

# Gold und Silber: Die langfristigen Aussichten

Von Markus Mezger, Volkswirt bei der Baden-Württembergischen Bank und dort zuständig für Strategie, Aktien- und Rohstoffmärkte, und Christoph Eibl, zuständig für den Edelmetall-Handel beim selben Institut

## Gold – seit Jahrtausenden eine stabile Währung

„Das Gold aber, der Leib der Götter, ist nicht eure Sache!“ Mit diesen Worten forderte Pharaos Sethos I vor mehr als 3.000 Jahren den größten Teil der Fördermenge einer Goldmine am Roten Meer für seinen Osiris Tempel in Abydos. Der König der Metalle war traditionell das Metall der Könige. Dank seiner überragenden Geldeigenschaften der Teilbarkeit, Homogenität und des Luxusguts ist Gold die älteste Währung der Welt, die heute noch über alle nationalen Grenzen und Gesellschaftsschichten anerkannt ist. Da Gold von keiner Zentralbank gedruckt werden kann, konnte es seinen Währungscharakter auch nach dem Zusammenbruch des Festpreissystems von Bretton Woods anno 1973 erhalten. Das gelbe Edelmetall ist bis heute ein zuverlässiger Gradmesser für die Qualität der Weltleitwährung US-Dollar. Daß es um diese angesichts von Rekordzwillingsdefiziten in Leistungs- und Fiskalbilanz nicht zum Besten gestellt sein kann, zeigen auch die Alternativwährungen Schweizer Franken und Euro.

## Können die europäischen Währungen mit Gold Schritt halten?

Dies dürfte nur der Fall sein, solange die Inflationsvorzeichen für Euroland von den Märkten als nicht kritisch eingestuft werden. Tatsächlich steht die EZB jedoch wenig besser da als die amerikanische Notenbank. Zwar wurde in Relation zum Bruttosozialprodukt in den letzten zehn Jahren weniger Geld gedruckt als im Land der unbegrenzten Möglichkeiten. Die schleichende Aus-



Markus Mezger



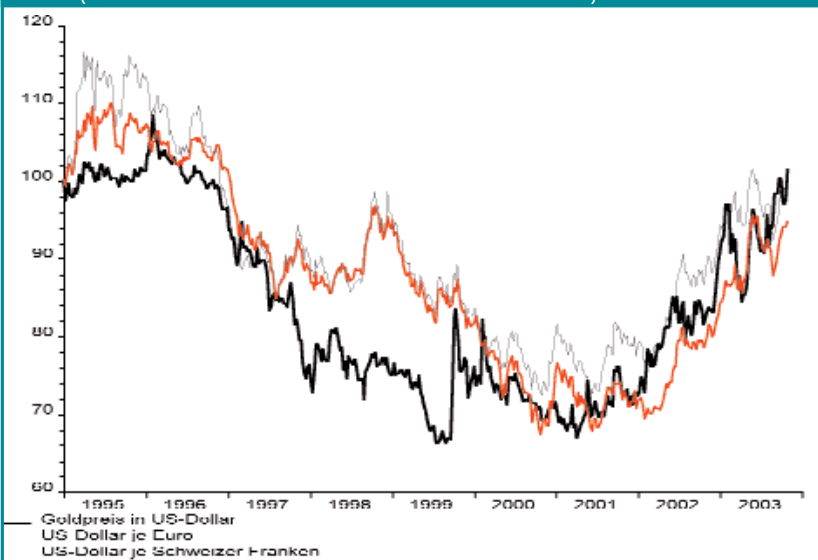
Christoph Eibl

höhung des EWU-Stabilitätspaktes durch die größten Marktteilnehmer Deutschland und Frankreich sowie die von vielen Politik- und Lobbygruppen vorgetragenen Forderungen nach weiteren Leitzinssenkungen haben allerdings bei der EZB ebenfalls Wirkung gezeigt. In dem Maße wie die Finanzmärkte den Focus darauf richten, daß Euroland im internationalen Vergleich keineswegs ein Hort geldpolitischer und fiskalpolitischer Stabilität ist, dürfte sich der Goldpreis vom Euro abheben.

## Überschuldung – das Dilemma der Wirtschaftspolitik

Zumal die Notenbanken angesichts der privaten Überschuldung vor einem unlösbaren Dilemma stehen. Aus der Schuldenfalle gibt es nur zwei Auswege: Deflation oder Inflation. In der ersten Variante läßt die Politik den Zusammenbruch hoch verschuldeter Marktteilnehmer zu. Die Forderungsgläubiger müßten in diesem Fall den Verlust tragen. In den hoch geleveragten Kreditsystemen unserer Zeit besteht die Gefahr, daß einzelne Marktteilnehmer, die Forderungsausfälle zu verkraften haben, ebenfalls insolvent werden. Es kann also zu einer Deflationsspirale kommen, bei der immer mehr private Schulden wegen Insolvenz ausgebuht werden. Diese Variante durchlitt die amerikanische Volkswirtschaft in der Großen Depression von 1930-1933, als Geldmengen und Konsumgüterpreise um mehr als 25 % fielen. Gold hingegen wertete in den 30er Jahren sogar um rund 50 % zum Dollar auf und erwies sich als perfekter Schutz vor den systemischen Risiken der Finanzbranche.

ABB. 1: HOHE KORRELATION ZWISCHEN GOLD-STÄRKE UND DOLLAR-SCHWÄCHE  
(DOLLAR-SCHWÄCHE = EURO- BZW. FRANKEN-STÄRKE)



Quelle: DATASTREAM

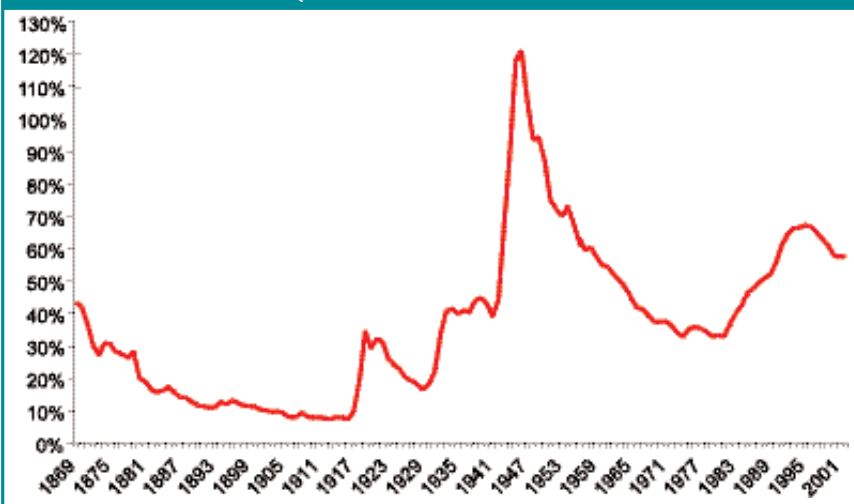
**Inflation als eleganter Ausweg**

Viel eleganter ist jedoch die zweite Variante der Entschuldung. Hier läßt der Staat den Zusammenbruch großer Schuldner nicht zu. Durch umfangreiche Bail-out-Programme werden die Schulden von den Privaten auf das staatliche Schuldenbuch genommen. In den USA äußert sich eine derartige Politik in freizügigen Steuer-geschenken an die Bürger, die durch eine staatliche Kreditaufnahme finanziert werden. Ein Blick auf die Staatsschuldenquote der USA verrät, daß im historischen Kontext noch viel Spielraum besteht, die Staatsverschuldung weiter auszudehnen. Eine derartige Politik wird in den USA flankiert von einer extrem expansiven Geldpolitik, die unablässig Liquidität, sprich Zentralbankgeld, in das Finanzsystem pumpt. Damit ist ziemlich genau die Übersetzung des lateinischen Wortes „inflare“ wiedergegeben. Wachsende Geldmengen stehen einer stagnierenden oder gar schrumpfenden realen Wirtschaftsleistung und einem begrenzten Angebot an Rohstoffen gegenüber, der klassische Fall einer staatlich herbeigeführten Stagflation. Ob Inflations- oder Deflations-schocks – Gold ist eine der besten Versicherungen gegen die Wechselfälle des Geldes, denn sein Wert besteht unabhängig vom Zahlungsverprechen Dritter.

**Kurzfristig ist der Goldmarkt überhitzt**

So glänzend die langfristigen Aussichten des gelben Edelmetalls sind, kurzfristig könnte dem Goldmarkt eine empfindliche Abkühlung bevorstehen. Durch den jüngsten Preisanstieg wird mehr altes Gold eingeschmolzen. Das zusätzlich recycelte Gold dürfte in den kommenden Jahren rund 200 Tonnen betragen. Gleichzeitig haben die wichtigsten europäischen Notenbanken, die ihre Goldverkäufe im Rahmen des Washington Agreement bis Herbst 2004 auf 400 Tonnen pro Jahr beschränkt haben, bereits durchblicken lassen, daß sie sich eine Neuauflage des Abkommens mit einer höheren Verkaufsmenge durchaus vorstellen können. Wir rechnen mit einem zusätzlichen Angebot von 100 Tonnen jährlich, die aber durch Käufe asiatischer Zentralbanken ab Mitte 2004 mehr als ausgeglichen werden. Als kritischer Faktor könnte sich kurzfristig auch das nachlassende Interesse der Goldminen erweisen, bereits über die Terminmärkte verkaufte

ABB. 2: US-STAAATSSCHULDENQUOTE IN % DES BSP VON 1869-2003



Quellen: US-Treasury Bureau of the Public Debt, Global Financial Data

Gold wieder zurückzuerwerben. Dieses sogenannte Dehedging dürfte in diesem Jahr noch zu einer Gesamtnachfrage von 600 Tonnen führen. Im nächsten Jahr rechnen wir von Seite der Goldproduzenten jedoch nur noch mit einer Nachfrage von 300 Tonnen.

**Hedge Fonds spekulieren aggressiv auf einen steigenden Goldpreis**

Der Goldpreis wurde trotz dieser kurzfristig leicht negativen Aussichten von Hedgefonds oben gehalten. Wie kaum zuvor haben sie sich an der amerikanischen Terminbörse Comex auf der Long-Seite positioniert. Auf Termin wurden in den letzten Monaten knapp 300 Tonnen gekauft. Da ein Großteil dieser Menge unserer Ansicht nach aus kurzfristigen technischen Gesichtspunkten erworben wurde, könnte eine unerwartete plötzliche Marktbewegung Stop Loss-Verkäufe auslösen, die den Goldmarkt kurzfristig bis auf ein Niveau von 340 US-\$ drücken könnten. Die überhitzte Marktverfassung zeigt auch die steile Aufwärtsbewegung vieler Goldminenaktien, die in einzelnen Fällen zu markanten Überbewertungen gegenüber dem Metall geführt hat. So ist nach unseren Berechnungen im Kurs von Newmont Mining, dem größten Goldförderer der Welt, bereits ein Kursanstieg des Goldes auf über 460 US-\$ enthalten.

**Goldhandel – ein Markt mit vielen Facetten**

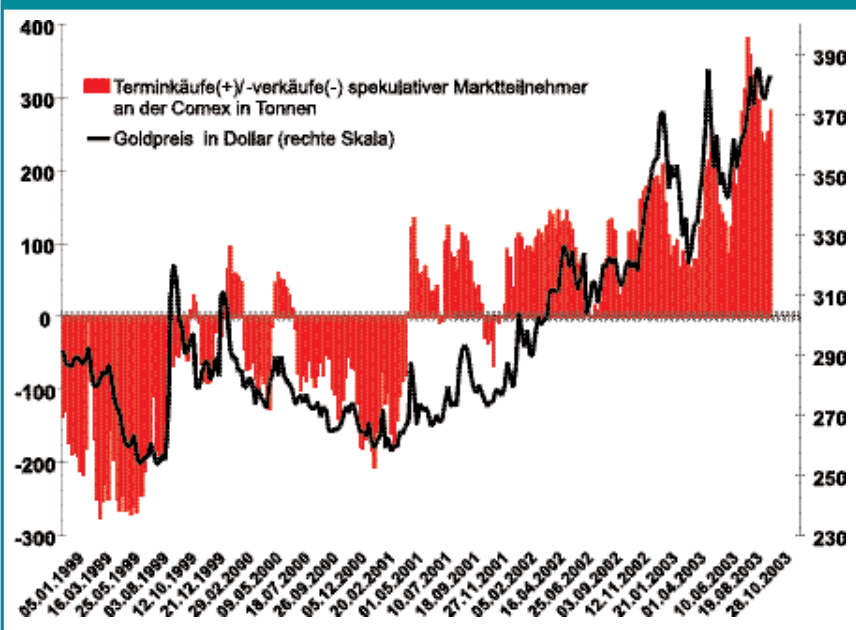
Die Preisfindung am Goldmarkt einschließlich der komplexen Wechselwirkung zwischen Kassa- und Terminmärkten wird auch durch die Strukturen, die Historien und die Zeitzonen der Handelsplätze für Gold mit beeinflusst. London ist historisch zum Zentrum des Goldhandels gewachsen. Das täglich zweimal stattfindende Fixing, das im Verbund der Mitglieder der LBMA (London Bullion Market Association) stattfindet, dient dazu, größere Positionen zu einem festen Preis zu handeln. Obwohl London und Zürich traditionell den größten physischen Handelsumschlag verzeichnen können, wird der Gold-Spot bilateral und „Over-the-Counter“ (OTC) gehandelt und nicht über eine Börse institutionalisiert. Handelsvolumen und Handelsflüsse sind so nur schwer transparent. Termine

ABB. 3: GOLDANGEBOT UND -NACHFRAGE VON 1998 BIS 2003

ANGEBOT (IN TONNEN)	1998	1999	2000	2001	2002	1. Hj. 2003
GOLDPRODUKTION	2.555	2.568	2.580	2.604	2.587	1.252
ZENTRALBANKVERKÄUFE	412	464	471	504	556	279
RECYCLING	1.098	616	608	706	835	479
LEERVERKÄUFE (NETTO)	58	506	-15	-147	-423	-329
SUMME ANGEBOT	4.123	4.154	3.644	3.667	3.555	1.681
NACHFRAGE (IN TONNEN)	1998	1999	2000	2001	2002	1. Hj. 2003
INDUSTRIE	3.709	3.744	3.752	3.483	3.175	1.508
- DAVON SCHMUCK	3.145	3.149	3.188	2.995	2.689	1.234
- DAVON SONSTIGE	564	595	564	487	486	274
GOLDBARREN UND MÜNZEN	155	240	214	232	252	73
PORTFOLIOINVESTMENT	260	170	-322	-53	128	101
SUMME NACHFRAGE	4.124	4.154	3.644	3.662	3.555	1.682

Quelle: Gold Fields Mineral Services

ABB. 4: COMEX-POSITIONEN UND GOLDPREIS SEIT DEM 1.1.1999



Quelle: Baden-Württembergische Bank

werden in Europa nur über OTC oder seit jüngerer Zeit auch über die Istanbul Gold Exchange (IGE) gehandelt. Istanbul als Kontaktstelle in den Orient hat zwar historische Bedeutung, ist jedoch im internationalen Handelsgeschehen eher auf den hinteren Rängen anzusiedeln. Die volumenmäßig größten Nachfrager sind bekanntlich die Goldschmuck liebenden Inder. Deren physische Ware kommt zum größten Teil direkt aus Südafrika, aber auch über das Dubai Metals and Commodities Center (DMCC). Im physischen Handel sind des weiteren noch Hong Kong, Tokio mit der TOCOM und jüngst erst China mit der Shanghai Gold and Silver Exchange (SGSE) von Bedeutung.

#### Termin oder Kasse – wer macht den Preis?

Die Tatsache, daß der Goldhandel an verschiedenen Orten mit unterschiedlichen Prämissen stattfindet, läßt die Frage zu, welcher Markt den Preis bestimmt. In New York findet der größte Derivateumsatz an der COMEX (Commodity Exchange) statt. Absicherungsgeschäfte, Spekulationen und Vorwärtsverkäufe sind hier zu sehen. Um den 24 Stunden-Handel zu sichern, werden Futures und Optionen in Japan institutionalisiert durch die TOCOM gehandelt. Der Termin- und Kassamarkt ist so gesehen global eine Einheit. Spot und Termin greifen ineinander über. Obwohl der Derivatemarkt volumenmäßig größer sein dürfte, so sind immer wieder Marktphasen zu beobachten, in denen weniger der Terminmarkt, sondern vielmehr der Spot-Preis den Marktpreis bestimmt. Beispielsweise seien hier die 1.300 Tonnen Zentralbankverkäufe der Schweiz oder die 400 Tonnen der Zentralbankverkäufe Großbritanniens genannt, die physisch durch den Markt absorbiert wurden. Die Frage nach den preisbestimmenden Determinanten kann somit nur im Bezug auf regionale Gegebenheiten einerseits und auf die jeweiligen Marktphasen andererseits beantwortet werden. Verschiedene Handelszentren haben zu verschiedenen Ereignissen und Zeitpunkten eben unterschiedliche Bedeutung. Aktuell bestimmt der Terminmarkt, voran die Comex, die Fahrt des Goldes. Spekulationsgeschäfte in New York bewegen gegenwärtig den Preis und werden diesen entsprechend auch über die nächsten Wochen dirigieren.

#### Größeres Kurspotential bei Silber

Für Silber sind die Perspektiven noch glänzender, da es im Gegensatz zu Gold ein Multitalent in der Industrie ist. Während Gold nahezu ausschließlich von der Schmuckindustrie nachgefragt wird, reichen die industriellen Anwendungen Silbers von der Photoindustrie, der Batterieherstellung über die Solarenergie bis hin zum dynamisch wachsenden Einsatz des Metalls in der Wasseraufbereitung. Der vielerorts prognostizierte Siegeszug der digitalen Photographie wird im Bereich der Bildentwicklung und der Papierfilmherstellung nur zu sehr geringen Nachfrageeinbußen führen, die durch die wachsende Verwendung von Silber in anderen Industriebereichen mehr als ausgeglichen werden. Dank seiner einzigartigen Leit- und Reflexionseigenschaften kann die Industrie selbst bei einem schnell steigenden Preis des weißlichen Edelmetalls kaum auf andere Metalle ausweichen. Im Gegensatz zu Gold sind die überirdischen Bestände, die bei einem starken Preisanstieg auf den Markt kommen könnten, weitgehend abgebaut. So verfügen die

Zentralbanken mit Ausnahme Chinas über keine nennenswerten Reserven mehr. Die chinesische Notenbank dürfte bei gleichbleibenden Verkäufen von rund 60 Mio. Unzen jährlich ihre Reserven in 5 bis 6 Jahren komplett ausgeschöpft haben. Edelmetallhändler und Warehouses weisen noch Bestände von etwas mehr als 370 Mio. Unzen aus. Mit anderen Worten: rund 4 Mrd. US-\$ reichen aus, um die gesamten offiziellen Bestände von knapp 800 Mio Unzen\* zu gegenwärtigen Marktpreisen vom Markt zu nehmen. Das sind rund 5 % des geschätzten Vermögens der Walton-Familie (Wal-Mart). Sollte das „Gold des kleinen Mannes“, das seine monetäre Funktion in den letzten Jahrzehnten komplett eingebüßt hat, für die Portfolioanlage wiederentdeckt werden, dann kann es leicht zu einer Verfünffachung des Silberpreises kommen.

#### Fazit

Obwohl wir aufgrund der großen Aktivitäten von Hedge Fonds kurzfristig eine Korrektur am Goldmarkt erwarten, bleibt unsere langfristige Einschätzung positiv. Der Markt hat unserer Ansicht nach bis 2006 ein Kurspotential von 600 bis 800 US-\$. Privatinvestoren sollten ihr Portfolio dementsprechend diversifizieren: 5 bis 10 % sollte der Anteil in Gold ausmachen, wobei hiervon etwa 50 % in physisches Gold und Silber investiert werden sollten. Zu beachten ist die Mehrwertsteuer, die beim Kauf von Silber anfällt. Standard Kilo-Barren, Gold- und Silbermünzen halten wir für die bevorzugten Anlagevarianten im physischen Bereich. Die andere Hälfte der Edelmetallanlage kann über die Metallproduzenten abgebildet werden, da diese oft einen Hebel gegenüber dem direkten Investment aufweisen. Beim Kauf sollte man jedoch darauf achten, daß das Unternehmen seine Produktion nicht in hohem Maße über Termin verkauft hat (Hedging). Der Investor partizipiert in diesem Fall nicht voll an einem Goldpreisanstieg. Zudem sollte das Portfolio über mehrere Werte gestreut sein. Hier bieten sich auch Goldminenbaskets an, die sich auf Goldproduzenten ohne Absicherungsgeschäfte konzentrieren.

\*) Das World Silver Institute errechnet eine Ziffer von 737 Mio. Unzen identifizierbare überirdische Silberbestände. Vgl. World Silver Survey 2003, S. 31.