
Gold: Grundsätzliche Gedanken zur aktuellen Marktstruktur

Spätestens seit Beginn der Finanzkrise ist Gold wieder in aller Munde. Überall kann man Diskussionen zu Gold führen: auf Investmenttagungen, in Handelsräumen von Großbanken, an Stammtischen. Wir hören und lesen allorts mal mehr, mal weniger detaillierte Analysen über Marktbewegungen, Produktionszahlen, Futures-Märkte und auch Verschwörungstheorien sowie Argumente für und gegen eine Rückkehr zum Goldstandard. Mittlerweile gibt es sogar an einigen Flughäfen Automaten, an denen man zwischen Kaffee und Boarding die Unze Gold für unterwegs kaufen kann. Werbemaßnahmen von Geschäften, an die man seinen Goldschmuck vor Ort oder per Post verkaufen kann, haben Hochkonjunktur. Eines ist bei all dem sicher: Wenn über Gold gesprochen wird, dann sind meist Emotionen im Spiel. Gold polarisiert, denn für die einen ist es ein barbarisches Relikt und für die anderen ein Allheilmittel, das einzig nicht manipulierbare Geldaufbewahrungsmittel.

Wir wollen in diesem kurzen Papier weder Partei ergreifen noch ein weiteres Kursziel für Gold argumentieren. Ziel soll es sein, ein paar grundsätzliche Gedanken zur aktuellen Marktstruktur aufzuzeigen, über die sich jeder, der Gold besitzt, besitzen möchte oder darüber diskutieren möchte, bewusst sein sollte.

Die folgenden Punkte möchten wir im Besonderen herausstellen:

- Für die Angebotsseite ist das Verhalten aktueller Goldbesitzer entscheidend und nicht, ob die Goldförderung und -produktion mal ein wenig höher oder niedriger ausfällt.
- Die Nachfragerelationen haben sich in den letzten Jahren stark verändert. Entscheidend ermöglicht wurde das aktuelle Preisniveau von der steigenden Nachfrage
 - in aufstrebenden Wirtschaftsnationen (zum Beispiel Indien oder China)
 - und
 - von privaten und institutionellen Anlegern sowie Spekulanten.
- Gold wird oft insbesondere als Inflationsschutz gesehen, könnte aber auch bei extremeren Deflationsszenarien an Wert gewinnen.

Grundsätzliches

Was macht Gold so besonders? Einige Eigenschaften von Gold haben es seit Jahrtausenden zu einem beliebten Tauschmittel gemacht: unter anderem ist es beliebig aufteilbar, in kleinen Mengen gut transportierbar, pro Einheit hochwertig (wenig Volumen präsentiert viel Wert), nicht verderblich, gut zu lagern, gleichartig, nicht herstellbar oder beliebig vermehrbar, optisch ansprechend und relativ selten.

Gold hat dabei aber wenig praktischen Nutzen: von Gold kann man sich nicht satt essen, man kann es nicht verbrennen, um Energie/Wärme zu gewinnen und es wird nur sehr begrenzt für die Produktion von Gütern – außerhalb der Schmuckindustrie – verwendet.

Für das Verständnis des Goldmarktes und der Preisbildung fundamental wichtig ist, dass es weltweit als wertvoll akzeptiert wird. Aber warum ist das so? Vor allem leitet sich das aktuelle Vertrauen in Gold wohl aus der Erfahrung der Vergangenheit ab: da Gold schon lange – sehr lange – von Menschen als Tauschmittel akzeptiert wird, vertrauen wir darauf, dass es auch weiterhin akzeptiert wird. Zum Beispiel wurde Gold schon vor tausenden Jahren im Seidenstraßenhandel als Zahlungsmittel sowohl in

Asien, als auch in Europa anerkannt – der Goldmarkt war schon damals ein globaler Markt.

Des Weiteren schafft es Vertrauen, dass Gold nicht beliebig vermehrbar oder herstellbar ist. Papiergeld kann dagegen zum Beispiel von Zentralbanken sehr kosteneffizient und recht einfach in beliebigen Mengen gedruckt beziehungsweise elektronisch geschaffen werden.

Im Gegensatz zu anderen Rohstoffen ist Gold quasi nicht zerstörbar, wird in der Regel nicht verbraucht oder geht verloren. Öl wird zum Beispiel verbrannt, Stahl wird verbaut, Nahrungsmittel werden gegessen etc. Das sich heute im Umlauf befindende Gold (ca. 170.000 Tonnen) wurde also über Jahrtausende gefördert. Die aktuell jährliche Produktion macht ca. 2.600 Tonnen und damit ungefähr 1,5% des Gesamtbestandes aus. Das bedeutet, es würde beim aktuellen Produktionsniveau mehr als 65 Jahre dauern bis wir den heutigen Goldbestand verdoppelt hätten. Daher gilt: **Für die Angebotsseite ist das Verhalten aktueller Goldbesitzer entscheidend und nicht, ob die Goldförderung und -produktion mal ein wenig höher oder niedriger ausfällt.**

Man muss sich das vielleicht noch einmal verdeutlichen: Das Gold, welches Sie vor ein paar Jahren gekauft haben, und das im Familiensafe für ganz schlechte Zeiten liegt, wurde vielleicht vor Jahrtausenden in nubischen Minen als „Fleisch der Götter“ im Auftrag gottgleicher, ägyptischer Pharaonen gefördert. Später wurde es dann vielleicht, nachdem Ägypten Kornkammer des Reiches römische Provinz geworden war, nach Rom gebracht, um damit Brot und Spiele zur Beruhigung sowie zur politischen Beeinflussung des Volkes zu bezahlen. Dann wurde es vielleicht von den Westgoten bei der Plünderung Roms gestohlen...und so weiter bis es in einer modernen Scheideanstalt geschmolzen, in die von

Ihnen gewollte Barrengröße gegossen und mit Barrennummer, Name und Siegel der Scheideanstalt, Gewicht und Feinheitsgrad versehen wurde.

Das gilt aber natürlich nur, solange nicht große Mengen neuer Funde dazu kommen, technische Revolutionen in der Fördertechnik oder gar die kosteneffiziente Produktion von Gold gelingt. Das erscheint unwahrscheinlich, aber es gibt tatsächlich Ideen zur Förderung von Gold auf Asteroiden, es wird versucht Gold effizient aus Wasser zu filtern, die Tiefsee- und die Arktis werden vermehrt durchforscht und so weiter (...eine künstliche Herstellung von Diamanten ist mittlerweile zum Beispiel möglich). Ein Beispiel für solche, das Marktgefüge durcheinanderbringende, Funde sind wohl die Mengen an Gold und Silber, die das spanische Königreich nach der Entdeckung und Unterwerfung Südamerikas in das Wirtschaftssystem der alten Welt einbrachte.

Wer kauft heutzutage Gold?

Gold wird heutzutage insbesondere gekauft von:

- Der Schmuckindustrie (um Schmuck herzustellen und zu verkaufen)
- Industrieunternehmen zur Verarbeitung (insbesondere Elektronik, Optik und Zahnmedizin)
- Zentralbanken als eine Form der Währungsreserve
- Institutionellen Anlegern
- Privatleuten

Die folgende Tabelle zeigt die Goldnachfrage in 2011:

Goldnachfrage 2011	in Tonnen	in %
Schmuckindustrie	1.974	43%
Andere Industrien	453	10%
Elektronik	320	7%
Industrie	89	2%
Zahnmedizin	43	1%
Investition	1.690	37%
Münzen und Barren	1.505	33%
Exchange Traded Funds	185	4%
Zentralbanknachfrage¹	458	10%
Goldnachfrage gesamt	4.574	100%

1) inkl. Nachfrage öffentlicher Sektor

Quelle: World Gold Council "Gold Demand Trends Q2 2012"

Warum kauft man Gold?

Man kann die Beweggründe von institutionellen Anlegern und Privatleuten für einen Goldkauf wohl grob **zwei Hauptzielen** unterordnen:

1. Zur **Bewahrung von Kaufkraft/als ultimative Absicherung**, insbesondere

- um das Kontrahentenrisiko auszuschalten und/oder
- zum Schutz vor Inflation und/oder

- für den Fall eines Zusammenbruchs des Wirtschaftssystems, im Fall eines Krieges, einer Naturkatastrophe etc. (in einigen dieser Extremszenarien wäre wohl mit starker Deflation zu rechnen, **daher glauben wir, dass Gold auch bei extremeren Deflationsszenarien an Wert gewinnen könnte**).

In diesen Fällen ist das Ziel also nicht in erster Linie die Erzielung von Gewinnen durch Preissteigerungen, sondern Kaufkraft so weit wie möglich zu erhalten. Die Halteperiode ist dementsprechend meist langfristiger. Gold wird oft als eine Art Notgroschen gesehen. Bei Angst vor Inflation und/oder schwindendem Vertrauen in das herrschende Finanz- und Geldsystem steigt diese Nachfrage in der Regel.

2. Zur **Erzielung von Gewinnen durch Preissteigerungen**,

also in der Hoffnung das Gold nach Gebühren und Steuern zu einem späteren Zeitpunkt mit Gewinn wieder verkaufen zu können. Der Anlagehorizont ist in diesem Fall meist eher sehr kurz/bis mittelfristig. Bei dieser Nachfrage konkurriert Gold mit allen anderen möglichen Investments und deren aktuell geschätzten Risiko/Chancen-Relationen, deren angenommenem Verhalten in verschiedenen Zukunftsszenarien oder auch deren Korrelationen mit anderen Vermögensklassen. Gold wirft keine Zinsen oder Dividenden ab. Im Gegenteil: in aller Regel kostet es Geld, Gold zu kaufen, zu halten und zu verkaufen. Beim Kauf sowie Verkauf sind Spreads (Unterschied zwischen Kauf- und Verkaufspreis) und Gebühren zu beachten. In der Halteperiode fallen auch Lager- und meist auch Versicherungskosten an.

Die Goldpreisentwicklung selber ist dabei eine der wichtigsten Informationsquellen für potentielle Käufer. Es hilft dem Goldpreis, wenn viel über Gold und steigende Preise berichtet wird. Gute Nachrichten für den Goldpreis führen damit oft zu weiteren guten Nachrichten und steigende Goldpreise zu weiter steigenden Goldpreisen.

Generell haben sich die Angebots- und Nachfragerelationen in den letzten Jahren verändert: früher waren Goldminen, die Schmuckindustrie und Zentralbanken zusammen mit ein paar Anlegern entscheidend. **Heute haben private und institutionelle Anleger sowie Spekulanten einen gesteigerten Einfluss auf den Goldpreis.** Die folgende Tabelle zeigt diese Veränderung im Bezug auf die Nachfrage:

Historische Goldnachfrage (in Tonnen)				
Jahr	Zentralbanken	Schmuckindustrie	Investment	Andere Industrien
2002	-547 -16%	2.662 79%	352 10%	358 11%
2003	-620 -19%	2.484 77%	341 11%	386 12%
2004	-479 -14%	2.616 74%	480 14%	419 12%
2005	-663 -18%	2.719 72%	602 16%	438 12%
2006	-365 -11%	2.300 67%	674 20%	468 14%
2007	-484 -13%	2.423 68%	687 19%	476 13%
2008	-235 -6%	2.304 58%	1.189 30%	461 12%
2009	-34 -1%	1.814 50%	1.402 39%	410 11%
2010	77 2%	2.017 49%	1.583 38%	466 11%
2011	458 10%	1.974 43%	1.690 37%	453 10%

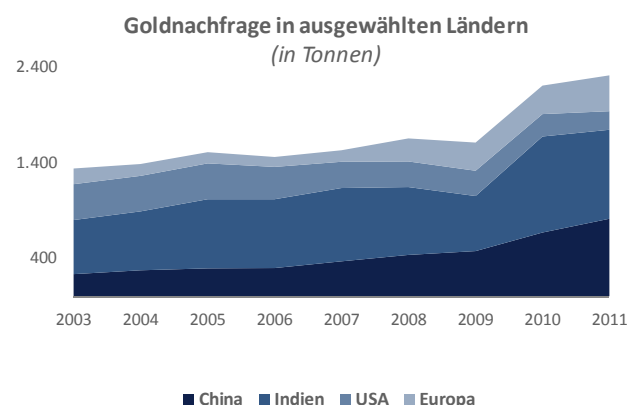
Quelle: World Gold Council "Gold Demand Trends Full Year 2011"

Ein globaler Markt

Goldkäufer sitzen in allen Teilen der Welt. In einigen aufstrebenden Wirtschaftsnationen hat Gold

traditionell einen höheren Stellenwert als zum Beispiel in Europa. In vielen dieser Länder hat eine schnell wachsende Wirtschaft zu einer hohen Steigerung von Kaufkraft der Bevölkerung bei steigenden Sparquoten geführt. Oft verstehen Menschen in diesen Ländern Gold als einen der wenigen Wege, Kaufkraft sicher zu erhalten. Sie haben oft noch Armut, hohe Inflation, Repressionen von Regierungsseite etc. erlebt. So war sowohl in Indien als auch in China privater Goldbesitz (wie übrigens auch in den USA – siehe weiter unten: erster Punkt unter „Wussten Sie über Gold schon, dass...“) lange verboten und ist heute mitunter noch stark reglementiert. Die Goldnachfrage ist in diesen Ländern in den letzten Jahren dementsprechend gestiegen. **Die steigenden Goldkäufe in zunehmend wohlhabenden Ländern, wie Indien oder China, haben das aktuelle Preisniveau entscheidend mit ermöglicht.**

Man sagt, Gold geht dahin wo Geld ist. Das war wohl schon immer so. Um auf unser geschichtliches Beispiel von weiter oben zurück zukommen, war zu den Hochzeiten ägyptischer Macht am Nil viel Gold zu finden, dann im neuen Weltreich Rom und so weiter. Wie die folgende Grafik zeigt ist das auch heute noch so:



Quelle: World Gold Council

Alleine in den ersten sieben Monaten diesen Jahres wurde mehr Gold von Hong Kong nach China importiert als die Europäische Zentralbank als Währungsreserve hält. Zu beachten ist hierbei, dass China vor Südafrika auch noch der größte Goldproduzent der Welt ist.

Aber wer verkauft denn überhaupt noch Gold?

Zum einen natürlich Goldminen, deren Geschäftsmodell es ist, Gold zu fördern und zu verkaufen.

Doch für die Höhe des Goldangebotes ist viel wichtiger wie sich aktuelle Goldbesitzer entscheiden mit ihren Goldbeständen zu verfahren: halten Sie weiter, kaufen sie weiter zu oder verkaufen sie. Mit welchem Ziel haben Sie Gold gekauft? Ab welchem Preis, in welcher individuellen Situation, bei welcher Zukunftseinschätzung sind sie bereit zu verkaufen? Sie könnten theoretisch jederzeit den Goldmarkt überfluten.

Aktuelle Goldbesitzer kann man unterteilen in:

- **Zentralbanken:** Sie haben lange Jahre Teile ihrer Bestände abgeben, um sich in jüngster Zeit wieder dazu zu entscheiden Netto-Käufer zu werden. Das hat den Goldpreis gestützt.
- **Menschen/Institutionen, die Gold gekauft haben**
 - **in der Hoffnung auf die Erzielung von Gewinnen durch Preissteigerungen:**
Diese Marktteilnehmer sind meist emotional nicht sehr mit Ihrem Goldbesitz verbunden und verkaufen Gold zum Beispiel, wenn sie das Geld woanders glauben besser anlegen zu können, wenn sie nach Preisanstiegen Gewinne mitnehmen möchten, wenn sie nicht mehr an weitere Anstiege glauben, wenn es aufgrund steigender Zinsen und niedrigerer Inflation teuer wird Gold zu halten oder wenn sie Liquidität benötigen.

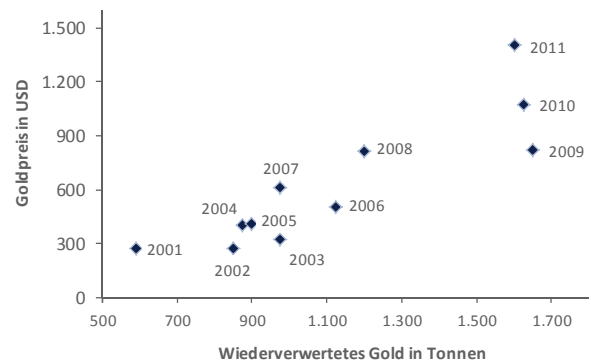
- **zur Aufbewahrung von Kaufkraft/als ultimative Absicherung:**

Diese Marktteilnehmer sind eher längerfristig orientiert. Sie kaufen in Krisensituationen tendenziell zu und geben, wenn Sie das Krisenpotential nicht mehr so hoch einschätzen eher Gold ab.

- **in Form von Schmuck, Kunst etc.:**

Theoretisch kann man jede goldene Zahnfüllung, jeden Goldohrring, jede goldene Heiligenfigur etc. zum aktuellen Gold-Kassakurs verkaufen. Je höher der Goldpreis steigt, umso wahrscheinlicher ist es, dass Gold, zum Beispiel in Form von Schmuck, wieder zu Geld gemacht wird. Eine Krise lässt den Goldpreis oft steigen und gerade dann können viele Menschen Geld gut gebrauchen. Die folgende Grafik zeigt diesen Zusammenhang in den letzten Jahren:

Angebot wiederverwertetes Gold vs. Goldpreis
2001 - 2011



Quelle: World Gold Council, Bloomberg, Erste Bank

Ergebnis

Wir hören und lesen dieser Tage also viel über Gold. Vieles davon scheint leider aus dem größeren Zusammenhang gerissen. Die Argumentation basiert oft auf einem einfachen "cum/post hoc ergo propter hoc": es wird ein kausaler Zusammenhang suggeriert,

einfach weil Dinge zur gleichen Zeit oder in enger zeitlicher Abfolge auftreten. Generell sollten wir auch nicht vergessen, dass viele der Quellen, die über Gold berichten oder Statistiken zu Gold liefern, ein nicht zu unterschätzendes Eigeninteresse haben.

Tatsächlich ist es im Bezug auf die Goldpreisentwicklung so, dass es eine Vielzahl von Einflussgrößen gibt. Der Goldmarkt ist ein wahrhaftig globaler Markt, auf dem Menschen und Institutionen aus aller Welt, mit den verschiedensten Hintergründen, Motivationen und Grenzpreisen Gold kaufen und verkaufen. Das gilt sowohl für den Spot- als auch für die Futures- und Derivatemärkte. Damit kann der sprichwörtliche umfallende Sack Reis in China einen Einfluss darauf haben, wie viel wir in Europa für eine Unze Gold bezahlen müssen.

Auch daher sind die Bewegungen des Goldpreises manchmal selbst ex-post schwer nachvollziehbar:

- Inflation ist zum Beispiel in der Regel gut für den Goldpreis, aber bitte nicht zu viel, da dann Zinsen steigen könnten und damit die Opportunitätskosten Gold zu halten steigen, da Gold nun mal keine laufenden Erträge generiert.
- Krisennachrichten sind ebenfalls in der Regel gut für den Goldpreis: aber bitte gerade so viel, dass mehr Geld gedruckt wird und nicht so viel, dass man wirklich einen Wirtschaftsabschwung befürchten muss, da dann unter anderem die Inflationsangst sinkt und weniger Käufe in den aufstrebenden Wirtschaftsnationen getätigt werden...oder aber so viel, dass das ganze System zusammenbrechen könnte und mehr Menschen Gold als ultimativen Krisenschutz kaufen.
- Im Höhepunkt der Finanzkrise ging der Goldpreis in den heißesten Phasen auch mal zurück, obwohl die Panik den Preis doch eigentlich hätte steigen lassen sollen. Der Grund hierfür war wohl unter anderem,

dass Anleger Geld brauchten, um liquide zu bleiben. Daher wurde dann eben Gold, das eines der wenigen noch liquiden Vermögenswerte war, abgestoßen.

Aktuelles Umfeld

Generell hat sich das Umfeld für Gold in den letzten Jahren also geändert. Die verbesserten Rahmenbedingungen, die den Goldpreisanstieg der letzten Jahre ermöglicht haben, scheinen dabei nach wie vor zu gelten:

- Niedrige, zum Teil negative Realzinsen in vielen Ländern (die Opportunitätskosten Gold zu halten sind aktuell eher niedrig, da andere Anlagen wenig Ertrag abwerfen)
- Angst vor Inflation
- Zentralbanken als Nettokäufer
- Insgesamt ist relativ zu früheren Zeiten und zu anderen Vermögensklassen immer noch wenig in Gold investiert
- Angst vor Deflation/einem Zusammenbruch des Finanzsystems (insgesamt aufgrund der Finanzkrise und der Überschuldung von Staaten und Bürgern in den USA, Europa und Japan)
- Neuartige/Unkonventionelle Maßnahmen von Zentralbanken (insbesondere der amerikanischen Fed, der Bank of England und nun auch der EZB)
- Steigender Reichtum und auch steigende Sparquoten in Ländern mit traditionell goldaffinen Bürgern
- Gold hat in den letzten Jahren eine fulminante Entwicklung aufzuweisen
- Gold ist in Mode und in aller Munde

Wussten Sie über Gold schon, dass...

- ...der Besitz von Gold durch Privatleute in vielen Ländern gesetzlich stark limitiert war und ist. So war er weitgehend bis vor einigen Jahren in Indien und in China verboten. Aber auch in den USA war Privatbesitz von Gold bis Anfang der 1970er Jahre verboten: Franklin D. Roosevelt verbot vor dem Hintergrund der Weltwirtschaftskrise für alle amerikanischen Staatsbürger im In- und Ausland den Besitz von Gold per Gesetz. Bei Zuwiderhandlungen konnten Haftstrafen von bis zu 10 Jahren und/oder bis zu 10.000 USD Strafe verhängt werden. Das Goldverbot für US-Bürger, das fast 40 Jahre gültig war, wurde erst mit dem Untergang des Bretton-Woods-System Anfang der 1970er Jahre aufgehoben.
- ...das Wort „Gold“ aus dem Indogermanischen stammt („gehel“) und „glänzend, gelb“ bedeutet.
- ... Gold unter dem Kürzel XAU in vielen Banken in der Abteilung Währungshandel und nicht in der Abteilung Rohstoffhandel gehandelt wird.
- ...die hohe Dichte von Gold Tresorbauer immer wieder vor Herausforderungen stellt, da ein Würfel mit einer Kantenlänge von nur 37cm etwa eine Tonne wiegt und einem aktuellen Gegenwert von ca. € 43,5 Mio. hat.
- ... Fälscher von Goldbarren oft Wolfram benutzen (außen Gold und im Kern Wolfram), da es eine ähnliche Dichte wie Gold hat und daher durch Kontrollwiegen nur schwer entdeckt werden kann.
- ...man im alten Babylon unter König Nebukadnezar II 600 vor Christus für eine Unze Gold wohl ca. 350 Brotlaibe kaufen konnte. Das entspricht in etwa dem heutigen Preisniveau: Eine Unze Gold ist heute ca. 1.300 Euro wert. Geteilt durch 350 ergebe das ca. € 3,70 für einen Laib Brot.
- ...bis Anfang der 1970er Jahre der USD direkt mit Gold unterlegt war und alle anderen wesentlichen

Währungen der Welt an den USD gekoppelt waren. Erst unter Präsident Nixon änderte sich das.

- ...Warren Buffet einmal über Gold gesagt haben soll: “Gold gets dug out of the ground in Africa, or someplace. Then we melt it down, dig another hole, bury it again and pay people to stand around guarding it. It has no utility. Anyone watching from Mars would be scratching their head.”
- ...Thomas Paine einmal über Gold gesagt haben soll: “Gold is never scarce unless it is hoared - for good reasons – and deliberately hidden.”

Quellen zum nach- und weiterlesen:

- *London Bullion Market Association:*
www.lbma.org.uk
- *World Gold Council:*
www.gold.org
- *Wikipedia:*
<http://de.wikipedia.org/wiki/Gold>
- *Commodity Futures Trading Commission:*
<http://www.cftc.gov/OCE/WEB/gold.htm>
- www.zerohedge.com
- *Gold Report 2012 – In GOLD we TRUST (Juli 2012)*
von Erste Bank
- *“The Golden Constant”*
von Roy W. Jastram/Jill Leyland
- *“Alles, was Sie über Gold wissen müssen”*
von Christoph Eibl
- *“All About Investing in Gold”*
von Jon Jagerson/S. Wade Hansen