

In GOLD we TRUST

13.07.2012 von Ronald-Peter Stöferle, Erste Group Bank AG

Goldreport 2012 der "Erste Bank": "Das Fundament für neue Allzeithochs ist gelegt. Als nächstes 12-Monats-Ziel sehen wir die Marke von USD 2.000. Wir erwarten, dass die parabolische Phase noch bevorsteht. Im Zuge dieser Trendbeschleunigung sollte zumindest unser Langfrist-Ziel von USD 2.300 erreicht werden."

Zusammenfassung der Analyse

Das Fundament für neue Allzeithochs ist gelegt. Kurzfristig scheint die Saisonalität für eine weitere Seitwärtstendenz zu sprechen, ab August beginnt jedoch bereits die saisonal beste Phase. Als nächstes 12-Monats-Ziel sehen wir die Marke von USD 2.000. Wir erwarten, dass die parabolische Phase noch bevorsteht. Im Zuge dieser Trendbeschleunigung sollte zumindest unser Langfrist-Ziel von USD 2.300 erreicht werden. Einige historische Vergleiche lassen sogar deutlich höhere Preis-Sphären realistisch erscheinen.

Seit unserem ersten Goldreport sprechen wir von einer sukzessiven Remonetarisierung von Gold. Im letzten Jahr gab es zahlreiche Belege dafür, dass Gold langsam „politisch korrekt“ zu werden scheint. Gold wird nun immer häufiger als Geld oberster Güte und immer weniger als Commodity betrachtet. Zudem feiert Gold eine Renaissance im klassischen Finanzwesen. Der Grundstein für eine Rückkehr zu 'Sound Money' dürfte gelegt sein. Wir gehen davon aus, dass die derzeit stattfindende Rückbesinnung auf den jahrtausende alten monetären Status signalisiert, dass der Bullenmarkt nun in eine neue Phase eingetreten ist.

Negative Realzinsen bedeuten ein optimales Umfeld für Gold. Während der 20-jährigen Goldbaisse der 1980er und 90er Jahre, lag das Realzinsniveau bei durchschnittlich +4%. Seit 2000 ist der Realzins in 51% aller Monate im negativen Terrain, was ein optimales Umfeld für Gold bedeutet. Nachdem die Federal Reserve ihre Nullzinspolitik nun bis zumindest Ende 2014 fortsetzen wird, sollte dies weiterhin negative Realzinsen und somit ein positives Fundament für weitere Goldpreisanstiege bedeuten.

Wir glauben, dass finanzielle Repression in ihren unterschiedlichsten Facetten, im Laufe der nächsten Jahre immer weiter um sich greifen wird. Obwohl wir mit der höchsten Staatsverschuldung in Friedenszeiten konfrontiert sind, steht eine tiefgreifende Haushalts-Konsolidierung scheinbar nicht zur Diskussion. Die erforderlichen gravierenden Einschnitte werden aufgeschoben. Eine schmerzlose Therapie der Probleme scheint es nicht zu geben. Wir glauben, dass Gold eine wirksame Medizin ist.

Mining-Aktien stellen derzeit eine Spekulation mit hoher Hebelwirkung und attraktivem Chance/Risiko-Profil auf den Goldpreis dar. Es sollte jedoch einmal mehr hervorgehoben werden, dass wir Gold als Währung und somit als Form des Sparens sehen, während wir Goldaktien als Investment sehen.

Gemäß Leonardo da Vinci ist Einfachheit die höchste Stufe der Vollendung. Wir glauben, dass Gold ein einfaches, günstiges und verlässliches Mittel ist, um sich gegen die derzeit vorherrschenden systemischen Risiken abzusichern.

Auszüge aus der Studie:

Unser globales Fiat-Moneysystem feierte am 15. August 2011 seinen 40. Geburtstag. Nun scheint es, als würde

das System in einer ausgeprägten Midlife Crisis stecken. 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, ähnlich wie Glockenhosen, Schulterpolster oder Neon-Outfits .

Gold wird nun immer häufiger als Geld oberster Güte und immer weniger als Commodity betrachtet. Es verfügt über den internationalen Währungscode „XAU“, handelt in Banken meist am Währungs-Desk und nicht am Rohstoff-Desk und wird weiterhin von Zentralbanken rund um den Globus als zentrale Reserve gehalten. Dies bestätigt die monetäre Bedeutung von Gold. Lt. einer Umfrage in den USA würden 44% der US-Amerikaner eine Rückkehr zu einer goldgedeckten Währung befürworten. Nur 28% seien klar dagegen . Auch wenn es heutzutage oft heißt, dass es für einen Goldstandard zu wenig Gold gäbe, so halten wir dies für eine Verzerrung der Realität. Das britische Königreich florierte unter einem Goldstandard mit lediglich 150-200 Tonnen Gold in den Tresoren der Bank of England. Die Quantität ist somit nicht das Problem, „quality trumps quantity every time“ . Wir gehen davon aus, dass die derzeit stattfindende Rückbesinnung auf den jahrtausende alten monetären Status signalisiert, dass der Bullenmarkt nun in eine neue Phase eingetreten ist.

Bereits seit unserem ersten Goldreport sprechen wir von dieser sukzessiven Remonetarisierung von Gold. War es bis vor kurzem noch lediglich einer Handvoll kritischer Geister vorbehalten unsere Geldordnung zu hinterfragen, so äußern sich mittlerweile auch hochrangige Politiker und Notenbanker dazu. Im letzten Jahr gab es zahlreiche Belege dafür, dass Gold langsam „politisch korrekt“ zu werden scheint. Allen voran Ron Paul, aber auch Newt Gingrich, Steve Forbes oder Robert Zoellick, sprachen sich für eine baldige Rückkehr zu Gold aus. Robert Mundell sagte schon anlässlich seiner Nobelpreis-Ansprache:

“The main thing we miss today is universal money. Gold fulfilled this role from the time of Augustus to 1914. The absence of gold as an intrinsic part of our monetary system makes our century, the one that just passed, unique in several thousand years...I firmly believe gold will be a part of the international monetary system sometime in the twenty-first century”

Es scheint, als wären die Marktteilnehmer mittlerweile wie pawlowsche Hunde auf immer größer werdende monetäre Stimuli konditioniert. Bei einem Ausbleiben dieser „Leckerli“ flüchtet man in liquide und scheinbar sichere US-Staatsanleihen oder deutsche Bundesanleihen, die jeweils neue Allzeithochs markierten. Dieses „Risk on, Risk off“ erinnert an manisch depressive Stimmungsschwankungen.

Lassen Sie uns diese Fehlallokation anhand eines Beispiels illustrieren: die Bundesrepublik Deutschland platzierte im Dezember 2011 eine Bundesschatzanweisung mit 6-monatiger Laufzeit zu 0,0005%. Der Zinsaufwand für diese Anleihe in Höhe von EUR 2,675 Mrd. beläuft sich somit auf 6.687,50 Euro . Im Verlaufe des heurigen Jahres rutschten schließlich die Renditen für 6-monatige und zweijährige Schatz-anweisungen auf neue Allzeittiefs und markierten erstmals negative Renditen.

In einem Umfeld negativer Realzinsen muss der Risikobegriff neu definiert werden, nachdem nominell „sichere“ Anlagen zu realen Wertverlusten führen. Dies bedeutet auch, dass Anlageklassen mit niedriger Volatilität keineswegs risikoarm bzw. gar risikolos sind. Der Unterschied zwischen Sparen und Investieren ist, dass Sparer versuchen die Kaufkraft zu erhalten, während Investoren versuchen, ihre Kaufkraft zu erhöhen . In einem negativen Realzinsumfeld muss allerdings Risiko eingegangen werden, um Kapitalerhalt zu erreichen.

Der Begriff „Risk-free“ ist die Mutter aller Oxymora . Ein risikofreies Investment hat es nie und wird es niemals geben. Risiko kann niemals eliminiert, sondern lediglich transferiert werden. Wenn es übertragen bzw. verschleiert wird, so wird der kausale Zusammenhang zwischen Risiko und Konsequenz durchtrennt. Sobald Risiko und Kapital falsch bewertet werden, sind Fehlallokationen die Konsequenz . Dies findet derzeit in noch nie dagewesenen, globalen Dimensionen statt.

Am Rande des Chaos ist der Grad der Komplexität meist am größten

Gesellschaften und Systeme reagieren auf Krisen durch die Steigerung ihrer Komplexität und versuchen dadurch ihre Probleme zu bewältigen. Jede Investition in Form von Ressourcen – meist Energie oder Geld – erzielt weniger Ergebnis als die vorherige Investition, der Grenznutzen nimmt also sukzessive ab. Gemäß Leonardo da Vinci ist Einfachheit die höchste Stufe der Vollendung. Wir glauben, dass Gold ein einfaches, günstiges und verlässliches Mittel ist, um sich gegen solch systemische Risiken abzusichern.

Was bedeutet dieses Umfeld nun für den Goldpreis? Seit unserem letzten „In Gold we Trust“ Report Anfang Juli 2011 konnte Gold in zahlreichen (ua. USD, EUR, GBP) Währungen neue Allzeithochs markieren. Das Plus beläuft sich seitdem auf 23% (in Euro) bzw. 6% (in USD). Auch seit Jahresbeginn tendiert Gold positiv, sowohl in USD (+3%), als auch auf Euro-Basis (+8,2%) . Am nachfolgenden Chart erkennt man, dass die Entwicklung, sowohl auf EUR als auch auf Dollar-Basis seit Herbst 011 eine Konsolidierungs-formation und definitiv keine Top-Bildung darstellt. Dennoch müssen wir Selbstkritik üben, nachdem unser Kursziel von USD 2.000 klar verfehlt wurde.

Inflation vs. Teuerung: Begriffsverwirrung hat schwerwiegende Konsequenzen

Die Österreichische Schule der Nationalökonomie eröffnet Investoren einen neuen Blickwinkel bei der Prognose von Asset- und Rohstoffpreisen. Anders als für herkömmliche Ökonomen ist für „Austrians“ nicht ausschließlich die steigende Nachfrage nach Gold, Öl oder anderen Assets der ausschlaggebende Faktor für steigende Preise. Austrians sehen vielmehr die laufende Geldmengenausweitung, die in unserem Teilreservebankensystem eine Kreditausweitung nach sich zieht, als wesentlichen Faktor für steigende Preise.

Sprachlich gilt es aus Sicht der Austrians eine klare Abgrenzung der beiden Begriffe Inflation und Teuerung vorzunehmen . Inflation bezeichnet die Ausweitung der ungedeckten Geldmenge. Die Teuerung umschreibt hingegen den Anstieg des allgemeinen Preisniveaus, sie wird im Sprachgebrauch fälschlicherweise meistens auf das Segment der Konsumentenpreise reduziert. Inflation ist der Grund für die Geldentwertung, während die Teuerung lediglich eine Folge der Inflationierung ist. Heutzutage werden beide Begriffe jedoch synonym verwendet,

die Begriffsverwirrung hat gemäß Gregor Hochreiter schwerwiegende Konsequenzen. So verhindert die sprachliche Erblindung das Erkennen der Ursache-Wirkungs-Beziehung und verhindert die Problemlösung. Stattdessen werden untaugliche Maßnahmen zur Bekämpfung der Teuerungswelle wie Preisregulierungen und Verstaatlichungen gefordert, während im Hintergrund die Inflationierung munter vorangetrieben wird, wie es gegenwärtig der Fall sei.

Zudem ist die Definition von Inflation als steigendes Preisniveau allein aus messtechnischen Gründen problematisch, nachdem Warenkörbe keinesfalls alle Preisbewegungen einer Volkswirtschaft erfassen können. Außerdem werden unterschiedlichste Güter und Services zusammen-addiert. 1 Haarschnitt, ½ Kinokarte, 1/40.000stel Auto, 3 Sack Erdäpfel etc. Die Addition dieser disparaten Güter macht nur wenig Sinn. Zudem kann die Qualitätsdimension (1 Sack Erdäpfel hat nicht einen Preis sondern mehrere abhängig von Ort, Qualität, Art,...) nicht erfasst werden. Deshalb meinte Ludwig von Mises einst, dass jede Hausfrau wesentlich mehr über die Kaufkraft wisse, als man durch die offizielle Statistik je erfahren könnte.

Die Chronologie einer Hyperinflation – Erklärung anhand von Peter Bernholz' "Monetary Regimes and Inflation"

Der schweizerische Ökonom Peter Bernholz ist wohl einer der renommiertesten Inflationsforscher. Er hat mit seinem Buch "Monetary Regimes and Inflation" ein Standardwerk im Bereich der Analyse historischer (Hyper)Inflationen verfasst. Gemäß Bernholz sind alle Hyperinflationen im Zuge diskretionärer Papiergeldstandards aufgetreten, es gab weltweit nur selten Situationen (zB. Japan), in der eine Ausweitung der Notenbankgeldmenge nicht zu Teuerung geführt hätte. Gold- oder Bimetallstandards zeigen keine bzw. wesentliche geringere inflationäre Tendenzen als Papiergeldstandards. Inflation ist immer ein monetäres Phänomen, es gibt de facto keine Beispiele in der Geschichte, in denen Hyperinflation nicht durch Geldschöpfung infolge exorbitanter Haushaltsdefizite entstand. Budgetdefizite in Höhe von 40% der Staatsausgaben seien der sichere Weg in die Hyperinflation. In 8 von 12 Fällen, die Bernholz untersuchte, verursachte bereits ein Wert von 20% Defizit eine Hyperinflation.

Bernholz erkennt im politischen System eine „inflationäre Voreingenommenheit“. Dies bedeutet, dass Stimuli und Wahlversprechen nach dem Gießkannenprinzip die Grundvoraussetzung für die Geldmengenausweitung darstellen. Laut Bernholz unterschätzen viele Notenbanker den psychologischen Druck, unter dem sie stehen, wenn sie den Stimulus beenden und die Notenbankgeldmenge verringern wollen. Das Reduzieren der Geldmenge sei zwar technisch problemlos möglich, politisch jedoch schwer durchzusetzen. Sobald der Stimulus zurückgefahren wird, geht das auch mit einem steigenden Rezessionsrisiko einher, was wiederum politischen Druck verursacht.

Mit Hilfe zusätzlichen Geldes versucht man in Folge, Haushaltsdefizite zu finanzieren. Dies ist jedoch nur möglich, wenn das Preisniveau stärker steigt als die Geldmenge. Aufgrund von Tanzi's Law steigen die realen Budgetdefizite jedoch rascher an. Das Gesetz besagt, dass Budgetdefizite bei steigenden Inflationsraten zusätzlich dadurch belastet werden, dass Steuereinnahmen nicht entsprechend der Zunahme der Inflationsrate ansteigen. Nachdem zwischen Zeitpunkt der steuerrelevanten Transaktion und dem Zeitpunkt der definitiven Steuerzahlung unter Umständen ein erheblicher Zeitraum liegt, sinkt bei hohen Inflationsraten der Realwert dieser Steuerzahlung erheblich ab. Dies erklärt, wieso der Anteil der Steuereinnahmen am Bruttosozialprodukt abnimmt.

Sobald ein „tipping point“ erreicht ist, haben Inflationen die Tendenz sich zu beschleunigen. In dieser Phase setzt Währungssubstitution ein. Gresham's Gesetz wirkt nur in frühen Phasen der Inflation, wenn beispielsweise im Zuge eines Bimetallstandards versucht wird, eine feste Parität zu verteidigen. Die Bevölkerung flüchtet in diese Phase meist in Sachwerte wie Immobilien (vulgo „Betongold“) oder Gold. Aufgrund „Thier's Law“ erhöht sich die Umlaufgeschwindigkeit, einige Marktteilnehmer kehren anschließend zu Barter-Geschäften zurück und der reale Bestand der inflationierten Geldmenge verringert sich rasch. Thier's Law – auch „Gresham's Law in Reverse“ genannt, besagt, dass in Folge der immer rascheren Abwertung der Währung, die Akzeptanz abrupt sinkt. Das Fehlen eines stabilen Zahlungsmittels verursacht zunehmend Chaos in Handel und Produktion und führt dazu, dass Fremdwährungen für Zahlungen verwendet werden. Die Leute wählen somit das Geld aus, von dem sie ausgehen, dass es langfristig die größte Stabilität aufweist. Konkretes Beispiel ist hier die „Dollarisierung“, also der vermehrte Einsatz des US-Dollars, oder auch der D-Mark nach Zusammenbruch des Ostblocks.

Gold im Umfeld eines deflatorischen Vertrauensverlustes

Gold wird in erster Linie als Inflationsschutz gesehen. Die Disinflation der 80er und 90er Jahre und die schwache Performance von Gold in dieser Zeit scheint dafür ausschlaggebend zu sein. Es dürfte in Folge einer einfachen Extrapolation davon ausgegangen werden, dass Gold, wenn es in Disinflation bereits schwächelt, in Deflation noch wesentlich schlechter performen müsste. Wir glauben, dass dies ein Trugschluss ist.

Unserer Meinung nach ist Deflation geprägt von einem sukzessiven Vertrauensverlust in das Finanzsystem, was wiederum ein positives Umfeld für Gold bedeutet.

Deflation geht somit immer mit sinkendem Vertrauen in die (vermeintlichen) Verursacher der Krise (Staaten,

Banken, „Spekulanten“) und deren Bonität einher. Vorher sinkt die Kreditvergabe, die Kreditbedingungen werden verschärft und Schuldner versuchen ihre Bonität aufrecht zu erhalten. Dies erfolgt durch den Verkauf von Vermögenswerten um den Schuldendienst bedienen zu können, was wiederum die Abwärtsspirale beschleunigt. Eine Reihe von Kreditausfällen beschleunigt schließlich die deflationäre Spirale und reduziert die Liquidität im System. Gold wird in solchen Phasen als Manifestation eines erhöhten Wunsches nach Sicherheit gehortet.

Fazit

Die zentrale Frage ob Inflation oder Deflation das bestimmende Umfeld der nächsten Jahre sein wird, ist weiterhin unbeantwortet. In inflationären Zeiten sind Sachwerte die bevorzugte Anlageklasse, in der Deflation Cash. Gold ist liquide, teilbar, unzerstörbar und leicht transportierbar. Zudem gibt es einen weltweiten Markt und es gibt kein Default-Risiko, es ist somit Cash oberster Güte. Die Angst vor Deflation dürfte – wenn man sich div. Aufsätze und Reden von Ben Bernanke ansieht (zB. „Deflation: Making Sure “It” Doesn’t Happen Here”) ganz klar für weitere Interventionen sprechen. Die natürliche Marktbereinigung während einer deflationären Rezession wird wohl um jeden Preis verhindert werden. Dies sollte für Gold ein weiterhin positives Umfeld garantieren.