

In Gold we Trust 2013 – *Extended Version*

Auch wenn der Konsens mittlerweile vom Ende der Goldhaussiege ausgeht, so sind wir der festen Meinung, dass das fundamentale Argument für Gold überzeugender denn je ist. Es gibt keinen „backtest“ für die derzeitige Episode des Finanzwesens. Noch nie haben auf globaler Basis dermaßen gewaltige „monetäre Experimente“ stattgefunden. Wenn es jemals Bedarf an monetärer Versicherung gegeben hat, so ist es heute.

Ronald-Peter Stoeferle, CMT
rps@incrementum.li

Mark J. Valek, CAIA
mjv@incrementum.li



Der Markt hat Goldhaltern in den vergangenen Monaten demonstriert, dass er ein Schmerzmaximierer ist. Im Zuge des Preiskollapses der letzten Monate wurde massiver technischer Schaden angerichtet. Wir sind deshalb der festen Überzeugung, dass die Reparatur des Chartbildes einige Zeit in Anspruch nehmen wird. **Als nächstes 12-Monats-Ziel sehen wir die Marke von USD 1.480.**

Wir denken, dass die seit September 2011 laufende Korrekturphase starke Ähnlichkeiten zur „Mid-Cycle-Korrektur“ zwischen 1974 und 1976 aufweist. **Diese Phase ähnelt der aktuellen Phase besonders aufgrund der ausgeprägten Disinflation, steigender Realzinsen und eines extrem hohen Pessimismus hinsichtlich Gold.**

Seit 2008 erfolgten rund um den Globus mehr als 500 Zinssenkungen. Noch nie zuvor gab es auf globaler Basis ein dermaßen niedriges Zinsgefüge. Unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen stehen weiterhin an der Tagesordnung der wichtigsten Notenbanken. Der Ausstieg bzw. die Rückführung dieser Maßnahmen könnte sich als diffiziler erweisen, als derzeit erwartet.

Aufgrund der mittlerweile erreichten Schuldenniveaus wird das Zinsniveau weiterhin niedrig bleiben. In zahlreichen Ländern befinden sich Anleiherenditen nahe den Allzeittiefs. **Niedrige Zinsen bzw. negative Realzinsen bilden ein positives Fundament für zukünftige Goldpreisanstiege.**

Wir sind der Meinung, dass Goldaktien derzeit eine antizyklische Spekulation mit starker Hebelwirkung auf den Goldpreis sind. Wir halten das neue Bekenntnis zu Kostenwahrheit, größerer Finanzdisziplin und Shareholder Value für eine wesentliche – wenn auch späte – Einsicht des Sektors.

Wir haben in diesem Goldreport erstmals eine quantitative Goldbewertung vorgenommen. Das Modell rechtfertigt, selbst bei der Modellierung kleiner Eintrittswahrscheinlichkeiten von Extremszenarien, eine deutliche Risikoprämie gegenüber den aktuellen Preisniveaus. **Mit unseren Annahmen ergibt sich ein langfristiges Preisziel von USD 2.230.**

Aufgrund der eindeutig positiven CoT-Daten sowie einiger technischer Indikatoren rechnen wir mit einer baldigen Bodenbildung. Was die Stimmungslage betrifft, so sehen wir bei Gold alles andere als Euphorie-Levels. Skepsis, Angst und Panik signalisieren niemals das Ende einer langfristigen Hausse. **Deshalb erachten wir unser bereits vor einigen Jahren formuliertes Langfrist-Ziel von USD 2.300 je Unze weiterhin als realistisch.**

Alle Preise sind Schlusskurse
vom 24. Juni 2013

Inhaltsverzeichnis

1.	EINLEITUNG	3
2.	EINSCHÄTZUNG DER AKTUELLEN KORREKTUR SOWIE DER JÜNGSTEN EREIGNISSE	5
a)	Gründe für die aktuelle Korrektur des Goldpreises	5
b)	Papiergold vs. Physisches Gold	9
c)	Technische Analyse: Sentiment und CoT-Report	10
3.	ESSENTIELLE SPEZIFIKA VON GOLD	14
a)	Die außergewöhnlichen Portfolioeigenschaften von Gold	14
b)	Die „relative Knappheit“ von Gold vs. FIAT-Währungen	16
c)	Stock-to-Flow Ratio als wichtigster Grund für die monetäre Bedeutung von Gold	18
d)	Die fortschreitende (Re)monetarisierung von Gold im internationalen Finanz- und Währungssystem	20
e)	Exkurs: Gründe für die „Aurophobie“	24
4.	GOLD IM KONTEXT DES DERZEITIGEN MAKRO-UMFELDS	26
a)	Die teuren Folgen der Politik des billigen Geldes	26
b)	Sukzessive sinkender Spielraum für steigende Zinsen	27
c)	Negatives Realzinsniveau als perfektes Umfeld für Gold	28
d)	Exkurs: Monetäre Tektonik - Inflation vs. Deflation	29
e)	Ursprung der aktuellen Krise: 15. August 1971?	31
f)	Cantillon Effekt beschreibt ungleiche Distribution von neu geschaffenem Geld	34
5.	STRUKTURELLE ÜBERSCHULDUNG SPRICHT FÜR WEITERE AUFWERTUNG VON GOLD	36
a)	Deutlich abnehmender Grenznutzen neuer Schulden	37
b)	Finanzielle Repression – die vermeintliche Lösung der Schuldenkrise?	38
6.	BEWERTUNGSANSÄTZE FÜR DEN GOLDPREIS	42
a)	Quantitatives Bewertungsmodell: Szenario-Analyse	42
b)	Relative Bewertung mittels Ratio-Analyse	46
7.	GOLDAKTIE VOR EINER TRENDWENDE?	50
8.	FAZIT	53
	Kontakt	56

Diese Publikation basiert auf dem „Goldreport 2013“, welcher für das Erste Group Research (Erste Group Bank AG) verfasst wurde. Er enthält weiterführende Ausführungen und Erläuterungen. Der Autor, Ronald-Peter Stöferle, ist ein externer Berater des Erste Group Research. Er ist gegenwärtig Gesellschafter und Mitglied der Geschäftsleitung der Incrementum AG, Liechtenstein (www.incrementum.li). Ansichten in diesem Report über spezifische Unternehmen, Wertpapiere, Industrien oder Marktsektoren sind die Ansichten des Autors alleine und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Erste Group Bank AG überein. **Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende dieser Publikation.**

1. EINLEITUNG

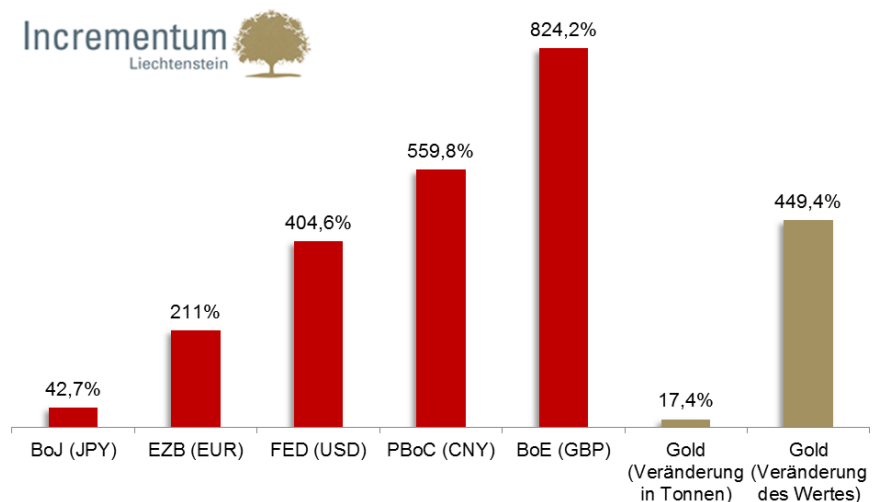
„We forget that Mr. Market is an ingenious sadist, and that he delights in torturing us in different ways.“
Barton Biggs

“...there is no record in the economic history of the whole world, anywhere or at any time, of a serious and prolonged inflation which has not been accompanied and made possible, if not directly caused, by a large increase in the quantity of money.”
Gottfried Haberler

Der Markt hat Goldhaltern im Laufe der letzten Monate erneut bewiesen, dass er ein **Schmerzmaximierer** ist. So hatte der kaskadenartige Preiskollaps von Mitte April an zwei Tagen eine Standardabweichung von jeweils über fünf. Eine Bewegung die - sofern man an Normalverteilung an den Finanzmärkten glaubt - alle knapp 5.000 Jahre eintritt¹.

Wie hat sich die monetäre Großwetterlage seit unserem letzten Goldreport geändert? Das aktuelle QE-Programm ist der massivste Put, den Ben Bernanke bislang geschrieben hat. Sowohl Umfang der Assetkäufe als auch zeitlicher Horizont sind unbegrenzt. Auch die Bank of Japan wird zunehmend expansiv und verdoppelt innerhalb der nächsten zwei Jahre die Geldmenge, um 2% Teuerung zu „produzieren“. In Relation zur Wirtschaftsleistung ist das japanische QE-Paket in Höhe von JPY 7,5 Billionen pro Monat ca. doppelt so groß wie in den USA. Addiert man die monatlichen (!) QE's der USA und Japans, so werden mittels neu geschöpftem Zentralbankgeld Assets im Ausmaß von USD 160 Mrd. gekauft. Dies entspricht zum Vergleich deutlich mehr als der jährlichen Goldminen-Förderung mit einem Gegenwert von aktuell USD 125 Mrd. (2.700 Tonnen).

Veränderung Zentralbankbilanzen 2002 vs. April 2013 + Gold (in Tonnen) und Gold (Wertveränderung)



Quelle: Incrementum AG, Federal Reserve St. Louis, Datastream

„Zur Einsicht in den geringsten Teil ist die Übersicht des Ganzen nötig“
Johann Wolfgang von Goethe

“QE directly removes duration risk from the market, and unwind it would add such risk. If aggressive QE were to cease, there would be a sharp drop in bond, equity and home prices.”
Paul Brodsky

Leser unserer jährlichen Reports wissen, dass wir im Gegensatz zu den meisten anderen Analysten, Gold primär als monetäres Gut und nicht als herkömmlichen Rohstoff ansehen. In unserem mittlerweile siebenten „In Gold we Trust“-Report möchten wir einen nüchternen Blick auf die Zahlen werfen und **eine holistische Analyse des Goldsektors** vornehmen.

Zentraler Einflussfaktor für die Finanzmärkte ist mittlerweile die Antizipation von Notenbank-Aktionen. Die historischen Marktmuster haben sich im Laufe der letzten Jahre radikal verändert. Seit 2009 hat die Fed auf jede konjunkturelle Abkühlung mit weiteren Easing-Maßnahmen

¹ Rein statistisch gesehen, sollte somit der nächste Crash am 17. Mai 6.789 stattfinden – Vgl. „Gold and the Eight Standard Deviation Move“, Russel Rhoads, CBOE Options Hub

reagiert, sodass mittlerweile folgende paradoxe Situation zu beobachten ist: enttäuschende Makrodaten führen zu Kursaufschlägen bei Aktien, nachdem eine Fortsetzung bzw. Ausweitung von QE eingepreist wird. Andererseits führen besser als erwartete Makrodaten meist zu Kursverlusten, nachdem eine Abkehr von QE antizipiert wird.

**Geldmengenausweitung
mittlerweile für S&P500 wichtiger
als Unternehmensgewinne**

Vor Beginn von QE1 hatte die Veränderungsrate der Bilanz der Federal Reserve eine historische Korrelation von 20% zum S&P 500. Seit 2009 ist diese Korrelation auf mehr als 86% angestiegen². Die Geldmengenausweitung hat somit größere Auswirkungen auf die Börse, als die Entwicklung der Unternehmensgewinne. Dies wird mittlerweile auch von der Federal Reserve anerkannt. In einer Studie wird argumentiert, dass der Stand des S&P 500 ohne Notenbankinterventionen um 50% tiefer läge³.

***“Panics do not destroy capital;
they merely reveal the extent to
which it has been previously
destroyed by its betrayal into
hopelessly unproductive works”
John Stuart Mills***

Die Ursache für dieses Verhalten liegt im sogenannten „Greenspan-Put“. Er beschreibt die Tatsache, dass ein allgemeiner Verfall von Vermögenswerten (zB. Aktien, Immobilien) die Konsumtätigkeit beeinträchtigt und so Wirtschaftskrisen auslösen kann. Als Gegenmaßnahme soll die Zentralbank in solchen Situationen durch expansive geldpolitische Maßnahmen gegensteuern. Nachdem sich Aktienhändler auf diesen Eingriff seitens der Notenbanken verlassen, wurde die implizite Versicherung durch die Fed als „Greenspan Put“ bezeichnet. Um die Wirtschaftsaktivität zu stimulieren setzt die Fed heute – wie bereits im letzten US-Konjunkturzyklus - wieder auf den sogenannten „wealth-effect“.

**Moral hazard führt zu höherer
Risikobereitschaft**

Daraus resultiert ein zunehmender „moral hazard“. Der Begriff stammt ursprünglich aus dem Versicherungswesen. Er beschreibt das Phänomen, wonach Versicherungsnehmer einer Feuer- oder KFZ-Versicherung weniger Sorgfaltspflicht gegenüber Schadensvermeidung zeigen, als solche die über keine Versicherung verfügen. Negative Konsequenzen bzw. Kosten des menschlichen Handels werden nicht vom Handelnden selbst getragen, sondern auf Dritte (die Versicherung) abgewälzt. Die Versicherten werden für ihr eigenes Fehlverhalten sogar (teil-)entschädigt, während Gewinne des eigenen Handels ausschließlich vom Handelnden selbst vereinnahmt werden. Diese Attitüde lässt sich in den verschiedensten Bereichen beobachten. Gemäß der Lawinen-Expertin Jill Fredston verleitet beispielsweise verbesserte Sicherheitsausrüstung Bergsteiger und Tourenger zu höherer Risikobereitschaft – und macht sie so de facto weniger sicher⁴. Dies schafft in weiterer Folge systemische Anreize auf Kosten anderer zu handeln⁵. **Finanzielle Beteiligung in Form von Selbstbehalten schafft bei moral hazard Abhilfe.**

² „Breakfast with Dave“, David Rosenberg, Gluskin Sheff + Associates Inc.

³ <http://www.moneynews.com/Economy/fed-stock-prices-lower/2012/07/13/id/445266>

⁴ „The Most Important Thing: Uncommon Sense for the Thoughtful Investor“, Howard Marks

⁵ Prof. Dr. Thorsten Polleit, Degussa Marktreport, 7. Dezember 2012

2. EINSCHÄTZUNG DER AKTUELLEN KORREKTUR SOWIE DER JÜNGSTEN EREIGNISSE

“Gold always does what it should do... it just never does it when we think it should.”
Richard Russell

Nachdem unser im Vorjahr formuliertes Kursziel von USD 2.000 klar verfehlt wurde, müssen wir Selbstkritik üben. Deshalb wollen wir nachfolgend analysieren, welche Ursachen die schwache Goldpreisentwicklung hat.

a) Gründe für die aktuelle Korrektur des Goldpreises

Ausschlaggebend für die Goldpreisschwäche sind bzw. waren unserer Meinung nach folgende Faktoren⁶:

- **Disinflation**⁷
- steigende Realzinsen
- teilweise rückläufige Geldmengen (insb. EZB)
- rekordhohe Short-Positionierungen
- Backwardation ab 5. April, die sich verstärkt hat.
- steigende Opportunitätskosten in Folge haussierender Aktienmärkte
- ETF's: Ein Großteil der Abflüsse erfolgte im SPDR Gold Trust ETF und somit vermutlich in erster Linie von US-Assetmanagern, die sich von Gold abwenden und in den rallierenden Aktienmarkt switchen⁸.
- rückläufige Credit-Spreads
- Kaskadenartige Verkaufsaufträge im Zuge des Unterschreitens der Unterstützungsmarke bei USD 1.530 durch trendfolgende Systeme, CTA's, Managed Futures etc.
- Analystenmeinungen zunehmend negativ (ua. Goldman Sachs, Credit Suisse, Société Générale,....)

Konsens sieht Goldhausse beendet

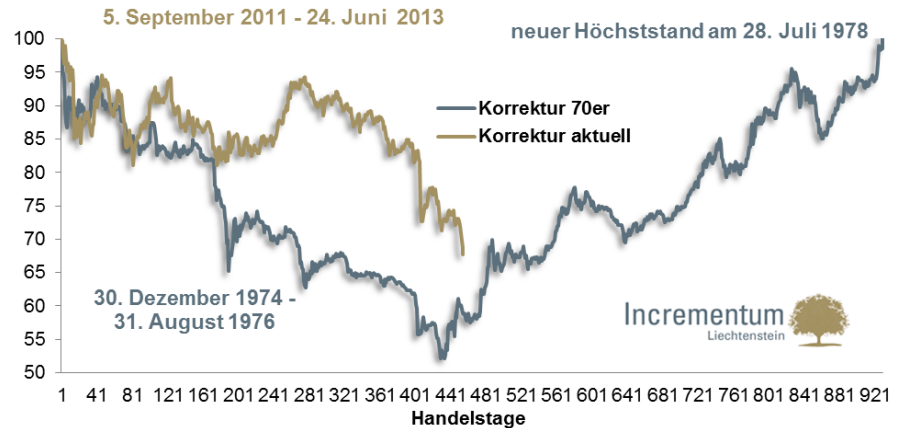
Auch wenn der Konsens nun von einem Ende der Goldhausse ausgeht, so sind wir der Meinung, dass der fundamentale Case nach wie vor – bzw. mehr denn je – intakt ist. Wir denken, dass die seit September 2011 laufende Korrektur starke Ähnlichkeiten zur „Mid-Cycle-Korrektur“ zwischen 1974 und 1976 aufweist. **Diese Phase ähnelte der aktuellen Phase besonders aufgrund der ausgeprägten Disinflation, steigender Realzinsen und eines extrem hohen Pessimismus hinsichtlich Goldinvestments.**

⁶ Der vielzitierte (angebliche) Verkauf der zyprischen Goldreserven in Höhe von 10 Tonnen hatte definitiv keine Relevanz

⁷ Disinflation bedeutet ein schlechtes Umfeld für Gold, Deflation (gemessen als negative Teuerungsrate) und steigende Teuerungsrate sind das beste Umfeld: Zwischen 1971 und 2012 lag der monatliche Korrelationskoeffizient zwischen Gold und der Änderung der Teuerungsrate bei 0,46. In der hochinflationären Phase von 1978 bis 1982 lag er hingegen bei 0,89. Dies erklärt die schwache Performance von Gold im Rahmen der „mid-cycle Korrektur“ von 1974-1976 und auch in den letzten Monaten.

⁸ Die ETF-Verkäufe waren aber viel eher eine Konsequenz des Preisrutsches, als ein Grund

„Mid-Cycle“-Korrektur 1974-1976 vs. aktuelle Korrektur (auf 100 indiziert)



Quelle: Datastream, Incrementum AG, Erste Group Research

Monetäre Disinflation der EZB und BoE wurde nur teilweise von Fed und BoJ kompensiert

Die leichte monetäre Disinflation erkennt man anhand der nachfolgenden Grafik. Sie zeigt die kombinierte Bilanzsumme von Federal Reserve, EZB, Bank of England und der Bank of Japan. Nachdem die Geldmenge in der Eurozone und in Großbritannien rückläufig war (was jedoch von der Bank of Japan und der Fed teilweise kompensiert wurde), dürfte sich dies auch auf den Goldpreis ausgewirkt haben.

Kombinierte Bilanzsummen Fed+EZB+BoE+BoJ in Billionen USD (Jänner 2001 bis April 2013)

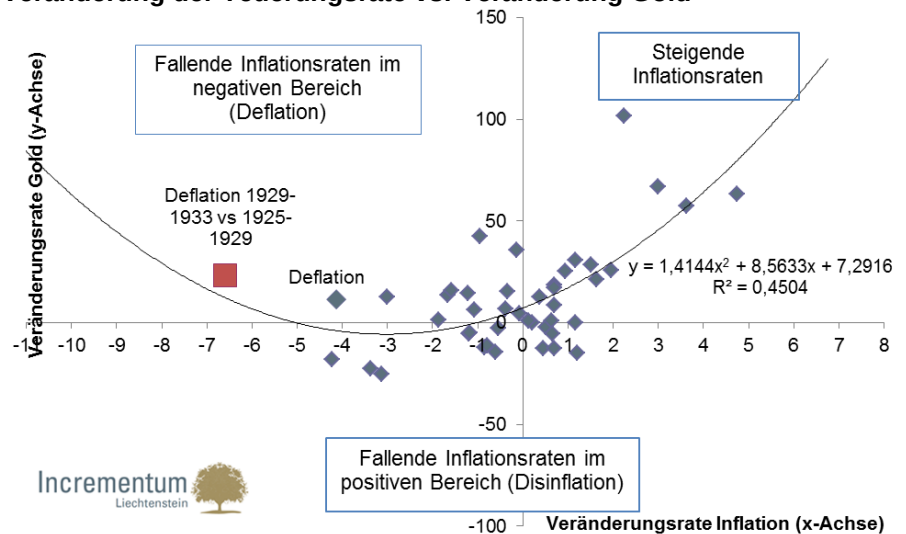


Quelle: Bloomberg, Datastream, Incrementum AG

Gold korreliert nicht mit Inflationsrate, sondern mit Veränderung der Inflationsrate

Viele Analysen attestieren Gold inflationssichernde Eigenschaften. Es gibt jedoch auch durchwegs kritische Stimmen, welche meinen, dass Gold und die Inflationsraten keinen statistischen Zusammenhang aufweisen und der Inflationsschutz somit eine Mär darstellt. Wir haben uns dieser Fragestellung gewidmet und sind der Meinung, dass es wesentlich ist, folgenden Zusammenhang festzustellen: **Gold korreliert nicht mit den Inflationsraten, sondern mit der Änderung der Inflationsrate.** Um diese Hypothese zu stützen, haben wir folgende Regression erstellt.

Veränderung der Teuerungsrate vs. Veränderung Gold



Quelle: Fed St. Louis, Incrementum AG

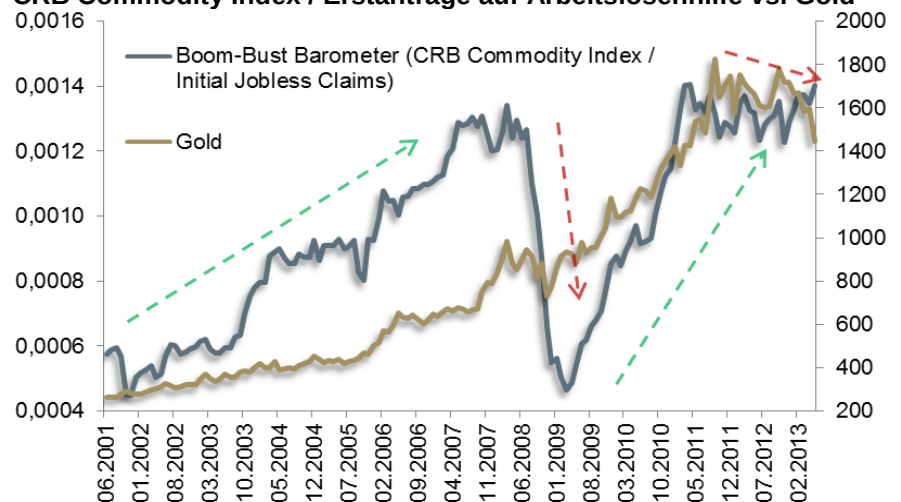
Zur Erläuterung: Die Daten sind jährliche Daten seit dem Ende des Bretton Woods-Abkommens. Der rote Datenpunkt ist nicht in der Regressionsrechnung berücksichtigt. Er dient zur Unterstützung unserer These, nachdem dies die einzige Phase war, in der es vor 1971 eine nennenswerte Goldpreisbewegung gab. **Der Datenpunkt passt erstaunlich gut in die Regressionskurve und bestätigt, dass sich Gold bei Preisdeflation real und nominell positiv entwickelt.**

Disinflationäre Phasen (also rückgängige Teuerungsraten im noch positiven Niveau), welche wir aktuell sehen, bedeuten deshalb das denkbar ungünstigste Umfeld für Gold.

“We conclude that, under a paper-money system, a determined government can always generate higher spending and hence positive inflation”
Ben Bernanke

Die derzeit vorherrschenden disinflationären bzw. deflationären Kräfte kann man anhand der nachfolgenden Grafik ablesen. Sie zeigt eine Ratio-Linie von Rohstoffpreisen (CRB Index) und den Erstanträgen auf Arbeitshilfe (linke Skala) sowie im Vergleich dazu den Goldpreis (rechte Skala). **Ein steigendes Boom/Bust-Ratio zeigt expansive Phasen der Konjunktur, während ein fallendes Verhältnis deflationären Druck illustriert.**

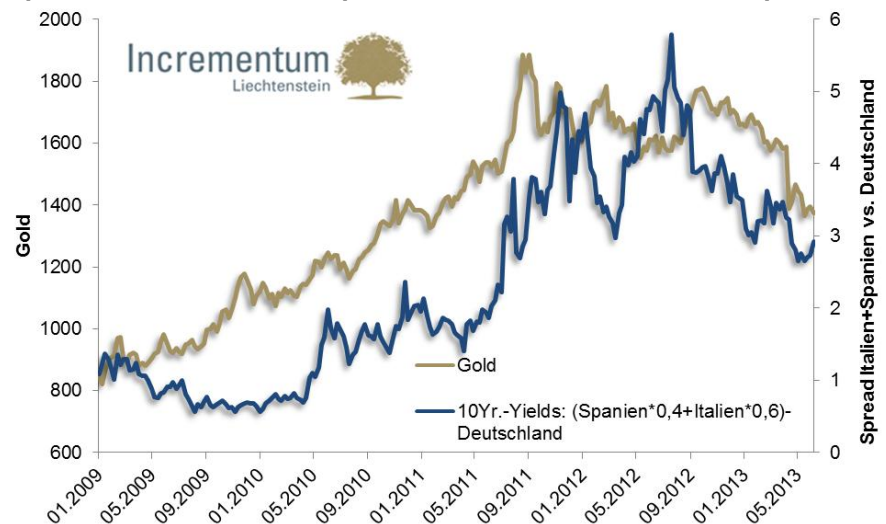
CRB Commodity Index / Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe vs. Gold



Quelle: Incrementum AG, Bloomberg, Datastream

Der nächste Chart zeigt, dass der Goldpreis unter der (vorübergehend) zurückgekehrten Zuversicht in der Eurozone leidet. Die Renditedifferenz zwischen italienischen und spanischen⁹ sowie deutschen Staatsanleihen nimmt seit einigen Monaten deutlich ab und befindet sich aktuell auf dem niedrigsten Stand seit Mai 2011. **Dies signalisiert, dass Event-Risiken in der Eurozone zuletzt ausgepreist wurden.**

Spread zwischen Italien+Spanien und Deutschland vs. Goldpreis

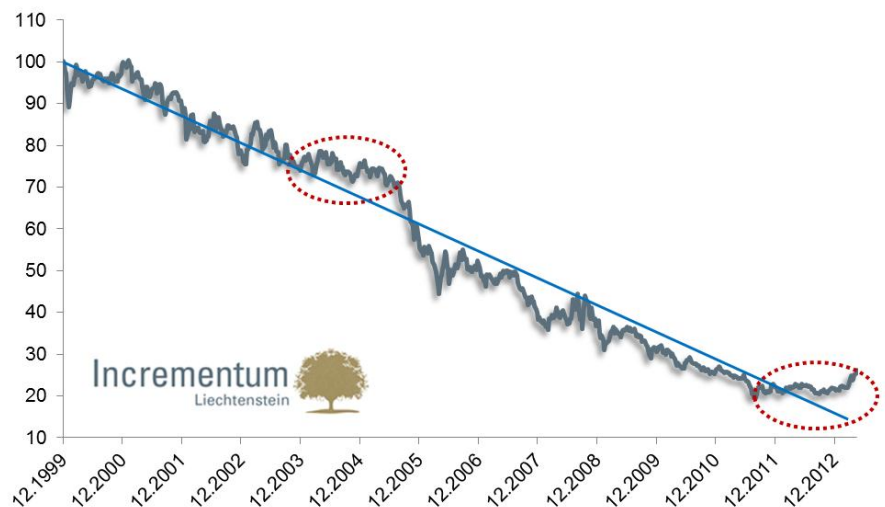


Quelle: Erste Group Research, Incrementum AG, Datastream

Fiat-Währungen in Relation zu Gold weiterhin im Abwärtstrend, aktuell jedoch oberhalb der Trendlinie

Den langfristigen Abwärtstrend der meisten Währungen im Vergleich zu Gold erkennt man am nachfolgenden Chart. Der Abwärtstrend des gleichgewichteten Währungs-Baskets¹⁰ hat sich zuletzt jedoch abgeflacht und von der Trendlinie distanziert. **Eine ähnliche Phase gab es bereits in 2003 und 2004.** Dennoch sollte die relative Schwäche von Gold gegenüber dem Basket definitiv im Auge behalten werden.

Währungs-Basket in Gold gemessen: Langfristiger Abwärtstrend intakt, aktuell jedoch Bodenbildung?



Quelle: Datastream, Incrementum AG

⁹ BIP-Gewichtung, dh. Italien zu 60% und Spanien zu 40% gewichtet

¹⁰ Der Basket besteht aus: US-Dollar, Euro, Schweizer Franken, Japanischem Yen, Renminbi, Indischer Rupie, Britischem Pfund, Kanadischem Dollar und Australischem Dollar

b) Papiergold vs. Physisches Gold

Gerade anhand des April-Crashes, erkennt man, wie wichtig die Unterscheidung zwischen dem **“Goldpreis”** und **“dem Preis von Gold”**¹¹ ist. Der Goldpreis bezieht sich meist auf den Kurs eines Gold-Futures, zB. an der COMEX. Der Preis von Gold ist hingegen der Preis den man zahlen muss, wenn man physisches Metall kaufen will.

Diese beiden Preise (Kassa- und Terminmarktkurse) sind per Arbitragebeziehung aneinander gekoppelt und können sich grundsätzlich längerfristig nicht diametral voneinander abkoppeln. Trotzdem ist die Beobachtung des „Bindegliedes“ der beiden Märkte durchaus interessant, um die Ereignisse an den Märkten besser interpretieren zu können. So sind beispielsweise im derzeitigen Umfeld teilweise beträchtliche Prämien bzw. Engpässe im physischen Markt zu beobachten.

Der April-Crash war in vielen Aspekten ungewöhnlich. **Erstmals sah man im Zuge einer größeren Preiskorrektur am physischen Markt eine rekordhohe, antizyklische Nachfrage auf globaler Basis:**

- Die Umsätze der US Mint haussierten im April auf 210.000 Unzen (+950% im Vergleich zum Vorjahreszeitraum bzw. eine Verdreifachung gegenüber März).
- Die Prämien für Gold in Hongkong stiegen auf den höchsten Stand seit zwei Jahren.
- Die chinesischen Importe aus Hongkong kletterten auf ein Allzeithoch von 223 Tonnen.
- In Indien stieg die physische Nachfrage im April auf ein Allzeithoch (+138% yoy).
- Händler in Europa aber auch Australien oder den USA meldeten Lieferengpässe.

“The relevance of gold is not in its price but in its ownership. This is precisely important for those who wish to make a profit from gold by purchasing certificates, ETFs and the like. Participating in a price movement is not the same as owning an asset. “
Anthony Deden

Gold ist eine der liquidesten Anlageklassen der Welt – täglicher Umsatz liegt an der LBMA bei USD 240 Mrd.

Die wahre Bedeutung von Gold liegt in seinem Besitz, nicht in seinem Preis. Wenn der Goldpreis 5 % fällt oder steigt, hat dies auf den physischen Besitz kaum Auswirkungen, nachdem vermutlich nur ein Promilleanteil des Gesamtbestandes den Besitzer wechselt. **Der Papiermarkt basiert hingegen auf zahlreichen Versprechen unterschiedlichster Gegenparteien.** Man sollte deshalb die Partizipation an einer Kursbewegung nicht mit dem Besitz eines Vermögenswertes gleichsetzen. Es besteht zB. ein fundamentaler Unterschied zwischen dem Besitz eines Rinder-Futureskontraktes und einem Landwirt der Rinder züchtet¹².

Der Papiergoldmarkt ist in den vergangenen Jahren exponentiell gewachsen. Ursprünglich entstand er, um die Produktion von Minenbetreibern zu hedgen und Developern die Entwicklung der Mine zu finanzieren. Mittlerweile hat sich der Papiergoldmarkt zu einem der am stärksten gehebelten Märkte entwickelt. Gemäß LBMA-Studie¹³ lag der **Gesamtjahresumsatz in 2011 bei 50 Milliarden Unzen. Dies entspricht der 600-fachen Jahresproduktion.** Gemäß Studie wurden im 1. Quartal 2011 10,9 Mrd. Unzen Gold im Gesamtwert von USD 15.200 Mrd. gehandelt. Dies entspricht der 125-fachen Jahresproduktion bzw. der

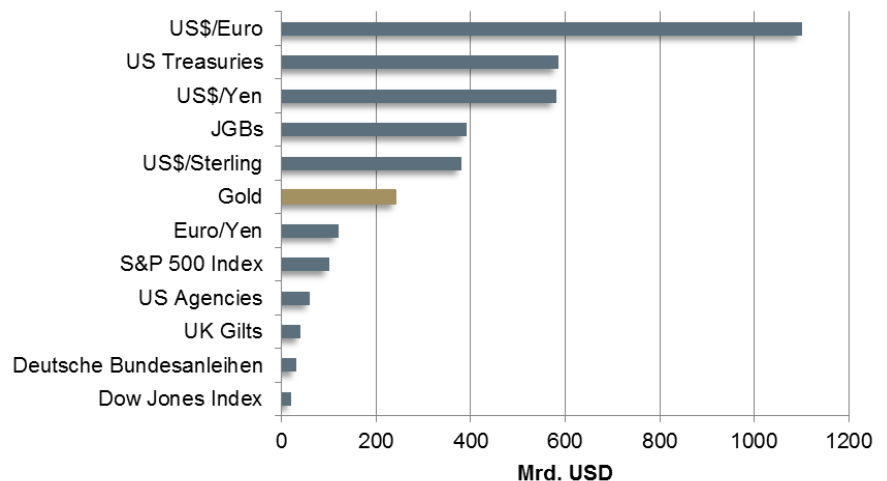
¹¹ “Things That Make You go Hmmm...”, Grant Williams, 22. April 2013

¹² „Gold: an objective look at subjective value“, Anthony Deden, GoldMoney Foundation

¹³ LBMA gold turnover survey for Q1 2011, The Alchemist

doppelten Menge des insgesamt geförderten Goldes¹⁴. USD 240 Mrd. Umsatz pro Tag bedeuten mehr Umsatz als bei den meisten Währungspaaren und Staatsanleihen. **Insofern ist Gold eine der liquidesten Anlageklassen der Welt.**

Tägliches Handelsvolumen in Mrd. USD



Quelle: World Gold Council, eigene Berechnungen

“Leveraged systems are based on confidence – confidence in efficient exchanges, confidence in reputable counterparties, and confidence in the rule of law.”
GBI, Joe Yasinski und Dan Flynn

Zahlreiche Kontrakte handeln aktuell in oder nahe der Backwardation¹⁵. Wir sind bereits in den Vorjahren auf die Bedeutung dieses - eigentlich für Gold ungewöhnlichen - Phänomens eingegangen¹⁶. Vereinfacht gesagt bedeutet Backwardation, dass der Preis eines Futures-Kontraktes niedriger ist als der Preis auf dem Spotmarkt. Dh. man kann ein physisches Gut verkaufen, gleichzeitig einen Terminkontrakt kaufen und damit einen risikolosen Gewinn erzielen. Viele Rohstoffe werden saisonal produziert, während der Konsum über das ganze Jahr gleichmäßig verteilt ist (zB. Weizen). Unmittelbar vor der Ernte ist der Spot-Preis von Weizen deshalb meist am höchsten und handelt meist in Backwardation, nachdem der Lagerbestand am niedrigsten ist. **Insofern ist Backwardation ein Signal für Knappheit.**

Backwardation: „lieber den Spatz in der Hand, als die Taube am Dach...“

Nachdem das stock-to-flow Ratio von Gold wesentlich höher ist als bei Weizen, dürfte Gold niemals in Backwardation handeln. Im Falle von Gold signalisiert Backwardation deshalb eine Knappheit an Vertrauen in die zukünftige physische Lieferung, getreu dem Motto: lieber den Spatz in der Hand als die Taube am Dach. Nachdem aktuell lediglich ca. 0,3% aller Kontrakte physisch ausgeübt werden, könnte ein plötzlicher Anstieg von physischen Settlements zu massiven Verwerfungen führen.

c) Technische Analyse: Sentiment und CoT-Report signalisieren Bodenbildung

Crash hat massiven technischen Schaden angerichtet – Reparatur des Chartbildes wird Zeit in Anspruch nehmen

Im Zuge des Preiskollapses im April wurde massiver technischer Schaden angerichtet. Wir sind deshalb der festen Überzeugung, dass

¹⁴ Der Wert würde vermutlich sogar noch höher ausfallen, nachdem nicht alle Mitglieder der LBMA an der Umfrage teilnahmen.

¹⁵ Aktuell handeln Gold (August-Kontrakt) und Silber (Juli und September) in Backwardation. Die langlaufenden Kontrakte handeln noch nicht in Backwardation.

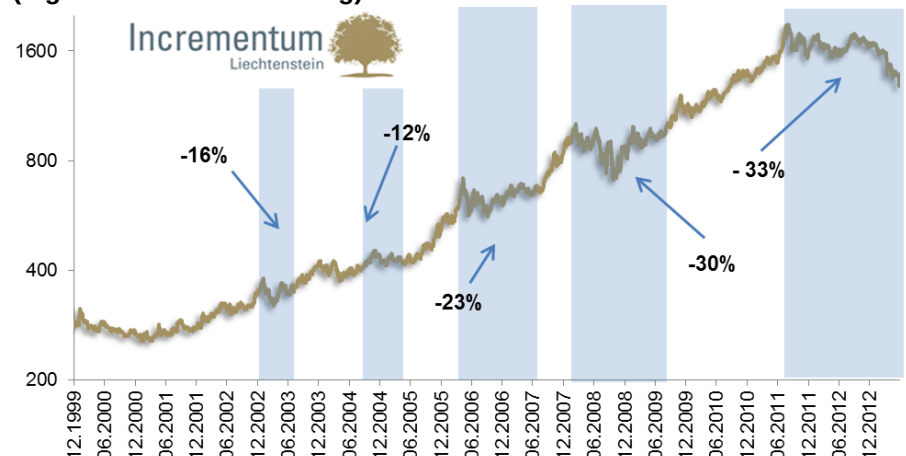
¹⁶ Wir wollen hier insb. auf die Artikel von Dr. Keith Weiner verweisen, zB. „Permanent Gold Backwardation: The Crack Up Boom“

Drawdown ähnlich groß wie in Korrekturphase 2008-2009, Dauer der Korrektur jedoch klar überdurchschnittlich

die Reparatur des Chartbildes einige Zeit in Anspruch nehmen wird. Nach der charttechnischen Grundregel „*Support becomes resistance, resistance becomes support*“ dürfte die USD 1.530 vorerst einen massiven Widerstand darstellen.

Als der Goldpreis 2011 sein Intraday-Allzeithoch bei 1.920 markierte, handelte der Preis drei Standardabweichungen über der 40-Tage-Linie. Erst 2x im Laufe des aktuellen Bullenmarktes (Mai 2006 und im März 2008) war der Goldpreis ähnlich stark überkauft. Anschließend setzten beide Male scharfe Korrekturen ein. Anhand des nachfolgenden Charts erkennt man, dass die aktuelle Korrektur prozentual in etwa der Korrektur in den Jahren 2008-2009 entspricht. Die Dauer (blaue Balken) der Korrektur fällt jedoch klar überdurchschnittlich aus.

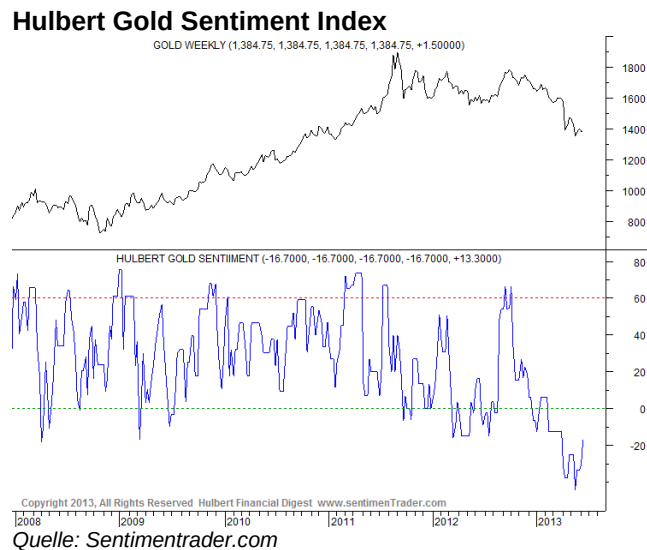
Korrekturphasen seit Beginn des Bullenmarktes (logarithmische Skalierung)



Quelle: Incrementum AG, Datastream

Extrem negatives Sentiment gibt positive Kontraindikation

Die Tatsache, dass das Sentiment mittlerweile auf dem negativsten Niveau seit Beginn des Bullenmarktes liegt, stimmt uns langfristig klar positiv. Angesichts der Stimmungsindikatoren wie zB. Market Vane, Hulbert Survey oder dem Rydex Precious Metals Cash Flow, lässt sich erkennen, dass der Goldpreis von übertriebenen Euphorielevels meilenweit entfernt ist. Lt. Hulbert Financial Digest lag die Gewichtung der Goldnewsletter kürzlich bei minus 44% und somit auf einem Allzeit-Tief.



**CoT signalisiert attraktiven
 Einstiegszeitpunkt – Bullen
 haben das Handtuch geworfen**

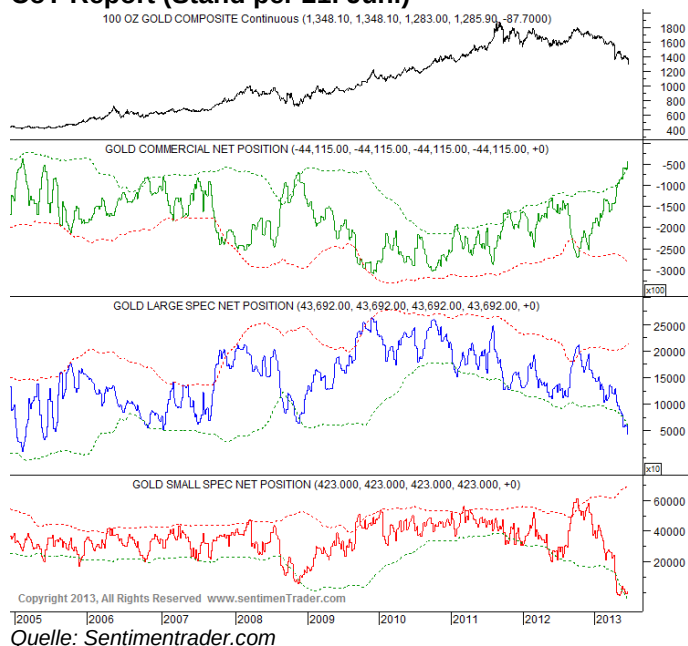
Der Commitment of Traders-Report (CoT)¹⁷ zeigt derzeit ebenfalls – aus der Perspektive des Contrarians - ein klar positives Bild. Er bestätigt, dass innerhalb der letzten Monate viel Spekulation aus dem Sektor gewichen ist. Ein Großteil der Bullen scheint das Handtuch geworfen zu haben. Das aktuell steigende Interesse des smart money (Commercials) bestätigt diese These. Zudem haben die Commercials ihre Short-Positionen deutlich reduziert. Sie halten nun die geringsten Short-Bestände seit Oktober 2002. Dies bedeutet, dass die größten und am besten finanzierten und informierten Händler sich somit für höhere Goldpreise positioniert haben¹⁸.

Im Vergleich zum August des Vorjahres, haben die „large speculators“ ihre Netto-Long Positionen um 60% verringert. Ähnliches gilt auch für die „small speculators“. Sie haben im Zuge einer regelrechten Verkaufspanik ihre Positionen auf den geringsten Stand seit 2001 liquidiert. **Dies signalisiert unserer Meinung nach einen attraktiven antizyklischen Einstiegszeitpunkt. Die derzeitige Konstellation am Terminmarkt ist ein Rezept für eine ausgeprägte Preis-Rally.**

¹⁷ Der wöchentliche Bericht der Terminbörsenaufsicht zeigt die Positionen von kommerziellen Händlern (Commercials), großen Spekulanten (Large Specs) und kleinen Spekulanten (Small Specs). Die Commercials werden oft als "smart money" bezeichnet und agieren antizyklisch. Die wertvollsten Signale liefern die Commercials bei Extremständen. Die Large Speculators sind Hedgefonds und institutionelle Investoren und agieren hingegen stark prozyklisch. Extremwerte sind meist als verlässliche Kontraindikation zu interpretieren. Die Small Speculators sind ebenfalls meist Trendfolger und repräsentieren das „dumb money“.

¹⁸ Vgl. "Got Gold Report", Gene Arensberg, 2. Juni 2013

CoT Report (Stand per 21. Juni)



Fazit technische Analyse

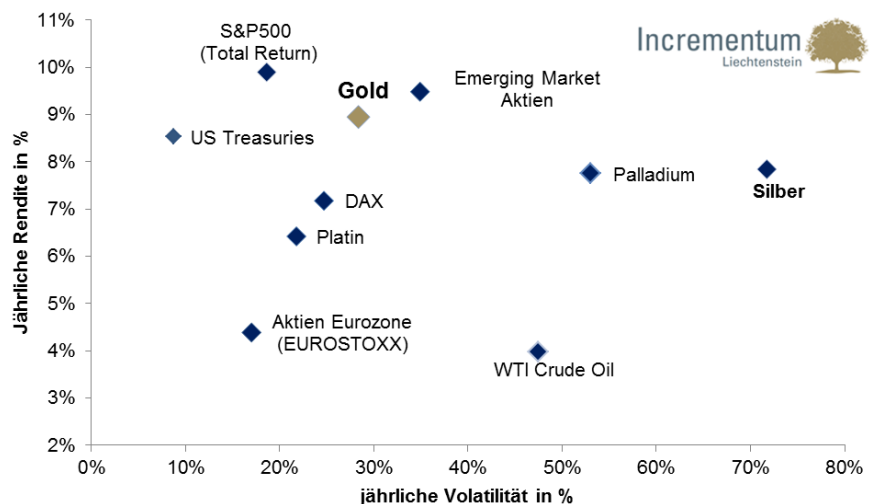
Der Goldpreis befindet sich seit seinem Allzeithoch im August 2011 in einer langfristigen Konsolidierungsphase, ähnlich der „mid cycle correction“ von 1974-1976. Aufgrund des extrem negativen Sentiments und der eindeutig positiv zu interpretierenden CoT-Daten rechnen wir mit einer baldigen Bodenbildungsphase. Aus saisonaler Sicht dürfte bis August wenig Momentum zu erwarten sein.

3. ESSENTIELLE SPEZIFIKA VON GOLD

a) Die außergewöhnlichen Portfolioeigenschaften von Gold¹⁹

Seit 15. August 1971 – dem Beginn der neuen monetären Zeitrechnung – beläuft sich die annualisierte Wachstumsrate des Goldpreises auf 8,95%. Die reale Aufwertung der Währung Gold gegenüber dem Dollar beträgt im Schnitt 4,7% pro Jahr. Das attraktive Ertrags-Risikoprofil erkennt man auch anhand der nachfolgenden Grafik. Ebenfalls ersichtlich wird, dass produktive Vermögenswerte – wie hier z.B. im Falle des S&P 500²⁰ über eine lange Periode stärkere Wertzuwächse als Gold aufweisen. Dies ist unserer Meinung nach aufgrund der mehrwertkreierenden Eigenschaften von Unternehmen auch über lange Fristigkeiten jedenfalls so zu erwarten. Kurz- bis mittelfristig jedoch kann das Ertrags-Risikoprofil durchwegs zugunsten von Gold umschlagen – vor allem in Zeiten monetärer Unsicherheiten.

Jährliche Rendite vs. jährliche Volatilität²¹



Quelle: Bloomberg, Ferdinand Regner, Incrementum AG

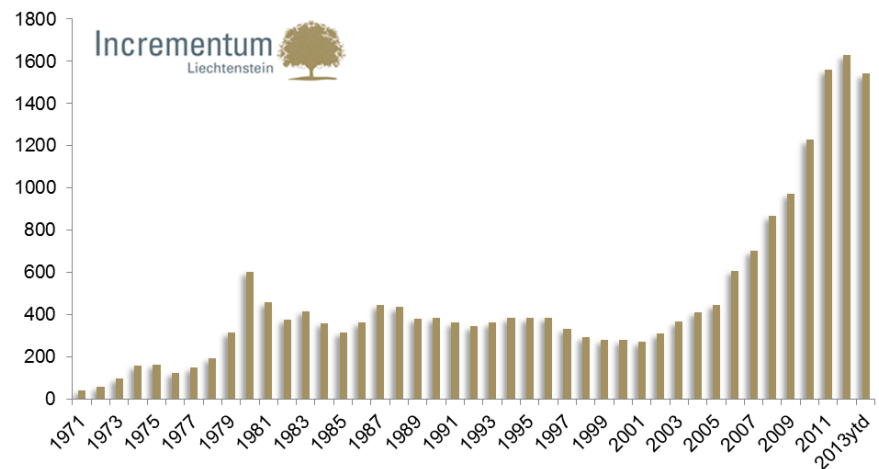
Dass sich die derzeitige Korrektur im langfristigen Kontext relativiert, lässt sich anhand der nachfolgenden jährlichen Durchschnittspreise erkennen.

¹⁹ Wir sind auf die Portfolioeigenschaften von Gold bereits in unseren letzten Goldreports detailliert eingegangen, siehe „Gold als Portfolioversicherung“ – Goldreport 2011 sowie „Gold als stabilisierende Portfoliokomponente“ – Goldreport 2012

²⁰ Total Return, also inkl. Dividendenzahlungen

²¹ Alle Daten CAGR. Periodizität ab 1971, außer: Aktien Emerging Markets (ab 1988), Aktien Eurozone (ab 1987) und US Treasuries (ab 1974)

Durchschnittlicher jährlicher Goldpreis



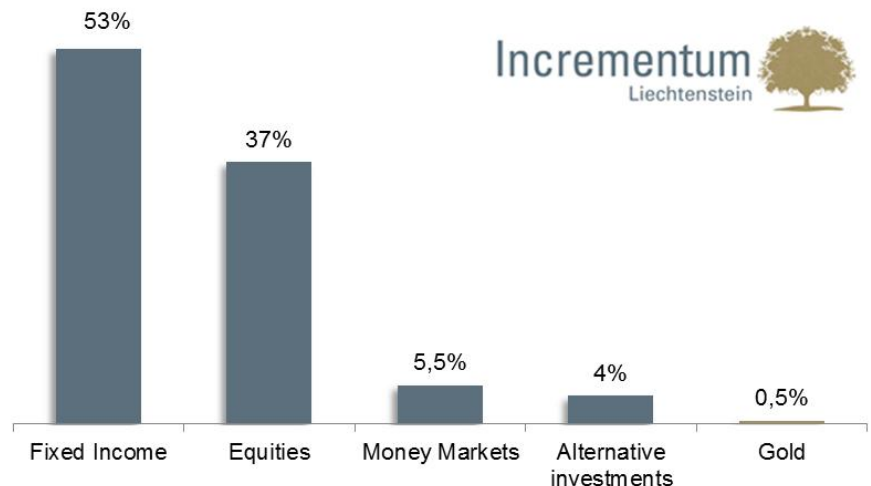
Quelle: Incrementum AG, Datastream

“Adding gold to the LCR (liquidity coverage ratio) reduces the volatility of the bank’s LCR portfolio, reduces the value-at-risk of the portfolio, and improves the risk-adjusted returns.”

World Gold Council

Der Wert der globalen Assets belief sich per Ende 2012 auf USD 223 Billionen²². Der Anteil von investierbarem Gold beläuft sich auf derzeit USD 1,1 Billionen, also lediglich 0,5%²³. Wir meinen, dass sich der Anteil in Zukunft klar ausweiten wird, nachdem die bemerkenswerten Eigenschaften von Gold (globale Währung mit langjährigem Track-record, kein Kredit- oder Kontrahentenrisiko, hochliquide und global gehandelt, kaum Inflationierung seitens Minenproduktion) im aktuellen Umfeld besonders erstrebenswert sind.

Anteil von Gold an gesamten Finanzassets aktuell bei lediglich 0,5%



Quelle: World Gold Council, Credit Suisse, World Federation of Exchanges

Gold ist ein de-korrelierter Vermögenswert

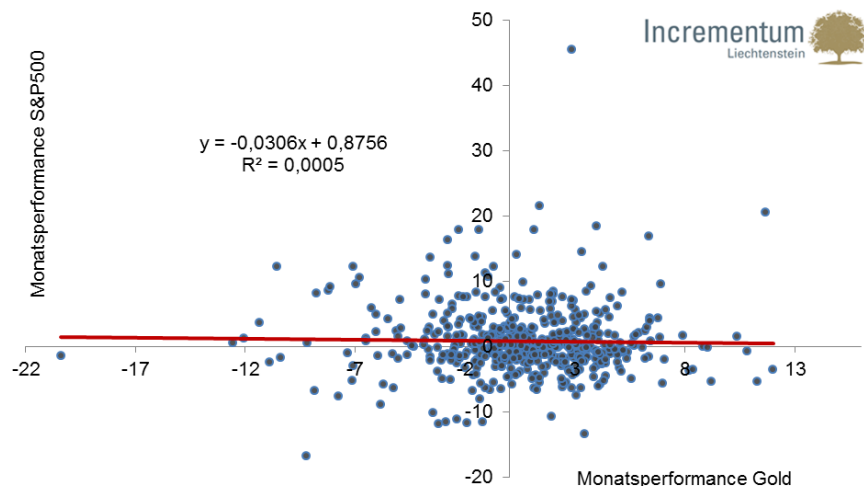
Zahlreiche Studien belegen, dass eine Gold-Beimischung die Wertschwankung eines Portfolios verringert und somit die statistischen Portfolioeigenschaften verbessert. Vergleicht man die monatlichen Renditen des S&P500 und die von Gold seit 1971, so erkennt man diese Diversifikationseigenschaft sehr deutlich.

²² Vgl. “Global Wealth 2012: The Year in Review”, Credit Suisse

²³ Der Gesamtbestand an Gold ist wesentlich höher, jedoch nicht liquide da in Form von Kunstgegenständen, Zentralbank-Beständen, als unverkäuflicher Schmuck oder in Technologieprodukten.

Über diese quantitativ nachweisbaren Eigenschaften hinaus, hat Gold als Vermögenswert noch die qualitative Eigenschaft, dass es ein schuldfreies Anlagegut ist und somit im Gegensatz zu Anleihen aber auch Bankguthaben **kein inhärentes Gegenparteienrisiko** trägt.

Monatliche Renditen S&P 500 vs. Gold seit 1971



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

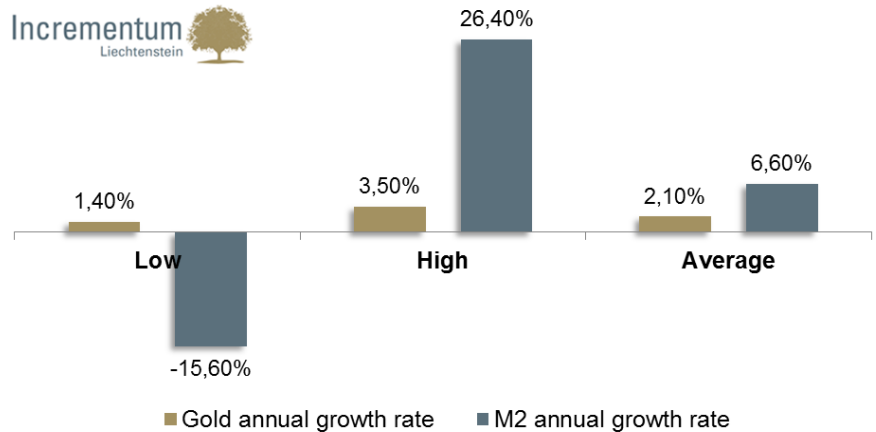
b) Die „relative Knappheit“ von Gold vs. FIAT-Währungen

„If you can't explain it to a six-year-old, you don't understand it yourself.“
Albert Einstein

“The growth rate of gold production is roughly stagnant while the growth rate of fiat currency in most parts of the world continues to accelerate. It's all about relative supply curves – the supply curve for bullion is far more inelastic than is the case for paper money. It really is that simple.” David Rosenberg

Die Angebotskurve von Gold verändert sich jährlich nur marginal. In erster Linie ist das Recycling-Angebot volatil, während sich die Minenproduktion extrem unelastisch verändert. Vergleich man dies mit der Angebotskurve von Papiergeldwährungen, so ist dies einer der wesentlichsten Vorzüge von Gold. **Vertrauen in die aktuelle und zukünftige Kaufkraft von Geld hängt maßgeblich davon ab, wie viel Geld derzeit vorhanden ist und wie sich das Geld-Angebot im Laufe der Zukunft verändern wird.** Anhand der nachfolgenden Grafiken erkennt man diese „relative Knappheit“. Die durchschnittliche Wachstumsrate der M2-Geldmenge lag zwischen 1868 und 2011 bei 6,6%, während der Goldbestand um lediglich 2,10% wuchs. Auch die Schwankungsbreite war wesentlich höher, sie lag bei M2 zwischen minus 15,6% und plus 26%, während sie bei Gold zwischen 1,4% und maximal 3,5% schwankte.

Maximale, minimale und durchschnittliche Veränderungsrate Gold vs. M2-Geldmenge: 1868-2011

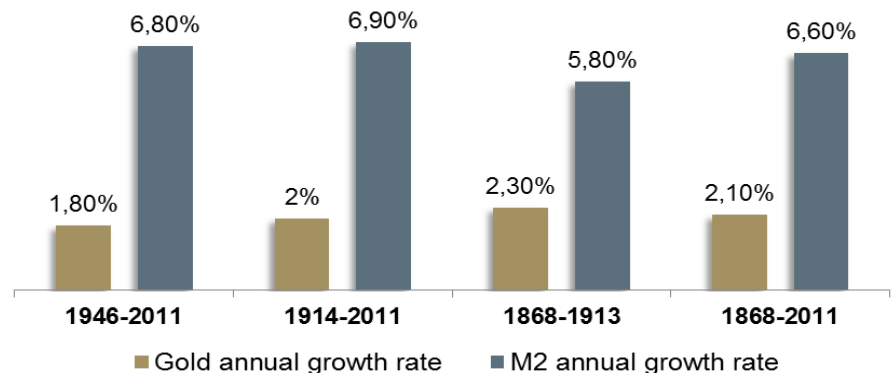


Quelle: GoldMoney Foundation, "The Aboveground Gold Stock: Its Importance and Its Size", James Turk

"Gold's value depends in large part on the degree of badness of bad money. Following on from the previous discussion this factor is significantly reliant on relative scarcity."
Deutsche Bank

Analysiert man die Veränderungsrate in verschiedenen Zeitabschnitten, so erkennt man ebenfalls die relative Knappheit, die höhere Stabilität und die geringere Volatilität des Goldbestandes. Seit 1914, dem Jahr in dem die Federal Reserve ihre Arbeit aufnahm, liegt das M2-Wachstum im Schnitt bei 6,90%, während der Goldbestand um lediglich 2% pa. wächst.

Durchschnittliche Veränderungsrate Gold vs. M2-Geldmenge in verschiedenen Perioden



Quelle: GoldMoney Foundation, "The Aboveground Gold Stock: Its Importance and Its Size", James Turk

Trotz des technologischen Fortschritts und der damit verbundenen Ausweitung der Fördermenge wuchs der Goldbestand in keinem Jahr um mehr als 3,5%. Dieses konstante Wachstum des Goldbestandes ergibt sich aus der Beschaffenheit der natürlichen Vorkommen. Auch wenn es immer aufwendiger und teurer wird Gold abzubauen, so wird dies von effizienter werdender Bergbautechnologie kompensiert²⁴.

Was bedeutet dies nun konkret? Gehen wir davon aus, dass der Goldpreis in Zukunft deutlich steigt und sich die Förderung anpasst, so wäre eine Förderung in Höhe von zB. 3.500 Tonnen auf Sicht von 10 Jahren

²⁴ Vgl. „The Aboveground Gold Stock: It's Importance and Ist Size“, GoldMoney Foundation, James Turk and Juan Castaneda

durchaus möglich. Gehen wir weiters davon aus, dass die jährliche Förderung innerhalb der nächsten 10 Jahre um 3% pa. wächst, so läge die kumulative Förderung bei knapp 31.000 Tonnen. Insofern gäbe es im Jahre 2023 ca. 203.000 Tonnen Gold. Läge die Förderung zu diesem Zeitpunkt bei 3.500 Tonnen, so wäre dies trotzdem lediglich eine 1,7%ige jährliche Inflationierung der Goldbestände.

c) Stock-to-Flow Ratio als wichtigster Grund für die monetäre Bedeutung von Gold

“Gold (and silver) must be distinguished from other metals and other commodities. Gold is a monetary metal due to the fact that its marginal utility declines at a rate lower than that of any commodity. For this reason gold does not obey the Law of Supply and Demand.”

Prof. Antal Fekete

Einmal mehr möchten wir auf „das größte Missverständnis im Goldsektor“²⁵ eingehen. Es gibt eine klare Unterscheidung zwischen **Rohstoffen**, die über ein Konsumationsmodell erklärt werden können (zB. Öl, Kupfer, Agrarrohstoffe) und **Gütern die gekauft werden um sie zu halten** (Gold, Diamanten, Kunst). Während bei Konsumgütern der wirtschaftliche Nutzen entsteht, wenn man das Gut vernichtet bzw. aufbraucht, so liegt der Nutzen von Anlagegütern in deren Besitz und späteren Weiterverkauf. Deshalb haben Rohstoffe ein niedriges Stock-to-Flow Ratio, dh. die Lagerbestände decken den Verbrauch meist nur für wenige Monate. Gäbe es gar keine Lagerbestände, so müsste das Angebot exakt der Produktion und die Nachfrage exakt dem Verbrauch entsprechen. Gibt es jedoch Lagerbestände, so kann der Konsum zeitweise höher liegen als die Produktion. Nachdem die Lager bei Konsumationsgütern jedoch nur gering sind, wird der Preis in Antizipation des baldigen Mangels rasch steigen und den Verbrauch in Einklang mit der Produktion bringen²⁶.

Stock-to-Flow als wichtigster Grund für monetäre Bedeutung von Gold und Silber

Anders als bei Rohstoffen besteht bei Gold und Silber eine enorme Diskrepanz zwischen jährlicher Produktion und dem gesamten verfügbaren Bestand (= hohes Stock-to-flow Ratio). Wie bereits im Vorjahr formuliert, gehen wir davon aus, dass das hohe Stock-to-flow Verhältnis das wichtigste Spezifikum von Gold (und Silber) darstellt. Das gesamte jemals geförderte Gold beläuft sich auf ca. 172.000 Tonnen. Dies bezeichnet man als „stock“. Die jährliche Produktion belief sich 2012 auf knapp 2.700 Tonnen. Dies nennt man „flow“. Dividiert man die beiden Beträge, so erhält man das Stock-to-flow Ratio von aktuell 64 Jahren.

Jährliche Gold-Produktion ist für Preisfindung unbedeutend

Wir gehen somit davon aus, dass Gold nicht so wertvoll ist, weil es so selten ist, sondern ganz im Gegenteil: **Gold wird so viel Wert beigemessen, weil die jährliche Produktion in Relation zum Bestand so gering ist.** Anders ausgedrückt: nicht allein die Knappheit sondern vor allem die Konstanz der verfügbaren Menge macht das wesentliche Alleinstellungsmerkmal von Gold aus. **Die jährliche Goldproduktion von knapp 2.700 Tonnen ist für die Preisfindung somit unbedeutend. Diese Eigenschaft wurde im Laufe der Jahrhunderte erworben und kann sich auch nicht mehr ändern.** Diese Stabilität und Sicherheit ist eine zentrale Voraussetzung für die Schaffung von monetärem Vertrauen.

„Gold still represents the ultimate form of payment in the world. Fiat money, in extremis, is accepted by nobody. Gold is always accepted”
Alan Greenspan

Neben dem Stock-to-flow Ratio ist die hohe Absatzfähigkeit ein wichtiges Merkmal von Gold. Je leichter ein Gut konvertiert werden kann, desto ausgeprägter ist seine „moneyness“. Carl Menger hatte die Theorie der Markt- bzw. Absatzfähigkeit bereit im 19. Jahrhundert entwickelt. Demnach hat sich Gold in einem langfristigen Evolutionsprozess durchgesetzt, weil seine Marktfähigkeit höher war, als bei jedem anderen

²⁵ Vgl. „In Gold we Trust“ 2012, „Das größte Missverständnis im Goldsektor“ sowie „Does Gold Mining Matter?“ und „The Myth of the Gold Supply Deficit“ von Robert Blumen

²⁶ Vgl. „What is key for the price formation of gold“, Robert Blumen, The Matterhorn Interview

Gut. Gemäß Menger fällt der Grenznutzen von Gold langsamer als bei anderen Gütern²⁷. **Deshalb genießen Gold und Silber ihren monetären Status nicht aufgrund ihrer angeblichen Knappheit, sondern vielmehr aufgrund ihrer überlegenen Marktfähigkeit²⁸.**

„Nations, differing in language, religion, habits and on almost every other subject susceptible of doubt, have, during a period of near four thousand years, agreed in one respect: that gold and silver have, uninterruptedly to this day, continued to be the universal currency of the commercial and civilized world.“ Albert Gallatin, US Treasury Secretary

Deshalb genießen Gold und Silber ihren monetären Status nicht aufgrund ihrer angeblichen Knappheit, sondern vielmehr aufgrund ihrer überlegenen Marktfähigkeit²⁹. Hier besteht ein zentraler Unterschied zwischen Gold und anderen Wertspeichern wie zB. teuren Immobilien, Diamanten oder Kunstwerken: Ein Picasso, ein teurer Bordeaux oder eine Immobilie sind im Krisenfall bei Liquidierungsnot nur schwer kurzfristig zu einem akzeptablen Preis liquidierbar. Zudem sind die Spezifika von Kunstwerken oder Immobilien erst im Rahmen einer längeren Due Dilligence ersichtlich. Die Fungibilität von Gold ist deshalb ein wesentliches Unterscheidungsmerkmal³⁰. **Dies scheint ein weiterer Grund zu sein, wieso Notenbanken Gold und nicht Immobilien, Kunstgegenstände oder Rohstoffe, als zentrale Währungsreserven horten³¹.**

“The pricing process is primarily an auction over the existing stocks of the asset. Whoever values the asset the most will end up owning it, and those who value it less will own something else instead. And that, in my view, is the way to understand gold price formation.”
Robert Blumen

Der Grund, weshalb Individuen heute nicht ihr ganzes Geld ausgeben liegt daran, dass sie **Reservationsnachfrage** (engl. „reservation demand“)³² für Geld haben und einen größeren Nutzen in der Zukunft sehen. Deshalb ist die Reservationsnachfrage für die Preisfindung essentiell. Es ist entscheidend wer Gold höher bewertet: der neue, inkrementelle Käufer oder der bestehende Eigentümer. Ein Großteil der Goldanalys(t)en beschäftigt sich jedoch ausschließlich mit dem „exchange-demand“ und geht deshalb davon aus, dass die Preisfindung bei Gold mithilfe eines banalen Konsumationsmodelles prognostiziert werden kann³³.

Eng verwandt damit ist der Reservationspreis (engl. „reservation price“). Jedes Gramm Gold, das aus unterschiedlichsten Motiven gehalten wird, ist zu einem bestimmten Preis verkäuflich. Die Motivationen, Gold zu besitzen sind vielfältig: Als Schmuck, Währungsreserve, in Form von Kunstgegenständen, technologischen Anwendungen etc.. Ebenso vielfältig sind deshalb auch die Zeithorizonte, die zwischen einer kurzfristigen Spekulationen eines Traders bis hin zur generationenübergreifenden Versicherung einer indischen Braut reichen. Diese Entscheidungen sind nicht transparent, sondern hängen von miteinander konkurrierenden Opportunitäten im Zeitverlauf ab.

Opportunitätskosten sind entscheidend für Goldpreisentwicklung

Deshalb sind die Opportunitätskosten so essentiell für den Goldpreis. Wie hoch sind die konkurrierenden wirtschaftlichen Chancen und Risiken, die ich in Kauf nehme, weil ich Gold halte? Realzinsen, Wachstumsraten der Geldmengenaggregate, Volumen und Qualität der Schulden, politische Risiken, sowie Attraktivität von anderen Assetklassen sind die wichtigsten

²⁷ Vgl. „The Gold Problem Revisited“, Prof. Antal Fekete

²⁸ Vgl. „Critique of Mainstream Austrian Economics“, Prof. Antal Fekete

²⁹ Vgl. „Critique of Mainstream Austrian Economics“, Prof. Antal Fekete

³⁰ Diese Tatsache erkennt man oftmals in Stresssituationen im Finanzsystem. In solchen Phasen ist es niemals der Briefkurs (offer), sondern immer der Geldkurs (bid) der plötzlich verschwindet. Aufgrund der hohen Liquidität und des niedrigen Bid-Ask-Spreads wird Gold deshalb in Stresssituation oftmals rasch liquidiert um Liquidität zu schaffen.

³¹ Vgl. „Bitcoin: Money of the Future or Old Fashioned Bubble“, Mises Daily, Patrik Korda

³² Reservationsnachfrage bedeutet, dass man indem man etwas behält und sich entscheidet bewusst NICHT zu verkaufen, ebenfalls Nachfrage generiert. Jedes Gut das man hält und sich nicht entscheidet zu verkaufen, unterliegt deshalb einer Reservationsnachfrage.

³³ Anmerkung: Deshalb ist es unserer Meinung nach falsch, dass Gold meist im Commodity-Research analysiert wird, nachdem die Währungsabteilung dafür besser prädestiniert wäre.

Determinanten der Opportunitätskosten. Alle Marktteilnehmer haben hierfür unterschiedliche Filter, Gedanken und Zeitpräferenzen und lassen diese in die Preisfindung einfließen.

Jeder der Gold besitzt, ist somit Teil der Angebotsseite, nachdem er sowohl als Verkäufer aber auch als Käufer von weiteren Einheiten in Frage kommt. Es wird immer einen Preis oder eine Kombination aus Preis und Umständen geben, bei dem Marktteilnehmer ihr Gold verkaufen. Für manchen wird dies auf wesentlich höherem Preisniveau sein, für manchen jedoch auch auf einem deutlich tieferem Preisniveau (etwa in Folge eines deflationären Kollapses). **Die Entscheidung Gold auf aktuellem Preisniveau nicht zu verkaufen, ist deshalb ähnlich wichtig wie die Entscheidung Gold zu kaufen.**

d) Die fortschreitende (Re)monetarisierung von Gold im internationalen Finanz- und Währungssystem

“As the international community attempts to take on these challenges, gold waits in the wings. For the first time in many years, gold stands well prepared to move once more towards the centre-stage. This could be the start of an immensely important phase in the history of world money.”
OMFIF

“The previously dominant western economies have attempted to dismantle the yellow metal’s monetary role, and – for a variety of reasons – this has comprehensively failed. Gold thus stands ready to fill the vacuum created by the evident failings of the dollar and the euro, and the not-yet-requted ambitions of the renminbi.” OMFIF

“Particularly if the threats to the dollar and the euro worsen, a large SDR issue improved by some gold content and the R-currencies may be urgently required.” OMFIF

Die Renaissance von Gold im klassischen Finanzwesen setzt sich fort. OMFIF³⁴, eine globaler Think Thank der Notenbanken und Sovereign Wealth Funds, spricht sich in einem aufsehenerregendem Report³⁵ für eine Remonetarisierung von Gold aus. Gold solle wieder eine zentrale Rolle im globalen Währungsgefüge spielen. Aufgrund seiner Historie sei Gold prädestiniert, um den Aufbau und die Pflege von Vertrauen und Stabilität in internationalen monetären Beziehungen³⁶ wiederherzustellen. Gold wäre als Währungsanker von gegenseitigem Nutzen für alle Länder und könnte den derzeit eskalierenden Währungskriegen ein Ende setzen. Eine Rückkehr zu einem klassischen Goldstandard wird seitens OMFIF allerdings nicht empfohlen. Gold sollte in erster Linie Zahlungsbilanztransaktionen ausgleichen. **Der Report zeigt eindrucksvoll, dass grundlegende Veränderungen des Währungsgefüges bereits auf höchster Ebene diskutiert werden**³⁷.

OMFIF empfiehlt eine Aufnahme von Gold in die Sonderziehungsrechte des IWF. Diese Möglichkeit erwähnte auch der Gouverneur der Peoples Bank of China. Er sieht SDR's als „Licht im Tunnel für die Reform des internationalen Währungssystems“³⁸. SDR's sind eine vom IWF eingeführte Währungseinheit, die nicht auf den Devisenmärkten gehandelt wird³⁹. Derzeit ist der USD mit 41,9% gewichtet, der EUR mit 37,4%, der JPY mit 9,4% und das Britische Pfund mit 11,3%. Neben Gold sollen auch die „R-Währungen“⁴⁰ einen höheren Status im internationalen Währungsgefüge erhalten und in den SDR-Korb aufgenommen werden.

³⁴ Official Monetary and Financial Institutions Forum

³⁵ „Gold, the Renminbi and the multi-currency reserve system“, OMFIF, Jänner 2013

³⁶ Vgl. „Ein Schub für Renminbi und Gold“, Lars Schall

³⁷ Vgl. „The Central Bank Revolution II“, Hinde Capital, 2013

³⁸ Vgl. „China eyes SDR as global currency“, China daily

³⁹ Neben der Funktion als Währungseinheit kann der IWF auch SDRs begeben. Dies ist bislang allerdings **noch** nicht in signifikantem Ausmaß geschehen. Das letzte Mal wurden im Jahr 2009 188,6 Mrd SDR's geschöpft. Dies entsprach in etwa USD 282 Mrd.

⁴⁰ Renminbi, Indische Rupie, Russischer Rubel, Brasilianischer Real und Südafrikanischer Rand

**Gold findet immer häufiger
Einsatz als Collateral**

Aufgrund der hohen Liquidität und der einzigartigen Eigenschaften wird Gold immer häufiger als Besicherung eingesetzt. Nach Eurex, CME Group, der InternationalExchange und JPMorgan akzeptiert nun auch LCH.Clearnet, das größte Clearinghaus der Welt, Gold als Collateral⁴¹. Clearnet fungiert als Clearingstelle für die größten internationalen Börsen und Handelsplattformen sowie eine Reihe von OTC-Märkten und Derivaten. **Es scheint, als wäre man über „Event-Risk“, systemische und monetäre Risiken besorgt.**

**Mehr als ein Dutzend US-
Bundesstaaten wollen Gold und
Silber wieder als offizielles
Zahlungsmittel anerkennen**

Besonders in den USA wird der Ruf nach einer Golddeckung bzw. einer Akzeptanz als offizielles Zahlungsmittel immer lauter. Nachdem im Jahre 2011 bereits der US-Bundesstaat Utah Gold und Silber als offizielle Zahlungsmittel anerkannt hatte, liegen nun ähnliche Pläne in mehr als einem Dutzend weiterer Bundesstaaten vor⁴². Unterstützung erhalten die Initiativen ua. von der Tea-Party Bewegung und dem Gold Standard Institute. Wir interpretieren dies als starken Ausdruck der Unzufriedenheit hinsichtlich der Finanz- und Währungspolitik in den Vereinigten Staaten. **Die Symbolwirkung der Initiativen ist enorm. Wir sehen eine sukzessive Fortsetzung dieses Remonetarisierungs-Trends.**

**Ruf nach sauberer Inventur bzw.
Heimholung der
Notenbankreserven wird lauter**

Die zunehmende Anzahl von Initiativen, die eine Heimholung bzw. eine saubere Inventur der staatlichen Goldreserven fordern, illustriert ebenfalls die wachsende Bedeutung von Gold. Im Falle der deutschen Bundesbank (ca. 500 Tonnen innerhalb von 8 Jahren) dürfte dies in erster Linie dazu dienen, den öffentlichen Druck zu besänftigen. Doch auch zahlreiche andere Länder folgen dem Beispiel von Charles de Gaulle⁴³. So bilden sich in Mexiko, der Schweiz, den Niederlanden, Aserbaidschan oder Rumänien Initiativen, die eine Repatriierung fordern. Wir sind der Überzeugung, dass dieser Wunsch nach Transparenz einerseits das wachsende Interesse der Bevölkerung an den staatlichen Goldreserven dokumentiert, andererseits auch ein Indiz für Misstrauen der Notenbanken untereinander ist.

***"Gold ist der zeitlose Klassiker in seiner Funktion als Tausch-, Zahlungs- und Wertaufbewahrungsmittel. Heutiges Geld ist durch keinerlei Sachwerte mehr gedeckt. Banknoten sind bedrucktes Papier, der Euro ist bedruckte Baumwolle."* Jens Weidmann**

Letztes Jahr ließ niemand geringerer als Bundesbank Präsident Jens Weidmann mit einer Rede aufhorchen, in der er sich höchst kritisch hinsichtlich der verdeckten Staatsfinanzierung und ungedeckter Papiergeldwährungen zeigte. Auch wenn er sich nicht direkt für eine Goldwährung aussprach, verwies er explizit auf die Funktion von Gold als Tausch-, Zahlungs- und Wertaufbewahrungsmittel⁴⁴.

Auch die Forderung nach goldgedeckten Anleihen wird immer lauter. Es gibt eine Reihe von Präzedenzfällen für seine Verwendung als Sicherheit in Krisensituationen. In den 70er Jahren setzten beispielsweise Italien und Portugal ihre Goldreserven als Sicherheiten für Kredite seitens der deutschen Bundesbank und der BIS ein. 1991 nutzte Indien sein Gold als Sicherheit für ein Darlehen bei der Bank of Japan.

⁴¹ <http://www.zerohedge.com/news/lchclearnet-accepts-'loco-london'-gold-collateral-next-tuesday>

⁴² <http://www.bloomberg.com/news/2013-04-08/trust-in-gold-not-bernanke-as-u-s-states-promote-bullion.html>

⁴³ Frankreich ließ unter de Gaulle (auf Anregung des legendären Jacques Rueff) einen Großteil der Dollar-Reserven im Rahmen des Bretton-Woods-Abkommens in Gold umtauschen und anschließend nach Frankreich verschiffen, damit sie nicht die „dem Zugriff einer fremden Macht preisgegeben“ seien.

⁴⁴ http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2012/2012_09_18_weidmann_begrueessung_srede.html

Studie im Auftrag des EU-Parlamentes empfiehlt goldgedeckte Bonds

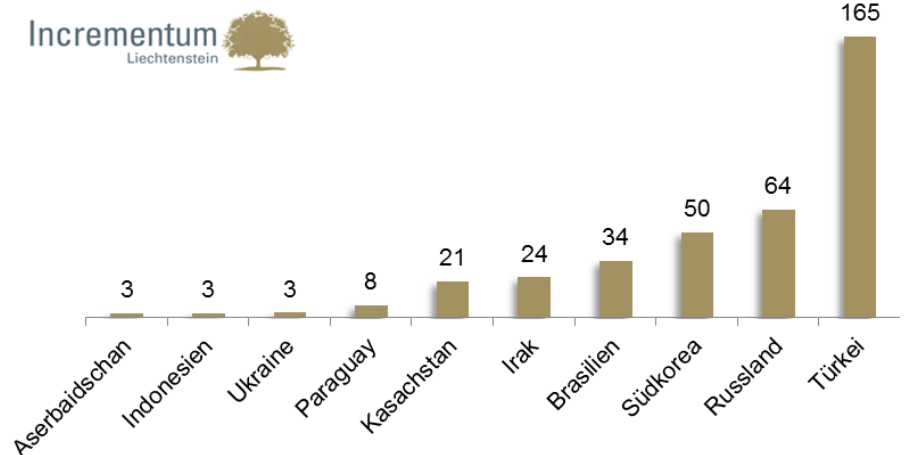
In einer Studie im Auftrag des europäischen Parlaments kam der Autor Ansgar Belke zur **Conclusio**, dass **goldgedeckte Bonds wesentlich transparenter, attraktiver und fairer für Investoren seien, als Staatsanleihenkaufprogramme**⁴⁵. Goldgedeckte Bonds würden lt. Studie den Druck der Staatsschuldenkrise zumindest kurzfristig lindern. Auch das World Gold Council lobbyiert in eine ähnliche Richtung und rät Italien, goldgedeckte Bonds zu begeben. Ein Teil der Goldreserven in Höhe von 2.400 Tonnen solle als Sicherheit verwendet werden. Dies solle die Finanzierungskosten verringern und das angeschlagene Vertrauen in die Kreditwürdigkeit Italiens wiederherstellen⁴⁶.

“Simply speaking, a goldbased solution would be less inflation-prone. Those arguing that the gold-backing solution would decouple the money supply and hard currency potentially leading to hyperinflation neglect the current non-role of gold for backing a currency. But above all, the use of gold as collateral avoids or lessens in importance, the reduction of incentives for reform of the beneficiary countries under the SMP and the OMT.” Ansgar Belke in einem Paper des europäischen Parlaments⁴⁷

“The more gold a country has, the more sovereignty it will have if there’s a cataclysm with the dollar, the euro, the pound or any other reserve currency”
Evgeny Fedorov

Die Notenbankkäufe beliefen sich seit unserem letzten Report im Juli 2012 auf 534 Tonnen. Dies bedeutet den höchsten Wert seit 1964. Für 2013 erwartet der IWF ein Nettovolumen von 550 Tonnen. Besonders die Schwellenländer zeigen vermehrtes Selbstbewusstsein hinsichtlich der eigenen (wirtschafts-) politischen Stärke, andererseits aber auch steigendes Misstrauen gegenüber den etablierten Reservewährungen. Dies zeigt sich an den stark gestiegenen Goldkäufen seitens der jeweiligen Notenbanken.

Notenbankkäufe seit Juli 2012 in Tonnen



Quelle: World Gold Council

„Gold goes where the money is, and it came to the United States between World Wars I and II, and it was transferred to Europe in the post war period. It then went to Japan and to the Middle East in the 1970s and 1980s and currently it is going to China and also to India.” James Steel

Während in den 60er Jahren (vor dem Zusammenbruch von Bretton Woods) Frankreich der wichtigste Kritiker der Dollar-Währungs-hegemonie war, so scheint es nun China zu sein. Frankreich kritisierte damals das „*Exorbitant Privilege*“⁴⁸, stoppte den Kauf von US-Treasuries, konvertierte Dollars in Gold und repatrierte Gold. Ähnlich verhält sich

⁴⁵ SMP – Securities Markets Programme

⁴⁶ “Italy considers gold as an alternative to austerity”, World Gold Council

⁴⁷ “A More Effective Euro Area Monetary Policy than OMTs - Gold-Backed Sovereign Debt”, Europäisches Parlament, Ansgar Belke, DIW Berlin and University of Duisburg-Essen

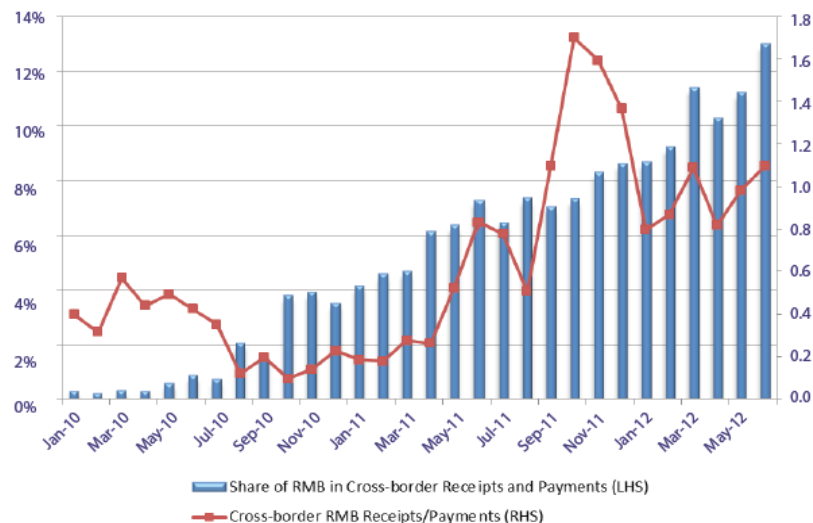
⁴⁸ Eine Bezeichnung des ehem. französischen Finanzministers Giscard d’Estaing in den 1960er Jahren, die das amerikanische Privileg und die Macht der Weltleitwährung beschreibt

Renminbi auf dem Weg in Richtung Konvertibilität und Reservewährung

derzeit China, das den Status des Dollars als „Produkt der Vergangenheit“ bezeichnete⁴⁹. Wir gehen davon aus, dass die baldige Transformation des Renmibi zu einer verlässlichen, stabilen und global gehandelten Währung eine der obersten Prioritäten der chinesischen Führung ist⁵⁰.

Die internationale Akzeptanz des Renminbis schreitet rasch voran. In der ersten Jahreshälfte 2012 beliefen sich die Anteile des Renminbis im grenzüberschreitenden Handel bereits auf 11% (vs. 7% in 2011 bzw. 2% in 2010). China setzte zuletzt zahlreiche wichtige Schritte in Richtung Emanzipation vom Dollar-zentrierten Weltbild. Mit Hilfe bilateraler Handelsabkommen und Clearing-Agreements wird die wirtschaftliche Integration und Konvertibilität des Renminbi sukzessive aufgebaut. So hat die PBoC innerhalb der letzten Monate 18 Swap-Agreements mit Notenbanken abgeschlossen, darunter ua. Japan, Südkorea, Hongkong, Singapur, Argentinien und Australien. Mehr als 10 asiatische Notenbanken verfügen bereits über Renminbi-Reserven, nun will man dies auf Südamerika, Afrika, Europa und den Nahen Osten ausweiten. Im September 2012 kündigte China an, dass jedes Land das Rohöl handeln möchte, dies von nun an auch in chinesischer Währung machen könne. Wenig später vermeldete Russland ein Handelsabkommen mit China, im Rahmen dessen man China unlimited Rohöl verkaufen werde. Die Geschäfte werden ausschließlich in Renminbi fakturiert.

Anteil des Renminbi am internationalen Handel



Quelle: State Administration of Foreign Exchange, OMFIF

Golddeckung des Renminbi würde internationale Akzeptanz substanziell erhöhen

China möchte den Renminbi als dominante Währung innerhalb der Emerging Markets etablieren. Dies erinnert an die Deutsche Mark, die in den 70ern und 80ern eine Hartwährungsalternative zum Dollar war. Das Ziel kann allerdings nur erreicht werden, wenn der Wechselkurs stark ist und der langfristigen Kaufkraft Glauben geschenkt wird. **Wir denken, dass Gold ein Eckpfeiler der chinesischen Strategie sein wird. Konkret gehen wir davon aus, dass Chinas Zentralbank weiterhin verdeckt Gold akkumuliert und halten eine geplante Golddeckung des Renminbi für möglich.** Ein goldgedeckter Renminbi würde die internationale Akzeptanz auf einen Schlag erhöhen. So war der enorme Goldbestand der

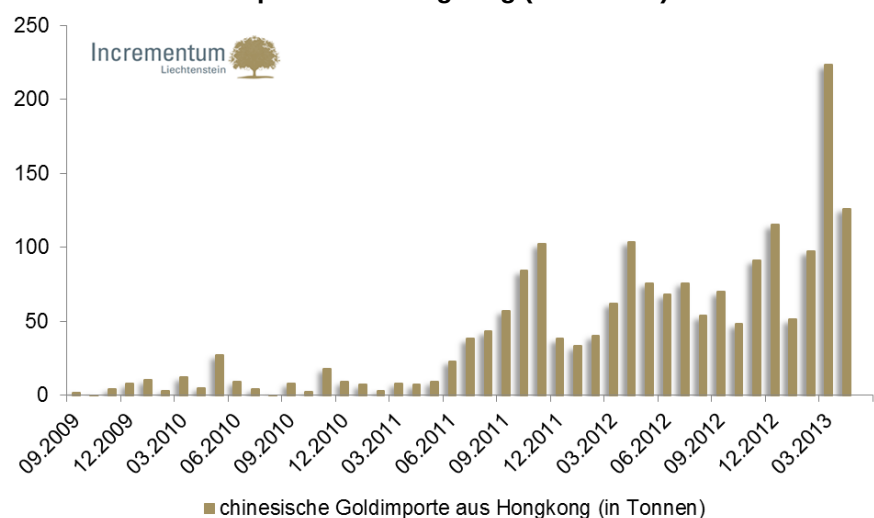
⁴⁹ Vgl. „Inflationary Deflation“, Paul Mylchreest, Seymour Pierce

⁵⁰ Wobei man hier klar zwischen Reservewährung und Handelswährung differenzieren sollte.

Vereinigten Staaten⁵¹ – neben der militärischen Übermacht - ein zentraler Grund, wieso der US-Dollar zur Weltreservewährung avancierte.

Lt. World Gold Council hat die chinesische Notenbank seit 2009 keine Goldkäufe getätigt. Die Tatsache, dass es seit vier Jahren keine offizielle Meldung gab, spricht klar dafür, dass China erneut überraschend höhere Goldbestände ausweisen wird. Indizien dafür gibt es zuhauf. Im Vorjahr stiegen die Goldexporte von Hongkong nach Festlandchina um 47% auf knapp 560 Tonnen. Das Momentum scheint klar zuzunehmen, so beläuft sich die Zahl seit Jahresbeginn bereits auf 498 Tonnen.

Chinesische Goldimporte aus Hongkong (in Tonnen)



Quelle: Hong Kong Census & Statistics Department, Incrementum AG

Verfügt China über 4.000-6.000 Tonnen und somit die zweithöchsten Goldreserven der Welt?

Unsere Vermutung wird auch von Aussagen chinesischer Offizieller bestätigt. Bereits 2009 meldete die Zeitung China Youth Daily, dass es eine Task Force gäbe, die den Auftrag hat, die Goldreserven Chinas zu erhöhen. Die Goldreserven sollten innerhalb der nächsten 3-5 Jahre auf 6.000 Tonnen und anschließend auf 10.000 Tonnen erhöht werden. Dies bestätigt auch ein Vertreter der chinesischen Handelskammer. Lt. Aussage werde China die Goldreserven auf bis zu 8.000 Tonnen anheben⁵². **Wir gehen deshalb davon aus, dass die PBoC ihre Goldbestände derzeit massiv ausbaut und über weitaus höhere Reserven, als die offiziell ausgewiesenen 1.054 Tonnen, verfügt.** Wir halten es für realistisch, dass China mittlerweile über 4.000-6.000 Tonnen und damit die zweithöchsten Goldbestände weltweit verfügt.

e) Exkurs: Gründe für die „Aurophobie“

Es scheint, als gäbe es lediglich zwei Lager: Personen die Gold lieben (aka „Gold Bugs“) und Personen die es hassen. Zwischen diesen beiden Extremen scheint es wenige Grautöne zu geben und nur langsam wechseln Personen von einem Lager in das andere. Es scheint als gäbe es – insb. im Finanzsektor – eine „Aurophobie“. Unserer Meinung nach gibt es einige Phänomene aus der Verhaltenspsychologie (behavioral economics), die die extrem emotionalen Attitüden gegenüber Gold erklären:

⁵¹ Die amerikanischen Goldreserven lagen im Jahre 1952 bei 29.663 Tonnen

⁵² „China should significantly boost gold in reserves“, Reuters

- **Mentale Buchführung** („mental accounting“): Menschen teilen Finanztransaktionen stets in „mentale Konten“ ein und bewerten diese unterschiedlich. Zinserträge werden zB. auf anderen Konten verbucht als Kursgewinne. Dividenden werden deshalb als permanenter Zugang zum Einkommen gerechnet, während Kapitalgewinne als nicht dauerhaft verbucht werden, obwohl beide den exakt gleichen finanziellen Nutzen haben. Dies erklärt auch, wieso „Gold zahlt keine Zinsen“ ein so zentrales Gegenargument zu sein scheint.
- **Normalitätsbias**: Er bezieht sich auf einen mentalen Zustand verzerrter Wahrnehmung, in den Menschen eintreten wenn sie vor einer Katastrophe stehen.
- **kognitive Dissonanz**⁵³: Sie entsteht bei einer Gefährdung des stabilen, positiven Selbstkonzepts, wenn also jemand Informationen bekommt, die ihn als dumm, unmoralisch oder irrational dastehen lassen. Dies scheint der Grund dafür zu sein, **dass der erstmalige Goldkauf für viele Menschen eine enorme mentale Überwindung darstellt.**
- Verfügbarkeitsheuristik sowie selektive Informationswahrnehmung: Der Mensch neigt dazu, Ereignisse in der jüngeren Vergangenheit gegenüber lange vergangenen Ereignissen überzubewerten. Die jüngere Vergangenheit wird somit in die Zukunft extrapoliert.

⁵³ Kognitiver Dissonanz ist ein Begriff aus der Sozialpsychologie und erklärt „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“.

4. GOLD IM KONTEXT DES DERZEITIGEN MAKRO-UMFELDS

a) Die teuren Folgen der Politik des billigen Geldes⁵⁴

Yields in zahlreichen Ländern auf historischen Allzeit-Tiefs

Seit 2008 gab es rund um den Globus mehr als 500 Zinssenkungen⁵⁵. In zahlreichen Ländern befinden sich die Zinsen auf den niedrigsten Niveaus seit Beginn der Aufzeichnungen. So markierten die 10-jährigen Renditen in den USA im Juli 2012 mit 1,39% den tiefsten Stand seit Beginn der Aufzeichnungen im Jahre 1790. In den Niederlanden – der längsten verfügbaren Zeitreihe für Bondpreise – fielen die Zinsen sogar auf einen 496 Jahre-Tiefststand. Im Vereinigten Königreich liegen die „base rates“ auf dem tiefsten Level seit Gründung der Bank of England im Jahre 1694. In zahlreichen Ländern (Deutschland, Schweiz) fielen die kurzfristigen Zinsen sogar in den negativen Bereich. **Noch nie zuvor gab es auf globaler Basis ein dermaßen niedriges Zinsgefüge.**

“If you would know the value of money, go and try to borrow some”
Benjamin Franklin

Der Renditehunger treibt mittlerweile besorgniserregende Blüten. Gemäß Bank of America liegen die Renditen bei Anleihen im Ausmaß von 20 Billionen USD nun unter 1%. Deshalb führt die Jagd nach Rendite zu irrationalem Überschwang im High Yield Bereich und den Emerging Markets. So stieg der Barclays US High Yield Index zum ersten Mal in der Geschichte unter 5%⁵⁶. Vor nicht allzu langer Zeit wurde noch eine Rendite von 5% bei US-Treasuries als niedrig angesehen. Selbst Nationen, die nicht unbedingt als Hort der Stabilität gelten, wie zB. die Mongolei⁵⁷ oder Ruanda konnten zuletzt problemlos Bonds emittieren. Die Mongolei platzierte Anleihen im Ausmaß von USD 1,5 Mrd. (dies entspricht knapp 20% der mongolischen Wirtschaftsleistung) zu 5,125%, während sich Ruanda zu 6,62% finanzieren konnte.

„Sparen ist die unverzichtbare Voraussetzung des Investierens. Es gibt schlicht und einfach keine Investition, die nicht aus Erspartem finanziert wird.“
Prof. Jörg Guido Hülsmann

Der Zins ist die ultimative Kenngröße der Wirtschaft. Er koordiniert die Tatsache, dass der Mensch die Befriedigung eines gegenwärtigen Bedürfnisses höher bewertet als zukünftige Bedürfnisse. Der Zins bringt die sogenannten Zeitpräferenzen des Menschen in Einklang und ist somit ein **unverzichtbarer Kompass** für alle Marktteilnehmer⁵⁸. **Je länger die Nullzinsphase andauert, desto höhere Risiken werden renditehungrige Investoren eingehen. Immer mehr Kapital wird in zweifelhaft niedrigen Renditen allokiert. Dies untergräbt die Produktivität des Kapitals.**

Die weitreichenden Konsequenzen der Nullzinspolitik⁵⁹:

- Für Privatpersonen verringert sich der Anreiz zu sparen. Stattdessen erfolgt Konsum zu Lasten von Ersparnissen und Investitionen.
- Für Staaten sinkt der Anreiz, Reformprogramme durchzuführen und die Haushaltslage zu konsolidieren.
- Fehlinvestitionen in kapitalintensive Investitionsgüter

⁵⁴ Vgl. „Supermarkt: Teurer Wohnen“, Franz Schellhorn, Die Presse

⁵⁵ „Gold and the Yen“, acting-man.com

⁵⁶ „Yield Chasers United sets new records as well“, Acting-man.com

⁵⁷ Die Mongolei wurde in den letzten 22 Jahren 5x vom IWF gerettet, Vgl. „Mongolia Binges on Bond Bonanza“, Wall Street Journal

⁵⁸ Prof. Dr. Thorsten Polleit – Was der unbegrenzte Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB wirklich bedeutet“, Rott&Meyer bzw. Bob Murphy „Capital & Interest“

⁵⁹ Vgl. diesbez. auch Degussa Marktreport, Prof. Dr. Thorsten Polleit, Februar 2013 sowie „Ultra Easy Monetary Policy and the Law of Unintended Consequences“, William R. White, August 2012

- Eigentlich konservative Anleger verspüren zunehmende Veranlagungsnot und gehen in Aussicht langfristig niedriger Zinsen überzogene Risiken ein. Dies führt zu Fehlallokation von Kapital und Blasenbildungen.
- Das zu niedrige Zinsumfeld führt deshalb zu schweren langfristigen Schäden für die Volkswirtschaft, nachdem der Prozess der „schöpferischen Zerstörung“ verhindert wird und unproduktive Unternehmungen künstlich am Leben gehalten werden.
- Verteilungsungerechtigkeiten („Cantillon Effekt“)
- Finanzmärkte werden geschwächt, nachdem unvorsichtiges Verhalten der Marktteilnehmer gefördert wird (moral hazard).

“Ongoing monetary accommodation is blunting its own effectiveness... ever more money will have to be injected ever faster for the central banks to keep achieving their near term policy goals, which are to obstruct any liquidations of capital misallocations and excess debt.” Detlev Schlichter

Das Absinken des Zinsniveaus machte eine sukzessive wachsende Staatsverschuldung möglich, ohne dass die Zinslasten (als Anteil an den Staatsausgaben) wachen. Die unbeabsichtigten Konsequenzen der Nullzinspolitik sind besonders in Japan evident. Dazu gehören besonders die steigende Interpendenz von Geld- und Fiskalpolitik und die Erosion der Allokations- und Signalfunktion des Zinses. Dies führt zu einer immer weiter anwachsenden Welle aus spekulativen Übertreibungen und makro-ökonomischen Rettungsaktionen und schlussendlich in die schleichende Verstaatlichung des Finanz- und Wirtschaftssystems⁶⁰.

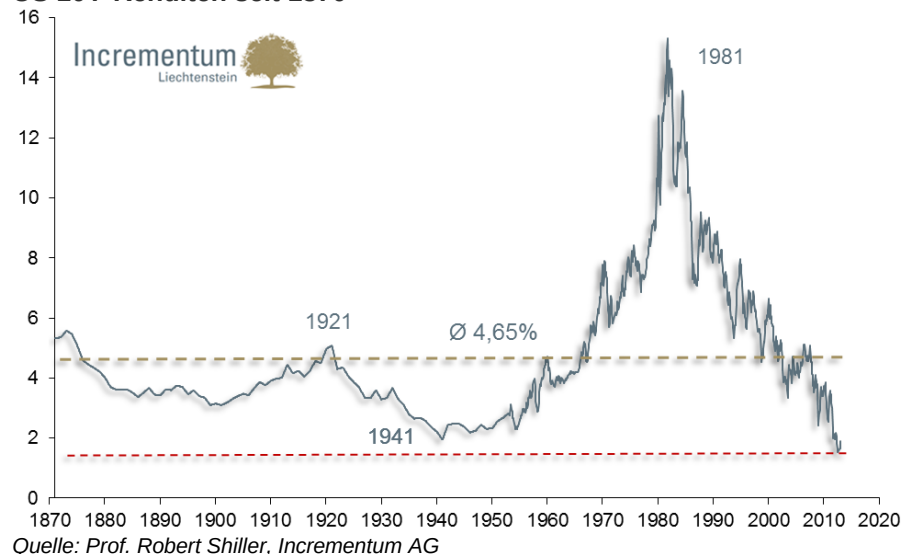
„Aus der monetären Überinvestitionstheorie von von Hayek (1929) lässt sich hingegen ableiten, dass expansive Geld- und Finanzpolitik keine nachhaltige Lösung für Krisen ist. Denn die strukturelle Bereinigung bzw. schöpferische Zerstörung einer Krise, die spekulativen Übertreibungen ein Ende setzt und nicht-renditeträchtige Unternehmen zu Restrukturierung zwingt, wird ausgesetzt. Die Grenzleistungsfähigkeit der Investitionen sinkt und die wirtschaftliche Dynamik wird ausgebremst.“ Prof. Gunther Schnabl

b) Sukzessive sinkender Spielraum für steigende Zinsen

Anhand des nachfolgenden Charts erkennt man, dass sich die USA bislang noch nie in der Geschichte günstiger finanzieren konnten. In einem gewöhnlich funktionierenden Anleihenmarkt würde dies signalisieren, dass die Kreditwürdigkeit des Landes so hoch wie noch nie zuvor ist. Sieht man sich allerdings die Entwicklung der US-Staatsschulden an, so kommen leise Zweifel an der Bonität auf. **Allein seit 1971 hat sich die Verschuldung mehr als vervierzigfacht.**

⁶⁰ Vgl. „Die Japanischen Lehren für die europäische Krise“, Prof. Gunther Schnabl, Universität Leipzig

US 10Y-Renditen seit 1870



“Safe debt is rapidly becoming an oxymoron”
Willem Buiter

Aufgrund der evidenten **Schuldensituation** erkennt man, dass der **Spielraum für signifikante Zinserhöhungen nur gering ist und sukzessive abnimmt**. Seit 1870 lag die durchschnittliche Rendite bei langfristigen US-Anleihen bei 4,65%. Wenn sich die USA beispielsweise über einen längeren Zeitraum zu 7% refinanzieren müssten, so würde der Schuldendienst von derzeit USD 450 Mrd. auf USD 2 Billionen bzw. 80% der Steuereinnahmen steigen⁶¹.

Japan in der monetären Sackgasse

Noch wesentlich eklatanter ist die Überschuldungssituation in Japan. Aufgrund der bereits 17 Jahre andauernden Nullzinspolitik hat der Staat den Großteil der Schuldenlast bereits zu niedrigsten Zinsniveaus refinanziert. Trotz der günstigen Finanzierungsbedingungen macht der Zinsdienst bereits 25% der Staatseinnahmen aus. Ein Anstieg der Durchschnittsverzinsung um drei Prozentpunkte (auf aktuell 4,6%) würde die gesamten Staatseinnahmen aufbrauchen⁶². **Allein daran ist ersichtlich, dass sich höhere Zinsniveaus unmöglich mit der budgetären Situation vereinbaren lassen.**

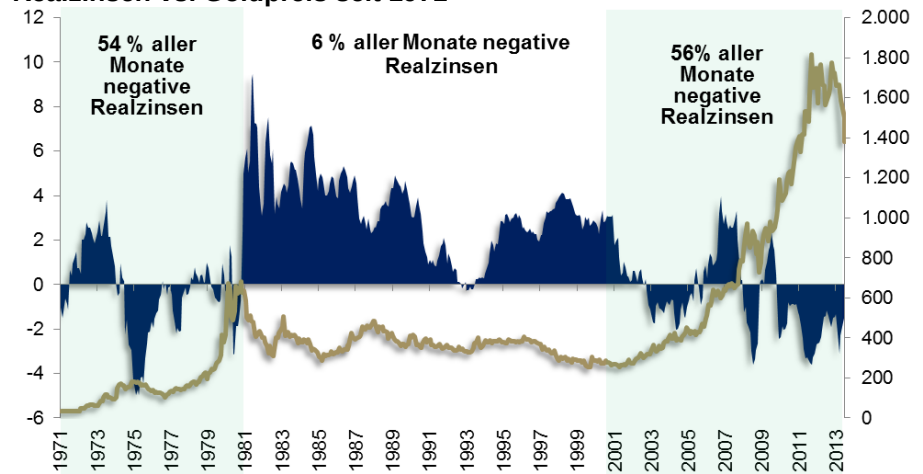
c) Negatives Realzinsniveau als perfektes Umfeld für Gold

Was bedeutet dies nun für den Goldpreis? Wir sind in den letzten Jahren bereits ausführlich darauf eingegangen, wieso ein negatives bzw. niedriges Realzinsniveau das Fundament für Goldpreisanstiege bedeutet. Die Bestätigung liefert der nachfolgende Chart. Er zeigt die Hausse der 70er-Jahre sowie die darauffolgende 20-jährige Baisse des Goldpreises.

⁶¹ “Major Themes”, TGSF Advisors

⁶² Vgl. “Global Economic Landscape Driving Today’s Energy Environment”, Kyle Bass

Realzinsen vs. Goldpreis seit 1971



Quelle: Incrementum AG, Federal Reserve St. Louis, Datastream

Ein ähnliches Ergebnis zeigt auch die nachfolgende Tabelle. Die erste Spalte zeigt den Prozentsatz jener Monate, in denen die Rendite von US-Treasuries unter 1% lag. Die zweite Spalte zeigt die nominelle Rendite von Gold für den genannten Zeitraum und die dritte Spalte zeigt die reale Rendite von Gold.

Dekade	% aller Monate mit Realzinsen unter 1%	Nomineller Return in Dekade	Realer Return in Dekade
1970er	50%	1.356%	627%
1980er	11%	-22%	-53%
1990er	25%	-28%	-46%
2000er	60%	281%	196%
2010-2013	64%	26%	20%

Quelle: IR&M, Bloomberg, Datastream

Wer somit von einem Ende des Goldbullenmarktes ausgeht, glaubt somit auch an steigende Realzinsen. Man sollte sich zur Überprüfung dieser These folgende Fragen stellen:

- Was würde mit dem bereits jetzt anämischen BIP-Wachstum passieren, wenn die Notenbanken das Zinsniveau deutlich erhöhen würden?
- Wie würden kurz- und langfristige Bondrenditen reagieren? Was wären die Auswirkungen auf Corporate Bonds und insb. Junk Bonds?
- Was wären die Auswirkungen auf Bewertungsmodelle (zB. für Aktien), für die der Zinssatz eine zentrale Einflussgröße darstellt?

d) Exkurs: Monetäre Tektonik - Inflation vs. Deflation

Die große Frage „**Inflation oder Deflation?**“ war in den letzten Jahren ein zentraler Streitgegenstand unter Ökonomen. Nachfolgend wollen wir das Thema aus der Perspektive der Österreichischen Schule der Nationalökonomie analysieren.

Die Wechselwirkung zwischen Inflation und Deflation lässt sich mit dem permanenten Gegeneinanderdrücken zweier tektonischer Platten vergleichen. Verschiedene Phänomene, wie zB. Eruptionen oder Erdbeben, die an der Oberfläche sichtbar sind, sind das Ergebnis von tief unter der Erde ablaufenden Prozessen.

„Sinkende Preise oder Preisdeflation sind nicht Ursachen von Wirtschafts- und Finanzkrisen, sondern deren Folgen- und zugleich deren Heilkur“

Roland Baader

Der natürliche Marktbereinigungsprozess der derzeitigen Krise wäre stark deflationär⁶³, nachdem eine Umkehr der Kreditausweitung stattfinden würde. Der Grund dafür liegt im heutigen Teilreservebankensystem. Der größte Teil des im Umlauf befindlichen Geldes ist durch Kreditschöpfung entstanden. Der weitaus kleinere Teil wird hingegen von Zentralbanken geschöpft. Die stattfindende Kredit-Deflation (Deleveraging) wird im Moment von überaus expansiver Zentralbankpolitik kompensiert. **Dies ist unserer Meinung nach ein Balanceakt auf Messers Schneide.**

Aufgrund der folgenden gravierenden Konsequenzen ist Deflation für die Politik ein Schreckensszenario, welches es um jeden Preis zu vermeiden gilt:

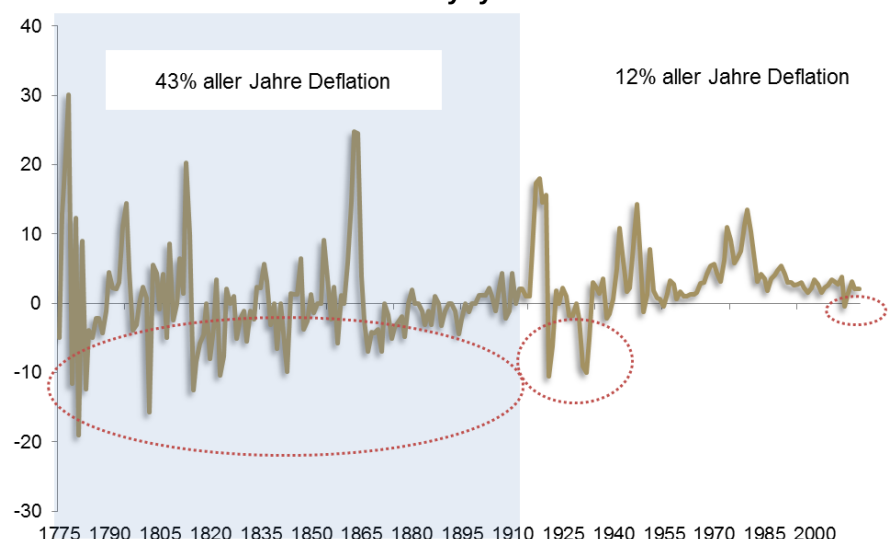
- Preisdeflation bewirkt eine reale Aufwertung von Schulden und eine nominelle Abwertung der Vermögenswerte.
- Schulden könnten nicht bedient werden.
- Gläubiger/Sparer würden nominell Geld verlieren.
- Massive Steuerausfälle für den Staat aufgrund sinkender Bemessungsgrundlagen.
- Deflation würde sich fatal auf große Teile des Bankensystems auswirken.
- Zentralbanken haben auch das Mandat, Finanzmarktstabilität zu gewährleisten.

“Inflation might be too low and the Federal Reserve may need to respond”

James Bullard, St. Louis Fed

Anhand der Grafik erkennt man, dass sich bis zur Gründung der Federal Reserve deflationäre und inflationäre Phasen abwechselten. Ab 1913 und insb. seit dem Ende von Bretton Woods hat sich dieses Bild jedoch radikal gewandelt: in lediglich 12% aller Jahre gab es auf Jahresvergleichsbasis Preisdeflation.

Kaum Preisdeflation seit 1971: CPI yoy seit 1775



Quelle: Professor Robert Sahr, Measuringworth.com, Incrementum AG

⁶³ Wobei Deflation im Sinne der Österreichischen Schule als eine Schrumpfung der Geldquantität und Steigerung der Geldqualität gesehen wird.

“To understand asset inflation, think of money and credit inflation as water coming out of a giant hose that has been stuck in the ground. The water must come out of somewhere, but you can’t be sure where. When the hose pumps out money, eventually some prices will have to rise. If CPI inflation is weak and falling, the pressure must flow to assets and push their prices up.”

Anthony Boeckh

Gemäß Austrian Business Cycle Theory steigen im Zuge des Inflationierungsprozesses zuerst die Preise von Kapitalgütern (=Asset Price Inflation), während die Verbraucherpreisinflation (=Teuerung) erst später einsetzt. Die derzeit stattfindende Asset Price Inflation ist an vielen Beispielen erkennbar. Die Preise für Antiquitäten, teure Weine, Oldtimer aber auch Immobilien und Aktien stiegen zuletzt stark an. Besonders deutlich wird das Phänomen am konkreten Beispiel bildender Kunst: 1980 kostete das teuerste Gemälde der Welt⁶⁴ lediglich USD 6,4 Millionen. Anschließend stiegen die Preise exponentiell, die Schallmauer von 100 Millionen wurde 2004 mit Picasso’s „Junge mit Pfeife“ durchbrochen. Cezanne’s „Die Kartenspieler“ ist aktuell mit USD 260 Mio. das teuerste Gemälde. Ein ähnliches Indiz gibt auch die Anzahl der Milliardäre: Während es in den 70er Jahren keinen einzigen Milliardär gab, so waren es in den 80er Jahren bereits 8 und aktuell sind es gemäß Forbes-Liste mehr als 1.400⁶⁵. **Die Ursache dieser Entwicklung liegt in der sukzessiven Aufblähung von Vermögenswerten und damit verbunden im Cantillon-Effekt.**

e) Ursprung der aktuellen Krise: 15. August 1971?

Es stellt sich die Frage ob die derzeitige Krise endogene oder exogene Ursachen hat. Exogene Schocks wären zB. Missernten, lokale Schuldenkrisen oder der Default einzelner Banken. Endogene Probleme sind hingegen auf eine systemimmanente Instabilität zurückzuführen. **Solche Probleme können lediglich mittels systemischer Reformen gelöst werden.**

Wir sind der festen Überzeugung, dass die Ursprünge der heutigen Schulden/Finanz/Systemkrise auf den 15. August 1971 zurückgehen, als Präsident Nixon das Bretton Woods-Abkommen mit den Worten: *“Your dollar will be worth just as much tomorrow as it is today. The effect of this action is to stabilize the dollar.”* beendete⁶⁶. Seitdem sank die Kaufkraft eines Dollars in Gold ausgedrückt von 0,75 Gramm je Dollar auf aktuell 20,7 Milligramm⁶⁷. Die sukzessive gesunkene Kaufkraft des Dollars versus Gold und Öl erkennt man auch auf nachfolgendem Chart. Im Vergleich dazu verlief die Kaufkraft von Öl in Gold gemessen seit 1971 volatil, aber über die Jahrzehnte gesehen relativ stabil.

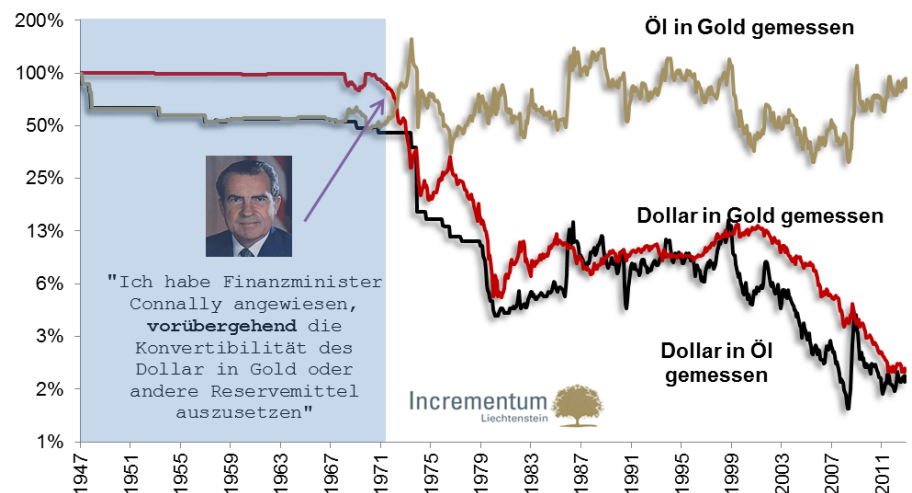
⁶⁴ William Turner „Juliet and her Nurse“

⁶⁵ Vgl. SilberBulletin 11/2013

⁶⁶ Auch wenn Nixon die „internationalen Geldspekulanten“ als Verursacher/Sündenböcke bezichtigte, so dürfte das Schließen des Goldfensters politisch motiviert gewesen sein. Nixon forderte von Fed Chairman Arthur Burns einen kurzfristigen konjunkturellen Stimulus und eine Dollarabwertung, um seine Chancen auf eine Wiederwahl zu erhöhen.

⁶⁷ Gemäß „Mint Act“ von 1792 war ein Dollar als 1,604 Gramm Gold bzw. 24,1 Gramm Silber definiert. Anfang des 20. Jahrhunderts wurde das Verhältnis auf 1,505 Gramm je Dollar verändert. 20,67 Dollar entsprachen somit einer Unze Gold. Bemerkenswert ist die Tatsache, dass nicht der Goldpreis in Dollar fixiert war, sondern vielmehr der Dollar als Gewicht des Goldes definiert war. Der Dollar entsprach somit Gold.

Kaufkraft von USD in Gold und Öl gemessen vs. Kaufkraft von Gold in Öl gemessen



"In an economic system, if the goal of the authorities is to reduce some particular risks, then the sum of all these suppressed risks will reappear one day through a massive increase in the systemic risk and this will happen because the future is unknowable."
Karl Popper

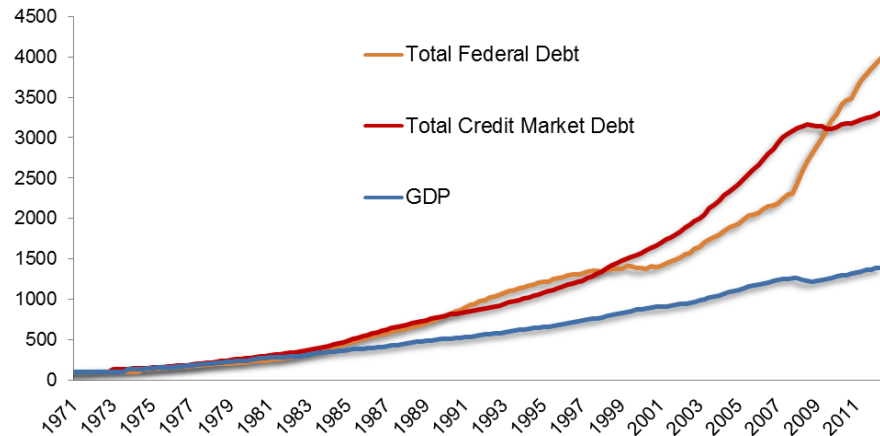
Die Gesamtsumme aller Risiken innerhalb eines Wirtschaftssystems ist immer konstant. Es stellt sich lediglich die Frage ob diese Risiken sukzessive in kleinen Dosen oder in einem großen Schwall zum Vorschein kommen. Der Versuch, Volatilität mit Hilfe von Konjunkturspritzen oder Notenbankinterventionen zu beseitigen oder zu unterdrücken, macht das System fehleranfälliger und fördert dessen Fragilität⁶⁸. Nassim Taleb vergleicht dies mit der Überdosierung mit Medikamenten. **Auch Hyman Minsky kritisierte die Intervention bei Krisen, seiner Meinung sind finanzielle Instabilität und Finanzkrisen schlichtweg Gegebenheiten des Wirtschaftslebens⁶⁹.**

Schon lange bevor die derzeitige Krise offensichtlich wurde, hat sich das Schuldenwachstum klar von der Realwirtschaft abgekoppelt. Das schuldeninduzierte Wachstum erkennt man eindrucksvoll auf nachfolgendem Chart. So stieg die „total credit market debt“ in den USA seit 1971 um den Faktor 33, der Gesamtschuldenstand um den Faktor 39 und das BIP lediglich um den Faktor 14.

⁶⁸ Zudem werden die unterdrückten Volatilitäten seitens der quantitativen Risikomodelle (value at risk etc.) unterschätzt

⁶⁹ Vgl. „Es ist an der Zeit, etwas Minsky zu lesen“, Lars Schall

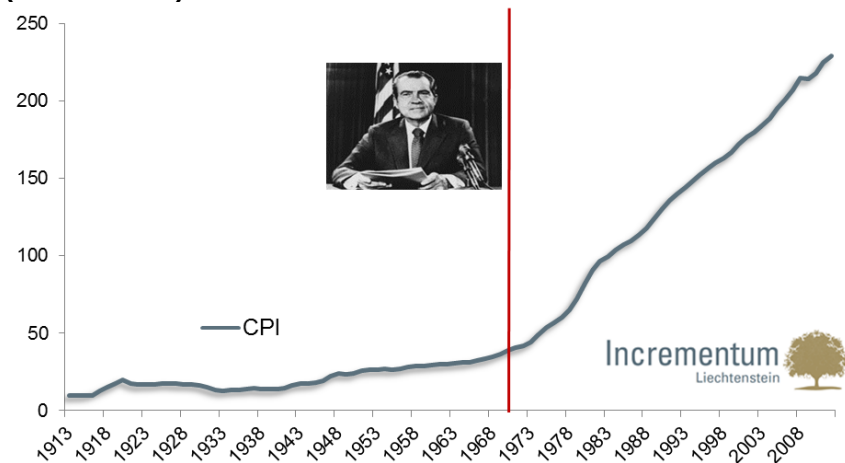
BIP, Gesamtschulden und Total Credit Market Debt seit 1971 (auf 100 indexiert)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Auch was die Teuerungsraten angeht befinden wir uns seit 1971 in einem neuen Paradigma. Sehr eindrücklich zeigt dies der Konsumentenpreisindex der USA seit 1913.

Konsumentenpreise in den USA seit 100 Jahren (CPI indexiert)



Quelle: Incrementum AG, Federal Reserve St. Louis

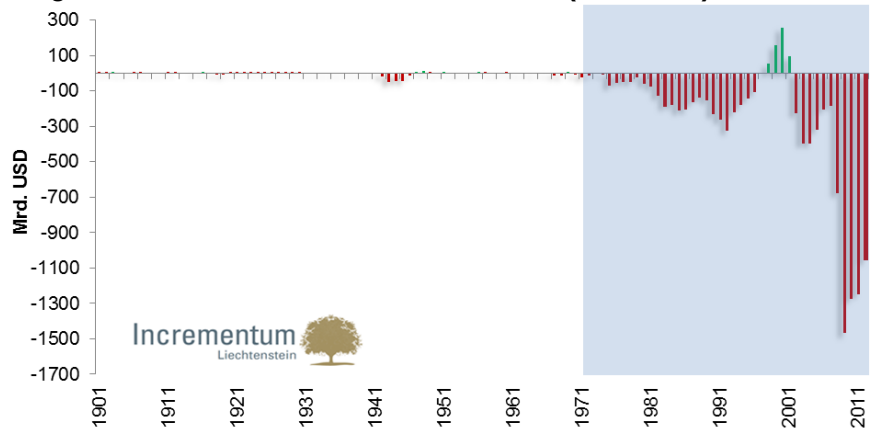
“Simplistically, if capital is stored effort, then debt is borrowed effort: either someone else’s or your own estimated future output.”

Adjusting for Zero, Deutsche Bank,

Diesen Paradigmenwechsel vor 42 Jahren erkennt man auch anhand der nachfolgenden Grafik. Hohe Defizite über Dekaden hinweg sind ein Phänomen der Periode nach Bretton Woods⁷⁰. Vor dieser Zeit waren Budgets – ausgenommen in Kriegszeiten – meist ausgeglichen. Noch nie in der Geschichte haben so viele Länder über so lange Zeiträume keine Überschüsse erzielt. In den USA gab es in 40 von 44 Jahren Defizite und in Großbritannien in 51 der letzten 60 Jahre. Italien, Portugal und Frankreich haben seitdem es zuverlässigere Daten gibt (1960, 1977 bzw. 1978) jeweils ausschließlich Defizite ausgewiesen.

⁷⁰ Vgl. “LT Asset Return Study”, Deutsche Bank Global Markets Research

Budgetüberschuss- bzw. Defizit in Mrd. USD (US Deficit)



Quelle: Incrementum AG, Federal Reserve St. Louis

f) Cantillon Effekt beschreibt ungleiche Distribution von neu geschaffenem Geld

“Both Keynesians and Monetarists build their models on the assumption that money is neutral with regard to the economic outcome. In other words, the mainstream economists believe that monetary policy should be used to increase aggregate demand in the short run and by so doing will not in any way affect the economic structure over the long run.”
Ludwig von Mises

Es ist ein Trugschluss zu glauben, dass eine einzige Zahl (der CPI) das Preisniveau für alle Waren und Dienstleistungen und somit die inverse Kaufkraftentwicklung des Geldes abbilden kann. Die Präferenzen der Marktteilnehmer verschieben sich ständig und sind eine dynamische Manifestation der individuellen Werteskalen⁷¹. Ebenso falsch ist es zu glauben, dass jede neue geschaffene Einheit von Geld gleiche Auswirkungen auf das Preisniveau hat. **Tendenziell wird sich das Preisniveau erhöhen, jedoch unterschiedlich stark und schnell.**

Der irische Bankier und Ökonom Richard Cantillon hat dies erstmals **erkannt**. Der nach ihm benannte Cantillon Effekt beschreibt die Tatsache, dass neu geschaffenes Geld weder *gleichmäßig* noch *gleichzeitig* auf die Bevölkerung verteilt wird. Dies bedeutet, dass Geldnutzer teilweise von der Teuerung profitieren, teilweise darunter leiden. Die Geldausweitung ist deshalb niemals neutral. Marktteilnehmer, die das neue Geld früh erhalten und gegen Güter tauschen profitieren im Vergleich zu denen, die das neu geschaffene Geld erst später erhalten, nachdem sie noch zu relativ unveränderten Preisen kaufen können. **Es kommt zu einem Vermögenstransfer bzw. einer versteckten Steuer von späten Geldnutzern hin zu frühen Geldnutzern.**

“Inflation is the process of making addition to currencies not based on a commensurate increase in the production of goods.”
Federal Reserve Bulletin, 1919

Friedrich August von Hayek verglich den Cantillon Effekt mit dem **Gießen von Honig in eine Untertasse**. Der Honig verteilt sich nur langsam von der Mitte hin nach außen. Auch die Preise steigen nicht gleichmäßig. So sind die Preisniveaus beispielsweise in Städten höher, die von Geldmengeninflation profitieren⁷². Auf globaler Basis bedeutet dies, dass der Emittent der Weltleitwährung – in diesem Falle der Dollar – am stärksten von der Inflationierung profitiert und der größte Nutznießer des Cantillon-Effektes ist⁷³.

⁷¹ Vgl. „The Causes of Price Inflation & Deflation: Fundamental Economic Principles The Deflationists have Ignored“, Laura Davidson, Libertarian Papers

⁷² Ein Charakteristikum internationaler Finanzmetropolen ist üblicherweise ein wesentlich höheres Preisniveau.

⁷³ Vgl. „The Amphora Report – The Curse of the Reserve Currency“

Steigt die Geldmenge in einer Phase geringer Wirtschaftsaktivität, so kann das Ausweiten der Geldmenge auch ohne Preisanstieg ablaufen.

Allerdings erfolgt auch hier eine Umverteilung, wenngleich sie nicht unmittelbar ersichtlich ist: Die höhere Geldmenge verhindert, dass die Preise auf das Niveau absinken, das ohne Geldmengenvermehrung erreicht worden wäre. Deshalb profitieren Produzenten, nachdem deren Güterpreise künstlich hoch bleiben. Die Konsumenten verlieren hingegen, weil die Geldmengen-ausweitung verhindert, dass die Güterpreise sinken und so die Kaufkraft des Geldes ansteigt⁷⁴.

Cantillon Effekt führt zu ungleicher Einkommensverteilung – GINI-Koeffizient bestätigt dies

Die ungleiche Einkommensverteilung eskaliert derzeit und führt zu wachsenden sozialen Spannungen. Zwischen 1979 und 2011 wuchs das durchschnittliche Haushalteinkommen um 64%, während das Einkommen der obersten 1% der Haushalte um knapp 300% anstieg und das Einkommen des untersten Quintils nur um 18% wuchs⁷⁵. Diese stark steigende Konzentration von Vermögen erkennt man anhand des GINI-Koeffizienten⁷⁶, der in vielen Ländern bereits Höchstwerte erreicht hat. Dies bedeutet, dass die Extreme am unteren und oberen Ende der Einkommensskala immer ausgeprägter werden, während die klassische Mittelschicht an Bedeutung verliert. So liegt der GINI-Koeffizient in den USA beispielsweise auf dem gleichen Niveau wie in den 1920er Jahren vor der Großen Depression. Dies ist kein Zufall, denn der normale Umgang des Kapitalismus mit einer solchen Konzentration von Vermögen ist normalerweise eine bereinigende Finanzkrise. Nachdem sich im Zuge von „too big to fail“ der moral hazard verstärkt hat, hat das Momentum der Umverteilung nun hingegen noch weiter zugenommen⁷⁷.

⁷⁴ Vgl. „Cantillons Erkenntnisse“, Prof Dr. Thorsten Polleit

⁷⁵ Vgl. Wikipedia, Income equality in the United States

⁷⁶ Der GINI-Koeffizient ist ein statistisches Maß, das die Ungleichverteilung von Einkommen und Vermögen anzeigt. Der Koeffizient variiert zwischen 0 (komplette Gleichverteilung des Besitzes) und 1 (völlige Ungleichheit, sämtliche Reichtümer in der Hand von einer Person).

⁷⁷ Vgl. „Greed&Fear“, CLSA, Christopher Wood, 3. Mai 2013

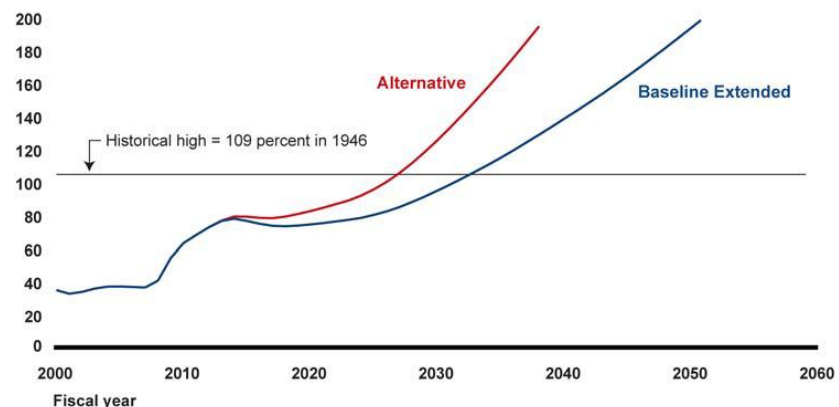
5. STRUKTURELLE ÜBERSCHULDUNG SPRICHT FÜR WEITERE AUFWERTUNG VON GOLD

...Verschuldung ist nichts Weiteres als vorgezogener Konsum, der in der Zukunft ausfällt...

Wenn es selbst in Zeiten wirtschaftlicher Prosperität nicht möglich ist, Überschüsse zu erwirtschaften, so liegt es auf der Hand, dass die Probleme systemischer Natur sind. Aufgrund von Zins und Zinseszins wachsen Schulden exponentiell. Sobald die Schulden und die Zinsleistung schneller steigen als die Einnahmen, beginnt der Teufelskreis der Überschuldung.

Aktuell sind die Industrienationen weiterhin mit der höchsten Staatsverschuldung in Friedenszeiten konfrontiert. In den USA sieht der Rechnungshof einen langfristig *unhaltbaren finanzpolitischen Pfad*⁷⁸. Steigende Schulden werden in den beiden nachfolgend veranschaulichten Szenarien durch ein fundamentales Ungleichgewicht zwischen Einnahmen und Ausgaben, demografischen Veränderungen und stark steigenden Kosten des Gesundheitswesens verursacht.

Zukünftiger Verschuldungsgrad in zwei unterschiedlichen Szenarien (in % des BIP)



Quelle: Government Accountability Office

Die zwei oben genannten Szenarien zeigen jedoch nur eine Seite der Medaille. Das „Fiscal Gap“ inkludiert auch die Verbindlichkeiten und Garantien der Bundesstaaten, Behörden und Pensionskassen und zeigt ein noch wesentlich dramatischeres Bild der Überschuldung. Im Alternativszenario des GAO beträgt das Fiscal Gap derzeit 8% des BIP's, dh. die Einnahmen müssten um 44% erhöht werden bzw. die Ausgaben um 32% verringert (oder eine Kombination) um das Fiscal Gap bis 2087 zu schließen⁷⁹.

Die Demografie dürfte für die Industrienationen die größte langfristige Herausforderung darstellen. Die Lebenserwartung hat sich in den letzten 100 Jahren verdoppelt, während sich die Fertilität in den Industrienationen halbiert hat. Das Rentenankrittsalter hat sich jedoch kaum verändert, woraus resultiert, dass sich der sogenannte Altenquotient⁸⁰ signifikant verschlechtert hat. Lag der Anteil der Rentner im Jahre 1950 noch bei 14%,

⁷⁸ Government Accountability Office, GAO

⁷⁹ Vgl. Government Accountability Office (GAO), The Federal Government's Long-Term Fiscal Outlook, Spring 2013 Update

⁸⁰ „Old-age dependency ratio“, dh. die Anzahl der Personen über 65 Jahren geteilt durch die Zahl der Personen im erwerbsfähigen Alter zwischen 14 und 65 Jahren

so sind es heute bereits 31% und 2050 vermutlich 57%. In Japan liegt der Wert aktuell bereits bei 35% und wird bis 2050 auf 70% ansteigen⁸¹.

a) Deutlich abnehmender Grenznutzen neuer Schulden

“The utility resulting from any small increase in wealth will be inversely proportionate to the quantity of goods previously possessed.”

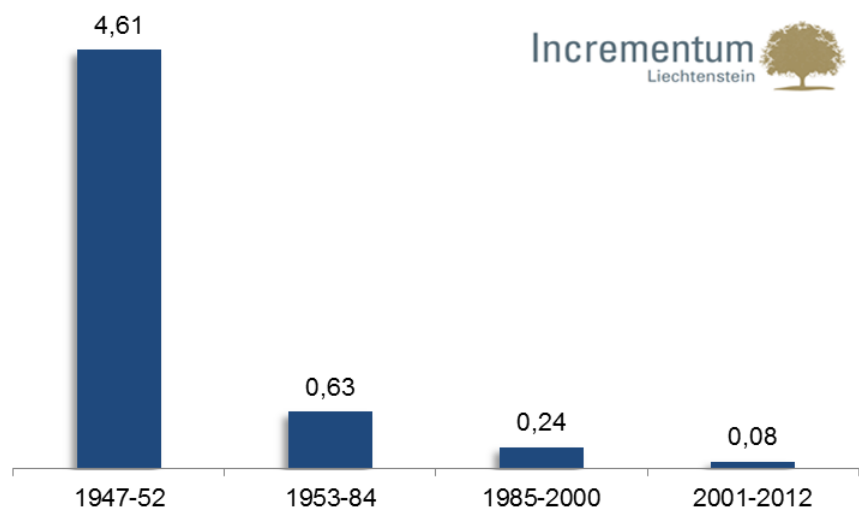
Daniel Bernoulli

Das erste Gossensche Gesetz besagt: „Die Größe eines und desselben Genusses nimmt, wenn wir mit Bereitung des Genusses ununterbrochen fortfahren, fortwährend ab, bis zuletzt Sättigung eintritt“. Dies bedeutet, dass der Konsum eines Gutes bei zunehmender Menge sukzessive geringeren Grenznutzen stiftet. Oftmals können sogar Produktionsfaktoren zerstört werden⁸². **Dieses Gesetz ist allgemein gültig und lässt sich auf eine Vielzahl von verschiedenen Bereichen anwenden⁸³.**

Deutlich abnehmender
Grenznutzen neuer Schulden

Den stark abnehmenden Grenznutzen neuer Schuldeneinheiten erkennt man auf nachfolgendem Chart. Während zwischen 1947 und 1952 ein Dollar an Neuverschuldung noch USD 4,61 an BIP-Steigerung auslöste, so sind es seit 2001 nur noch 8 Cents. Dies erklärt auch, wieso Stimulus-Programme mittlerweile nur noch anämisches Wachstum bewirken können. **Sobald die Schulden-Dosis nicht zunehmend stärker gesteigert wird bzw. sogar abgesetzt wird, werden die Entzugserscheinungen vermutlich schmerzlich sein.**

Anstieg des realen BIP pro Dollar höherer Schulden



Quelle: Ned Davis Research, Gary Shilling, Federal Reserve

Expansion der Geldmenge hat kurzfristig geringe Auswirkung auf BIP-Wachstum, langfristig sogar kontraproduktive Konsequenzen

Die Erkenntnis, wonach schuldenfinanzierte Stimuli nur kurzfristig Linderung bewirken, wird auch von zahlreichen akademischen Studien

⁸¹ Vgl. „Ending the Era of Ponzi Finance“, Boston Consulting Group

⁸² Wikipedia, „Gossensches Gesetz“: Paradebeispiel ist der Konsum von Nahrungsmitteln, bei denen typischerweise Sättigung eintritt (und in der Folge der Grenznutzen auch negativ werden kann). So stiftet der Genuss eines ersten Glases Wasser durch einen Durstigen einen sehr hohen Nutzen, wohingegen das zweite bereits einen etwas geringeren, das dritte wiederum etwas weniger zusätzlichen Nutzen bringt und das vierte vielleicht schon Völlegefühl oder Übelkeit verursacht, dh. der Grenznutzen schlägt ins Negative um. Der Extremfall könnte so weit gehen, dass man im Wasser ertrinkt, falls zu viel davon da ist.

⁸³ Eine Analogie zur Natur: Es ist mit Hilfe von Dünger möglich, die Produktivität des Bodens zu erhöhen. Übertreibt man jedoch, so tritt eine Überdüngung auf und jede zusätzliche Einheit Dünger ist zwecklos, der Boden ist zerstört.

Robert Lucas bezeichnete monetäre Expansion als kausale Illusion und Täuschung der Marktteilnehmer

“The decline of the value of each dollar is in exact proportion to the gain in the number of them.”
Keith Weiner

“Capital will always go where it’s welcome and stay where it’s well treated.”
Wriston’s Law of Capital

„Die Politik der öffentlichen Verschuldung hat nach und nach jeden Staat geschwächt, der sich ihrer bedient hat.“
Adam Smith

bestätigt. Gemäß Paul Vreymans⁸⁴ erweist sich die Expansion der Geldmenge auf das BIP-Wachstum als statistisch kaum signifikanter Wert von 0,1102. Der Effekt beschränkt sich in erster Linie auf das erste Quartal nach der Injektion, während der kurzfristige Wachstumseffekt anschließend rasch abflaut und sich in den nachfolgenden Quartalen kontraproduktiv auswirkt.

Ähnliches wurde auch von Robert Lucas in seiner Nobelpreis-Rede⁸⁵ konstatiert. Monetäre Expansion hat praktisch keinerlei Einfluss auf Wirtschaftswachstum, sie ist eine kausale Illusion. Vielmehr sieht Lucas darin eine Täuschung aller Marktteilnehmer, nachdem der wichtigste Preis der Marktwirtschaft verfälscht wird und die Funktion des Geldes als Wertaufbewahrungsmittel zerstört wird. Dies führt zu Fehlallokationen von Kapital. Geldpolitik – unabhängig davon ob expansiv oder restriktiv – ist gemäß Lucas nicht im Stande, das Output-Niveau zu beeinflussen⁸⁶. **Dies erklärt auch, wieso die derzeit real vorhandenen Probleme nicht mittels monetärer Stimuli gelöst werden können.**

Dass eine starke Erhöhung der Geldmengenbasis historisch gesehen ein sicheres Rezept für höhere Teuerungsraten war, konstatiert auch die Federal Reserve⁸⁷. Gemäß Studie ist expansive Geldpolitik nur empfehlenswert, wenn die Öffentlichkeit versteht, dass der Anstieg lediglich temporär ist und die Notenbank Glaubwürdigkeit hinsichtlich niedriger, stabiler Teuerungsraten verankern kann.

b) Finanzielle Repression – die vermeintliche Lösung der Schuldenkrise?

Aufgrund der vorhin genannten Tatsachen steht ein Großteil der westlichen Nationen vor der Wahl zwischen rigiden Ausgabenkürzungen, deutlichen Steuererhöhungen (oder einer Kombination beider) bzw. einer etwas subtileren Methode, nämlich **ausgeprägter finanzieller Repression**. Nachdem die Zeit vor den Wahlen stets eine „Periode fokussierter Unvernunft“⁸⁸ darstellt, kann rasch die vermeintliche Zauberformel gefunden werden, nachdem die politischen Implikationen rigider Sparpakete und deutlicher Steuererhöhungen weitgehend unpopulär und für eine Wiederwahl äußerst hinderlich sind. Zudem gehen – wie man derzeit auch verfolgen kann - „Austerity“-Maßnahmen häufig mit sozialen Unruhen einher⁸⁹.

Erstmals wurde der Begriff der „finanziellen Repression“ 1973 von McKinnon und Shaw⁹⁰ verwendet und im Zuge der aktuellen Krise von Reinhart&Sbrancia in ihrem Paper „The Liquidation of Government Debt“ wiederentdeckt. Gemäß Definition bezeichnet finanzielle Repression eine Wirtschaftspolitik, in der Kapitalverkehrskontrollen und Regulierungs-vorschriften seitens Regierungen und Zentralbanken

⁸⁴ “The Monetary Stimulus Myth – An Evidence based Analysis“, Paul Vreymans

⁸⁵ http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/1995/lucas-lecture.pdf

⁸⁶ Vgl. “Transmissionsprozess: Die Rolle von Erwartungen und imperfekter Information“, Daniel Niedermayer

⁸⁷ Vgl. “Doubling Your Monetary Base and Surviving: Some International Experience“, Fed St. Louis, Richard G. Anderson, Charles S. Gascon und Yang Liu

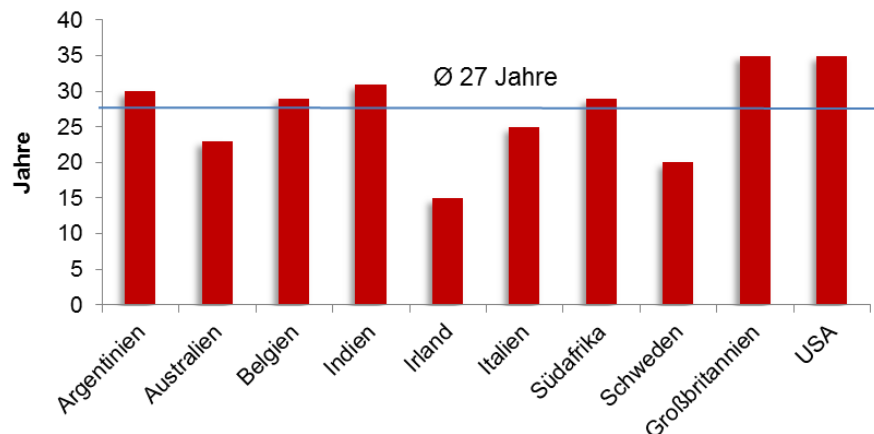
⁸⁸ Michael Häupl, Bürgermeister von Wien, SPÖ

⁸⁹ Gemäß Bridgewater steigt ab jährlichen Ausgabenkürzungen in Höhe von 3% des BIP's die Häufigkeit von Protesten, Streiks und Unruhen deutlich an

⁹⁰ Vgl. “Money and Capital in Economic Development“ bzw. “Financial Deepening in Economic Development“

implementiert werden, die die Finanzmarktpreise verzerren sollen⁹¹.
 Finanzielle Repression bedeutet immer eine Kombination unterschiedlicher Maßnahmen, die dazu führen, dass das Anlageuniversum für Investoren deutlich eingeschränkt wird. Gelder werden somit in Richtungen kanalisiert, die in einem liberaleren Umfeld in andere Assetklassen fließen würden.
Außerdem soll ein „home bias“ geschaffen werden, mit dem expliziten Ziel, der öffentlichen Hand die Schuldenfinanzierung zu erleichtern.

Dauer unterschiedlicher Episoden finanzieller Repression



Quelle: Reinhart & Sbrancia, Incrementum AG

Eines der wichtigsten Ziele der finanziellen Repression ist, die nominalen Zinssätze niedriger zu halten als die Teuerungsrate. Dies senkt die Zinsaufwendungen des Staates und trägt zur realen Reduktion der Schuldenlast bei. Des einen Freudⁱ, des anderen Leid: Gemäß Weltbank liegen die Realzinsen aktuell in 23 Ländern im negative Terrain.
Weltweit verlieren Sparer so ca. EUR 100 Mrd. pro Jahr⁹².

Die Säulen der finanziellen Repression⁹³:

- Strikte Anlagevorschriften (Solvency II, Basel III) - so muss zB. für europäische Staatsanleihen unter dem Vorwand attraktiverer Liquiditätskennzahlen und nicht vorhandenen Risikos kein Eigenkapital unterlegt werden.
- Negative Realzinsen
- Zinsobergrenzen (künstlich fixierte Höchstzinssätze), die langfristigen Zinsen liegen somit deutlich niedriger, als es das fundamentale Bild suggerieren würde
- Durchsetzung einer direkten Kreditvergabepolitik (zB. China)
- Verstaatlichungen
- Regulierung von grenzüberschreitendem Kapitalverkehr (zB. wird in Brasilien eine Steuer auf ausländische Kapitalzuflüsse eingehoben)
- Verbot unerwünschter Handelspraktiken, wie zB. naked shortselling
- Zwangsanleihen
- Besitzverbot bestimmter Vermögenswerte (zB. Gold?)

⁹¹ Vgl. "Finanzielle Repression findet bereits statt", Allianz Global Investors, Stefan Hofrichter

⁹² <http://www.boerse.de/geldanlage/Aktienhaesse-2-Der-Mut-zum-Risiko-wird-belohnt-/7400888>

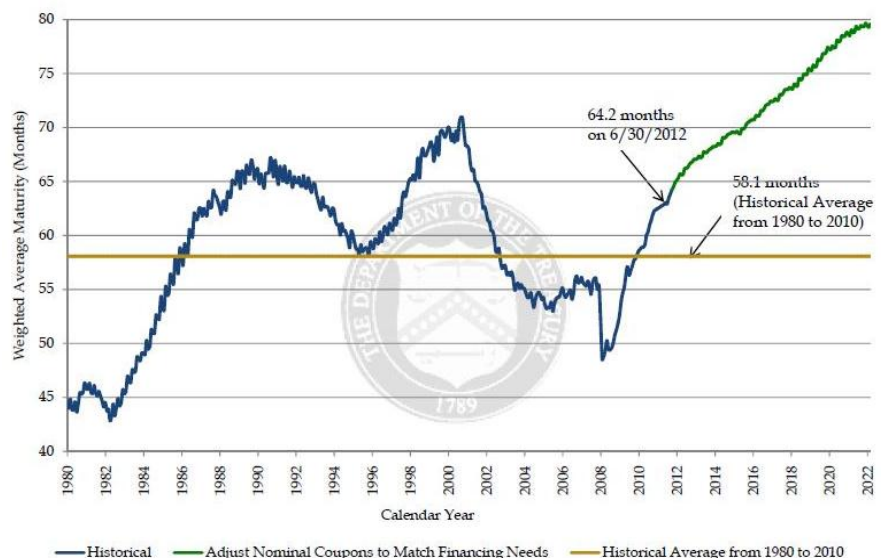
⁹³ Vgl. "The Liquidation of Government Debt", Carmen Reinhart and M. Belen Sbrancia

- Sondersteuern (zB. Wertpapiersteuern, Finanztransaktionssteuern, Vermögenssteuern, Erhöhung der Mehrwertsteuer auf Silber, Importsteuern auf Gold in Indien etc.)
- Direkte Interventionen, wie zB. staatliche Eingriffe in Pensionsfonds (Portugal, Irland, Frankreich, Ungarn) und nachfolgende Umschichtung von Assets zugunsten von Staatsanleihen
- Wachsende Diskrepanz zwischen Finanzierungskosten für Private vs. Staaten.
- Haircuts auf Bankeinlagen (siehe zB. Zypern)
- Interventionen auf der Zinskurve (zB. Operation Twist)

“If a policy is pursued over a long period which postpones and delays necessary movements, the result must be that what ought to have been a gradual process of change becomes in the end a problem of the necessity of mass transfers within a short period.”
Friedrich August von Hayek

Als Standardbeispiel für die „Erfolgsgeschichte“ der Finanziellen Repression wird meist die Nachkriegszeit in den USA genannt. In der sogenannten „Regulation Q“ wurden Zinszahlungen auf Sichteinlagen verboten, internationale Kapitalströme streng reguliert und das Goldbesitzverbot für Privatpersonen strenger exekutiert. Zudem wurden liquide Bonds mit kurzfristigen Laufzeiten in illiquide langläufige Bonds getauscht. Hier erkennt man eine weitere Parallele zur Gegenwart, nachdem die Erhöhung der Laufzeit der ausstehenden Bonds⁹⁴ eine zentrale Komponente von Finanzrepression darstellt⁹⁵.

Gewichtete durchschnittliche Laufzeit in Monaten



Quelle: U.S. Treasury Office of Debt Management, Econbrowser.com

Vergleich mit Erfolg der Finanzrepression der Nachkriegszeit nicht zulässig – twin deleveraging wäre hyperdeflationär

Wir sind der Meinung, dass der Vergleich zwischen der Finanzrepression der Nachkriegszeit und der gegenwärtigen Situation nicht zulässig ist. Zwar war die öffentliche Verschuldung in der Nachkriegszeit wesentlich höher, jedoch waren private Haushalte, Banken und Unternehmen zu dieser Zeit nur unwesentlich verschuldet. Heute wäre ein „twin deleveraging“ hyperdeflationär. Zudem profitierte die Realwirtschaft von der enormen Investitionstätigkeit im Zuge des Wiederaufbaus, von Urbanisierung, zunehmender Handelsliberalisierung und insbesondere von den wesentlich günstigeren demographischen Voraussetzungen.

⁹⁴ Maturity Extension Program – MEP

⁹⁵ Vgl. „The Solution...is the Problem, Part II“, Eric Sprott & Etienne Bordeleau, Sprott Asset Management

Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung und Boston Consulting Group empfehlen Zwangsanleihen und Vermögenssteuern

Das Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung (DIW) hält Zwangsanleihen für ein probates Mittel gegen die Überschuldung.

Solche Bonds gab es bereits oftmals in der Geschichte, allerdings meist zur Finanzierung von Kriegen. Eine solche Zwangsabgabe für alle Vermögen über EUR 250.000 in Höhe von 10% würde für den deutschen Staatshaushalt einen Erlös von EUR 230 Mrd. bringen. Ähnliches empfiehlt auch die Boston Consulting Group⁹⁶. Es sei „*naheliegend, diejenigen, die Vermögenswerte besitzen, die letztlich auch faktisch der Illusion unterliegen, dass die noch völlig belegt und zurückgezahlt werden, durch eine Steuer zu belegen und auf diese Art und Weise sozusagen die Party aufzuräumen, die Hinterlassenschaften der letzten 30 Jahre aufzuräumen.*“, so Daniel Stelter, Senior Partner bei BCG. **Lediglich eine Steuer auf Bankguthaben à la Zypern einzufordern sei lt. Stelter zu wenig. Er schlägt eine Kombination aus Vermögensabgaben, Vermögenssteuern und einer Erbschaftssteuer vor.**

Fazit

Wir erwarten, dass finanzielle Repression in ihren unterschiedlichsten Facetten, im Laufe der nächsten Jahre immer mehr an Bedeutung gewinnen wird. Wir halten dies für eine langfristig verheerende Strategie, nachdem lediglich eine Umverteilung und zeitliche Verzögerung, jedoch keinerlei Problemlösung stattfindet.

⁹⁶ <http://deutsche-wirtschafts-nachrichten.de/2013/04/22/boston-consulting-euro-krise-muss-mit-radikaler-enteignung-geloest-werden/>

6. BEWERTUNGSANSÄTZE FÜR DEN GOLDPREIS

“Value does not exist outside the consciousness of men.”
Carl Menger

Gemäß Carl Menger, dem Begründer der Österreichischen Schule der Nationalökonomie, ergibt sich der Wert eines Gutes aus dem **erwarteten Grenznutzen des bewertenden Individuums**. Der Wert eines Gutes oder einer Dienstleistung ist somit keine objektive Größe, sondern stets das Resultat eines subjektiven Bewertungsaktes. Da es ebenso viele verschiedene Präferenzskalen wie Menschen gibt (und weil sich diese Rangfolge der Wertschätzungen auch permanent ändert), kann der Wert einer Sache oder einer Leistung niemals objektiv feststellbar sein. **Die Errechnung eines „fairen Wertes“ für Gold ist deshalb unmöglich.**

a) Quantitatives Bewertungsmodell: Szenario-Analyse

„In an ideal state of society perhaps the intrinsic quality of money might entirely disappear and be replaced by the value derived from the control of the state. But for that to occur the control of the state would need to be perfect in authority and god-like in intelligence”
Aristoteles

Um dennoch eine „Bewertung“ für den Goldpreis abgeben zu können, haben wir ein Modell erstellt, bei dem wir ein möglichst breites Spektrum an unterschiedlichen Erwartungshaltungen der Marktteilnehmer berücksichtigen. Dies ist gleichzeitig auch ein Versuch, die Vielfalt der aktuell besonders gegensätzlichen Meinungen in Bezug auf die zukünftige Goldpreisentwicklung zu erklären.

Ausgangspunkt unserer Überlegungen ist stets die monetäre Betrachtungsweise von Gold. Insofern sind die (oftmals impliziten) Annahmen der Marktteilnehmer über die weitere Geldpolitik der USA essentiell. Wir denken, dass hier folgende zwei Parameter von entscheidender Bedeutung sind:

1. Die zukünftige Entwicklung der Zentralbankbilanz
2. Der zukünftige implizite Deckungsgrad der Bilanz durch Gold

Zur Erläuterung des historischen Golddeckungsgrades der US-Zentralbankbilanz:

In einem Währungssystem mit einem hundertprozentigen Goldstandard würde die Bilanz der Zentralbank einen Deckungsgrad von 100 Prozent Gold aufweisen. Der Gegenwert des gesamten ausgegebenen Bargeldes sowie aller Bankreserven von Kommerzbanken bei der Zentralbank wären somit mit Gold gedeckt.

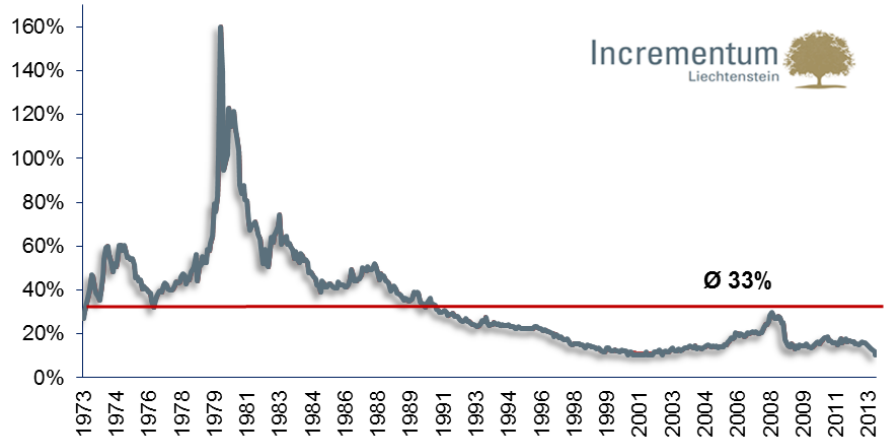
Durchschnittlicher Gold-Deckungsgrad der US-Zentralbankbilanz beträgt seit 1971 33%

Im Federal Reserve Act von 1914 war eine Golddeckung von mindestens 40% vorgeschrieben. Würde diese Marke heute erreicht werden, müsste der Goldpreis auf USD 5.100 steigen. Von 1945 bis 1971 war lediglich eine 25%ige Deckung notwendig. Bei einer 25%igen Deckung läge der Goldpreis nun bei USD 3.200. Seit dem Ende des Bretton Woods Systems ist keine Golddeckung mehr vorgeschrieben. Trotzdem halten die Zentralbanken weiterhin Goldreserven⁹⁷. Seit 1971 schwankt die Golddeckung aufgrund des freien Marktpreises von Gold relativ stark.

Der durchschnittliche Deckungsgrad seit 1973 beträgt 33%. Die minimale Golddeckung lag bei etwas über 10% und die maximale bei 160%. Zu aktuellen Kursen beläuft sich die Golddeckung auf 11,5%.

⁹⁷ Ob dies nur aus „Tradition“ erfolgt oder ob Zentralbanken hinter vorgehaltener Hand Gold nach wie vor als Geld erachten ist bis zum heutigen Zeitpunkt nicht geklärt.

Golddeckung der Basisgeldmenge in % (Marktwert der US-Goldreserven / Basisgeldmenge)



Quelle: Incrementum AG, QB Asset Management, Federal Reserve St. Louis

Eine Änderung des Golddeckungsgrades kann durch zwei Faktoren bedingt sein: durch die Änderung des Marktpreises oder durch die Änderung des Goldbestandes der Zentralbank. Die US-Zentralbank hat seit 1980 denselben Bestand an Gold⁹⁸. Wir gehen nicht davon aus, dass sich dieser Bestand in den kommenden Jahren signifikant verändern wird. Für den theoretischen Fall einer Änderung der Golddeckungsrate via Aufstockung oder Abbau der Reserven, würde sich dies definitiv auf den Preis niederschlagen und wäre de facto mit einer Preissteigerung bzw. Preisreduktion des Goldpreises verbunden.

**Monetarisierungsgrad drückt
Vertrauen in FIAT-Geld aus**

Eine Grundannahme unseres Modells ist, dass sich verstärkte Zentralbankbilanzausweitungen langfristig in höheren Marktpreisen und damit auch höheren Golddeckungsgraden auswirken und vice versa. Der Golddeckungsgrad drückt gewissermaßen auch den „Monetarisierungsgrad“ des Goldes aus. Analog dazu ist es konsistent, dass in einem Umfeld von steigendem Vertrauen in FIAT-Geld der Monetarisierungsgrad des Goldes bzw. die Golddeckung tendenziell fällt.

Um nun anhand der beiden Parameter (Zentralbankbilanz und impliziter Golddeckungsgrad) Preisziele zu errechnen, haben wir betreffend des weiteren Verlaufes von Quantitative Easing (QE) folgende vier Szenarien erstellt und jeweils mit unterschiedlich hohen Eintrittswahrscheinlichkeiten gewichtet⁹⁹:

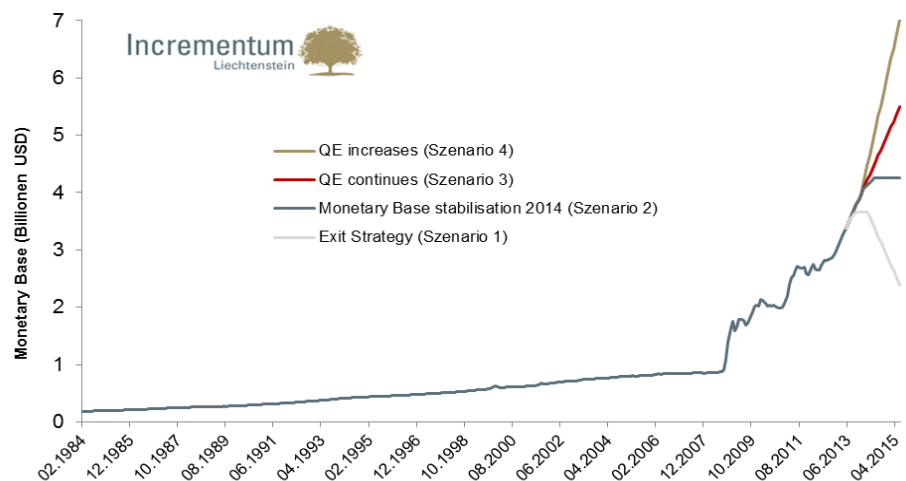
1. **Exit nach Plan (25% Wahrscheinlichkeit):**
FED bremst QE („tapering“), stellt dann QE ein und beginnt mit Exit.
2. **QE Bremse und Stabilisierung (30% Wahrscheinlichkeit):**
FED bremst QE, beendet QE anschließend und belässt die Bilanz anschließend stabil.

⁹⁸ Technisch gesehen ist das US-Finanzministerium der Eigentümer, die Zentralbank verwaltet das Gold lediglich.

⁹⁹ Wir möchten darauf hinweisen, dass diese Annahmen klar von der Erste Group Research-Meinung abweichen. Siehe dazu „Fed: weniger Abwärtsrisiken aber niedrige Inflation“ https://produkte.erstegroup.com/modules/res/ResearchPDF.php?ID_ENTRY=21596&PDF=DD_EGOBOFLKOINNGGGKBBOJIKBABBMMH bzw. „Zinsausblick Eurozone/USA“: https://produkte.erstegroup.com/modules/res/ResearchPDF.php?ID_ENTRY=21525&PDF=FF_GFJMDIFPPCNBJEMDNLOBGBKAOHFPP

3. **QE hält an (30% Wahrscheinlichkeit):**
Die Notenbankkäufe werden mindestens noch auf Sicht der kommenden 24 Monaten in der jetzigen Höhe fortgesetzt.
4. **QE beschleunigt sich (15% Wahrscheinlichkeit):**
Negative konjunkturelle Entwicklungen und/oder Probleme im Bankensektor erwirken eine Erhöhung des aktuellen QE-Volumens.

Vier Szenarien für die zukünftige Entwicklung der Bilanzsumme der Federal Reserve



Quelle: Incrementum AG, Federal Reserve St. Louis

Ungewissheit bezüglich der zukünftigen Geldmengenentwicklung

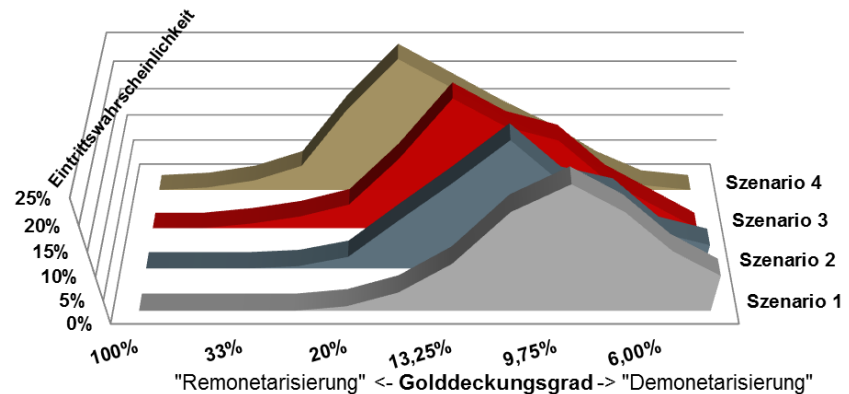
Wie man an der Grafik erkennen kann, divergieren die von uns gewählten Szenarien deutlich voneinander. Dies spiegelt unserer Meinung nach die unterschiedlichen Einschätzungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der Wirksamkeit bzw. der zukünftigen Entwicklung des aktuellen QE-Programmes wider.

Wir wollen an dieser Stelle an die glasklare Sprache des US-Notenbankchefs Ben Bernanke erinnern, der erst am 20. Juni 2013 wieder explizit auf den nicht deterministischen Charakter des Ausstiegs aus dem zeitlich unbegrenzten QE-Programm hinwies:

*„Our policies are tied to how the outlook evolves, and that should provide some comfort to markets because they will understand, I hope, that we will be providing **whatever support is necessary** if the economy does not improve along the lines that we expect, we provide **additional support**. If financial conditions evolve in a way that's inconsistent with economic recovery, **we will provide support**.“*

Für jedes unserer vier Szenarien haben wir nun Eintrittswahrscheinlichkeiten (Verteilungen) bezüglich des zukünftigen Golddeckungsgrades modelliert.

Eintrittswahrscheinlichkeiten und impliziter Deckungsgrad der 4 Szenarien



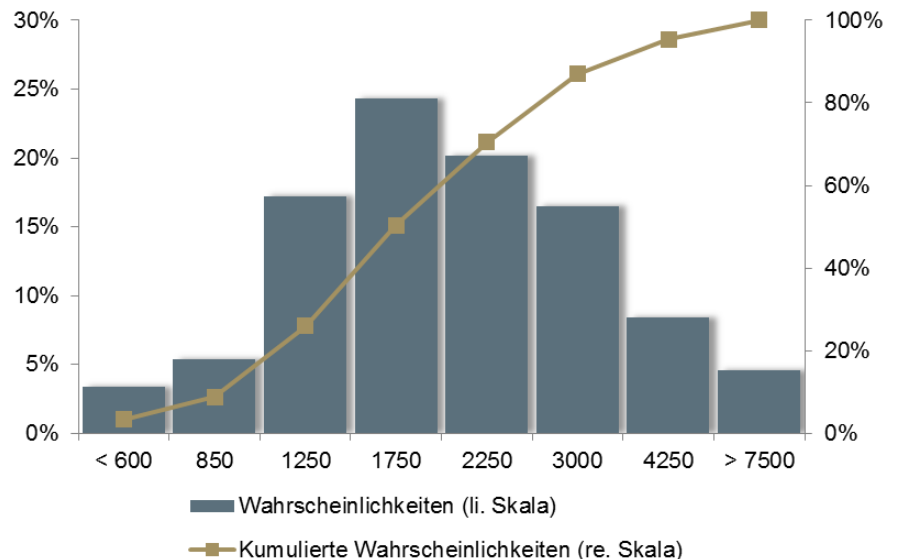
	100%	40%	33%	25%	20%	15%	13%	12%	10%	8%	6%	4%
Szenario 1	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,00%	4,00%	10,00%	20,00%	25,00%	20,00%	12,50%	7,50%
Szenario 2	0,00%	0,00%	0,00%	0,50%	2,50%	10,00%	17,25%	25,00%	17,25%	15,00%	7,50%	5,00%
Szenario 3	0,00%	0,00%	1,00%	2,50%	5,00%	14,00%	25,00%	20,00%	17,50%	10,00%	5,00%	0,00%
Szenario 4	0,00%	0,50%	2,00%	5,00%	16,00%	25,00%	20,00%	15,00%	10,50%	5,00%	1,00%	0,00%

Quelle: Incrementum AG

Für die Szenarien 3 und 4 haben wir geringe Eintrittswahrscheinlichkeiten einer höheren impliziten Golddeckung modelliert. Dies repräsentiert sozusagen die „Fat-Tails“ für den Papierdollar. **Auch wenn man diese extremen Szenarien nur mit einer sehr überschaubaren Eintrittswahrscheinlichkeit kalkuliert, schlägt sich dies trotzdem nennenswert als Risikoprämie gegenüber dem aktuellen Goldpreis nieder.**

Auf alle vier Szenarien durchgerechnet haben wir für die sehr divergenten Szenarien die nachfolgende Verteilung ermittelt. Hier fällt auf, dass die Verteilung flach und rechtsschief ist. Dies macht aus unserer Sicht insofern Sinn, da je nach Erwartung über Wirkung und Weiterentwicklung des aktuellen monetären Experiments, die Meinungen stark divergieren. Marktteilnehmer, welche sich im Lager befinden, wonach QE seine Wirkung bald erreicht haben wird, die sogenannte „Escape Velocity“ der Wirtschaft bald erreicht ist und wir vor einem selbsttragenden Aufschwung stehen, werden hier von der linken Seite der Verteilung repräsentiert. Diejenigen, die sich hinsichtlich des geldpolitischen Experiments unschlüssig sind, von der Mitte und jene Marktteilnehmer, welche sich hinsichtlich QE besonders skeptisch zeigen bzw. sogar möglicherweise das aktuelle Papiergeldsystem hinterfragen, finden sich weit rechts auf der Verteilung wieder.

Durchgerechnete Verteilungswahrscheinlichkeit aller Szenarien und damit verbundener Goldpreis



Quelle: Incrementum AG

Das Modell errechnet mit den skizzierten Szenarien und Wahrscheinlichkeiten einen langfristig erwarteten Wert von USD 2.230 für eine Unze Gold. Wie wir schon erläutert haben, gehen wir von einer sukzessive zunehmenden monetären Rolle von Gold aus, was damit einhergehend konsistent ist.

b) Relative Bewertung mittels Ratio-Analyse

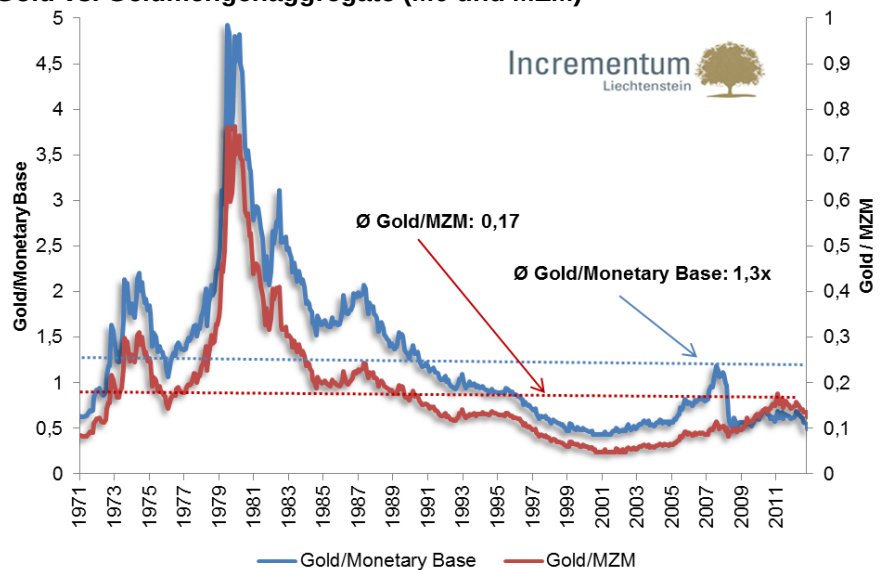
Über unser monetäres Bewertungsmodell hinaus, möchten wir die relative Über- oder Unterbewertung von Gold gegenüber anderen Asset-Klassen analysieren. Die Ratio-Analyse ist eine einfache und extrem nützliche Facette der technischen Analyse. Durch einfache Division eines Wertes durch einen anderen wird eine Verhältniszahl gebildet, deren Ergebnis als Linie dargestellt wird. Nachdem wir Gold jeweils als Zähler (also zB. Gold/Öl) gewählt haben, bedeutet eine steigende Ratio-Linie eine wachsende relative Stärke von Gold gegenüber dem Nenner.

1) Gold vs. Monetäre Aggregate

Anhand der nachfolgenden Ratio-Grafik erkennt man, dass Gold sowohl gegenüber der Geldmengenbasis (M0) als auch im Vergleich zur MZM-Geldmenge¹⁰⁰ „günstig“ und klar unter den langfristigen Durchschnittsniveaus notiert.

¹⁰⁰ Die MZM-Geldmenge ist ein breites Geldmengenaggregat und inkludiert Bargeld plus Girokonten, Sparkonten, privaten Geldmarktkonten plus institutionellen Festgeld- und Geldmarktkonten

Gold vs. Geldmengenaggregate (M0 und M2M)



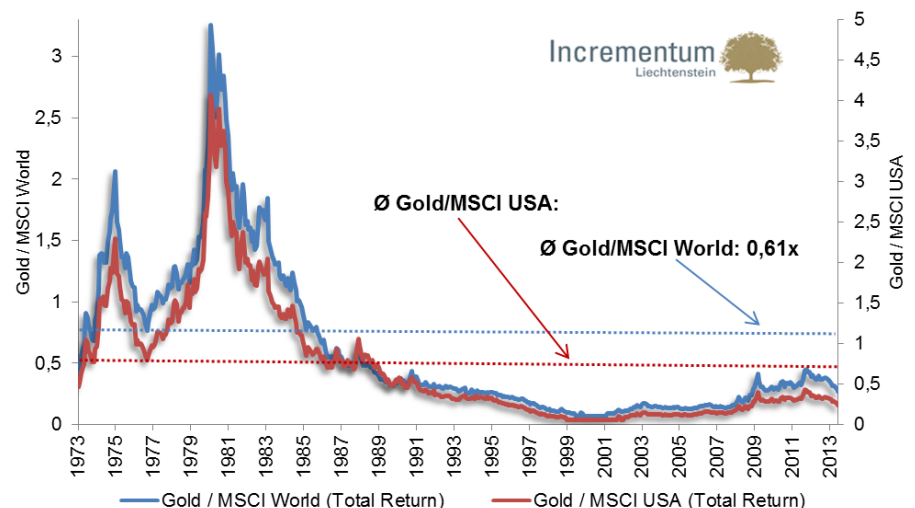
Quelle: Incrementum AG, Federal Reserve St. Louis

2) Gold vs. Aktienindizes

Gold in Relation zu MSCI USA und MSCI World unterbewertet

Auch anhand des Vergleiches zu Aktienindizes (Total Return Indizes, also inklusive reinvestierter Dividendenerträge) ergibt sich alles andere als eine Überbewertung von Gold. Sowohl in Relation zu den unten dargestellten MSCI USA und MSCI World, aber auch im Vergleich zu DAX, Dow Jones und MSCI Europe (jeweils Total Return) notiert Gold auf relativer Basis unterhalb der langfristigen Mittelwerte.

Gold vs. MSCI USA & MSCI World

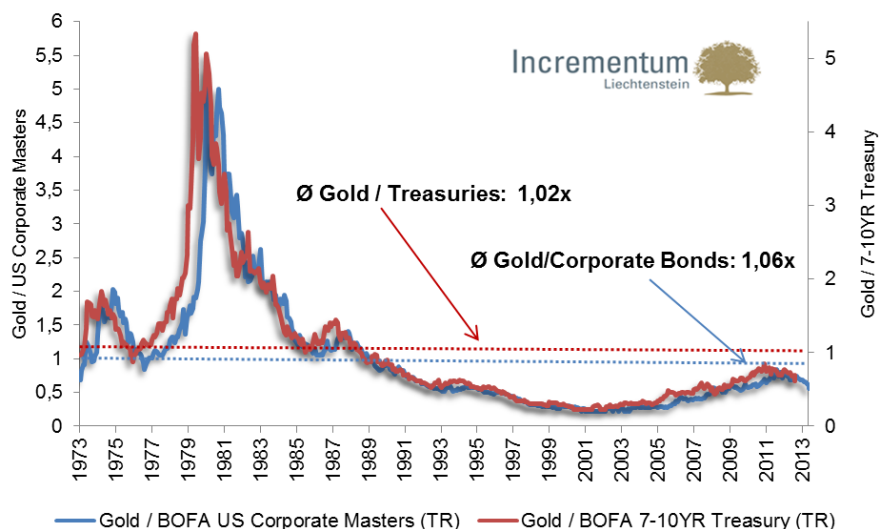


Quelle: Incrementum AG, Federal Reserve St. Louis

3) Gold vs. Bonds

Vergleicht man den Goldpreis mit Bond-Indizes (ebenfalls Total Return), so ist ebenfalls keine Überbewertung von Gold sichtbar. Sowohl in Relation zu Unternehmensanleihen¹⁰¹ als auch zu US-Staatsanleihen¹⁰² notiert Gold unterhalb des langfristigen Mittelwerts.

Gold vs. BOFA US Corporate Masters & BOFA ML 7-10YR Treasury



Quelle: Incrementum AG, Federal Reserve St. Louis

Gold vs. Kunst, High Yield Anleihen und Sammlerweinen unterbewertet

Nachfolgend haben wir weitere Verhältnisse zwischen Gold und einer Auswahl an „Real Assets“ abgebildet. Man erkennt, dass sich der Goldpreis im Vergleich zu US-Immobilien aber auch zu Silber und dem Rohstoffindex CCI über dem langfristigen Durchschnitt befindet. Gegenüber Kunst, High-Yield-Anleihen sowie Sammlerweinen erscheint Gold unterbewertet.

Ratio	Stand aktuell	Langfristiger Durchschnitt	Tiefststand	Höchststand	Gold teuer – ja/nein?
Gold/Silber	61x	56x	14x	99x	ja
Gold/Öl	14,6x	15x	6,5x	39x	fair
Gold/CCI ¹⁰³	2,6x	1,6x	0,6x	3,2x	ja
Gold/Fine Wine ¹⁰⁴	3,1x	4,9x	1,5x	15,1	nein
Gold/Sotheby's ¹⁰⁵	14,1x	16,2x	4,2x	54,3x	nein
Gold/High Yields ¹⁰⁶	1,3x	1,7x	0,69x	4,5x	nein
Gold/Housing ¹⁰⁷	0,006x	0,0035x	0,0014	0,0095	ja

Quelle: Incrementum AG, Datastream, Liv-ex, Federal Reserve St. Louis

Der langfristige Vergleich zwischen Gold und anderen Asset-Klassen zeichnet somit ein klar positives Szenario. Sowohl in Relation zu Geldmengenaggregaten, als auch zu den traditionellen Asset-Klassen (Aktien und Bonds) liegt Gold unter den langfristigen Durchschnitten. Gegenüber einer Auswahl an verschiedenen „Real Assets“ befinden

¹⁰¹ BOFA ML US CORP MASTERS Total Return

¹⁰² BOFA ML 7-10YR TREASURIES Total Return

¹⁰³ Continuous Commodity Index

¹⁰⁴ Liv-ex Fine Wine Investables Index seit Jänner 1988

¹⁰⁵ Wir sehen die Sotheby's Aktie als Proxy für den Kunstmarkt

¹⁰⁶ BOFA ML US High Yield Masters Total Return, ab 1986

¹⁰⁷ US Average Existing Home Price, Single-family & Condo

sich einige Verhältnisse über dem Mittelwert, jedoch noch nicht auf Extremniveaus.

Das vielzitierte Argument der „Gold-Bubble“ kann somit leicht entkräftet werden. Wir gehen davon aus, dass die Extremwerte aus 1980 angetestet bzw. überschritten werden, nachdem das Ausmaß der Schuldenmisere wesentlich ausgeprägter und globaler ist, als am Ende des letzten großen Bullenmarktes. **Bullenmärkte enden in der Euphorie, insofern wird unser Argument für einen finalen Eintritt in eine Trendbeschleunigungsphase untermauert¹⁰⁸.**

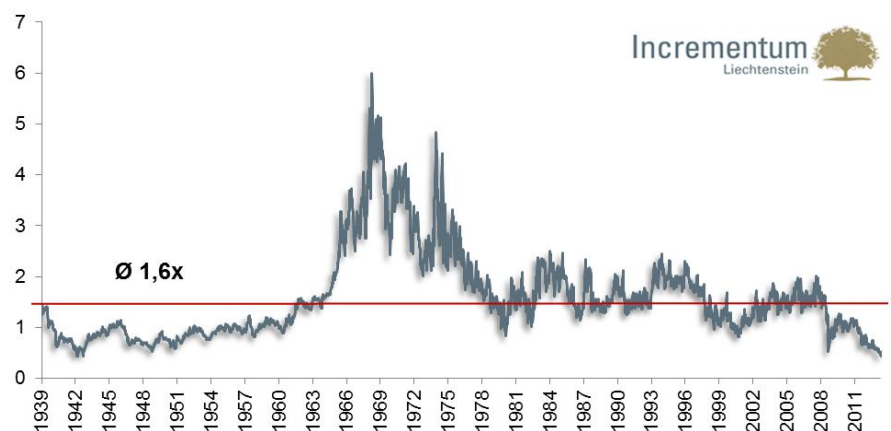
¹⁰⁸ Vgl. „In Gold we Trust 2011“: Die dritte Phase ist schließlich die Euphoriephase die in einem „blow-off“, also einem parabolischen Anstieg endet. Am Ende jedes Zyklus’ findet die Distribution des Smart Money statt. Aus Sentiment-Gesichtspunkten ist diese Phase geprägt von überbordendem Optimismus und „this time it’s different“ Mentalität.

7. GOLDAKTIE VOR EINER TRENDWENDE?

Goldaktien in Relation zu Gold auf niedrigstem Niveau seit mehr als 70 Jahren

Entwickelte sich der Goldpreis im vergangenen Jahr bereits enttäuschend, so war die Entwicklung der Goldaktien - sowohl relativ als auch absolut - desaströs. Es scheint, als würden Mining-Aktien von frustrierten Aktionären für kapitalexpansive Entwicklungsprojekte, riskante Übernahmen und stark steigende Produktionskosten abgestraft. Dies erkennt man auch anhand des Verhältnisses zwischen Goldaktien und Gold: **Der älteste verfügbare Goldindex, der Barrons Gold Mining Index (BGMI) notiert derzeit auf dem niedrigsten Stand in Relation zu Gold seit mehr als 70 Jahren¹⁰⁹.**

BGMI/Gold-Ratio auf tiefstem Stand seit 1943



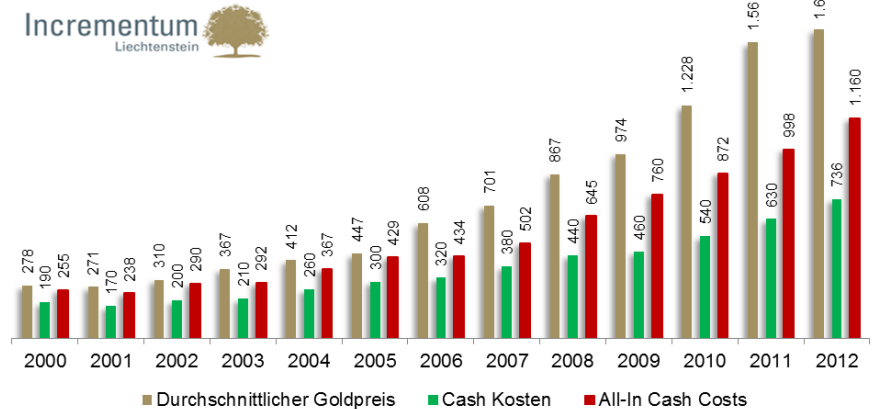
Quelle: Nick Laird, Sharelynx.com, Barrons, Incrementum AG

Nun stellt sich die Frage wann und ob die Talfahrt der Miner endlich beendet wird. Eine wichtige Maßnahme, um das Vertrauen der Anleger wiederzuerlangen, könnte die verstärkte Kostentransparenz sein. So werden ua. Yamana, Barrick Gold und Goldcorp von nun an ihre „All-In Sustaining Cash Costs“ veröffentlichen. Sie inkludieren neben den Cash Kosten (also den operativen Kosten des Abbaus) auch die administrativen Ausgaben, Steuern, Kapitaleinsatz für Erhaltung und Entwicklung der Mine, Kapitalkosten sowie die Explorationskosten. **Im 4. Quartal 2012 lag die Zahl bei USD 941 USD je Unze, und somit um 50% höher als die Cash-Kosten¹¹⁰.**

¹⁰⁹ Der BGMI inkludiert derzeit ua. Barrick Gold, Freeport, Goldcorp und Kinross Gold

¹¹⁰ „Gold Miners Come Clean on Costs After Lost 6 Years“, Bloomberg

Durchschnittlicher Goldpreis vs. Cash Kosten vs. All-In Cash Kosten



Quelle: Company Reports, Bloomberg, JCF Factset, Incrementum AG

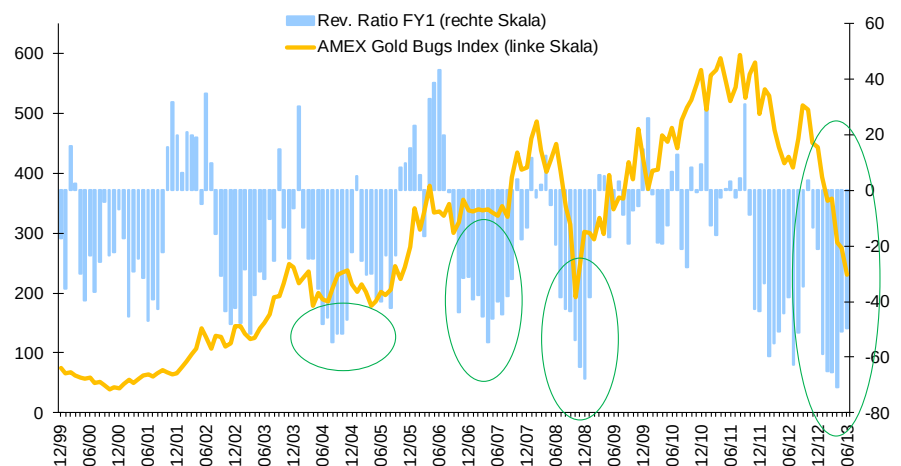
Wir halten sinkende Förderkosten für realistisch

Die Extrapolation ewig weiter steigender Kosten scheint derzeit Konsensmeinung zu sein. Wir zeigen uns diesbezüglich skeptisch. Im Zuge des anämischen Wirtschaftswachstums und stark gefallener Rohstoffpreise haben zahlreiche Inputkosten aufgehört zu steigen bzw. sinken teilweise bereits¹¹¹. So sind die Preise für Industriereifen, Sprengstoffe sowie auch die Personalkosten im Zuge der derzeit stattfindenden brutalen Marktberreinigung mittlerweile bereits gefallen. **Insofern halten wir das Mantra der „ewig steigenden Förderkosten“ für falsch und erwarten ein Ende der steigenden Kosten bzw. sogar eine Deflation der Förderkosten.**

Revision-Ratio signalisiert maximalen Pessimismus

Nachdem Goldaktien nun bereits 60%¹¹² von ihren Höchstständen entfernt sind, erfolgen nun seitens der Sellside-Analysten - in gewohnt prozyklischer Manier - kollektive Herabstufungen der Gewinnerwartungen. Dieses klassische Herding-Verhalten ist oftmals ein verlässliches Kaufsignal. Vergleich man die Revisionstätigkeit mit dem Kursverlauf des Gold Bugs Index (goldene Linie und linke Skala), so erkennt man, dass der Zeitpunkt des größten Pessimismus meist verlässliche Einstiegssignale lieferte. **Insofern lässt sich das Revision-Ratio als beruhigender Kontraindikator interpretieren.**

Revision Ratio Goldaktien



Quelle: JCF Factset, Erste Group Research

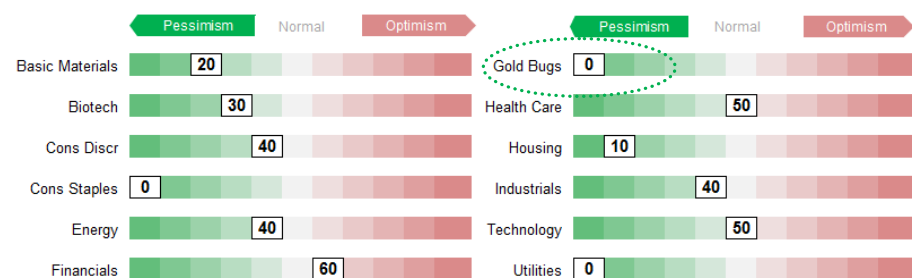
¹¹¹ Vgl. Acting-man.com, „Why Gold Stocks Remain Subdued“

¹¹² Gemessen am Allzeithoch des Amex Gold Bugs Index

Während die Analysten zunehmend bearish werden, werden Firmeninsider hingegen zunehmend bullish. Gemäß INK Research erreichten die Insiderkäufe zuletzt ein neues Allzeithoch. Zum letzten Mal war dies im Oktober 2008, also nahe der Tiefststände der Mining-Aktien, der Fall¹¹³.

Das extreme negative Sentiment hinsichtlich Goldaktien ist auch auf nachfolgendem Chart zu erkennen.

Sentiment der einzelnen Aktien-Sektoren (per 21. Juni 2013)



Quelle: Sentimentrader.com

Fazit Goldaktien¹¹⁴

“Returns will drive production; production will not drive returns”
Jamie Sokalsky, CEO Barrick Gold

Die Industrie erlebt derzeit eine Gezeitenwende. Es scheint, als wäre die Branche derzeit im Begriff, neue Prioritäten zu setzen. Rentabilität, Kapitaldisziplin und stabiler Cash Flow je Unze scheinen mittlerweile gegenüber maximaler Goldproduktion präferiert zu werden. Zahlreiche Projekte wurden in den vergangenen Monaten abgestoßen oder auf Eis gelegt¹¹⁵ und CEO's ausgetauscht. Wir halten das neue Bekenntnis zu Kostenwahrheit, größerer Finanzdisziplin und Shareholder Value für eine wesentliche – wenn auch sehr späte – Einsicht des Sektors. Ob diese neue Fokussierung ein reines Lippenbekenntnis darstellt oder nicht, wird sich in den nächsten Quartalen weisen.

Wir gehen weiters davon aus, dass Royalty- und Streaming-Aktien weiterhin outperformen. Nachdem die Kostenbasis weitgehend fixiert ist und das Projektrisiko wesentlich breiter diversifiziert ist als bei herkömmlichen Minern, sollten Royalty- und Streaming-Titel im Zuge der hohen Risikoaversion weiterhin relative Stärke zeigen.

¹¹³ Vgl. “Nobody Likes the Gold Stocks – Except Insiders”, Acting-man.com,

¹¹⁴ Wie bereits im Vorjahr formuliert, wollen wir betonen, dass wir Gold als *Währung* und somit als Form des Sparens sehen, während wir Goldaktien als *Investment* sehen.

¹¹⁵ zB. Barrick Gold (Donlin Creek), Goldcorp (El Morro), Osisko (Hammond Reef)

8. FAZIT

Don't trade your hedge!

Wir sind der festen Überzeugung, dass das fundamentale Argument für Gold überzeugender denn je ist. Es gibt keinen „backtest“ für die derzeitige Episode des Finanzwesens. Noch nie haben auf globaler Basis dermaßen gewaltige „monetäre Experimente“ stattgefunden. **Wenn es jemals Bedarf an monetärer Versicherung gegeben hat, so ist es heute.**

“When you devalue money, you devalue trust.”
Dylan Grice

Geld ist nicht nur ein Wertaufbewahrungsmittel, sondern auch ein Kommunikationsmittel¹¹⁶. In seiner grundlegendsten Ebene ist wirtschaftliche Interaktion meist ein Austausch zwischen Fremden. Es bedarf deshalb eines gewissen Maßes an Vertrauen zwischen den Fremden. Geld ist das Mittel zum Austausch dieses Vertrauens. Das Vertrauen am Finanzmarkt wird in Form von Rendite ausgedrückt. Je weniger vertrauenswürdig ein Kreditgeber ist, desto höher muss die Rendite sein, die der Kreditgeber verlangen wird¹¹⁷. Finden jedoch Interventionen statt, so fördert dies die Fragilität des Vertrauens¹¹⁸. Kredit ist bekanntlich „schlummerndes Misstrauen“, dies ist auch der Grund, wieso die exakte Prognose von Schuldenkrisen so schwer fällt. Der exakte Punkt, an dem Vertrauen kollabiert und die Kreditgeber den Glauben in die Bonität aufgeben, ist deshalb unmöglich zu prognostizieren¹¹⁹. **Wir glauben, dass Gold einen sinnvollen Hedge für solche Vertrauenskrisen darstellt.**

“As the supply of gold/silver is relatively fixed, however, higher insurance demand implies higher prices. The bull market in gold and silver is primarily a bull market in financial insurance.”
John Butler

Wir denken weiterhin, dass Gold ein fixer Portfoliobestandteil sein sollte. Gold ist der einzige liquide Vermögenswert, dem keine Verpflichtung oder Gläubigerbeziehung gegenübersteht. Es ist das einzige staatenunabhängige, international anerkannte Zahlungsmittel und hat jeden Krieg und Staatsbankrott überlebt. Die monetäre Bedeutung, die sich während der letzten Jahrhunderte etabliert und manifestiert hat, wird derzeit wiederentdeckt. Gold steht seit Jahrhunderten für Wertbeständigkeit, Unabhängigkeit und Stabilität. **Die Antwort auf die Frage ob Gold teuer wird oder die Kaufkraft der Papiergeldwährungen sinkt, liegt im Auge des Betrachters.**

“Inflation is a more fundamental danger than speculative investment. Some countries seem to be in the unusual situation where they are trying to create inflation. They will come to regret that.”
Paul Volcker

Im Gegensatz zu 1979/1980 wird der aktuelle Goldbullenmarkt nicht aufgrund plötzlich stark steigender Zinsen enden, nachdem die Bilanzen von Regierungen, Haushalten und Banken tief verschuldet sind. **Dies würde im derzeitigen Umfeld zu einer deflationären Depression führen.** Gemäß BIS stieg die kombinierte Schuldenlast für Regierungen, private Haushalte und Nichtfinanz-Unternehmen der 18 OECD-Kernländer von 160% des BIP im Jahre 1980 auf 340% in 2012. Der Verschuldungsstand des „Non financial“-Sektors der größten 17 Ökonomien lag 1980 noch bei 12,3 Billionen bzw. 168% der Wirtschaftsleistung. 2011 lag dieser Wert bereits bei USD 128 Billionen bzw. 315% der Wirtschaftsleistung¹²⁰.

Mittelfristig weiterhin negative Realzinsen zu erwarten

Um den aktuellen Schwierigkeiten im Finanzbereich aber auch der Realwirtschaft entgegenzuwirken, werden Fed, Bank of Japan, Bank of England und die EZB, die Zinsen deshalb weiterhin auf niedrigem Niveau

¹¹⁶ Vgl. Dylan Grice, Edelweiss Journal

¹¹⁷ Goldbesitz bedeutet hingegen pures Eigentum und beinhaltet keinerlei Verbindlichkeit. Dies erklärt auch wieso es keine laufenden Zinsen zahlt: es beinhaltet kein Gegenparteirisiko.

¹¹⁸ Vgl. „Memo to Central Banks: You're debasing more than our currency“, Dylan Grice

¹¹⁹ Vgl. „The „Bang“ Moment is Here, John Mauldin

¹²⁰ „Debt of Nations“, Citi GPS, Willem Buiter, Ebrahim Rahbari

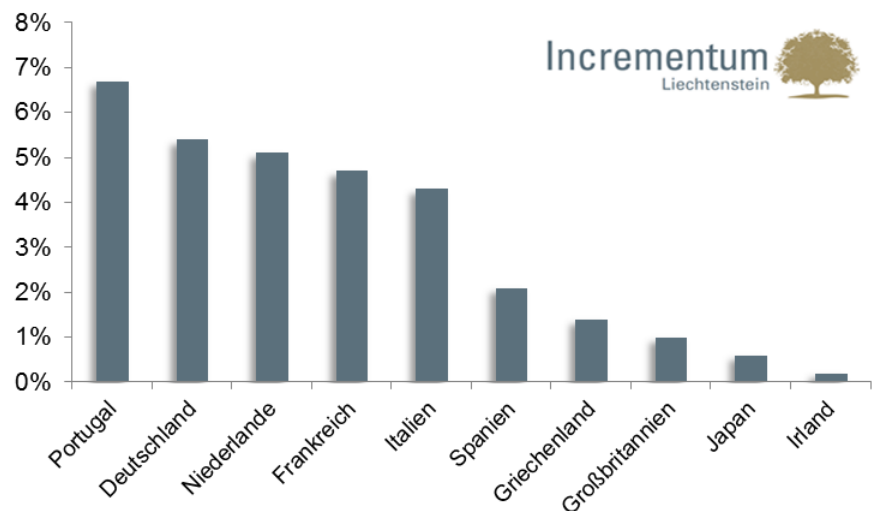
“Gold is not a drug that cures the disease but merely a symbol of the flight from dishonesty – a symbol of independence, honest money and permanence.”

Anthony Deden

belassen. Es besteht seit jeher eine **starke Korrelation zwischen negativen Realzinsen und dem Goldpreis**.

Wir halten es für höchst unwahrscheinlich, dass die europäischen Krisenländer (zB. Italien, Spanien, Portugal) ihre Goldreserven verkaufen werden. Einerseits würden die Verkaufserlöse die Schuldenquoten nur marginal senken, andererseits wäre dies auch ein Offenbarungseid der Schwäche und würde das ohnehin angeschlagene Vertrauen weiter erschüttern. Zudem wäre es allein technisch schwer möglich, nachdem das Central Bank Gold Agreement, das bis September 2014 gültig ist, die Verkäufe der europäischen Notenbanken auf 400 Tonnen pro Jahr limitiert.

Goldbestände decken weniger als 10% der Schulden ab



Quelle: UBS, WGC, Eurostat, Bloomberg, berechnet per Q3 2012 bzw. Goldpreis von USD 1.400 und EUR/USD 1,30

Goldaktien als antizyklische Spekulation mit großer Hebelwirkung interessant

Wir sind der Überzeugung, dass Goldaktien derzeit eine extrem antizyklische Spekulation mit starker Hebelwirkung auf den Goldpreis darstellen. Es gibt keinen Sektor, der seitens der Investment-Community stärker untergewichtet wird. So notiert zB. der Barrons Gold Mining Index derzeit auf dem niedrigsten Stand in Relation zu Gold seit mehr als 70 Jahren. Die derzeit stattfindende Fokussierung auf Kapitaldisziplin und Rentabilität ist eine wesentliche – wenngleich auch sehr späte – Einsicht des Sektors. Ob diese neue Fokussierung ein reines Lippenbekenntnis darstellt, oder nicht, wird sich in den nächsten Quartalen weisen. **Wir denken, dass besonders solide Royalty- und Streaming-Aktien sowie Produzenten in politisch stabilen Regionen ein attraktives Chance/Risiko-Profil aufweisen.**

Quantitatives Bewertungsmodell kalkuliert Goldpreis von USD 2.230

Wir haben in diesem Goldreport erstmals eine quantitative Goldbewertung vorgenommen. Mit Hilfe eines Modells haben wir dabei versucht, ein weites Spektrum an unterschiedlichen Szenarien bezüglich der weiteren US-Geldpolitik und deren Konsequenzen auf den Goldpreis zu berücksichtigen. Das Modell rechtfertigt, selbst bei der Modellierung kleiner Eintrittswahrscheinlichkeiten von Extremszenarien, eine deutliche Risikoprämie. **Mit unserer Parametrisierung ergibt sich dabei ein Preis von USD 2.230.**

CoT und Sentiment lassen Bodenbildungsphase erwarten – bis August jedoch nur wenig Momentum zu erwarten

„Only buy something that you'd be perfectly happy to hold if the market shut down for 10 years”
Warren Buffett

Aus technischer Sicht gehen wir davon aus, dass sich der Goldpreis seit seinem Allzeithoch im August 2011 in einer langfristigen Konsolidierungsphase, ähnlich der „mid cycle correction“ von 1974-1976, befindet. Aufgrund des extrem negativen Sentiments und der eindeutig positiv zu interpretierenden CoT-Daten rechnen wir mit einer baldigen Bodenbildung. **Aus saisonaler Sicht dürfte bis August wenig Momentum zu erwarten sein.**

Was die Stimmungslage betrifft, so sehen wir bei Gold alles andere als Euphorie. Skepsis, Angst und Panik sind nie der Endpunkt einer langfristigen Hausse. **Wir gehen deshalb davon aus, dass unser bereits vor einigen Jahren formuliertes Langfrist-Ziel von USD 2.300 je Unze weiterhin realistisch ist.**

Im Zuge des Preiskollapses im April wurde massiver technischer Schaden angerichtet. Wir sind deshalb der festen Überzeugung, dass die Reparatur des Chartbildes einige Zeit in Anspruch nehmen wird. Als nächstes 12-Monats-Ziel sehen wir die Marke von USD 1.480.

Kontakt

Incrementum Liechtenstein AG
Landstraße 1
9490 – Vaduz/Liechtenstein

Email: contact@incrementum.li

Disclaimer

Diese Publikation dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung, eine Anlageanalyse noch eine Aufforderung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Insbesondere dient das Dokument nicht dazu, eine individuelle Anlage- oder sonstige Beratung zu ersetzen. Die in dieser Publikation enthaltenen Angaben basieren auf dem Wissensstand zum Zeitpunkt der Ausarbeitung und können jederzeit ohne weitere Benachrichtigung geändert werden.

Der Autor war bei der Auswahl der von ihm verwendeten Informationsquellen um größtmögliche Sorgfalt bemüht, übernimmt (wie auch die Incrementum AG oder die Erste Group Bank AG) keine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der zur Verfügung gestellten Informationen bzw. Informationsquellen bzw. daraus resultierend Haftungen oder Schäden gleich welcher Art (einschließlich Folge- oder indirekte Schäden, entgangenen Gewinn oder das Eintreten von erstellten Prognosen).

Copyright: 2013 Incrementum AG. All rights reserved.