

14. August 2018

Sonderbericht

Die aktuelle Lage am Goldmarkt

GOLDPREIS DERZEIT VOM STARKEN US-DOLLAR UND SPEKULANTEN GETRIEBEN: Der Goldpreis fiel von etwa 1.350 US-Dollar je Feinunze (31,1 Gramm) im April dieses Jahres auf aktuell weniger als 1.200 US-Dollar zurück. Diese Schwäche wird zum einen durch die Aufwertung des US-Dollars verursacht. Phasenweise verhält sich Gold exakt gegenläufig zur US-amerikanischen Währung, und momentan ist dieser Zusammenhang vergleichsweise stark ausgeprägt. Daneben führte der Bruch eines charttechnischen Aufwärtstrends zu umfangreichen Wetten auf einen weiter sinkenden Preis. Die spekulativen Short-Positionen an der US-Terminbörse erreichen aktuell das höchste Niveau seit Beginn der Aufzeichnungen.

PHYSISCHE NACHFRAGE DERZEIT VERHALTEN: Die Nachfrage nach Goldbarren und -münzen durch private und institutionelle Anleger hat sich in den letzten Jahren deutlich von den Spitzenwerten während der Eurokrise 2011 und 2012 entfernt. In den letzten Monaten war eine Fortsetzung des Rückgangs feststellbar. Die Schmuckgoldnachfrage in China, Indien und der westlichen Welt stagniert. Die Notenbanken befinden sich jedoch weiterhin auf der Käuferseite des Marktes.

FÖRDERKOSTEN STEIGEN WIEDER: Die Goldgewinnung ist trotz des deutlichen Rückgangs der Notierung von ihrem Höchststand 2011 noch nicht gesunken. Allerdings war zuletzt ein signifikanter Wiederanstieg der Förderkosten feststellbar. Die Möglichkeiten der Minen für Einsparungen scheinen ausgereizt zu sein.

- Dr. Torsten Gruber
- Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

1. Einleitung

Gold erhielt in den letzten Wochen wieder verstärkt mediale Aufmerksamkeit. Dies war jedoch nicht der Fall, da eine Krise wie beispielsweise der Handelskonflikt zwischen den USA und China zu einem Preisanstieg geführt hätte. Das gelbe Edelmetall befindet sich vielmehr seit April dieses Jahres in einer kontinuierlichen Abwärtsbewegung und wie so oft folgt die Berichterstattung den Notierungen. Daneben machte Anfang August die Meldung die Runde, dass die weltweite Goldnachfrage rückläufig sei.

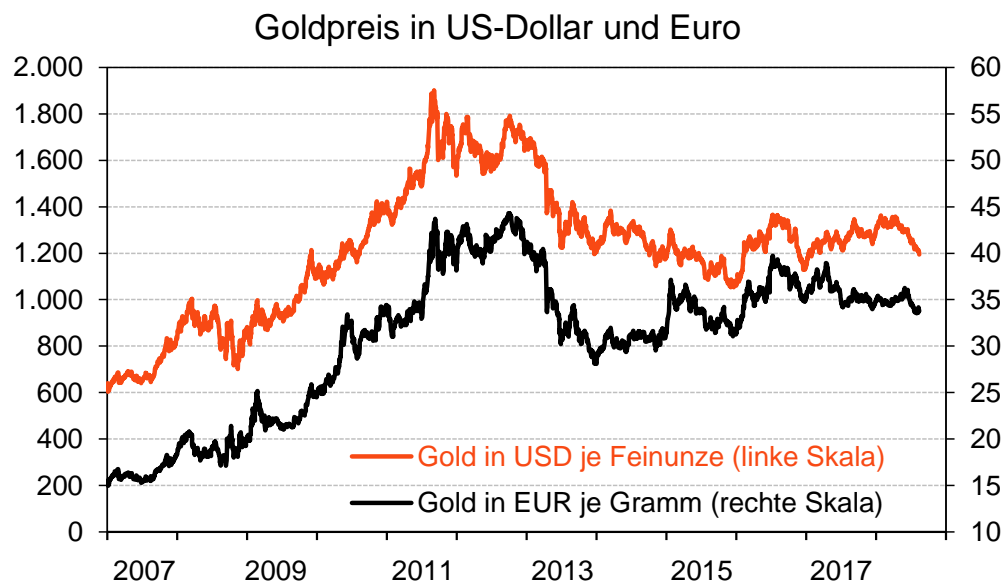
Der sinkende Preis bringt Gold aktuell wieder in die Presse.

Das Ziel des vorliegenden Sonderberichtes ist eine Bestandsaufnahme zur aktuellen Lage am Goldmarkt und zu den wesentlichen Aspekten für die derzeitige und die zukünftige Preisentwicklung. Hierzu wird die fundamentale Angebots- und Nachfragesituation ebenso betrachtet wie der Einfluss der Finanzmärkte.

2. Kurzer Rückblick und Überblick auf den Markt

Zwischen 2007 und 2011 hatte sich der Goldpreis sowohl in US-Dollar wie auch in Euro ungefähr verdreifacht und somit großes Interesse hervorgerufen. Der Anstieg lag unter anderem an der US-Subprime- und Finanzkrise seit 2007, die sich später zu der weltweiten Rezession 2008/09 ausweitete und die in der Eurokrise der Jahre 2010 bis 2012 mündete. Viele Anleger kauften damals aus Sorge vor den Turbulenzen im Finanzsystem die Sachwertanlage Gold.

Goldpreisanstieg ab 2007 war Folge der Finanzmarktkrisen.



Quelle: London Bullion Market Association, eigene Darstellung

Im September 2011 erreichte der traditionell in US-Dollar gemessene Goldpreis mit 1.921 US-Dollar je Feinunze (31,1 Gramm) ein Allzeithoch. Während des erneuten Aufflackerns der Eurokrise im Sommer 2012 wurden in der europäischen Gemeinschaftswährung mit 45 Euro je Gramm die höchsten Preise bezahlt (siehe Chart oben). Der zeitliche Unterschied zwischen diesen Hochs geht

auf die Entwicklung des Euro gegenüber dem US-Dollar zurück. Seit diesen Preisspitzen verbilligt sich das Metall per Saldo jedoch deutlich. Die Notierung fiel bis auf 1.050 US-Dollar je Feinunze im Dezember 2015 zurück. In Euro wurde das Tief wiederum aufgrund von Wechselkurseffekten bereits Ende 2013 erreicht. Danach verteuerte sich Gold allgemein etwas. Im langfristigen Chartbild kann die Zeit seit 2013 alternativ aber auch als volatile Seitwärtsbewegung interpretiert werden. Seit April 2018 waren die Notierungen wie bereits erwähnt nämlich rückläufig.

Der Goldpreis bewegt sich seit einiger Zeit nur noch seitwärts.

Dass der Goldpreis in den letzten Jahren den ursprünglichen Anstieg nicht fortsetzte kann auf mehrere Ursachen zurückgeführt werden. Ein wichtiger Grund ist, dass nicht jede Krise automatisch dem vermeintlichen „Krisenmetall“ Auftrieb gibt. Die Situation um die Pleite der ehemaligen Großbank Lehman Brothers bis hin zum drohenden Auseinanderbrechen der Eurozone war unzweifelhaft für viele Marktteilnehmer vollkommen neu und schockierend. Zwischenzeitlich macht sich jedoch bei drohenden Gefahren für das Finanzsystem ein Abstumpfungseffekt bemerkbar und in der jüngeren Zeit wurden einige Klippen erfolgreich umschifft. So führten beispielsweise 2017 weder die Parlamentswahl in den Niederlanden und auch nicht die Präsidentschaftswahlen in Frankreich zum Erfolg von eurokritischen Kräften. Und wo aus der Sicht der Finanzmärkte der ungewünschte Fall eintritt wie bei dem Brexit-Entscheid, der Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten und dem Amtsantritt einer Links-Rechts-Koalition in Italien hielten sich die ökonomischen Schäden (bislang) in Grenzen. Hinzu kommt die Besserung der allgemeinen Lage. Im Sommer 2012 versprach EZB-Präsident Mario Draghi, alles Notwendige zu tun, um ein Auseinanderbrechen der Eurozone zu verhindern. Dies führte zu einer Beruhigung der Märkte und einem sinkenden Goldpreis. Die Abwärtsbewegung des gelben Edelmetalls wurde im Frühjahr 2013 beschleunigt, als die US-Notenbank eine schrittweise Rückführung („Tapering“) der monatlichen Anleihenkäufe in Aussicht stellte, mit denen bislang die Zinsen gedrückt wurden. Zwischenzeitlich setzte die Federal Reserve die Normalisierung der Geldpolitik mit mehreren Leitzinserhöhungen fort und die USA befinden sich ähnlich wie Europa in einer Hochkonjunktur. Das bedeutet natürlich nicht, dass absehbare zukünftige Krisen keinen Einfluss haben werden.

Aktuelle Krisen bleiben bislang ohne gravierende Folgewirkungen.

Darüber hinaus hat der Goldmarkt viele verschiedene Facetten, die auf die Preisentwicklung einwirken. Gold nimmt nicht nur eine Rolle als Kriseninvestment für Anleger ein, worauf das Metall in der medialen Berichterstattung so häufig reduziert wird. Auch andere Käufer beeinflussen die Notierungen, worauf gleich näher einzugehen ist. Zuvor seien noch ein paar allgemeine Fakten zu dem Edelmetall erwähnt: Das Volumen des physischen Goldangebots beziehungsweise der Nachfrage auf Endabnehmerebene betrug in der letzten Dekade durchschnittlich etwa 4.500 Tonnen pro Jahr. Diese Menge entspricht aktuell einem Gegenwert von ungefähr 150 Mrd. Euro, womit der Goldmarkt im Vergleich zu den globalen Aktien- und Rentenmärkten sehr klein auszufallen scheint. Allerdings wird das Edelmetall auf seinem Weg von den Erstanbietern zu den Endabnehmern mehrfach verkauft beziehungsweise gekauft, beispielsweise im Interbankenhandel in Form von Großbarren, innerhalb der Schmuckindustrie als Golddraht oder Granulat und schließlich im Groß- und Einzelhandel als Schmuckstück, Uhr oder Münze.

Der physische Markt ist vergleichsweise klein,...

Außerdem besteht daneben ein umfassender Wertpapiermarkt, auf dem physisch besicherte Papiere sowie unbesicherte Zertifikate und Optionsscheine bis hin zum Future-Kontrakte für institutionelle Akteure gehandelt werden. Das Volumen auf diesen Märkten übersteigt den physischen Goldhandel um ein Vielfaches und die

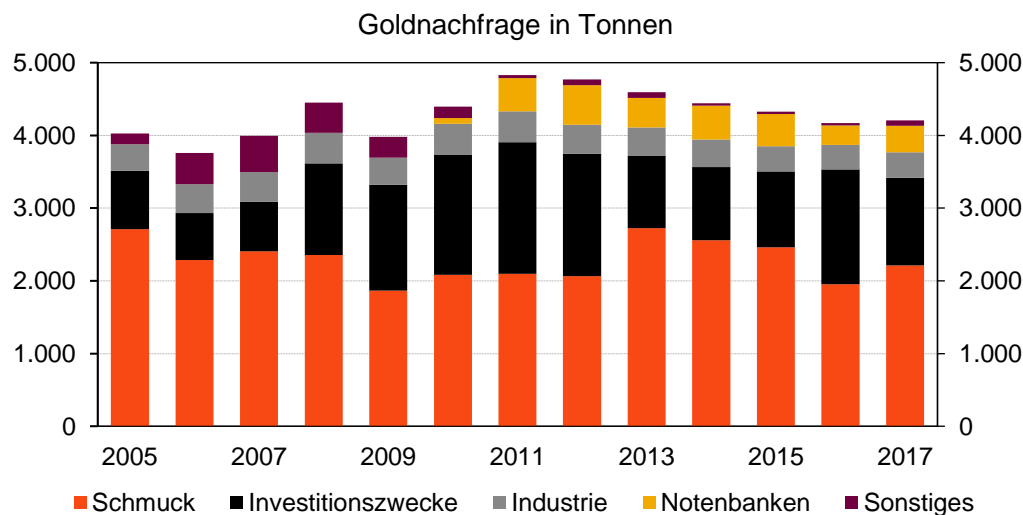
...aber es wird auch viel „Papiergold“ gehandelt.

täglichen Preisschwankungen sind vor allem ein Ergebnis der dortigen Handelsaktivitäten. Allerdings sollte der Einfluss von Veränderungen in der Relation von physischem Angebot und Nachfrage nicht unterschätzt werden. Sie beeinflussen oftmals die mittel- bis langfristigen unterliegenden Preistrends.

3. Schmuck- und Anlagegold dominiert Nachfrageseite

Der Anstieg des Goldpreises bis 2011 beziehungsweise 2012 geht unter anderem auf eine höhere Nachfrage der Anleger zurück. Umgekehrt lässt sich das Absinken des Preises in der Folgezeit auf die Zurückhaltung der Investoren zurückführen. Dennoch ist weniger die Nutzung als Investitionsobjekt, sondern als Schmuckmetall der allgemein wichtigste Verwendungszweck für Gold. Durchschnittlich entfielen in den vergangenen Jahren etwa 2.200 Tonnen beziehungsweise 51 % der Nachfrage auf Endabnehmerebene auf Schmuckgold, welches üblicherweise zu Ringen, Ketten und anderem Geschmeide verarbeitet wird.

Auf die Produzenten von Schmuck entfällt der größte Teil der physischen Goldnachfrage.



Quellen: Thomson Reuters GFMS, WGC, eigene Darstellung

Etwa die Hälfte der Schmuckgoldnachfrage geht allein auf Indien und China zurück. In den beiden bevölkerungsreichsten Staaten der Erde hat Goldschmuck eine lange Tradition als Statussymbol und natürlich auch als Wertaufbewahrungsmittel. Der wirtschaftliche Aufholprozess in Asien über die letzten Jahre stärkte die Kaufkraft, was sich positiv auf die Nachfrage auswirkte. Und außerdem wird im Gegensatz zu Deutschland vor allem hochwertiger Schmuck erworben. Während hierzulande fast ausnahmslos minderwertige Legierungen im Vordergrund stehen, vor allem 8 Karat (333/1000 Anteile) oder 14 Karat (585/1000 Anteile), sind in Indien und China 22 Karat (916/1000 Anteile) beziehungsweise 18 Karat (750/1000 Anteile) und 24 Karat (Feingold) üblich. Vor diesem Hintergrund spielt die Musik am Goldmarkt eindeutig in Asien. Der Goldbedarf Deutschlands für Schmuckstücke machte dagegen 2017 lediglich einen Anteil von 0,2 % an der weltweiten Goldnachfrage aus.

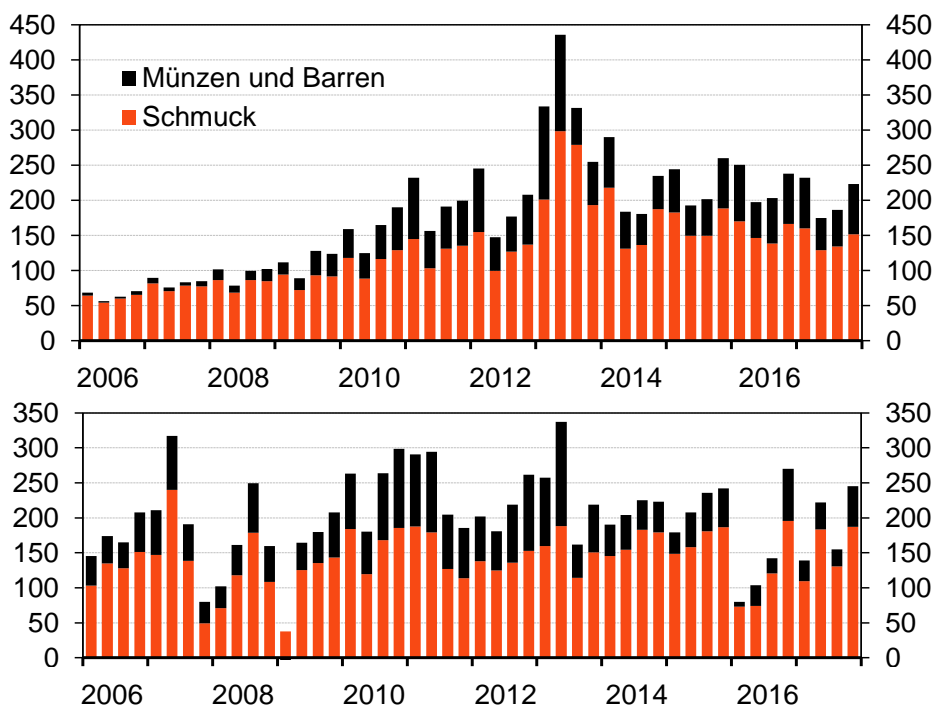
Der größte Teil der Goldnachfrage stammt aus Asien.

Der zweite wichtige und etwas volatilere Block der Nachfrage ist wie erwähnt der Bedarf der Anleger. Auch hier rangieren Käufer aus Asien auf den vorderen Plätzen. Allein der Erwerb von Goldmünzen und -barren in China und Indien summier-

te sich 2017 auf 390 Tonnen und damit auf etwa 9 % der Weltnachfrage. Vor einiger Zeit wurden allerdings noch deutlich höhere Zahlen gemessen. In China stieg die Goldnachfrage der Privathaushalte für Schmuck- und Investitionszwecke bis etwa 2011 parallel zum Wirtschaftswachstum und den Haushaltseinkommen an. Während sich die Käufe im Jahr 2006 noch auf etwa 260 Tonnen summierten, waren es 2011 im Gesamtjahr bereits 780 Tonnen. Die Schwankungen von Quartal zu Quartal erklären sich vor allem durch das chinesische Neujahrsfest. Der Preiseinbruch 2013 führt zunächst zu einem Rekordumsatz aufgrund der Käufe von Schnäppchenjäger. Aber seither ist nur noch ein konstantes Nachfrageniveau im Bereich von 800 Tonnen bis 900 Tonnen jährlich zu beobachten. Das bedeutet, dass der Anstieg der Notierungen bis 2011/12 nicht nur durch die diversen Krisen im Westen, sondern auch durch den wachsenden Wohlstand in Asien verursacht wurde. Umgekehrt trägt heute das Fehlen von weiteren Nachfragesteigerungen zu der verhaltenen Goldpreisentwicklung bei.

Nach mehrjährigen Wachstum nur noch Stagnation der chinesischen Goldnachfrage.

Private Goldnachfrage in Tonnen: oben China, unten Indien



Quellen: Thomson Reuters GFMS, WGC, eigene Darstellung

Etwas anders stellt sich die Lage in Indien dar, wo die Privathaushalte bereits in früheren Jahren sehr viel Gold kauften. Der große Einbruch von Anfang 2009 geht auf die damalige Konjunkturkrise zurück. Daneben versucht die Regierung seit einigen Jahren die Bevölkerung von Goldkäufen abzuhalten. Hierzu zählt eine Deklarationspflicht für Käufe durch Privatpersonen und eine schrittweise Anhebung der Importsteuer auf Gold, die mittlerweile 10 % beträgt. Als Anfang 2016 die Einführung einer Mehrwertsteuer auf Gold anstand, reagierten die Juweliere mit einem letztlich erfolglosen Streik. Der Goldabsatz brach damals stark ein. Die chaotische Außerkraftsetzung der Banknoten über 500 Rupien und 1.000 Rupien im Herbst 2016 führte dagegen zu einem Wiederanstieg der Goldnachfrage. Abgesehen von den Bemühungen der Regierung verursacht allerdings ein Wandel im Alltagsleben der Inder ohnehin zu einem schleichenden Bedeutungsverlust von

Die indische Regierung versucht, die Bürger von Goldkäufen abzuhalten.

Gold. Die jüngere Generation zieht moderne Unterhaltungselektronik wie Smartphones als Statussymbol vor.

Im Rest der Welt begann mit der Finanz- und Konjunkturkrise ein deutlicher Rückgang der Schmuckgoldnachfrage. Sowohl die temporären Einkommensausfälle wie auch der gestiegene Edelmetallpreis führten zu einer Konzentration auf kleinere Schmuckstücke oder solche aus günstigeren Materialien wie Silber. Vor der Krise betrug der Bedarf etwa 1.500 Tonnen pro Jahr. In den letzten Jahren pendelte er sich bei jährlich rund 800 Tonnen ein.

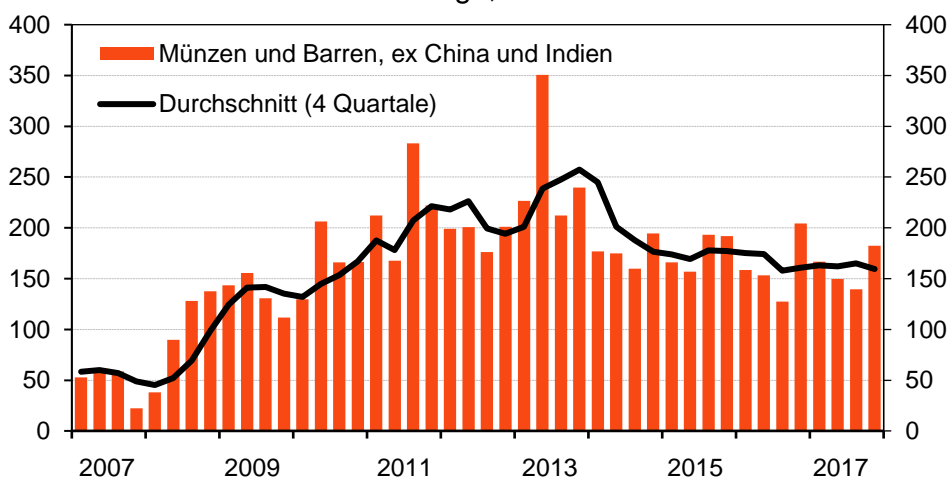
In der westlichen Welt sank die Schmuckgoldnachfrage auf ein niedrigeres Niveau,...

4. Anlegernachfrage entfernt sich von Höchstständen

Die gute konjunkturelle Lage der vergangenen Jahre führte zu einem Rückgang der physischen Goldkäufe durch Anleger. Allerdings ist der Erwerb von Münzen und Barren bislang nicht auf das niedrige Niveau von vor der Krise zurückgefallen. Ohne Berücksichtigung der bereits oben vorgestellten Staaten China und Indien wurden 2017 etwa 640 Tonnen Gold nachgefragt und damit immer noch mehr als drei Mal so viel wie im Jahr 2007 (siehe Chart).

...während die Anlegernachfrage deutlich anstieg.

Münz- und Barrennachfrage, ex China und Indien in t



Quellen: Thomson Reuters GFMS, WGC, eigene Darstellung

Im bisherigen Jahresverlauf war die Nachfrage der Anleger weiter rückläufig. Dies zeigen beispielsweise die Absatzzahlen der australischen Perth Mint, die den asiatischen und europäischen Markt mit Münzen und Barren bedient. von Januar bis Juli 2018 wurden 5,3 Tonnen Gold abgesetzt und damit 16 % weniger als im Vorjahreszeitraum. Ähnlich verhält es sich im Fall der US-amerikanischen Münzprägestalt, die vor allem heimische Anleger versorgt. In den ersten sieben Monaten des Jahres wurden 7,3 Tonnen Gold verarbeitet. Dies entspricht einem Rückgang um 17 %.

Perth Mint und U.S. Mint weisen geringere Umsätze auf.

Zu der physischen Nachfrage durch Anleger müssen noch die Käufe von börsengehandelten Wertpapieren mit einer entsprechenden Besicherung hinzugezählt werden. Typischerweise kaufen die Emittenten von sogenannten *Exchanged Traded Commodities* (ETCs), *Exchanged Traded Funds* (ETFs) beziehungsweise *Exchanged Traded Products* (ETPs) für jeden ausgegebenen Anteilsschein eine

bestimmte Menge Gold. Insbesondere institutionelle Investoren aber auch Privatanleger mit kurzer Haltedauer von Depotpositionen nutzen diese vergleichsweise günstige Möglichkeit. Die auf diesem Wege zustande gekommene Nachfrage sank von etwa 190 Tonnen im 1. Halbjahr 2017 auf nur noch 70 Tonnen von Januar bis Juni 2018. Zuletzt verkehrten sich die Käufe sogar in Verkäufe um, da sich per Saldo mehr Anleger von ihren physisch besicherten Papieren trennten, als neue Anleger hinzukamen.

Bestände der physisch besicherten Goldpapiere zuletzt rückläufig.

5. Notenbanken sind weiterhin als Käufer aktiv

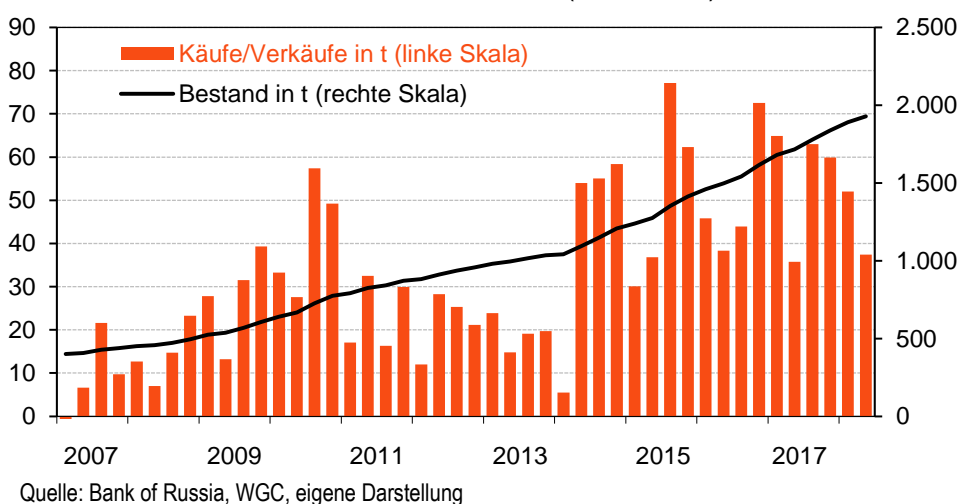
In den Tresoren der Notenbanken lagern derzeit knapp 34.000 Tonnen Gold. Diese Menge entspricht ungefähr 18 % der insgesamt seit der Antike geförderten Menge des gelben Edelmetalls. Die größten Goldreserven kann das US-amerikanische Federal Reserve System mit 8.133 Tonnen vorweisen. Die Deutsche Bundesbank kommt mit 3.371 Tonnen auf den zweiten Platz, gefolgt vom Internationalen Währungsfonds (2.814 Tonnen), der Banca d'Italia (2.452 Tonnen) und der Banque de France (2.436 Tonnen). In den letzten zehn Jahren erhöhte eine ganze Reihe von Zentralbanken aus Schwellenländern ihre Goldreserven, um zu den in diesem Punkt führenden Industriestaaten aufzuschließen. Die Käufe summierten sich nach Schätzungen des World Gold Councils und anderer Marktbeobachter wie Thomson Reuters GFMS auf etwa 300 Tonnen bis 500 Tonnen pro Jahr. Die Währungshüter stehen damit für etwa ein Zehntel der jährlichen Nachfrage auf Endabnehmerbasis.

Westliche Notenbanken verfügen über hohe Goldbestände...

Zu den größten Goldkäufern aus dieser Gruppe gehört die Zentralbank der Russischen Föderation. Die Moskauer Währungsbehörde begann Anfang 2007 bei einem Bestand von etwa 400 Tonnen mit der Aufstockung. Das Ziel war gemäß inoffiziellen Stellungnahmen eine Erhöhung des Goldanteils an den Währungsreserven von 2,5 % auf 10 %. Ende 2013 hatte man dann rund 8 % erreicht.

...und die Schwellenländer folgen diesem Beispiel.

Russlands Goldreserven (in Tonnen)



Neuen Schwung erfuhr das Kaufprogramm im Zuge der militärischen Annexion der Krim. Seit dem 2. Quartal 2014 bewegen sich die Erwerbungen in einer Größenordnung von 30 bis 60 Tonnen pro Quartal und damit deutlich über dem früheren Niveau (siehe Chart oben). Offenbar besteht das Ziel darin, eine größere Unabhängigkeit von Devisenreserven zu schaffen, die im Ausland leicht blockiert

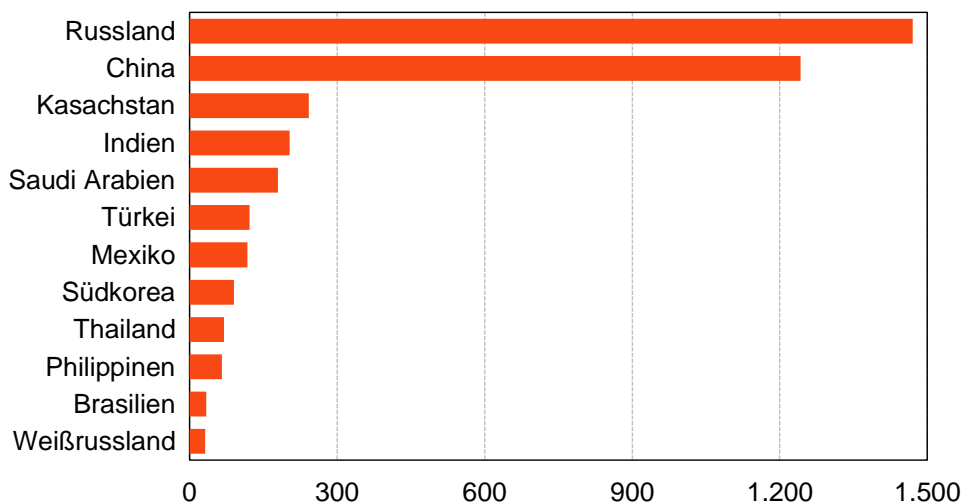
Russische Goldkäufe nehmen seit 2014 zu.

werden könnten. Der Goldanteil an den russischen Währungsreserven stieg hierdurch und auch aufgrund der zwischenzeitlich rückläufigen Devisenreserven auf zuletzt mehr als 17 % beziehungsweise 1.928 Tonnen an.

Die People's Bank of China (PBC) ist die zweite Notenbank mit umfassenden und sich über viele Jahre erstreckende Goldkäufen. Allerdings gehen die Chinesen im Gegensatz zu den Russen verdeckt vor und informieren die Öffentlichkeit in der Regel erst mit einem längeren zeitlichen Abstand über die Erwerbungen. Ende 2001 gab die PBC überraschenderweise eine Erhöhung um 105 Tonnen auf 500 Tonnen bekannt und Ende 2002 umfassten die Goldreserven plötzlich 600 Tonnen. Nach einer längeren Zeit ohne neue Meldung teilte die PBC Anfang 2009 mit, dass ihr Goldbestand 1.054 Tonnen betrug. Im Frühjahr 2015 folgte die Anpassung der Zahlen auf mittlerweile 1.658 Tonnen. Es bestehen keine Zweifel, dass die Zentralbank diese großen Mengen nicht kurz vor dem Bilanzstichtag, sondern gestreckt über einen längeren Zeitraum aufgekauft haben muss. Daraus ergibt sich, dass die offiziellen Bilanzen und auch die Ausweise gegenüber dem Internationalen Währungsfonds in der Zwischenzeit wissentlich falsch waren. Dieses Verhalten änderte die PBC vorübergehend, als sie die Aufnahme des Yuan in den Währungskorb zur Berechnung des Wertes der Sonderziehungsrechte anstrebte. Bis zum Herbst 2016 veröffentlichten die Chinesen kontinuierlich Daten über ihren wachsenden Goldbestand, der zuletzt 1.842 Tonnen betrug. Seit der Aufnahme des Yuan in den Währungskorb verzichtet die PBC jedoch wieder auf die Transparenz und weist unveränderte Goldreserven aus. Es ist vermutlich keine zu gewagte Prognose, dass die Notenbank weiterhin auf der Käuferseite des Marktes steht.

Chinas Notenbank lässt sich nicht gerne auf die Finger schauen.

Goldkäufe diverser Notenbanken seit Q3 2008 in t



Quelle: WGC, eigene Darstellung

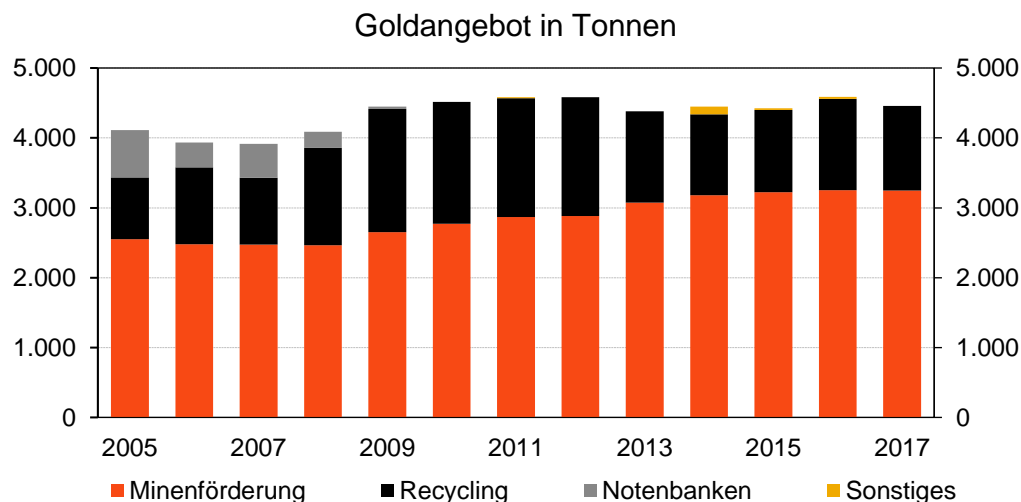
Zu den weiteren Goldkäufern in den letzten Jahren gehören unter anderem die Notenbanken von Kasachstan (242 Tonnen), Indien (203 Tonnen) und Saudi Arabien (180 Tonnen). Auf der Verkäuferseite standen zuletzt Venezuela (207 Tonnen) und Deutschland (46 Tonnen). Das chaotische Regierungshandeln und die daraus resultierende wirtschaftliche Not machten offenbar ein Aufzehren der Goldreserven im erstgenannten Fall notwendig. Für Deutschland gilt, dass Gold aus den Beständen der Bundesbank zur Ausprägung von Gedenkmünzen ent-

nommen und nicht mehr ersetzt wird. Der daraus resultierende Gewinn der Bundesbank fließt dann in den Bundeshaushalt. Über diesen Trick können die deutschen Goldreserven schleichend zur Bezahlung von Staatsausgaben mobilisiert werden. Der ursprünglich von diversen Finanzministern seit Theo Waigel geplante offizielle Verkauf des Goldes stieß dagegen stets auf zu große politische Widerstände.

Bundesbank veräußert kontinuierlich Gold.

2. Physisches Angebot zuletzt relativ konstant

Nicht nur die Goldnachfrage, sondern auch die Angebotsseite kann das Preisgefüge beeinflussen. Zuletzt fanden dort aber nur moderate Veränderungen statt. Die Minenförderung beträgt schon seit 2014 relativ konstant etwa 3.200 Tonnen pro Jahr, womit ihr Anteil am Gesamtangebot ungefähr 73 % beträgt. Der Rest entfällt auf das Recycling, also das Einschmelzen von abgetragenen oder aus der Mode gekommenen Schmuck, altem Zahngold und Ähnlichem (siehe Chart).



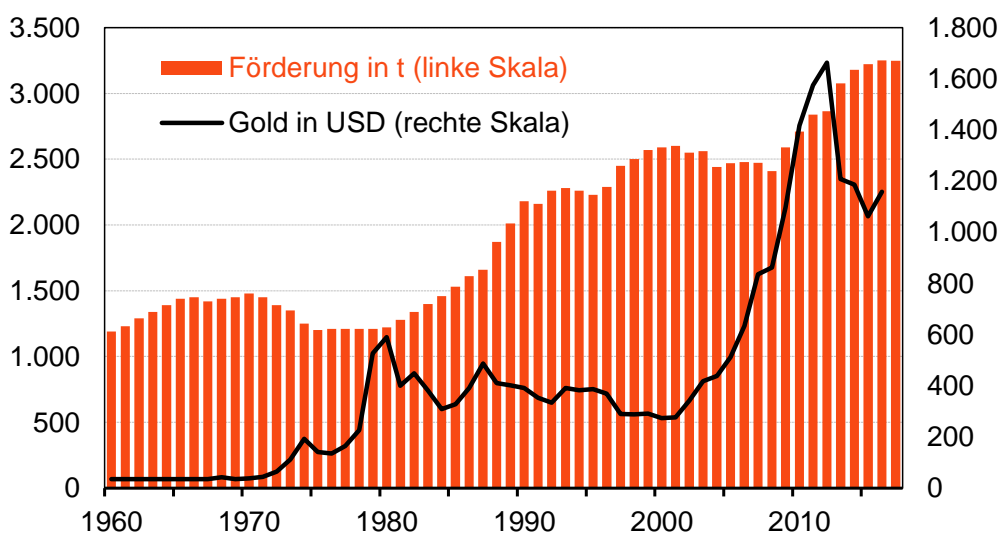
Quellen: Thomson Reuters GFMS, WGC, eigene Darstellung

Mittel- bis langfristig könnten von der Angebotsseite Impulse für einen steigenden Preis ausgehen. Dies wäre dann der Fall, wenn sich die Förderung zukünftig von dem erreichten sehr hohen Stand wieder zurückentwickeln würde. In den 1960er und 1970er Jahren belief sich das jährliche primäre Goldangebot auf nicht einmal die Hälfte des heutigen Wertes. Der Anstieg wurde durch die substantielle Erhöhung der Notierung ausgelöst. Typischerweise folgt auf einen steigenden Goldpreis eine vermehrte Förderung, da der größere Verkaufserlös eine Ausweitung des Abbaus lohnenswert macht. In der Vergangenheit war jedoch stets eine deutliche verzögerte Reaktion feststellbar. Die Verteuerungen des Goldes ab Anfang der 1970er Jahre und Anfang der 2000er Jahre resultierten in Förderzuwächsen ab 1981 und ab 2009. Der Grund für das Hinterherhinken liegt in der ausgesprochen langen Anlaufphase von der Planung einer neuen Mine bis zur Erschließung des Geländes und dem Beginn der Förderung. Umgekehrt verursachte der Rückgang des Goldpreises bis zur Jahrtausendwende mit einer noch deutlicheren zeitlichen Verzögerung einen Rückgang der Fördermengen, die ungefähr bis 2008 anhielt (siehe Chart nächste Seite).

Goldförderung folgt der Preisentwicklung mit langem zeitlichem Abstand.

Wiederholt sich dieses Muster, dann wird dem spürbaren Rückgang des Goldpreises ab 2013 unter sonst gleichen Umständen zukünftig eine Reduktion der Fördermengen folgen. Zwar schienen verschiedene Daten bereits Ende 2016 beziehungsweise Anfang 2017 ein Absinken der Förderung anzuzeigen. Aber die damaligen Zahlen wurden später nach oben korrigiert. Gemäß der jüngsten Veröffentlichung des World Gold Councils, einer Interessenvertretung der Minenindustrie, stieg die weltweite Fördermenge im 2. Quartal 2018 sogar um 3 % gegenüber dem Vorjahresquartal an. Allerdings ist das deutliche Anwachsen der Fördermengen von 2009 bis 2014 abgeschlossen. Zu der Stagnation trägt bei, dass viele Projekte für neue Minen nach dem Preiseinbruch von 2013 auf Eis gelegt wurden.

Goldförderung in Tonnen und Goldpreis in US-Dollar



Quellen: Thomson Reuters GFMS, WGC, Bundesamt für Statistik, eigene Darstellung

Der Verzicht auf die Entwicklung neuer Abbaustätten war Teil von massiven Ausgabenkürzungen der Unternehmen als Reaktion auf den gesunkenen Goldpreis. Außerdem konzentrierte man sich auf die ergiebigsten Vorkommen innerhalb der bestehenden Minen, um weiterhin profitabel arbeiten zu können. Dadurch sanken die Förderkosten über mehrere Jahre spürbar. Die Anpassung des operativen Geschäftes der Unternehmen erklärt somit die zeitliche Verzögerung der Förderung auf den Goldpreis. Wie die jüngsten Geschäftsberichte der vier großen Unternehmen Barrick, Goldcorp, Newmont und Agnico Eagle zeigen, scheinen diese Möglichkeiten nun aber weitgehend ausgereizt zu sein. Gemessen an dem umfassendsten Maßstab, den sogenannten All in-sustaining costs, stiegen die durchschnittlichen Förderkosten der vier genannten Unternehmen von 805 US-Dollar je Feinunze im 2. Quartal 2017 auf 904 US-Dollar im 2. Quartal 2018 an. Bis letztes Jahr war der Trend dagegen nach unten gerichtet, denn im 2. Quartal 2016 beliefen sich die Kosten noch auf 863 US-Dollar je Feinunze.

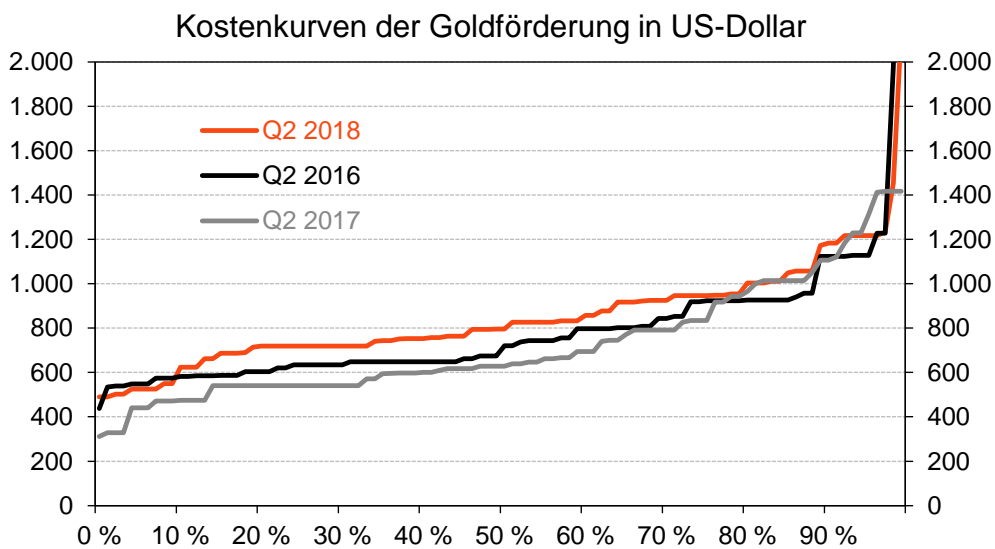
Förderkosten der Minenunternehmen steigen wieder an.

Bei diesen Zahlen ist zu beachten, dass sie nur eine Stichprobe darstellen. Die Minen der genannten Konzerne brachten im 2. Quartal 2018 annähernd 100 Tonnen Gold an das Tageslicht, womit ihr Anteil an der Weltförderung rund 12 % betrug. Allerdings liegen die Minen über den gesamten Globus verstreut, so dass die genannten Werte eine gute Indikation für die gesamte Branche bieten dürften. Eine Vollaufnahme aller Minen ist ohnehin unmöglich, da viele Abbaubetriebe

nicht börsennotiert sind und deshalb auch keine Geschäftsberichte vorlegen müssen.

Überdies ergeben sich je nach betrachteter Mine sehr individuelle Werte. Aktuell verursachen ungefähr 51 % der Goldförderung Kosten von 800 US-Dollar je Feinunze oder weniger. Im Vorjahresquartal galt diese Schwelle noch für ungefähr 72 % der Goldgewinnung (siehe Abbildung unten). Der Anteil der Abbaumenge, die nicht kostendeckend gewonnen wurde, betrug im 2. Quartal 2018 nach unseren Berechnungen lediglich 1 %. In den Jahren 2014 bis 2015 sorgten dagegen noch etwa 10 % bis 15 % der Minen für „rote Zahlen“.

Nur 1 % der Minen arbeitet nicht kostendeckend.



Quellen: Unternehmen, eigene Berechnung und Darstellung

Insgesamt lassen sich aus den Geschäftsberichten der Bergbaukonzerne somit verschiedene Schlussfolgerungen ableiten. Eine Rückkehr des Goldpreises auf das vor mehr als zehn Jahren gültige Niveau bei etwa 600 US-Dollar erscheint angesichts der deutlich höheren Förderkosten unwahrscheinlich. Auf der anderen Seite bestünde trotz des jüngsten Rückgangs der Notierungen bis in den Bereich von 1.200 US-Dollar durchaus noch Luft nach unten. Dieser Puffer scheint jedoch abzunehmen, wie die Trendwende der Förderkosten verdeutlicht. Diese dürfte übrigens unter anderem durch den Anstieg des Ölpreises und der Lohnkosten verursacht worden sein.

Ölpreis und Lohnentwicklung führt zu höheren Kosten.

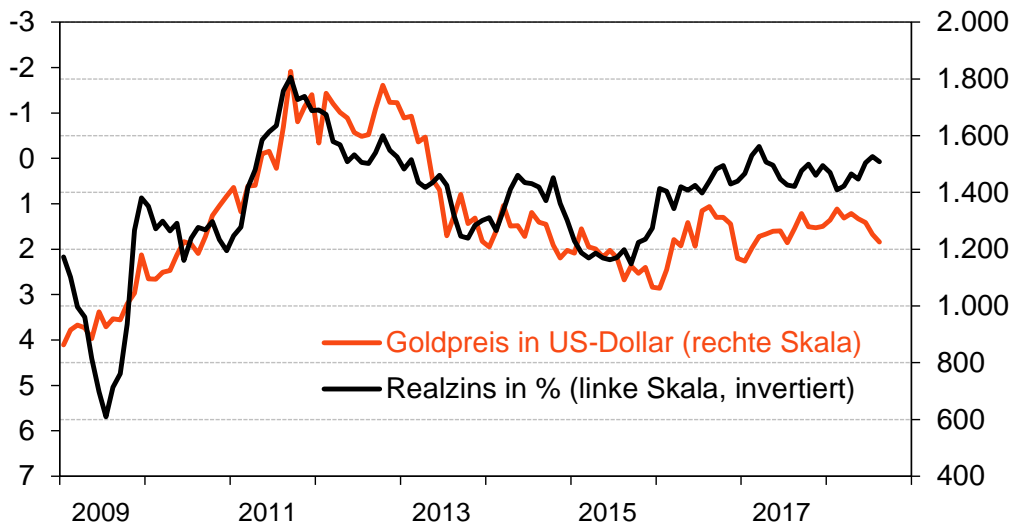
6. Einfluss der Finanzmärkte und der wirtschaftlichen Rahmendaten

Der Goldpreisanstieg in den Krisen Jahren von etwa 2007/08 bis 2011/12 kann nicht nur durch die gestiegene physische Goldnachfrage besorgter Anleger und der Menschen in Asien erklärt werden. Alternativ lässt sich die Entwicklung auch mit einem Blick auf diverse Finanzmarktkennzahlen erläutern. An der Börse gilt die Faustregel, wonach hohe Zinsen Gift für Gold sind. Bekanntlich bringt der Edelmetallbesitz keine laufenden Ausschüttungen in Form von Dividenden oder ähnlichem, so dass Gold bei hohen Renditen für sichere Wertpapieranlagen an Attraktivität verliert. Umgekehrt fällt dieser negative Aspekt bei niedrigen Zinsen weniger stark ins Gewicht, so dass Gold in diesem Fall unter sonst gleichen Um-

Goldinvestments bedeuten Verzicht auf laufende Einnahmen.

ständen profitieren sollte. Tatsächlich folgte die Preisentwicklung in den vergangenen zehn Jahren sehr grob den übergeordneten Renditetrends am US-Kapitalmarkt. Die Grafik unten zeigt neben dem Goldpreis die Rendite 10-jähriger Treasurys abzüglich der Inflationsrate, also den Realzins (Achtung: invertierte Skala!).

Goldpreis in US-Dollar und US-Realzins



Quelle: LBMA, Bureau of Labor Statistics, Department of Commerce, eigene Darstellung

Der Rückgang des Goldpreises von 2012 bis 2015 fiel demnach mit steigenden Renditen zusammen, zumal die Notenbank eine Normalisierung der Geldpolitik mit dem „Tapering“ in Aussicht stellte. Gleichzeitig ging aufgrund des Ölpreisverfalls die Inflationsrate zurück, so dass der Anstieg der Realrenditen deutlich ausfiel. Seit Sommer 2017 befindet sich die Rendite der Treasurys wieder im Aufwind zuletzt betrug sie für Papiere mit 10-jähriger Restlaufzeit annähernd 3,0 %. Da die Inflationsrate jedoch schneller anstieg und zuletzt 2,9 % betrug, bleibt für Anleger unter dem Strich kaum etwas übrig. Die Realrendite ging wieder in den Bereich von Null zurück. In der Grafik oben ist dies als Anstieg der schwarzen Linie am rechten Rand erkennbar. Der Goldpreis hätte demnach in den letzten Monaten zulegen müssen und nicht zurückgehen, wie es faktisch der Fall war.

Der Realzins war zuletzt rückläufig.

Verhindert wurde die Verteuerung des Goldes durch mehrere Faktoren. Im Juni unterschritt der Goldpreis einen wichtigen charttechnischen Aufwärtstrend (in der nachfolgenden Grafik als hellgraue Diagonale eingezeichnet). Dies veranlasste vermutlich viele spekulativ orientierte Marktteilnehmer zu Verkäufen. Unabhängig hiervon sorgte aber auch die Stärke des US-Dollars gegenüber dem Euro für Druck auf das Gold. Phasenweise verhält sich das Edelmetall wie eine Währung gegenüber der US-Währung. Wertet diese auf, dann geht der Goldpreis zurück und umgekehrt. Für Käufer außerhalb des US-Währungsgebietes hat dies den angenehmen Vorteil, dass die Wechselkursbewegung die Preisänderung abfedert und sich der lokale Goldpreis deshalb nur wenig verändert.

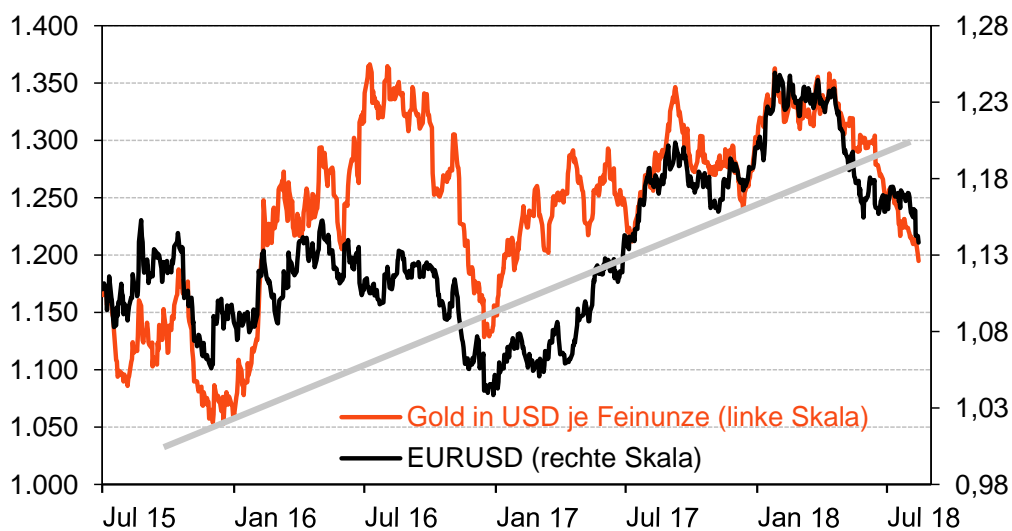
Die Aufwertung des US-Dollars drückt auf den Goldpreis.

Zwar spricht momentan einiges für einen schwächeren US-Dollar und damit für einen Anstieg des Wechselkurses beziehungsweise des Goldpreises. Hierzu gehört vor allem der Umstand, dass sich mit dem geplanten Ende der Anleihekäufe in der Eurozone Ende 2018 eine allmähliche Normalisierung der Geldpolitik voll-

zieht. Der Beginn eines Zinserhöhungszyklus in Europa ab Sommer 2019 ist aber noch kaum an den Märkten eingepreist, während weitere Leitzinserhöhungen in den USA bereits eine ausgemachte Sache sind. Der Euro verfügt demnach über ein höheres Potenzial für positive Überraschungen als der US-Dollar. Seit dem Frühjahr sorgte aber nicht zuletzt die schwierige Regierungsbildung in Italien mit der Amtsübernahme durch die Koalition zwischen einer linken und einer rechten Protestpartei für eine Euroschwäche. Darüber hinaus führt paradoxerweise der von US-Präsident Trump initiierte Handelskonflikt phasenweise zu Unsicherheit an den Märkten an damit zu einer Flucht in den „sicheren Hafen“ US-Dollar. Zuletzt sorgte darüber hinaus die Währungskrise in der Türkei für eine Aufwertung des Greenback. Seit Juli 2017 ist der parallele Verlauf von Goldpreis und Wechselkurs jedenfalls besonders stark ausgeprägt, so dass die Dollarstärke eine Schwäche des Edelmetalls bewirkt (siehe Chart).

Die aktuelle Krise in der Türkei ließ den US-Dollar zusätzlich aufwerten.

Goldpreis in US-Dollar und EURUSD

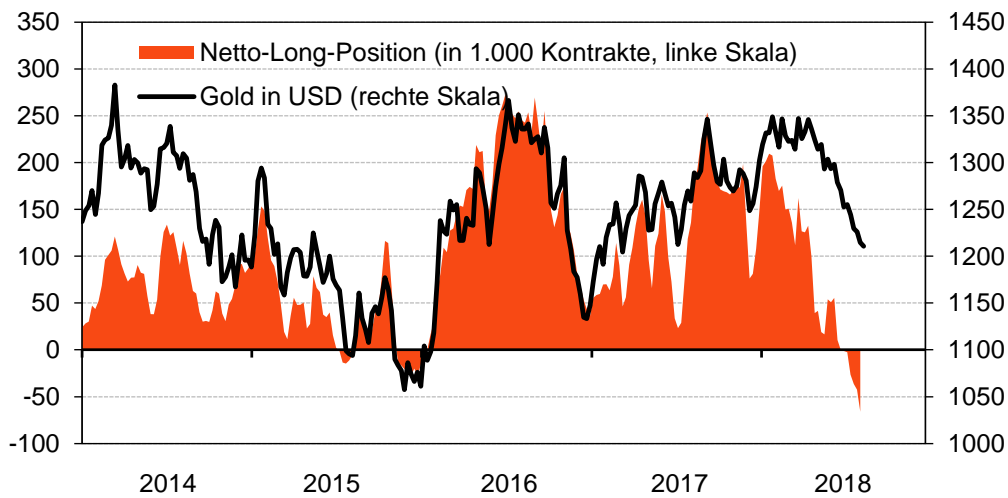


Quelle: London Bullion Market Association, eigene Darstellung

Ein weiterer gewichtiger Grund für die aktuelle Schwäche des Goldpreises liegt in dem Verhalten von Spekulanten. Sie beeinflussen die Notierung des Edelmetalls über ihr kurzfristiges Agieren auf dem Terminmarkt. Gemäß den Angaben der US-amerikanischen Terminmarktaufsicht stieg die Anzahl der Short-Kontrakte in den Händen der Gruppe der Money Manager von 48.809 Futures Mitte Juni auf zuletzt 171.965 Futures. Dies ist der höchste Stand in den bis in das Jahr 2009 zurückgehenden Veröffentlichungen. Jeder Kontrakt bezieht sich auf 100 Feinunzen, so dass die Spekulanten derzeit rechnerisch im Umfang von 534 Tonnen Gold beziehungsweise 17 % einer Jahresförderung auf fallende Preise wetten. Gegenüber diese Position müssen aktuell 105.849 Long-Kontrakte gestellt werden, denn manche Money Manager setzen auch auf steigende Preise. Per Saldo sind die Spekulanten jedoch mit 66.116 Futures auf der Short-Seite des Marktes. Dies bedeutet, die überwiegende Mehrheit hofft auf eine Fortsetzung des Preisrückganges. Eine so genannte Netto-Short-Position kam zuletzt Ende 2015 vor, als die erste Leitzinserhöhung der US-Notenbank seit der Krise erwartet worden war (siehe Chart nächste Seite).

Spekulanten setzen auf sinkenden Goldpreis.

Commitment of Traders und Goldpreis



Erfahrungsgemäß können sich spekulative Übertreibungen an der Terminbörse über Wochen und Monate hinziehen. Die Bewegung des Goldpreises nach oben oder unten zieht noch mehr spekulatives Engagement an, welches den Anstieg beziehungsweise den Preisrückgang verstärkt. Umgekehrt kann der Wind aber auch sehr schnell drehen. Läuft der Preis gegen die Spekulanten, dann müssen diese zur Verlustbegrenzung Positionen zügig glattstellen, das heißt verkaufen oder durch Gegengeschäfte neutralisieren. Ende 2015 beziehungsweise Anfang 2016 gewann Gold in einer solchen Situation innerhalb kurzer Zeit mehr als 150 US-Dollar je Feinunze hinzu. Allerdings wurden die Nerven der Kapitalmarktteilnehmer damals parallel durch die Angst vor einer Rezession in China strapaziert. Der Goldpreisanstieg hatte demnach weitere Gründe.

Goldpreisanstieg nach Auflösung der Short-Positionen wahrscheinlich.

7. Einschätzung und Ausblick

Gold erlebte vor rund einem Jahrzehnt angesichts der verschiedenen Finanz- und Wirtschaftskrisen eine Renaissance als Anlageklasse. Sowohl Privatanleger wie auch institutionelle Investoren setzten auf das gelbe Edelmetall und sorgten mit ihren Käufen für einen Anstieg des Preises. Und noch im Sommer 2012 schien der Weg nach oben für die Goldnotierung vorgezeichnet zu sein. Griechenland hatte gerade erst den Gläubigern einen Schuldenschnitt abverlangt. Trotzdem stieg die griechische Staatsverschuldung aufgrund des Missverhältnisses von Ausgaben und Einnahmen bereits schon kurze Zeit später wieder auf ein bedenklich hohes Niveau. Ein Auseinanderbrechen der Eurozone war zudem nicht unrealistisch. Hierfür sprach unter anderem das Abdriften der südlichen Peripherie in eine erneute Rezession, während die Wirtschaft im Norden wuchs. Vor allem das Schuldenschwergewicht Italien wäre damals wie heute im Gegensatz zu Griechenland nur schwer aufzufangen gewesen. Hinzu kam noch, dass die US-Notenbank Staatsanleihen im großen Stil kaufte, um das Zinsniveau zu drücken. Die Opportunitätskosten des Besitzes von Gold waren damit sehr gering.

In der Krise war Gold gefragt,...

Ein großer Teil der grundsätzlichen Probleme von damals wurde zwar bis heute noch nicht nachhaltig gelöst. Doch unabhängig hiervon hat sich die Lage deutlich gebessert. Die USA und Euroland befinden sich in der Hochkonjunktur. Das Wirtschaftswachstum lässt die vielfältigen Probleme in den Hintergrund treten, auch

...doch momentan besteht keine große Krise.

wenn die aktuellen Wachstumsraten unterhalb der Werte aus früheren Jahrzehnten liegen. Und außerdem haben die Finanzmarktteilnehmer schon seit längerer Zeit wieder Vertrauen in die Solidität von Unternehmen, Staaten und Banken gefasst. Zumindest mit Blick auf den derzeitigen Stand können die Anleger deshalb auch ohne das „Krisenmetall“ Gold ruhig schlafen. Hieran dürfte sich kurzfristig kaum etwas ändern. Ein Anstieg der Nachfrage zu Anlagezwecken ist vor diesem Hintergrund zumindest aktuell unwahrscheinlich.

Andere Faktoren aus der physischen Sphäre des Goldmarktes fallen derzeit als Preistreiber ebenfalls aus. Die Schmuckgoldnachfrage in den westlichen Industriestaaten wird in den kommenden Quartalen angesichts der guten Konjunktur und des rückläufigen Goldpreises vermutlich wieder etwas zunehmen. Aber auf der anderen Seite ist eine Wachstumsabschwächung in China wahrscheinlich, was mit einer bestenfalls stagnierenden chinesischen Goldnachfrage einhergehen dürfte. Stützend wirken sich momentan vor allem die kontinuierlich hohen Käufe der Notenbanken aus sowie die beschriebene Entwicklung im Minensektor mit steigenden Förderkosten. Beide Impulse sind jedoch zu klein, um die Goldnotierungen nachhaltig nach oben zu treiben.

Dennoch spricht momentan Einiges für einen mittel- bis langfristig wieder höheren Goldpreis. Aktuell wird der Wert des gelben Edelmetalls durch rekordhohe Spekulationen auf einen weiteren Preisverfall an den Terminmärkten verzerrt. Erfahrungsgemäß enden solche Situationen früher oder später wieder. Die Auflösung der Short-Positionen dürfte Gold ansteigen lassen. Daneben ist mittelfristig mit einem schwächeren US-Dollar zu rechnen. Die Rückkehr des Wechselkurses von dem aktuell überbewerteten Niveau in den Bereich von 1,20 bis 1,25 US-Dollar je Euro sollte dem Goldpreis ebenfalls Auftrieb geben.

Darüber hinaus ist ein weiterer Anstieg des Goldpreises erst im Fall des Eintretens einer neuen Rezession in einer wichtigen Wirtschaftsregion der Welt wahrscheinlich. Im historischen Maßstab befinden sich die Zinsen global trotz der Leitzinsanhebungen in den USA auf einem sehr niedrigen Niveau. Das bedeutet, dass die Zentralbanken zur Abfederung eines Konjunktureenbruchs kaum oder nicht ausreichende Absenkungen ihrer Leitzinsen vornehmen können. Vor diesem Hintergrund werden die in der letzten Krise entwickelten Maßnahmenpakete vermutlich wieder zum Einsatz kommen. Zu denken ist an umfassende Käufe von Staats- und Unternehmensanleihen zur Absenkung des langfristigen Zinsniveaus. Begründet werden dürfte dies mit den bisher gemachten guten Erfahrungen. Außerdem könnten Negativzinsen stärker als bislang zu einem Instrument der Geldpolitik werden, um die Bürger zu höheren Ausgaben zu bewegen. In einem solchen Umfeld wird die Zinslosigkeit des Goldes zu einem Vorteil, weshalb die Nachfrage ansteigen dürfte. Außerdem könnte eine Rezession möglicherweise die bislang ungelösten Probleme der Eurozone stärker hervortreten lassen. Zu dem geldpolitischen Argument für Gold käme dann noch eine Vertrauenskrise in die Zahlungsfähigkeit der Mitgliedsstaaten, der Banken und Unternehmen hinzu.

Zusammenfassend lässt sich damit festhalten, dass der Bruch der runden Preismarke von 1.200 US-Dollar zumindest kurzfristig negativ ist. Mittel- bis langfristig besteht dagegen die Aussicht auf einen höheren Goldpreis.

Der physische Markt bringt kaum Impulse.

Goldpreisanstieg durch Ende der Short-Spekulation wahrscheinlich.

Eine erneute Rezession dürfte dem Goldpreis spürbaren Auftrieb geben.