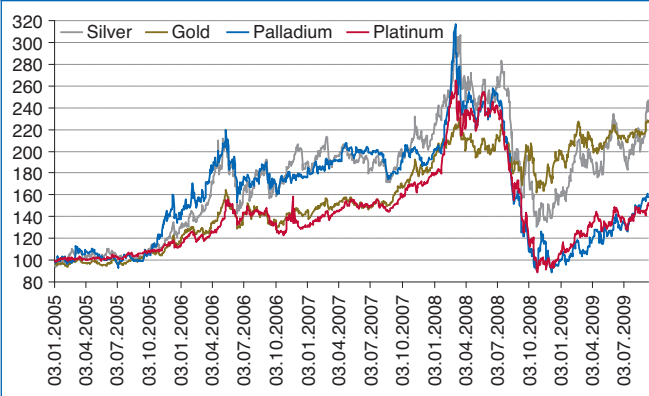


Foto: Heraeus

ABB. 1: PERFORMANCE EDELMETALLE AB 2005



Quelle: Erste Bank

### Weiches Metall, harte Währung!

Gold hat sich im Vergleich zu allen anderen Rohstoffen in der Finanzkrise sehr gut gehalten und seine Rolle als „safe haven“ eindrucksvoll unter Beweis gestellt. Preisschwäche kam erst im Herbst 2008 auf, als institutionelle Investoren in der Krise dringend Liquidität brauchten und die einzig stabil gebliebene Assetklasse zur Kasse machten (Abb. 1). Wie auf einem Barometer lässt sich anhand des Goldpreises der Zustand einer Währung ablesen. Und der sieht nicht gut aus. Die sog. „Konjunkturpakete“ rund um den Globus führten zu einer in Friedenszeiten nie beobachteten Verschuldungssorgie und Lockerung der Geldpolitik. Für die Banken gibt es Geld zum Nulltarif, die Druckerpressen machen für die Regierungen Überstunden. Schlecht für die Kaufkraft des Papiergeldes, gut für Edelmetalle! (s. Gastbeitrag von Johann Saiger und Frank Winkler auf S. 14)

### Weiter steigende Nachfrage ...

Gemäß den offiziellen Zahlen des Gold World Councils machte die Schmuckindustrie 2008 krisenbedingt mit 2.168 Tonnen nur noch 58% der gesamten Goldnachfrage aus. Traditionell sind Indien, Naher Osten, China und Türkei die größten Abnehmer. Dort galt Goldschmuck schon immer auch als Altersvorsorge. Die starke Abwertung der indischen Rupie oder türkischen Lira hat Gold in diesen Währungen sehr verteuert, was zu einem entsprechenden Einbruch der dortigen Nachfrage führte. Trotzdem gingen 2008 drei Viertel der Gesamtnachfrage in Schwellenländer. Der geringe Anteil der industriellen Nachfrage (Zahn- und Elektrotechnik) ist mit 10% kaum erwähnenswert, zeigt aber, dass der Goldpreis nicht direkt vom Wohl der Wirtschaft abhängt. Den Einbruch bei der Schmucknachfrage hat allerdings die Investmentnachfrage mehr als kompensiert, die mittlerweile schon 30% ausmacht. So stieg das „identifizierbare“ Investment 2008 um 73% auf 1.183 Tonnen. Trotz einer Beruhigung nach dem Finanzsturm ist auch weiterhin ein konstanter Mittelzufluss in ETFs und ETCs zu beobachten (Abb. 2).

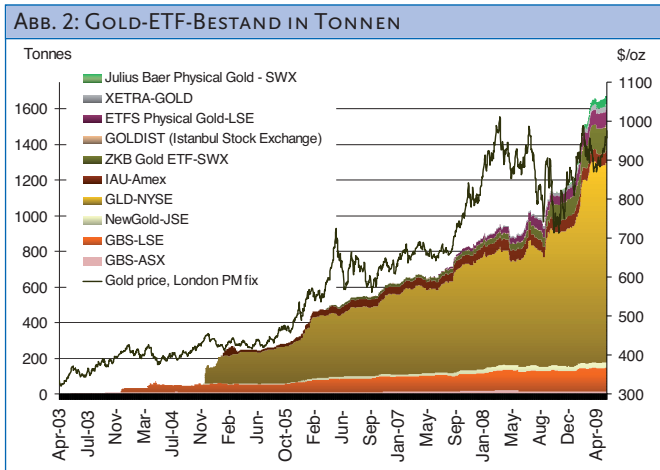
### ... bei knappem Angebot

Trotz der verzeichneten Rekord-Explorationssausgaben und trotz des hohen Goldpreises ist die Goldminenproduktion, die für ca. 60% des Gesamtangebots verantwortlich ist, weiter gesunken (Abb. 3). 2008 wurden nur noch 2.385 Tonnen gefördert. Gegenüber dem Gold-Peak-Jahr 2001 ist das ein Minus von fast 10% – und damals lag der Goldpreis unter 300 USD! Ferner

## Edle Zukunft

*In der Ausgabe SI 8/2009 ist Smart Investor auf wichtige Punkte der Angebot- und Nachfragesituation beim Gold eingegangen. Diese wollen wir punktuell ergänzen und auf die anderen Edelmetalle erweitern.*

Als Edelmetalle werden Gold, Silber und die Platinmetalle bezeichnet. Edel deshalb, weil sie chemisch nicht reaktionsfreudig sind, also so gut wie nicht oxidieren oder andere Verbindungen eingehen. Mit anderen Worten: Edelmetalle sind unvergänglich. Diese Tatsache und die natürliche Knappheit haben den Edelmetallen in der Historie einen besonderen Stellenwert unter den Rohstoffen eingeräumt. Sie werden zu Schmuck verarbeitet. Gold und Silber wurden Jahrhunderte als Tauschmittel und somit als Geld verwendet. Platinmetalle spielen eine wichtige Rolle als Katalysator in der Chemie- und Automobilindustrie.

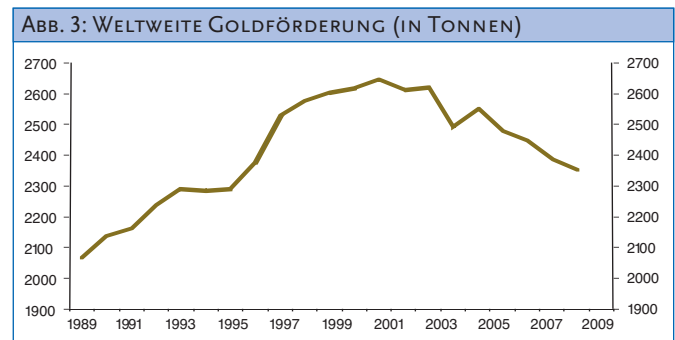


spüren Explorer und Juniors, die noch keinen Goldesel haben, die Kreditklemme sehr deutlich. Dagegen können sich die großen Minen bei durchschnittlichen Produktionskosten von 470 USD pro Unze problemlos aus den eigenen Gewinnen finanzieren (mehr zu Goldaktien auf den S. 18 und 22). Es muss also mit weiter sinkender Primärproduktion gerechnet werden. Mit steigenden Preisen und persönlicher wirtschaftlicher Not steigt allerdings die Bereitschaft, vorhandenes Gold einzuschmelzen und auf den Markt zu werfen. Das Angebot an Altgold ist 2008 daher um 17% auf knapp 1.150 Tonnen gestiegen. Dies ist die einzige Angebotsquelle, die nicht stagniert bzw. rückläufig ist. Denn auch von den Zentralbanken wird immer weniger Gold angeboten. Im letzten Jahr wurde mit 279 Tonnen (v.a. durch die Schweiz und Frankreich) netto so wenig Staatsgold wie seit 1996 nicht mehr verkauft. Im 2. Quartal 2009 waren die Zentralbanken erstmals seit vielen Jahren sogar Nettokäufer. Die Kritik der vergangenen Monate am Dollar als Reservewährung zeigt deutlich, wohin die Reise gehen wird.

#### Östlicher Gegenwind für die westlichen Preisdrücker

Das Dilemma Chinas und Japans, die auf Billionen von „US-Altpaper“ sitzen, gilt als warnendes Beispiel für andere Emerging Markets. Sobald deren Binnenwirtschaften weniger vom Export in den Dollarraum abhängig sind, wird man zudem mit dem Greenback weniger zimperlich umgehen müssen. Ein Schwenk in deren Devisenreserven ist bereits offensichtlich – nicht nur rhetorisch: Hongkong lässt seine Goldreserven aus London zurückholen. Im chinesischen Staatsfernsehen wirbt die Regierung für

Gold- und v.a. Silberinvestments in der Bevölkerung. China ist mittlerweile mit 295 Tonnen (2008) der größte Goldproduzent und verbietet den Goldexport! Innerhalb kurzer Zeit wurden die eigenen Goldreserven mittlerweile von unter 1% (2008) auf mittlerweile 1,6% Anteil an den chinesischen Währungsreserven fast verdoppelt. Zudem spekuliert das Reich der Mitte auf die 403 Tonnen Gold, die der IWF verkaufen möchte. Auch asiatische Staatsfonds sollen ein Auge auf das gelbe Metall geworfen haben. Entsprechende Gerüchte sollen mit ein Grund für den jüngsten Preisaufschwung gewesen sein. Mit zunehmendem Gewicht der goldaffinen Emerging Markets werden es die westlichen Notenbanken, Politiker und Bullionbanks immer schwerer haben, den Goldpreis nach unten zu manipulieren. Entsprechende Maßnahmen via Goldverkäufe, Goldleihe etc. wurden immer wieder von der GATA (Gold Anti-Trust Action Committee) dokumentiert und angeprangert.



#### US-Gold-Exporte

Ferner werden Zweifel über die Existenz der 8.190 Tonnen Goldreserven der USA immer lauter. War es bisher immer offensichtlich, dass die USA nur mit dem Gold ihrer Vasallen (v.a. Großbritannien, IWF) oder politischen Opfer (z.B. Schweiz) den Goldpreis nach unten drückten, mehren sich die Anzeichen, dass die USA vielleicht gar nicht mehr so viel Gold haben. Der US-Journalist und Finanzanalyst Rob Kirby entdeckte im United States Geological Survey (Publikation über Edelmetallhandel des U.S. Census Bureau) US-Goldexporte in den Jahren 2007 und 2008 von insgesamt 5.070 Tonnen! Die Jahresgoldproduktion der USA liegt bei 230 Tonnen. Aus welchen Tresoren stammte dieses Gold? Genauere Rückfragen blieben natürlich trotz „Information of Freedom Act“ unbeantwortet. Neben dem Verkauf aus Fed-Beständen wären auch Rückführungen (Repatriierungen) von verwalte- >>

Die Edelmetall-Familie: Gold, Silber, Platin und Palladium  
Foto: Heraeus



EDELMETALLE IM ÜBERBLICK

	GOLD	SILBER	PLATIN	PALLADIUM
ABKÜRZUNG	AU	AG	PT	PD
SCHMELZPUNKT (IN °C)	1.064	961	1.772	1.555
DICHTE (IN G/CM <sup>3</sup> )	19,32	10,49	21,45	12,02
VORKOMMEN IN ERDKRUSTE *	0,005	0,120	0,005	0,011
PRIMÄRPRODUKTION 2008 **	2.407	21.176	186	227
NACHFRAGE 2008 **	3.659	27.629	197	213
MARKTVOLUMEN 2008 ***	118,5	14,9	8,4	2,0
PREIS PRO UNZE (IN USD)****	1.007	16,8	1.324	295

Stand: 11.09.2009; \*) in Gramm/Tonne; \*\*) in Tonnen; \*\*\*) zu aktuellen Preisen in Mrd. USD; \*\*\*\*) 1 Unze = 31,1 Gramm

ten, ausländischen Zentralbankbeständen möglich. Was auch immer genau dahinter steckt, diese Geschichte birgt einen gewaltigen Vertrauensverlust für die USA bzw. den Dollar sowie einen riesigen Sprengstoff pro Gold und Silber.

**Silber – Allroundtalent des kleinen Mannes**

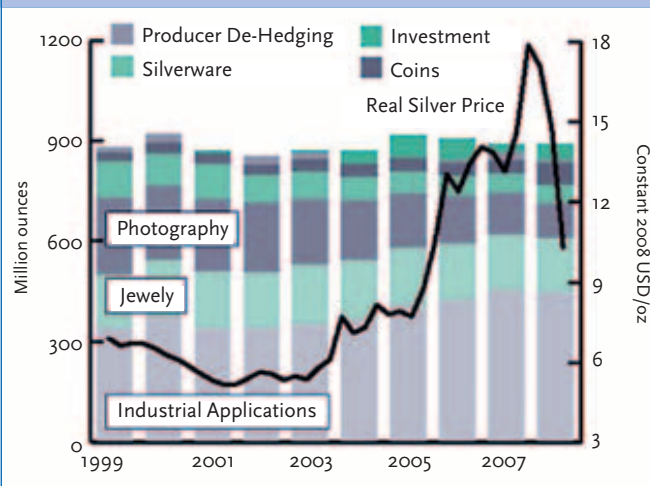
Von allen Edelmetallen ist Silber das am häufigsten vorkommende. In der Erdkruste ist es ca. 24-mal zahlreicher als Gold oder Platin (siehe Tabelle). Es ist in chemischer sowie physikalischer Hinsicht sowohl mit Kupfer als auch mit Gold verwandt. Diese Tatsache erklärt perfekt die Zwitter Eigenschaft als Edel- und Industriemetall. Silber hat die höchste thermische und elektrische Leitfähigkeit aller Metalle, eine hohe Reflexionsfähigkeit, und nach Gold ist es das dehnbarste Metall. Silber wird in jeder Elektronik und Optik (z.B. Handy, PC, Solarzellen) sowie Fotografie eingesetzt. Zudem haben die Silberionen eine antiseptische Wirkung und finden daher Anwendung in der Trinkwasseraufbereitung, Pharma- und Kosmetikbranche.

**Trotz Krisenjahr stabile Nachfrage**

Gemäß den offiziellen Zahlen des World Silver Survey stieg im letzten Jahr die Silberförderung mit 21.176 Tonnen (+2,5 %) auf ein neues Rekordhoch. Während nur ein Viertel der Produktion aus reinen Silberminen stammt, fallen 60% davon als Nebenprodukt beim Abbau von Kupfer, Blei und Zink an. Deshalb ist das Silberangebot stark von der Nachfrage und dem Abbau dieser Industriemetalle abhängig. Die stark gedrosselte Basismetallförderung seit dem Konjunkturunbruch (siehe SI 3/2009) wird Silber daher eher knapp halten. Die zweite nennenswerte Angebotsquelle ist das Recycling von Altsilber, das sich seit Jahren wenig verändert zeigt. 5.492 Tonnen wurden zuletzt dadurch dem

Markt zugeführt. Größter Silberkunde ist mit 50% der Gesamtnachfrage die Industrie (Abb. 4). Dies war im Vergleich zum Vorjahr nur ein Rückgang von 1%! Für ca. 18% der Nachfrage ist die Schmuckindustrie verantwortlich, die zuletzt 4.923 Tonnen verarbeitete. Aufgrund des relativ niedrigen Unzenpreises ist das Juweliergeschäft – anders als beim Gold – weder besonders preissensibel noch konjunkturabhängig. Der Rückgang in diesem Segment fiel mit 3% ebenfalls sehr bescheiden aus. Wie bei Gold ist seit Jahren eine stabile und kontinuierliche Investmentnachfrage zu beobachten.

ABB. 4: WORLD SILVER DEMAND



Quelle: GFMS, The Silver Institute

**Dubiose Zahlen der vermeintlichen Silberlobbyisten**

Trotz Preiseinbruch im Herbst 2008 gab es nämlich keinen großen Abfluss aus den bekannten Silber-ETFs. Dies ist für uns – wie beim Gold – ein Indiz, dass es sich um „hartgesottene“ Investoren ohne spekulative Motive handelt. Wahrscheinlich bereiten sich diese Anleger langfristig auf den Finanz-Gau vor. Insofern sehen wir in der großen Investmentnachfrage keinen Kontraindikator, sondern einen Trend, der sich in den nächsten Jahren noch steigern dürfte. Schon die offiziellen Zahlen sehen beeindruckend aus: Die Nachfrage nach Münzen stieg um 63% auf 2.022 Tonnen, während die „implied net investments“ als Residualgröße – im wesentlichen ETFs umfassend – sich auf 1.561 Tonnen verdoppelte. Branchen- >>

experten halten diese Zahlen aber immer noch für zu klein. Allein die ETFs der Barclays (iShares) und der Zürcher Kantonalbank haben laut Peter Boehring von der Deutschen Edelmetall-Gesellschaft ca. 2.900 Tonnen an Silber zugekauft. Insgesamt schätzt er die Investmentnachfrage 2008 auf mindestens 4.000 Tonnen. Das kann eigentlich nur heißen: Entweder sind die offiziellen Zahlen falsch (dargestellt), oder die ETFs haben nicht das Silber, das sie vorgeben gekauft zu haben! Beides wäre bedenklich. Letzteres können sich auch andere Marktteilnehmer wie z.B. Ronald Stöferle von der Erste Bank vorstellen (s. Interview auf S. 12). Insgesamt ist die Silbernachfrage interessanterweise trotz Rezessionsjahr konstant geblieben. Das zeigt, welches Potenzial dieses wichtige Metall birgt, sollte es mit der Wirtschaft wieder aufwärts gehen.

**Platin & Co.**

Neben der Reaktionsträgheit sind die Platinmetalle insbesondere für ihre katalytische Eigenschaft in der Industrie begehrt: Sie erleichtern chemische Prozesse. Mit Abstand größter Abnehmer mit mehr als 60% der Nachfrage ist der Automobilsektor. Auch die Brennstoffzelle – großer Hoffnungsträger für die zukünftige Energieversorgung – ist auf Katalysatoren angewiesen. Im Gegen-



Anders als bei Gold steht bei Platin (rechts) vor allem die industrielle Nachfrage im Vordergrund. Fotos: Heraeus



satz zu Gold und Silber, die praktisch auf der ganzen Welt abgebaut werden, weisen Platin und Palladium geografische Angebotsklumpenrisiken auf. 80% des Platins kommen in Südafrika aus der Erde. Förderprobleme wegen Stromausfällen und Streiks im Jahr 2008 ließen den Unzenpreis auf 2.252 USD explodieren. Mitte 2008 sind die Preise dann deutlich unter die Förderkosten gefallen, was wiederum Minenschließungen und Investitionsstopps zur Folge hatte. So meldete der größte Platinproduzent Anglo Platinum zuletzt durchschnittliche Cashkosten von 1.400 USD pro Unze – also deutlich über den aktuellen Marktpreisen von ca. 1.300 USD. Folglich möchte der Konzern seine Mineninvestitionen 2009 um ca. 40% zurückfahren. Insgesamt ging die Platinfördermenge 2008 um 5% auf 6,4 Mio. Unzen zurück. Die Verknappung des Angebots führte zur deutlichen Erholung des Platinpreises im aktuellen Jahr.

**Cross Links**

**GoingPublic Magazin 10/2009**



- ◆ Die Lehman-Pleite: ein Jahr nach der Finanzwelt am Abgrund
- ◆ SPACs: Trend mit kurzer Halbwertszeit
- ◆ Namensaktien: besser als ihr Ruf
- ◆ Non mea culpa: die Rolle der Ratingagenturen in der Finanzkrise
- ◆ Wende zum Besseren? – Änderungen im Schuldverschreibungsgesetz
- ◆ Inkl. Sonderbeilage „Geschäftsberichte & Trends 2009/2010“ (7. Jg.)

Weitere Informationen unter [www.goingpublic.de](http://www.goingpublic.de)

**VentureCapital Magazin 10/2009**



- ◆ Investor im Portrait: Zukunftsfonds Heilbronn
- ◆ 20 Jahre Deutsche Einheit – Gründerszene Thüringen
- ◆ Executive Talk mit Bernd M. Michael, Präsident des deutschen Marketing-Verbandes
- ◆ Veranstaltungsberichte: u.a. Networkshop der Fraunhofer-Venture-Gruppe, Eigenkapitalforum Frühjahr

Ausgewählte Beiträge und weitere Informationen unter [www.vc-magazin.de](http://www.vc-magazin.de)

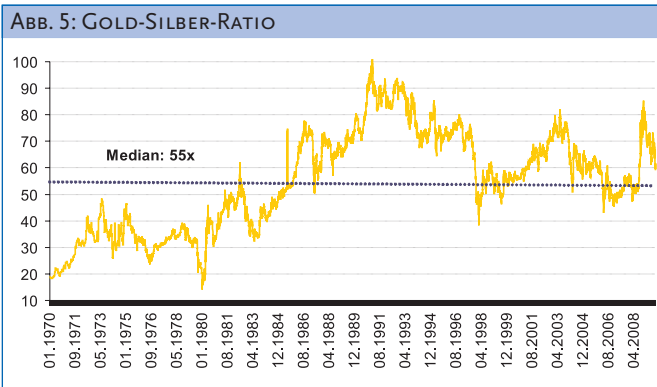
**Abwrackprofiteure: Russland und Südafrika**

Den intransparenten Palladiummarkt teilen sich Südafrika und Russland brüderlich auf. Das Metall fällt als Nebenprodukt beim Abbau von Nickel und Platin an. Allein für 40% der globalen Förderung ist die russische Norilsk Nickel verantwortlich. In etwa genauso groß ist der Anteil der drei großen südafrikanischen Platinproduzenten. Norilsk Nickel kalkuliert mit durchschnittlichen Palladium-Förderkosten von 113 USD pro Unze und damit deutlich unter den aktuellen Marktpreisen, was den weiteren Preisauftrieb bremsen dürfte. Daneben fragen die Hochtechnologie und die Schmuckindustrie Platinmetalle nach. Besonders Chinesen lieben Platinschmuck, so dass in diesem Bereich mit entsprechendem Wachstumspotenzial zu rechnen ist. Schon 2008 hat sich die Platinschmucknachfrage mit 1,8 Mio. oz. (-6%) relativ stabil gezeigt.

Völlig überraschend ist – wenn auch im Vergleich zu Gold und Silber noch unbedeutend – die konstante Investmentnachfrage nach beiden Metallen. Obwohl eigentlich noch nie eine monetäre Bedeutung gegeben war, kauften Investoren im letzten Jahr 425.000 oz. an physischem Platin. Das ist ein Anstieg von 150% gegenüber dem Vorjahr. Zunehmendes (v.a. politisches) Umweltbewusstsein sowie die Notwendigkeit von Ersatz-Katalysatoren und der Motorisierungstrend in den Schwellenländern sprechen zwar langfristig für die Platinmetalle. Kurzfristig sehen wir aber mit dem Ende des weltweiten Abwrackwahns harte Zeiten auf die Autoindustrie zukommen und somit ein begrenztes Potenzial bei Platinmetallen. Vor allem Palladium sollte darunter besonders leiden.

**Technische Analyse**

Fundamental und makroökonomisch bleibt vor allem Gold und Silber langfristig also nichts anderes übrig als zu haussieren. Der



Quelle: Erste Bank

World Gold Council hat berechnet, dass nur 0,5% des weltweit verwalteten Kapitals derzeit in Gold investiert sind – und dass, sollte sich dieser Wert auf 1% erhöhen, die Goldvorräte der Zentralbanken nicht ausreichen würden, um diese Nachfrage zu befriedigen. Außerdem haben Gold und Silber – im Gegensatz zu Erdöl – noch nicht einmal die inflationsbereinigten Hochs von 1980 erreicht. Das damalige Goldhoch von 850 USD entspricht allein schon mit den offiziellen Inflationsraten einem heutigen Wert von 2.357 USD. Nimmt man die glaubwürdigeren, höheren Zahlen von ShadowStats, würde sich ein Preis von 7.095 USD ergeben. Für Silber würde sich demnach mit 137 bzw. 413 USD noch mehr Potenzial ergeben. Da ist also noch viel Luft nach oben.

Ein viel beobachteter Chart unter Edelmetallfreunden ist das Gold-Silber-Ratio (Abb. 5). Es liefert oft die Antwort, welches Edelmetall man nun bevorzugt kaufen sollte. Die beiden Metalle weisen eine hohe Korrelation zueinander auf. Silber reagiert dabei aber wie ein Hebelprodukt auf Gold überproportional und führt zu temporären Über- oder Unterbewertungen. Nachdem Silber wegen der Rezession stark eingebrochen ist, wird es sich bei einem Anziehen der Konjunktur auch wieder schneller erholen als sein großer Bruder. Seit 1970 betrug dieses Ratio durchschnittlich 54. Mit derzeit 60 erscheint Silber immer noch unterbewertet, auch wenn es sich seit Oktober 2008 (Ratio 79) schon deutlich erholt hat.

#### Fazit

Rezession, steigende Sparquoten und Arbeitslosigkeit sowie geringere Deviseneinnahmen der Rohstoffexporteure sind eigentlich keine positiven Faktoren. Zudem erwarten wir kurzfristig eine technische Korrektur. Allerdings werden die Edelmetalle wie die Industriemetalle von der beginnenden Wirtschaftserholung sowie vom kommenden Crack-up-Boom und Flucht in Sachwerte massiv profitieren. Zudem sehen wir bei Gold und Silber mit der weiteren, unausweichlichen Erosion des Finanzsystems mittel- bis langfristig ein Comeback als Geld – ob offiziell oder inoffiziell. Das Finanzsystem ist angezählt. Herbert Hoover (US-Präsident 1929-1933) sagte wörtlich: „Wir halten Gold, weil wir Regierungen nicht trauen können.“ Dem ist nichts hinzuzufügen. ■

*Bernhard Wageneder*