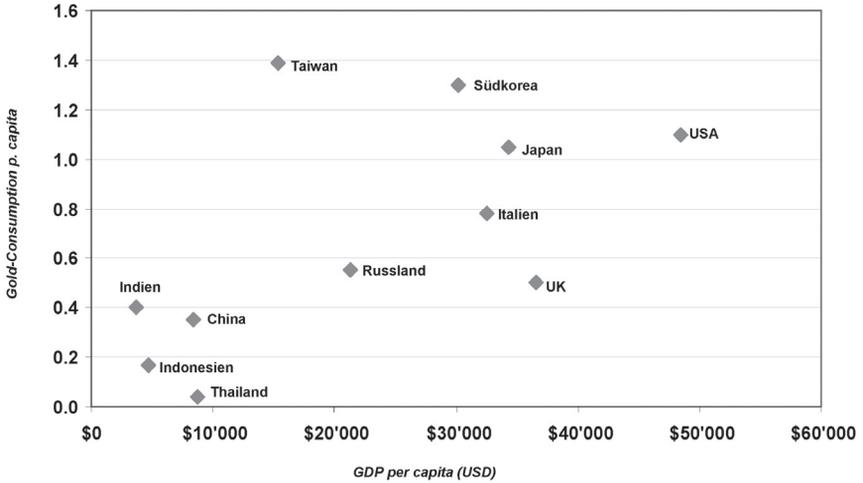


Abb. 46: Pro-Kopf-Gold-Konsum der EMs immer noch weit hinter westlicher Welt (Quelle: IFW Bloomberg, GFMS)

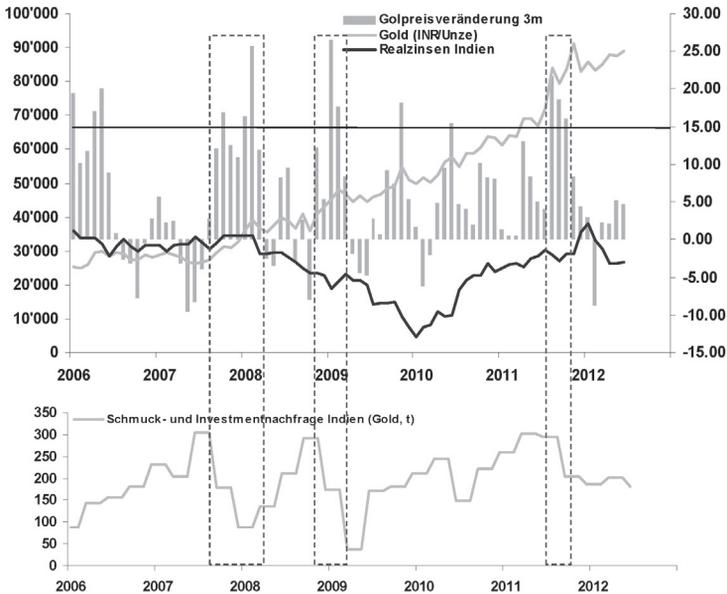


Abb. 47: Goldnachfrage Indien abhängig von Realzinsen (Quelle: Bloomberg)

Interessant ist auch ein Blick auf den Goldpreis bereinigt um Lohnzuwachs in den aufstrebenden Wirtschaftsnationen (siehe Abb. 49). Als singulärer Trend wirken die rasch wachsenden Löhne zwar wie eine generelle langfristige Stütze für den Goldmarkt, dennoch kann es auch aus diesen Märkten vorübergehend zu Störungen der Nachfrage kommen.

Gerade der indische Markt reagiert relativ elastisch auf Preisbewegungen, zumal auch Kleinverdiener und Bauern Interesse an diesem Edelmetall haben. Durch die zuletzt spürbare Schwäche der indischen Währung hat sich Gold für Inder jüngst verteuert, weshalb auch die Nachfrage etwas eingebrochen ist. Zwar haben die im Frühjahr erhöhten Importzölle für Gold (von 2 auf 4 %) auch nicht gerade zu einer Entspannung beigetragen, sollten jedoch im Zeitverlauf an Wirkkraft verlieren – zumindest, solange auch die realen indischen Zinsen in negativem Territorium verharren (vgl. Abb. 47).

Damit wären wir bereits beim zweiten zentralen Irrtum angelangt, mit dem der Goldmarkt permanent konfrontiert ist.

Irrtum Nummer 2 - „Der Goldpreis ist bereits zu hoch und äußerst volatil“

Angesichts des Preischarts (Abb. 48) könnte man sich zu dieser Aussage hinreißen lassen. War der Goldpreis Anfang der 70er-Jahre noch bei einem Preisniveau von \$ 35,08 je Feinunze fix an den US-Dollar gebunden, so musste wegen der enormen Kosten für den Vietnamkrieg im Februar 1973 eine weitere Abwertung der amerikanischen Währung auf \$ 42,22 je Feinunze Gold vorgenommen werden. Kurz darauf wurde diese fixe Bindung völlig aufgehoben und seit 1974 ist es amerikanischen Staatsbürgern wieder erlaubt, physisches Gold zu besitzen. Auch Japan hat noch im selben Jahr die Handelsrestriktionen aufgehoben und ein Jahr später startete die COMEX („Chicago Mercantile Exchange“) mit dem Handel von Terminkontrakten auf Gold.

Die Konflikte im Nahen Osten und die daraus resultierende weltweite Ölkrise sorgten für einen weiteren Meilenstein in der Entwicklung des Goldmarktes. Innerhalb weniger Monate explodierte der Goldpreis von einer Preisbasis bei \$ 190 im Jahre 1978 auf \$ 870 je Feinunze Mitte Jänner 1980.

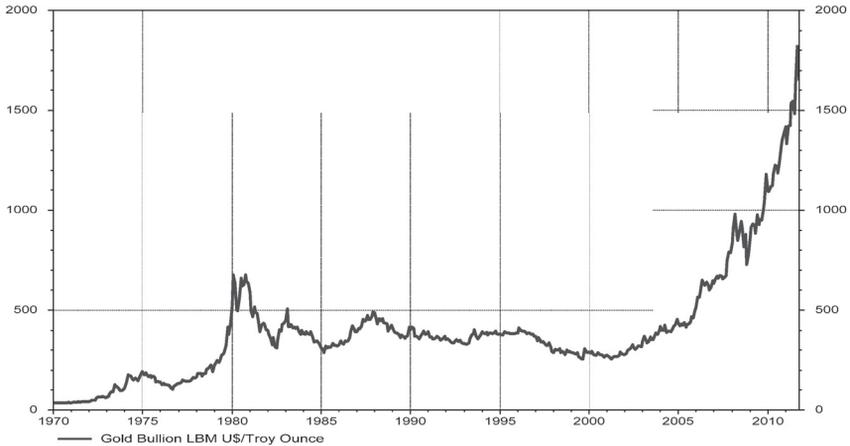


Abb. 48: Langfristige Entwicklung des Goldpreises in US\$ seit 1970
(Quelle: Thomson Reuters Datastream; 10/5/2011)

Danach pendelte sich der Preis rasch bei rund \$ 400 je Feinunze ein und es wurde 20 Jahre still um das edle Metall.

Erst das „Washington Agreement“ der Notenbanken im Herbst 1999, der Irakkrieg und die Finanzkrisen der letzten Jahre bewirkten ein eindrucksvolles Comeback des Goldes. Seitdem hat sich der Goldpreis nahezu vervierfacht und das Chartbild ist tatsächlich in der Lage, potentielle Investoren abzuschrecken. Wir würden dessen Wirkung aber gerne mittels einer Grafik (s. Abb. 49) abschwächen, die bis dato medial noch kaum präsent war.

Das japanische Finanzinstitut Nomura Holdings Inc. hat sich im Rahmen einer umfassenden Goldstudie dem Thema gewidmet, wie sich die Anschaffungskosten für eine Unze Gold entwickelt haben, wenn man die Lohn- und Gehaltssteigerungen der Investoren in den weltweit bedeutendsten Absatzmärkten berücksichtigt.

Hierbei handelt es sich um indexierte Werte, d. h. die Ausgangsbasis ist ein Wert von 100, während die aktuellen Werte in China und Indien bei rund 20 liegen.

Anders formuliert – das Wachstum der Löhne und Gehälter war in den letzten 30 Jahren in China und in Indien so hoch, dass aktuell Investoren in diesen beiden Staaten die Feinunze Gold zu rund einem Viertel bis einem

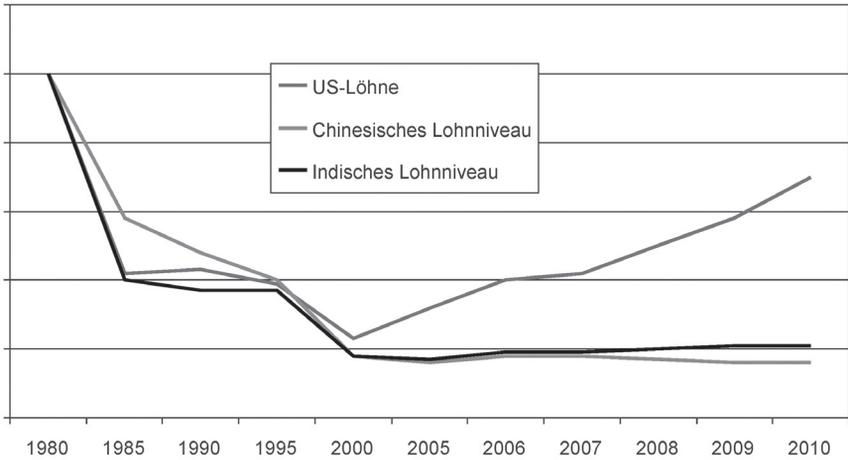


Abb. 49: Langfristige Entwicklung des Goldpreises bereinigt um das Lohnwachstum (Quelle: Nomura Research, Pioneer Investments)

Fünftel des Wertes von Anfang der 80er-Jahre erwerben können. Ein indischer Arbeiter musste noch vor rund 30 Jahren somit bis zu fünfmal länger arbeiten, um die gleiche Menge Goldes zu erwerben.

Aber auch die amerikanische Bevölkerung zahlt derzeit rund 25 % weniger für die Feinunze Gold als noch vor 30 Jahren, wenn man deren Einkommenssteigerungen aus nicht selbständiger Erwerbstätigkeit berücksichtigt.

Der 20 Jahre andauernde Abwärtstrend des Goldes zwischen 1980 und 2000 schlägt sich natürlich deutlich zu Buche. Aber es ist doch überraschend, dass der bereinigte Goldpreis aus der Sicht indischer und chinesischer Anleger auch in den letzten fünf Jahren ausgesprochen stabil geblieben ist, während sich der Golderwerb für amerikanische Investoren in der jüngeren Vergangenheit doch beträchtlich verteuerte.

Ein anderer Kapitalmarktspezialist, die Deutsche Bank, hat in einer Studie versucht, die Extremwerte verschiedener Indikatoren auf mögliche Übertreibungsniveaus für den Goldpreis umzulegen (s. Abb. 50).

Auch hier erkennt man auf einen Blick, dass wir im Goldmarkt von wirklich extremen Preislevels weit entfernt sind, die wohl erst weit jenseits der Marke von \$ 2.000 je Feinunze beginnen würden.

■ Inflationsbereinigter Goldpreis (PPI)	\$ 1.455 je Feinunze
■ Goldpreis als Teil des globalen GDPs	\$ 1.500
■ Inflationsbereinigter Goldpreis (CPI)	\$ 1.880
■ Goldpreis gegenüber Industriemetallen	\$ 2.100
■ Goldpreis relativ zum Pro-Kopf-Einkommen	\$ 2.390
■ Goldpreis gegenüber dem Rohölpreis	\$ 2.890
■ Goldpreis gegenüber dem S & P 500 Index	\$ 2.960
■ Durchschnitt	\$ 2.168

*Abb. 50: Goldpreis – extreme Niveaus auf Basis verschiedener Indikatoren
(Quelle: Deutsche Bank)*

Ein beliebtes Gegenargument mancher Marktspezialisten ist die viel zitierte Volatilität. Zitate wie „Wir sind grundsätzlich positiv, erwarten aber künftig eine höhere Volatilität des Goldmarktes“ sind leider keine Ausnahme. Was hat es aber nun mit diesem Begriff auf sich und weist Gold wirklich eine hohe Volatilität im Vergleich zu anderen Asset-Klassen auf?

Unter Volatilität versteht man in der Finanzwirtschaft das Maß für die durchschnittliche Schwankungsbreite von Zinsen, Devisen oder Wertpapieren. Als Risikomaß wird sie als Standardabweichung der Renditen bzw. der Returns von Devisen oder Aktien innerhalb eines bestimmten Zeitraumes definiert. Die Finanzbranche arbeitet meist mit Volatilitäten von 30 bis 100 Tagen, die annualisiert, also auf ein Jahr hochgerechnet, werden. Je höher die Kennziffer für die Volatilität, desto schwankungsfreudiger sind die jeweils zugrundeliegenden Wertpapiere, Devisen, Rohstoffe oder Edelmetalle (von Branchenprofis oftmals auch als „Underlying“ bezeichnet). Wie schneidet aber Gold im Vergleich zu anderen Vermögenswerten ab?

Gold Fields Minerals Service hat per Ende des ersten Quartals 2012 die Volatilitätswerte des Goldes den Daten internationaler Aktienmärkte gegenübergestellt. Wir haben uns erlaubt, diese Statistik noch mit den Daten anderer Edelmetalle und des Rohöls zu ergänzen.

Volatilitäten sind zwar je nach Länge der Betrachtung und dem gewählten Beobachtungszeitraum ebenfalls nicht stabil. Die Grafik zeigt aber deutlich, dass Gold im Vergleich zu den meisten Rohstoffen in der Regel eine geringere Schwankungsbreite aufweist. Auch gegenüber Aktienmärkten ist kein höherer

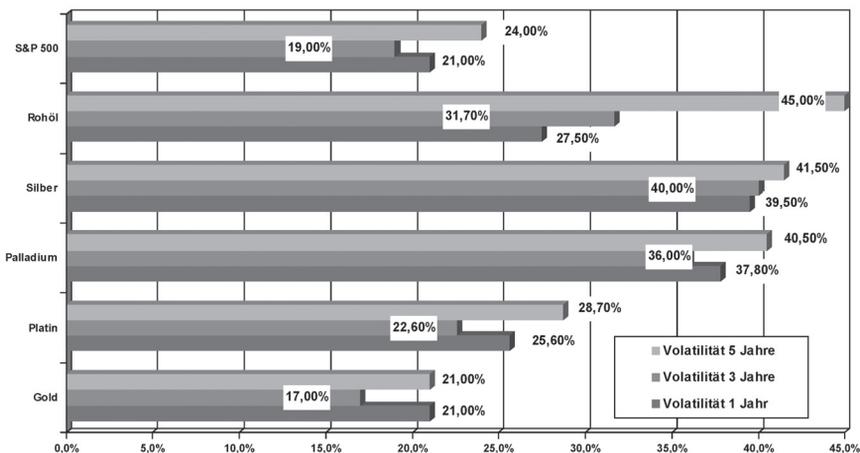


Abb. 51: Volatilitätskennzahlen für Aktienindizes, Energie und Gold

Wert festzustellen, was insofern bemerkenswert ist, als Indizes per definitionem Risiko diversifizieren (z. B. 500 Aktien im bekannten, amerikanischen „Standard & Poor’s 500 Index“), während ein Goldinvestment natürlich nur eine Einzelposition repräsentiert.

Neben der Volatilität interessiert aus dem Blickwinkel des Risikomanagements stets auch die Korrelation mit anderen Portfoliobestandteilen, d. h. wie stark sich die Entwicklung eines Anlageinstruments aus der Performance eines anderen erklärt bzw. mit ihm zusammenhängt. Damit kommen wir zum nächsten Irrtum auf dem Goldmarkt.

Irrtum Nummer 3 - „Wenn der Dollar steigt, fällt das Gold, und wenn die Aktienmärkte fallen, dann steigt der Goldpreis“

Zugegebenermaßen scheint zumindest eine gewisse negative Korrelation zwischen der handelsgewichteten Dollarentwicklung und dem Goldpreis zu bestehen (s. Abb. 52). Ein fallender Dollar hatte also in den letzten fünf Jahren meist einen steigenden Goldpreis zur Folge. Dennoch sind die Korrelations-

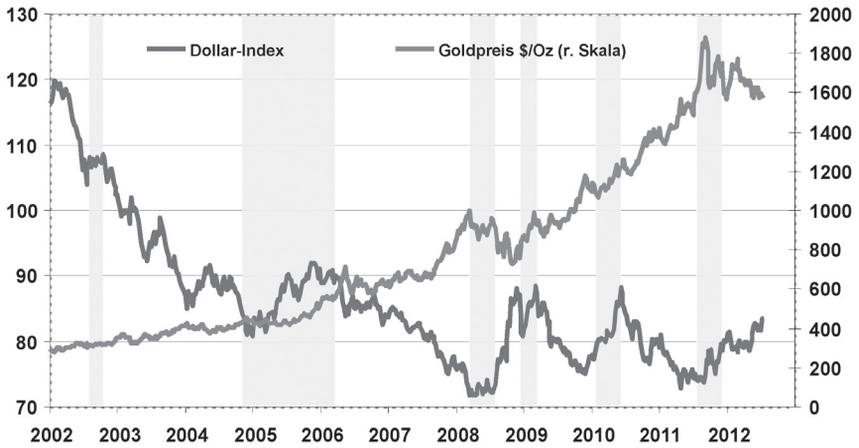


Abb. 52: Negative Korrelation von Gold und \$ – kein Naturgesetz!
(Quelle: Bloomberg)

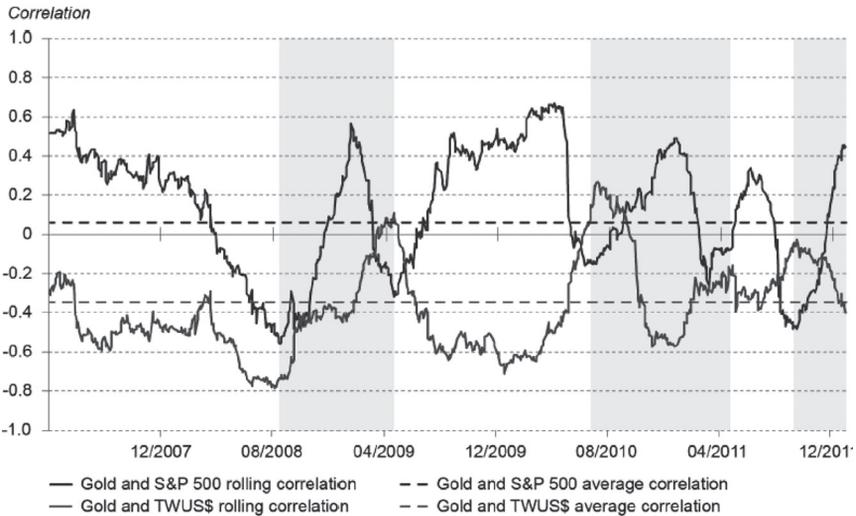


Abb. 53: Korrelation von Gold mit S&P 500 und dem US-Dollar
(Quelle: Bloomberg, World Gold Council)

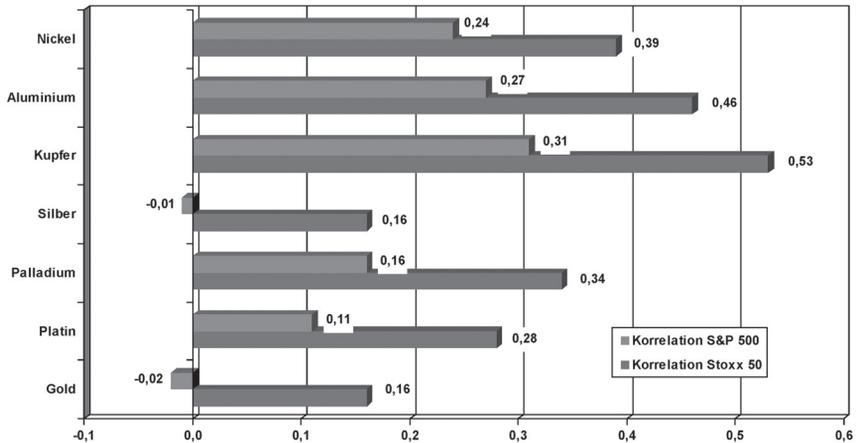


Abb. 54: Korrelation der metallischen Rohstoffe zu den internationalen Aktienindizes

werte alles andere als stabil und je weiter man diese Datenreihe in die Vergangenheit zurückverfolgt, desto mehr verliert sie an Aussagekraft.

Angesichts der Abb. 53 muss die Korrelation gegenüber dem Standard & Poor's 500-Index, einem der repräsentativsten amerikanischen Aktienindizes, schlicht als unzuverlässig eingestuft werden. Überdies zeigte Gold allein in den letzten zehn Jahren regelmäßig sogar ausgedehnte Phasen des Gleichschritts mit dem Dollar. Diese Perioden sind in der Grafik (Abb. 52) durch die Schattierung hervorgehoben.

Wir würden also die taktische Ausrichtung eines Portfolios mit Edelmetallen nicht von äußerst instabilen und oft auch fundamental nicht wirklich zu rechtfertigenden Korrelationskennziffern abhängig machen. Zulässig ist lediglich die Aussage, dass die Korrelation mit Aktienmärkten im Allgemeinen niedrig bzw. im langfristigen Vergleich sogar leicht negativ ist. Die Beimischung von Gold wirkt sich jedenfalls günstig auf die Reduktion des Portfoliorisikos aus. Abbildung 54 veranschaulicht diese Daten.

Von den Irrtümern nun aber zu den aus der Sicht der Investoren treibenden Kräften auf der Angebots- und Nachfrageseite des Goldmarktes.