



Der Ruf des „barbaric relic“ wird nur allmählich abgestreift und die unerschütterlichen Mythen und Missverständnisse werden nur langsam entmystifiziert und relativiert.“

Ronald Stöferle

philoro: Wir merken häufig am eigenen Leibe, dass viele Menschen nach wie vor Skepsis haben Gold in ihr Portfolio aufzunehmen. Für manche Menschen ist es regelrecht eine Überwindung, wenn sie das erste Mal Gold kaufen. In Ihrem Report gehen Sie hier auf zwei sehr spannende psychologische Phänomene ein – Stichwort: Emotionale Hintergründe beim Kauf von Gold!



Ronald Stöferle
Senior Analyst

Ronald P. Stöferle
Senior Analyst
Wiener Erste Group

Das ist wirklich ein spannendes Thema. Der in den 80er und 90er Jahren geschaffene Ruf des „barbaric relic“ wird nur allmählich abgestreift und die unerschütterlichen Mythen und Missverständnisse (physischer Goldkauf ist teuer, Gold ist hochspekulativ,...) werden nur langsam entmystifiziert und relativiert. Nachdem sich im Zuge des 20-jährigen Bärenmarktes zahlreiche solcher Argumente, Diffamierungen und Überzeugungen eingepreßt haben, ist der Meinungsumschwung dementsprechend langwierig und zäh. Dieser Prozess des Umdenkens hat definitiv psychologische Gründe. Es

scheint, als wäre das Verhalten vieler Marktteilnehmer hinsichtlich der derzeitigen Krise von „kognitiver Dissonanz“ und dem „Normalitätsbias“ geprägt.

philoro: Das klingt sehr akademisch. Was bedeutet dies konkret?

Lt. Wikipedia versteht man unter kognitiver Dissonanz in der (Sozial-) Psychologie „einen als unangenehm empfundenen Gefühlszustand, der dadurch entsteht, dass ein Mensch mehrere Kognitionen hat – Wahrnehmungen, Gedanken, Meinungen, Einstellungen, Wünsche oder Absichten-, die nicht miteinander vereinbar sind, also eine Art von „Störgefühl“.

„...Menschen sind nicht angemessen auf Katastrophen vorbereitet sind, weil man sich bisher noch nie erlebte Situationen nicht vorstellen kann..“

Ronald Stöferle

So tritt kognitive Dissonanz auf, wenn man beispielsweise einen Entschluss gefasst hat, obwohl die Alternativen ebenfalls attraktiv waren; wenn man eine Entscheidung getroffen hat, die sich anschließend als Fehlentscheidung erweist oder wenn man sich konträr zu seinen Überzeugungen verhält, ohne dass es dafür eine exter

ne Rechtfertigung (Nutzen/Belohnung oder Kosten/Bestrafung) gibt. Starke Dissonanz entsteht insbesondere bei einer Gefährdung des stabilen, positiven Selbstkonzepts, wenn also jemand Informationen bekommt, die ihn als dumm, unmoralisch oder irrational dastehen lassen¹. Dies scheint der Grund dafür zu sein, dass der erstmalige Goldkauf für viele Menschen eine enorme mentale Überwindung darstellt.

Der zweite entscheidende Faktor dürfte der sogenannte „Normalitätsbias“ (engl. „Normalcy bias“) sein. Er bezieht sich auf einen mentalen Zustand verzerrter Wahrnehmung, in den Menschen eintreten wenn sie vor einer Katastrophe stehen. Er veranlasst Menschen, sowohl die Möglichkeit des Auftretens von Katastrophen als auch deren mögliche Auswirkungen nach dem Motto „Was nicht sein darf, kann nicht sein“ und „Was immer schon so war, wird ewig so bleiben“ zu unterschätzen bzw. negieren².

Dies führt oft zu einer Situation, in der Menschen nicht angemessen auf Katastrophen vorbereitet sind, weil man sich bisher noch nie erlebte Situationen nicht vorstellen kann. Zudem neigen Menschen dazu, Warnungen im optimistisch-

¹

http://de.wikipedia.org/wiki/Kognitive_Dissonanz

² Vgl. Normalitätsbias, Investorenwissen24

„Die Nachfrageseite besteht aus Investoren, der Schmuckindustrie, Zentralbanken und der Industrie. Der größte Teil der Nachfrage ist sogenannte Reservationsnachfrage.“

Ronald Stöferle

sten Lichte zu interpretieren und eine sogenannte Wahrnehmungsselektion vorzunehmen³. Dies bedeutet, dass nur bestimmte Dinge wahrgenommen werden, die die eigene Meinung bestätigen. Damit einher geht auch der Bestätigungsfehler (engl. „confirmation bias“). Er bezeichnet in der Kognitionspsychologie die Neigung, Informationen so auszuwählen, zu suchen und zu interpretieren, dass diese die eigenen Erwartungen erfüllen. Deshalb werden Informationen, die die eigenen Erwartungen widerlegen, bewusst ausgeblendet. Die betreffende Person unterliegt somit einer Selbsttäuschung und einem Selbstbetrug⁴.

philoro: Ein weiteres spannendes Kapitel in Ihrer Studie haben Sie mit „das größte Missverständnis im Goldsektor“ betitelt. Das klingt aufregend, worauf beziehen Sie sich darin?

Richtig, ich glaube dass im Goldsektor ein elementares Missverständnis vorherrscht. Ein Großteil der Marktteilnehmer und Analysten messen der jährlichen Produktion aber auch der jährlichen Nachfrage deutlich zu viel Bedeutung bei. So liest man häufig, dass der Goldpreis niemals unter die Produktionskosten fallen könne. Nachfolgend wollen auf diesen Irrtum eingehen. Wir möchten diesbezüglich aus-

drücklich die Artikel von Robert Blumen zu diesem Themenkomplex empfehlen⁵.

philoro: Klingt plausibel. Können Sie die Überlegung auch anhand eines Beispiels illustrieren?

Natürlich! Jedes Gramm Gold, das aus unterschiedlichsten Motiven gehalten wird, ist zu einem bestimmten Preis verkäuflich. Manche Eigentümer würden bereits bei einem geringfügig über dem aktuellen Spot-Preis notierenden Preis verkaufen, viele erst in deutlich höheren Preis-Sphären. Wenn eine Privatperson – in Folge stark gestiegener Preise – seine vor Jahrzehnten gekauften Goldbestände veräußern will, verringert dies aber klarerweise nicht den Gesamtbestand von Gold. Es findet lediglich eine Verlagerung von einem Privatbestand zu einem anderen Privatbestand statt. Für den Käufer ist es völlig egal, ob das Gold vor 3 Wochen oder 3 Jahrtausenden gefördert wurde.

„Ich glaube dass im Goldsektor ein elementares Missverständnis vorherrscht.“

Ronald Stöferle

⁵ Weiterführend empfehlen wir die äußerst lesenswerten Artikel von Robert Blumen, insb. „Does Gold Mining Matter?“, „The Myth of the Gold Supply Deficit“ und „If gold supplies are rising, why aren't prices falling“. Zu finden auf mises.org

philoro: Aber nicht nur auf der Angebotsseite, sondern auch auf der Nachfrageseite dürfte es ein Missverständnis geben. Können Sie den Begriff „Reservationsnachfrage“ erklären?

Die Nachfrageseite besteht aus Investoren, der Schmuckindustrie, Zentralbanken und der Industrie. Dennoch ist dies eigentlich nur ein Bruchteil der gesamten Nachfrage. Der größte Teil der Nachfrage ist sogenannte Reservationsnachfrage (engl. Reservation demand). Dieser Begriff beschreibt Goldbesitzer die Gold auf aktuellem Niveau nicht verkaufen wollen. Indem sie auf aktuellem Preisniveau nicht verkaufen, tragen sie dafür Verantwortung, dass der Preis auf gleichem Niveau bleibt⁶.

Die Entscheidung Gold auf aktuellem Preisniveau nicht zu verkaufen, ist deshalb meiner Meinung nach ähnlich wichtig wie die Entscheidung Gold zu kaufen. Netto ist der Effekt auf die Preisfindung derselbe. Das Goldangebot ist somit immer hoch. Bei einem Preis von USD 5.000 würde das Altgoldangebot ein Vielfaches der Jahresproduktion betragen.

Dies erklärt auch, wieso das vielzitierte „Golddefizit“ eine Mär darstellt und es keine Knappheit geben kann.

⁶ Vgl. „WSJ does not understand how the gold price is formed“, *Mises Economics Blog*, Robert Blumen

³ Vgl. Wikipedia, „Normalcy bias“

⁴ Vgl. Wikipedia, „Bestätigungsfehler“

Die jährliche Goldproduktion von knapp 2.600 Tonnen ist für die Preisfindung somit relativ unbedeutend.“

Ronald Stöferle

philoro: Um dieses Thema abzuschließen: man könnte also sagen, dass die Veränderungsrate der jährlichen Goldförderung somit relativ egal ist?!

Richtig. Der Goldmarkt sollte als ein ganzheitlicher Markt gesehen werden. Die Abgrenzung zwischen jährlichem Neuzuwachs und Gesamtbestand ist unserer Meinung nach inkorrekt und führt zu falschen Schlussfolgerungen. Alle Angebotsquellen sind gleichwertig, nachdem jede zum Verkauf verfügbare Unze Gold in Konkurrenz zu anderen Unzen steht. Dabei ist es egal ob das Gold vor 3.000 Jahren oder vor 3 Monaten gefördert wurde oder zB. aus recyceltem Zahngold besteht. Die jährliche Goldproduktion von knapp 2.600 Tonnen ist für die Preisfindung somit relativ unbedeutend.

philoro: Einige unserer Kunden sprechen in Terminen das Thema Goldaktien an. Sie gehen in Ihrem Report auch wieder detailliert auf dieses Thema ein. Besonders spannend fand ich diesbezüglich die Thematik hinsichtlich der sogenannten Revisionstätigkeit. Können Sie uns das näher erläutern?

Die Gewinnrevisionen für den Gold Bugs Index befinden sich weiterhin klar im negativen Terrain. Dies bedeutet, dass die Gewinnschätzungen derzeit von deutlich mehr Analysten nach unten als nach oben angepasst werden. Man erkennt

somit den ausgeprägten Pessimismus seitens der Primäranalysten. Zuletzt wurden 2008 ähnlich starke Anpassungen der Gewinnprognosen vorgenommen. Vergleich man die Revisionstätigkeit mit dem Kursverlauf des Gold Bugs Index, so erkennt man, dass der Zeitpunkt des größten Pessimismus meist verlässliche Einstiegssignale lieferte. Insofern lässt sich das Revision-Ratio als beruhigender Kontraindikator interpretieren.

philoro: Abschließend noch eine Frage, Sie schreiben Anfangs in Ihre Studie, dass das globale Fiat-Money System in einer Midlife Crisis steckt. Was bedeutet dies konkret?

Bis vor 4 Dekaden war das Eingehen von Risiko eine Abkehr von Gold, heute scheint es als wäre es das Gegenteil. Wir glauben, dass sich dies nun langsam umkehrt. Gold scheint wieder „en vogue“ zu werden. Im Report habe ich zahlreiche Charts, die die erhebliche Kaufkrafterosion illustrieren. Dies lässt sich auch am nachfolgenden Chart ablesen. Er beschreibt, wie viele Einheiten Gold man mit einer Einheit der jeweiligen Währung erhält. Man erkennt klar, dass die Kaufkraft sukzessive ab

nimmt, dh. man erhält für 1 Einheit der Währung kontinuierlich weniger Einheiten Gold. So liegt der Kaufkraftverlust des Dollars, des Britische Pfunds und des Euros⁷ bei knapp 98% seit 1971.

Es ist besonders bemerkenswert, dass der Schweizer Franken, der als letzte Währung die Goldbindung aufgab, klare relative Stärke zeigte und seit 1971 „nur“ 90% an Kaufkraft verlor. Eine weitere Bestäti-

Wie viele Einheiten Gold können mit einer 1 Einheit der Währung gekauft werden (logarithmische Skalierung, indiziert auf 100)



Quelle: Erste Group Research, [Datastream](#)

gung für den Kaufkrafterhalt durch Gold. Zudem erkennt man, dass die Abwärtstrends klar intakt sind und derzeit wenig Grund zur Annahme besteht, dass hier eine baldige Bodenbildung der jeweiligen Fiat-Currencies in Relation zu Gold zu erwarten ist.

- Vielen Dank Herr Stöferle.

⁷ Euro vor 1999 berechnet als gewichteter Durchschnitt aller Währungen der Mitgliedsländer