

Rohstoff-Trends

Privatbankiers  gegründet 1590
BERENBERG BANK
 Joh. Berenberg, Gossler & Co. AG

26. August 2011

Goldpreis aktuell: Korrektur im Bullenmarkt oder platzt gerade eine Blase?

von Wolfgang Pflüger, Leitender Volkswirt Finanzmärkte der Berenberg Bank

Nachdem die in US-Dollar notierten Goldpreise im bisherigen Jahresverlauf in der Spitze um nochmals 31 % bis auf \$ 1.910,-/Unze zulegen konnten, mehrten sich die Stimmen, die von einer Blasenbildung sprachen. Wir wollen den Realitätsgehalt solcher Aussagen untersuchen.

Kapitalmarktblasen sind immer dann zu konstatieren, wenn beschleunigte Kursanstiege zu Preisen führen, die unvernünftig weit oberhalb des „fairen“ (inneren) Wertes eines Anlageinstruments liegen. Denn: Normalerweise führen rationale Erwartungen und „Random Walk“ im Rahmen der klassischen Portfoliotheorie (Markowitz) stets zu Preisen, die allenfalls geringfügig von ihrem inneren Wert abweichen. Blasenbildung beinhaltet daher immer ein starkes irrationales Element, Massenverhalten, Gier (oder Panik), absurde Renditeerwartungen und das alles unterstützt von einer Politik des billigen Geldes im Kontext einer überexpansiven Notenbankpolitik.

Bei der Bestimmung des inneren (Intrinsic bzw. fair) Wertes von Gold tut man sich naturgemäß schwer. Er ist wohl nur in Relation zu anderen „Werten“ ermittelbar.

Historische Entwicklungen/Vergleiche

- Wertverhältnis Gold zu Aktien: Setzt man den Dollar-Unzenpreis ins Verhältnis zum jeweiligen Indexstand des S&P 500 und dem daraus resultierenden Quotienten und sollten wieder ähnliche Größenordnungen wie während der Weltwirtschaftskrise (I) oder zu Beginn der 80er-Jahre (II) erreicht werden, so müsste Gold auf \$ 2.960,- (I) bzw. \$ 6.400,- (II) steigen.
- Wertverhältnis Gold zu anderen Rohstoffen: Eine Unze Feingold „kauft“ derzeit etwa 15,6 Fass Öl (Sorte Brent) oder 0,20 Tonnen Kupfer. Das entspricht in etwa dem Durchschnitt der vergangenen 20 Jahre. Eine vergleichbare Relation Gold/Öl wie zu Beginn der 80er-Jahre implizierte Goldpreise von \$ 2.890,-.
- Wertverhältnis Gold zu umlaufendem Münz-/Papiergeld: Im Jahre 1980 lag die US-Geldmenge bei \$ 200 Mrd. Aktuell weist die Bilanz der US-Notenbank FED ein Volumen von \$ 2.850 Mrd. aus (entspricht dem Faktor 14,25). Ein unverändertes Verhältnis von Goldpreis und Papiergeld (wohlbemerkt nur auf die USA bezogen) würde zu Notierungen für das gelbe Metall von \$ 11.400,- führen (14,25 x \$ 800,-).
- Wertverhältnis Gold zu anderen Kapitalanlageformen: Auf Goldinvestments (Münzen, Barren, börsenmäßig gehandelte Verbriefungen, kein Schmuck!) entfallen ca. 1 % aller Kapitalanlagen weltweit.
- Das vormalige historische Goldpreishoch (\$ 835,- am 19.1.1980) wurde in nominaler Betrachtung erst Anfang 2008 überboten. Ein um die seit 1980 verzeichneten Inflationsraten bereinigter Goldpreis läge heute bei \$ 2,150,-.

Wichtige Hinweise: Dieses Dokument stellt keine Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG, keine Anlageberatung, Anlageempfehlung oder Aufforderung zum Kauf von Finanzinstrumenten dar. Es ersetzt keine rechtliche, steuerliche und finanzielle Beratung. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren auf allgemein zugänglichen Quellen Dritter und berücksichtigen den Stand bis zum Tag vor der Veröffentlichung. Nachträglich eintretende Änderungen können nicht berücksichtigt werden.

NEUER JUNGFERNSTIEG 20
 20354 HAMBURG
 TELEFON (040) 350 60-0
 TELEFAX (040) 350 60-900
 WWW.BERENBERG.DE

Rohstoff-Trends

Privatbankiers  gegründet 1590
BERENBERG BANK
 Joh. Berenberg, Gossler & Co. AG

26. August 2011 • Seite 2

- Die Börsenkapitalisierung der 16 global führenden Gold-/Silberminenunternehmen (zusammengefasst im Amex Gold Bugs Index) lag zuletzt bei etwa \$ 240 Mrd. Zum gleichen Zeitpunkt wurde dem Apple-Konzern ein Wert von \$ 350 Mrd. beigemessen.
- Zum Hochpunkt der Blasenbildung während der TMT- oder Dotcom-Blase hatte sich der Indexstand des Nasdaq-Composite um mehr als 50 % von seinem 200-Tages-Durchschnitt nach oben abgesetzt. Derzeit (\$ 1.720,-) liegt der Goldpreis um 15 % oberhalb dieses Wertes – in der Spitze waren es 25 %.

Goldpreisanstieg als Spiegelbild eines sich ausbreitenden Vertrauensverlustes

Der Goldpreis befindet sich nach unserer Einschätzung noch weit entfernt von den Stadien einer Blasenbildung. Sein säkularer Bullenmarkt begann im Jahr 2005 und hat seitdem in jedem Jahr positive Wertentwicklungen aufzuweisen.

Gold-Hausse begann in 2005 bei 430 \$

	Start ¹	Ende ¹	Veränderung
2005	437	508	16,3 %
2006	516	634	22,9 %
2007	627	833	32,9 %
2008	836	878	5,0 %
2009	875	1095	25,2 %
2010	1085	1419	29,6 %
2011	1413	1725 ²	22,1 %

¹Preise in US-Dollar je Unze ²Stand: 25.8.2011

Quellen: Eigene Berechnungen, Reuters

Den Ausgangspunkt bildete die Ablehnung des EU-Verfassungsentwurfs in 2005 durch Frankreich und die Niederlande. Zum ersten Mal kam es zu einer breit angelegten Diskussion um den langfristigen Fortbestand des Euros als Gemeinschaftswährung. Der Euro verlor an Zutrauen und Wert – Gold begann seinen Aufstieg.

Im Jahr 2007 platzten die Immobilienblasen in den USA, Großbritannien und Spanien. Es kam zu ersten Bankinsolvenzen.

Gegen Ende des Jahres 2008 meldeten Lehman Brothers Konkurs an. Die Welt geriet an den Rand einer umfassenden Bankenkrise. Mittlerweile ist weitgehend akzeptiert, dass massive Zentralbankinterventionen/-verkäufe eine Explosion des Goldpreises in jenem Jahr unterbanden.

Im Jahr 2009 begann der Ankauf von Staatsanleihen in einem noch nie zuvor gesehenen Ausmaß. Global blähte sich die Geldmenge auf.

Im Jahr 2010 nahm die Diskussion über die Tragfähigkeit/Endlichkeit immer neuer Staatsschulden ausgehend vom „Casus Griechenland“ an Fahrt auf.

2011 gerieten die USA in den Sog der Verschuldungsdebatte. Rettungsschirme wurden aufgebläht. Dennoch waren auch Spanien und Italien von zunehmenden Refinanzierungsproblemen betroffen.

Ausgehend von einem Goldpreis zu Beginn des Jahres 2005 (\$ 430,-) haben sich die Notierungen in etwa vervierfacht. Sollten sie auf dieses Niveau zurückfallen, wäre es gleichbedeutend mit Verlusten von 75 %.

Seit Anfang 2005 hat der EUROSTOXX 600 Bankenindex 62 % an Wert verloren, die Aktien der Deutschen Bank gaben 55,3 % bzw. gemessen an ihrem Höchststand von

NEUER JUNGFERNSTIEG 20

20354 HAMBURG

TELEFON (040) 350 60-0

TELEFAX (040) 350 60-900

WWW.BERENBERG.DE

Wichtige Hinweise: Dieses Dokument stellt keine Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG, keine Anlageberatung, Anlageempfehlung oder Aufforderung zum Kauf von Finanzinstrumenten dar. Es ersetzt keine rechtliche, steuerliche und finanzielle Beratung. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren auf allgemein zugänglichen Quellen Dritter und berücksichtigen den Stand bis zum Tag vor der Veröffentlichung. Nachträglich eintretende Änderungen können nicht berücksichtigt werden.

400 JAHRE – ERFAHRUNG HAT ZUKUNFT

Rohstoff-Trends



26. August 2011 • Seite 3

€ 107,- sogar 75,3 % ab. In einer umgekehrten Betrachtung liegt es also nahe, dass die Goldpreise lediglich den Vertrauensverlust in das westliche Bankensystem sowie die schwer beschädigte Reputation der Politik im Bereich fiskalischer Disziplin widerspiegeln. Hier blieb es bislang bei einer bloßen Ankündigungsrhetorik und Worthülsen. Ein glaubwürdiger Langfristplan auf dem Weg zu nachhaltig tragbaren Staatsfinanzen steht noch aus. Immer neue Staatsschulden, die durch die Anleihenkäufe der Notenbanken monetarisiert werden, können zwar kurzfristig die Illiquidität einzelner Länder abwenden. Sie lösen aber die grundlegende Problematik nicht.

Mehr Geld bedeutet, dass sein „Preis“ verfällt. Die Folgen beobachten wir derzeit in Form von negativen Realzinsen und steigenden Inflationserwartungen/-raten.

Fazit: Das „Thema Staatsschulden“ dürfte uns noch lange erhalten bleiben. Damit geht die Diskussion über die Stabilität einzelner Währungen einher. Offensichtlich erkennen sogar zunehmend Notenbanken die Problematik ihres Handelns. Seit 2009 treten sie als Netto-Käufer am Goldmarkt auf. Waren es in jenem Jahr wenig mehr als 40 Tonnen, die sie ihren Reserven hinzufügten, so stieg das Volumen auf 73 Tonnen in 2010. Binnen der ersten sechs Monate dieses Jahres wurden unter der Führung von Mexiko, Russland, Thailand, der VR China und Südkorea mit 180 Tonnen bereits mehr als das Doppelte des gesamten Vorjahres erworben. Bei steigenden Realeinkommen lassen sich zudem die wohlhabenderen Bürger Indiens und Chinas nicht von steigenden Goldnotierungen abschrecken. Ihre Schmuck- und Investmentkäufe stiegen auf ein neues Rekord-

niveau. Beide Länder vereinigen mittlerweile mehr als 50 % der globalen Goldnachfrage auf sich. Diese übertrifft mit ca. 4.100 Tonnen in diesem Jahr die laufende Minenproduktion von ca. 1.600 Tonnen wie schon in den Vorjahren bei weitem.

Also: Die Goldpreise befinden sich nicht im Prozess einer Blasenbildung. Es handelt sich vielmehr um einen langfristigen Bullenmarkt. Auf dessen Zeitachse kam es nun zu einer kurzfristigen Übertreibung. Nach deren Bereinigung rechnen wir mit einer fortgesetzten Aufwärtsbewegung. Unsere vorläufigen Kursziele haben wir auf \$ 1.950,- angehoben.

Wichtige Hinweise: Dieses Dokument stellt keine Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG, keine Anlageberatung, Anlageempfehlung oder Aufforderung zum Kauf von Finanzinstrumenten dar. Es ersetzt keine rechtliche, steuerliche und finanzielle Beratung. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren auf allgemein zugänglichen Quellen Dritter und berücksichtigen den Stand bis zum Tag vor der Veröffentlichung. Nachträglich eintretende Änderungen können nicht berücksichtigt werden.

NEUER JUNGFERNSTIEG 20
20354 HAMBURG
TELEFON (040) 350 60-0
TELEFAX (040) 350 60-900
WWW.BERENBERG.DE